

Políticas del Banco Central y Coyuntura

Presentación de Felipe Morandé Gerente de División de estudios
en el Ciclo de Conferencias Industriales Comunes 2001.
SOFOFA, Agosto 8, 2001

Recientemente, el Banco Central anunció la “nominalización” de su política monetaria. ¿Significa esto que el Banco Central cambió sus objetivos de política?

El objetivo de la política monetaria sigue intacto: preservar la estabilidad de precios, entendida ésta como una inflación baja y estable (a nivel anual) dentro de un rango de 2 a 4% por año, centrada en 3%. El récord en esta materia ha sido muy bueno. Desde que se dio a conocer este rango meta en septiembre de 1999, la inflación subyacente ha sido 2,8% en promedio (octubre 1999 a julio 2001) y se espera un resultado similar de aquí a fin de año. Si el promedio de la inflación total ha sido un poco más alto (aunque aún dentro del rango meta), es básicamente por el fuerte aumento que tuvo el precio internacional de los combustibles, que pasó de aproximadamente US\$ 10 por barril a mediados de 1999 a US\$ 25 en la actualidad, después de haber alcanzado *peaks* superiores a los US\$ 38 el barril durante la segunda mitad del año pasado.

El Banco Central no persigue objetivos de crecimiento y empleo para la economía chilena, porque sus políticas NO son efectivas para conseguir resultados perdurables en esas áreas. Mirando nuestra propia historia durante el siglo XX, es fácil ver cómo, una y otra vez, cuando el Banco Central y el gobierno de turno intentaron acelerar el crecimiento más allá de las posibilidades de la economía con una política monetaria expansiva, el país terminaba indefectiblemente con una alta inflación, una crisis de balanza de pagos y posteriormente una recesión. Hoy, en cambio, el Banco Central se concentra en mantener la inflación baja y estable, porque ello es una condición necesaria para el desarrollo económico. Sin estabilidad de precios, las economías no prosperan. Pero las políticas del Banco Central sí pueden afectar el comportamiento de la actividad económica en el corto y tal vez mediano plazo. Por esa razón, el Banco Central busca conseguir el objetivo de estabilidad de precios de la manera más *eficiente* posible, desde una perspectiva de actividad económica y empleo. En otras palabras, si para mantener la inflación en torno a la meta hay más de una trayectoria posible de las tasas de interés de política, el Banco Central escogerá aquella trayectoria que tenga el menor sacrificio potencial de crecimiento de la demanda interna y, por añadidura, de la actividad económica y el empleo. Esto se refleja en que tenemos un rango entre 2 y 4% (y no un número preciso) para la meta, y en la decisión de centrar el objetivo inflacionario a un plazo de 12 a 24 meses, de modo de tomar en cuenta que los efectos de la política monetaria sobre la inflación se sienten con más fuerza en un plazo mediano y que *shocks* transitorios sobre los precios no requieren necesariamente de cambios en la política monetaria. En contraste, si tuviéramos una meta a conseguir en un plazo más corto, la política monetaria tendría que ser mucho más activa, con el riesgo de exacerbar el ciclo económico y eventualmente generar recesiones innecesarias.

En síntesis, la nominalización de la política monetaria no implica cambio alguno en los objetivos del Banco Central.

¿Hay un cambio entonces sólo en la forma de hacer política monetaria?

Lo que hay es un cambio operativo que implica que, desde el 9 de agosto, la tasa de interés de referencia que sostiene el Banco Central se expresará en pesos y no en UF. El Banco Central, a través de inyecciones y retiros diarios de dinero (liquidez) del mercado, influye en la tasa de interés a la que se prestan los bancos comerciales entre sí (tasa interbancaria) hasta el punto que virtualmente la fija. A partir de esta tasa, se afectan las restantes tasas de interés de mercado, a corto y mediano plazo especialmente, y con ellas, después de un tiempo, las decisiones de consumidores y empresas, la actividad económica y finalmente la inflación. Hasta hoy, esa tasa se referencia, que llamamos la tasa de política monetaria, la determinaba el Consejo, habitualmente en sus reuniones mensuales programadas, en un porcentaje anual por encima de la variación de la UF. Si esta variación era alta porque el mes anterior la inflación había sido puntualmente alta, entonces la tasa en pesos que resultaba para un mes particular de esta tasa en UF era también bastante alta. De igual forma, si al mes siguiente la variación de la UF era baja (esta vez porque inflación del mes anterior había sido muy baja), entonces la tasa en pesos también lo era. Ahora, en cambio, la tasa de referencia se fijará en pesos y se mantendrá en un valor independientemente del cambio en la UF y, por tanto, de la inflación del mes anterior.

No hay, sin embargo, un cambio en la forma en que se toman las decisiones de política monetaria, ni en el tipo de análisis que se realiza para tomarlas, ni en la determinación para ajustar las tasas cuando ello sea necesario. Es decir, se seguirá procediendo del mismo modo que hasta ahora: primero se lleva a cabo un diagnóstico de la situación actual de la economía y en particular del comportamiento de la inflación; luego, se proyecta la evolución futura probable de las principales variables que inciden sobre la inflación y se evalúa en consecuencia la necesidad de ajustar la tasa de interés de política. Aunque la tasa nominal debiera ser equivalente a una tasa real más las expectativas de inflación, no creemos que la tasa de política se vaya a ajustar con más frecuencia ahora que es nominal. Esto es así porque si hay un cambio, por ejemplo un aumento, en las expectativas de inflación, ese aumento se asociará muy probablemente a presiones inflacionarias que se originan en un cambio en las condiciones macroeconómicas subyacentes, el que hace recomendable, a su vez, un cambio en la tasa de política en su propio mérito. Lo mismo si se trata de una disminución en las expectativas de inflación. Sería muy raro que hubiera un cambio en las expectativas de inflación completamente exógeno, esto es, desconectado del funcionamiento de la economía, como para que se presentara una situación donde sea necesario ajustar la tasa de política

sólo por este factor.

Lo que sí es posible es que los cambios en la tasa de política sean más grandes que los que estamos acostumbrados a ver en el caso de las tasas en UF, pues en algunas ocasiones el ajuste deberá dar cuenta del cambio en las presiones subyacentes sobre la inflación más el cambio en las expectativas. Sin embargo, tampoco esto debiera ser frecuente, considerando que los valores de inflación que se observan actualmente son lo suficientemente bajos como para que el factor cambio de expectativas sea numéricamente tan importante como para hacer saltar la tasa de política en al menos 25 puntos base (0,25%).

¿Qué razones llevaron al Banco Central a nominalizar la tasa de política monetaria?

Esta medida traerá en general mayor estabilidad (menor volatilidad) en las variables nominales, como las tasas de interés pagadas y cobradas en pesos, los agregados monetarios más líquidos (M1, circulante) y el valor del dólar (la relación entre el peso y la moneda de EEUU). También ayudará a la integración financiera con el resto del mundo (el que nunca ha terminado de entender la UF, la que le resulta algo "sospechosa"). Finalmente, la medida también aporta una mayor transparencia al mercado de las operaciones financieras en pesos, el que ahora tendrá una referencia explícita en la tasa de política monetaria.

La actual era una coyuntura favorable para hacerlo, porque la inflación negativa prevista para julio exacerbaba la inestabilidad de las variables nominales mencionadas. Además, hoy es más simple nominalizar la tasa de política monetaria debido a que las expectativas de inflación se han estabilizado en torno al centro del rango meta, esto es, 3% anual.

¿Desaparecerá la UF?

No. No se pretende abolir la UF, porque no está en las atribuciones del Banco Central y no es necesario ni conveniente. Tampoco se pretende que desaparezca la UF de las operaciones financieras de mediano y largo plazo, las que, para seguridad del mercado de capitales (jubilaciones del sistema de AFPs, operaciones hipotecarias, seguros), es bueno que mantengan este mecanismo de indización. Lo que sí ocurrirá es que las operaciones financieras de corto plazo (hasta un año), serán mayoritariamente en pesos y no en UF. Es posible también que se fortalezcan operaciones financieras de mediano plazo (entre 1 y 3 años) también en pesos. El Banco Central contribuirá a este proceso colocando sólo instrumentos en pesos a plazos menores a un año.

¿Qué pasará con las tasas de interés en el mercado?

Probablemente habrá un poco de confusión durante este mes, mientras se asienta el cambio en la tasa referencial. Las tasas de interés en UF de muy corto plazo subirían como consecuencia de la variación negativa de la UF (luego de la inflación de -0,2% en julio), porque ahora deben equiparar las tasas en pesos que serán más estables. Pero esto sólo durará unas semanas, hasta que se prevea con más certeza la inflación de agosto, la que seguramente no será negativa. Las tasas en pesos no debieran verse mayormente afectadas en el corto plazo, y hasta debieran bajar algo en el mediano plazo porque ahora serán por definición más estables. Asimismo, los *spreads* entre las tasas de colocación y captación en pesos debieran estabilizarse por la presencia de una tasa de política nominal que sirve como referente natural para estas operaciones. Con el tiempo, y en el curso de los siguientes meses, las operaciones de menos de un año debieran ser mayoritariamente en pesos, con lo cual las ventajas de tasas algo menores y más estables se harán más evidentes.

¿Por qué se ha depreciado "tanto" el peso (o por qué ha subido tanto el dólar)? ¿Fue la nominalización una respuesta a este fenómeno?

La nominalización de la política monetaria no se implementó para afectar al tipo de cambio (dólar), aunque una tasa de interés nominal más estable se espera que traiga también una menor volatilidad de la relación entre el peso y el dólar. Pero, claramente, la depreciación del peso responde a fuerzas mayores a un cambio en la operatoria de la política monetaria.

El aumento del tipo de cambio (del orden de 14,2% desde diciembre pasado y de 8,5% sólo en los meses de junio y julio) obedece a una combinación de factores, algunos transitorios, otros de carácter más permanentes. Hay ciertamente un reflejo en nuestro tipo de cambio de la situación por la que atraviesa Argentina, y que deviene de lo que se llama "contagio" financiero. Así se puede apreciar en una asociación gráfica entre el premio por riesgo soberano argentino y el peso chileno, y más todavía si asociamos el peso chileno con el real brasileño. Pero a diferencia de Argentina y Brasil, la evaluación que hacen en el exterior de la economía chilena es muy buena, por lo que el efecto de estas turbulencias regionales sobre el riesgo-país y sobre las tasas de interés ha sido casi nulo en Chile, alto en Brasil, y extremadamente alto en Argentina. Prácticamente todo el efecto se lo ha llevado el tipo de cambio en Chile, que es justamente el propósito cuando se tiene una política de flotación cambiaria.

Pero hay también otros factores detrás de la devaluación. En efecto, el entorno internacional en su totalidad se ha deteriorado marcadamente en los últimos meses. Esto se debe en lo fundamental a que el impacto de la desaceleración de la economía de EEUU sobre el resto de la economía mundial, al punto que ha habido sucesivas reducciones en las

proyecciones de crecimiento en todas las restantes regiones del mundo. Esto ha impactado severamente el precio del cobre y de otros productos exportados por Chile, trayendo una reducción importante de nuestros términos de intercambio.

¿Qué efectos tiene la depreciación del peso?

La pérdida de valor del peso frente al dólar trae consigo una mayor competitividad de productos que compiten con similares extranjeros, ya sea en Chile o en los mercados mundiales. Esta puede ser una explicación del fuerte aumento en los volúmenes exportados de productos no tradicionales en los últimos tiempos, a pesar del menor crecimiento de la economía mundial. También puede estar detrás del aumento de la producción y ventas industriales que se observa en meses recientes. Pero no hay que olvidar también que una depreciación del peso, si se traspaasa a precios finales en pesos, también afectará negativamente el consumo, especialmente aquel de bienes de consumo durable. Aunque el consumo global en Chile muestra tasas de crecimiento por debajo del PIB, no parece ser la respuesta a la depreciación del peso porque muy poco de esta última se ha traspasado a los precios minoristas. Es posible que, sin embargo, algún efecto esté teniendo sobre las importaciones de bienes, las que se han visto estancadas durante el segundo trimestre.

Si la situación en Argentina empeorara y ello derivara en un empeoramiento de las condiciones financieras que enfrenta la economía chilena, entonces en ese caso la depreciación que acompañaría a este escenario podría co-existir con un menor crecimiento, pero posiblemente en forma acotada. En efecto, la economía chilena presenta una serie de fortalezas que la hacen menos vulnerable que Argentina y Brasil a eventos de esta naturaleza. Al respecto se pueden citar: una combinación apropiada de políticas monetaria y fiscal; una política de flexibilidad cambiaria; estabilidad macroeconómica; un déficit en cuenta corriente muy reducido; un sistema financiero sano y bien supervisado; una deuda externa razonable, privada y mayoritariamente de mediano y largo plazo; una deuda pública muy baja; y una economía sin grandes distorsiones, competitiva y de amplio predominio de la libertad económica.

En cuanto al efecto sobre la inflación, en los últimos años el grado de traspaso de la depreciación del tipo de cambio hacia la inflación ha sido muy bajo. Este fenómeno ha persistido en los últimos meses. Un elemento detrás de lo anterior es, en general, la apreciación del dólar en los mercados internacionales, la que se ha traducido en una menor inflación externa en dólares. Esto en particular ha afectado la evolución de los precios de bienes durables producidos en Asia, un ítem importante en la canasta de importaciones chilenas. En el plano interno, el reducido traspaso a precios del mayor valor del dólar se sostiene también en la reducción de márgenes de intermediación por mayores presiones competitivas en el comercio detallista local en un contexto de una actividad económica creciendo por debajo del potencial. A ello se suma, en forma relevante, el estadio de una inflación permanentemente baja alcanzado en los últimos años (a su vez sustentado en la credibilidad de la política monetaria basada en metas de inflación y en un adecuado manejo de las políticas macroeconómicas en general) y una política irrestricta de flotación cambiaria. Aunque algunos de estos factores pueden revertirse en el mediano plazo (por ejemplo, los márgenes de intermediación pueden crecer si la demanda se recupera), existe la impresión, de todos modos, de que el traspaso es menor en forma permanente.