

## Respuestas a Preguntas Frecuentes sobre la Coyuntura y las Políticas del Banco Central

Felipe Morandé

Mesa Redonda de Estrategia, Junio 26, 2001.

### 1. ¿Hay riesgos de mayores presiones inflacionarias en los siguientes 12 a 24 meses, a partir de una recuperación de la demanda y del comportamiento del tipo de cambio?

- Sí, los hay, pero *son riesgos menores* en vista de: (a) la amplia holgura de capacidad instalada y empleo que existe en la actualidad; y (b) que el impacto sobre los precios internos de la depreciación reciente del peso ha sido atenuado por menores precios en dólares de una variedad de productos importados.
- La holgura aludida permite que, aún si la economía crece a un ritmo de 5% a partir del segundo semestre de este año, la brecha de capacidad irá sólo lentamente presionando los precios al alza y, en cualquier caso, de modo coherente con la mantención de la inflación en torno a la meta de 3% anual.
- La depreciación del peso ha sido de un 8% nominal desde diciembre pasado, pero cuando se considera la fuerte apreciación que ha tenido el dólar frente a casi todas las monedas del mundo, la depreciación del peso es menos de 3% desde diciembre. Es más, el peso se ha apreciado marginalmente frente al euro, el real brasileño, el dólar australiano y otras monedas en el mismo período. Todo ello anticipa que los precios en dólares de varios de los productos que importa el país desde áreas que han visto sus monedas depreciadas frente al dólar, pueden experimentar caídas, reduciendo el efecto de la depreciación del peso sobre la inflación interna.
- Las proyecciones de inflación del Banco Central consideran además una recuperación paulatina de márgenes de intermediación comercial en la medida que se recupera el crecimiento de la demanda interna, y un precio internacional del petróleo que no sube por encima de los 26 dólares el barril este año y el próximo. Con estos antecedentes, la inflación media proyectada se ubica en torno a 3% en el horizonte relevante en medio de una evaluación equilibrada de riesgos.

### 2. ¿Ha abandonado el Banco Central su objetivo inflacionario a favor de otros objetivos, como el crecimiento y el empleo?

- No, de ninguna manera. *El objetivo prioritario es y será mantener la estabilidad de precios*, lo que se manifiesta en la meta de inflación del 3% anual, dentro del rango de 2 a 4%. Lo que ocurre es que el Banco Central busca conseguir ese objetivo de la manera más **eficiente** posible, desde una perspectiva de crecimiento 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 parte, 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.
- Es posible que algunos se hagan esta imagen de múltiples objetivos que plantea la pregunta al comparar las acciones del Banco Central desde 1999 con aquellas observadas durante los años 90. Pero hay diferencias importantes. Mencionaré dos. Primero, hasta hace poco tiempo se trataba de reducir año a año la inflación, desde tasas cercanas a 30% en 1990 hasta niveles comparables a los de economías desarrolladas (como las cifras que se observan en la actualidad). Por tanto, era clave tener una actitud en promedio dura frente a la inflación y ganar credibilidad. *Hoy se trata de mantener la inflación baja y estable en un contexto donde nadie podría discutir la voluntad anti inflacionaria del Banco Central*. Y segundo, la economía chilena es hoy más madura en cuanto a la mezcla de políticas macroeconómicas, la que conjuga metas de inflación, flotación cambiaria, completa integración a los mercados financieros internacionales y una política fiscal sujeta a reglas conservadoras. Todo ello crea un entorno favorable a una inflación que permanecerá en niveles reducidos y satisfactorios por largo tiempo.

### 3. ¿De qué sirven las reducciones de tasas de interés decretadas en los últimos tiempos por el BC si el estancamiento de la demanda interna y de la actividad puede deberse a otros fenómenos?

- La metodología del BC consiste en ajustar su tasa de interés de política monetaria si en el horizonte de 12 a 24 meses, la inflación proyectada en un escenario base tiende a apartarse significativamente del centro del rango meta, esto es, 3% anual. Es clave entonces la proyección de inflación y los valores futuros que se consideran de las variables que influyen sobre la inflación. En este contexto, si se observa en la información reciente un estancamiento en la demanda interna, como ha sido el caso en el trimestre en curso, éste es un dato relevante para prever posiblemente una postergación en el proceso de reducción de las holguras de capacidad y empleo. Por esta razón, su inclusión en la proyección de inflación conduce a que ésta caiga por debajo de 3% en el horizonte relevante, motivando una reducción de la tasa de política monetaria ahora, más allá de las causas que han provocado el estancamiento de la demanda interna.
- Naturalmente, los métodos de proyección están bajo permanente revisión, de modo de minimizar el error de predicción que pudiera deducirse de un cambio estructural en la economía. Así mismo, el Consejo puede considerar varios elementos de riesgos potenciales de sus decisiones en forma adicional a lo que pueden arrojar los métodos de proyección, o que no son recogidos apropiadamente por éstos. Por ejemplo, una eventual incertidumbre en los mercados externos puede llamar a la cautela a pesar de lo que señalen los métodos de proyección.

- Además, *el objetivo del Banco Central no es conseguir un mayor crecimiento del PIB per se, porque esto supone la confluencia de muchos factores, varios de ellos más allá de las posibilidades de la política monetaria.* Por ejemplo, es un hecho que la política monetaria NO puede afectar el crecimiento potencial o de largo plazo de la economía (aparte de la no despreciable contribución de mantener la inflación baja y estable). En cambio, *sí puede aspirar a influir sobre la demanda interna a lo largo del ciclo económico para, de esa forma, afectar la trayectoria de la inflación y ser fiel a su objetivo de estabilidad de precios.* Si la demanda interna no reacciona a un cierto estímulo monetario como se tenía previsto, y eso abre la posibilidad de una inflación por debajo de 3% anual en el horizonte de 12 a 24 meses, entonces la política monetaria puede avanzar en una dirección de menores tasas de interés.

#### 4. La expansión de los agregados monetarios que se observa desde marzo, ¿anticipa verdaderamente una recuperación del crecimiento durante el segundo semestre o es un reflejo solamente de mayor actividad financiera?

- En general, el comportamiento de los agregados monetarios se anticipa en el ciclo al comportamiento de la demanda interna en un par de meses, por lo que, de mantenerse esta regularidad estadística (fundada en la relación entre las necesidades de dinero de empresas y personas para realizar transacciones y el volumen de éstas), debiera acelerarse el crecimiento del gasto global en el segundo semestre dado el fuerte dinamismo en dichos agregados observado desde marzo.
- Sin embargo, hay un leve retraso en comparación con lo que se deduce de la experiencia de los últimos diez años, por lo que se ha intentado interpretar la expansión monetaria como un fenómeno netamente financiero, vinculado a un mayor volumen de negocios luego de anunciadas las reformas al mercado de capitales y/o la reprogramación en marcha de las deudas de las Pymes, y no como un anticipo de mayor gasto a futuro. Esto no parece enteramente correcto porque, en primer término, junto al dinero, también viene creciendo el circulante (no sólo las cuentas corrientes) y porque las colocaciones también se han acelerado. Y segundo, porque aún si fueran operaciones financieras de este tipo, de todos modos son buenas noticias para un futuro incremento de la demanda interna: *mercados financieros más atractivos y Pymes menos endeudadas anticipan mayor inversión, mayor gasto y eventualmente mayor actividad económica, aunque tal vez con una sincronización distinta a la que se desprende de la regularidad estadística entre agregados monetarios y ciclo económico.*

#### 5. ¿Ha sido expansiva realmente la política monetaria en los últimos tiempos?

- Sí, sin lugar a dudas. *Ha sido expansiva de momento que las tasas de interés de largo plazo, que representan un promedio hacia el futuro de las tasas de interés de corto plazo que espera el mercado, han sido consistentemente más altas que las tasas de corto plazo observadas en cada momento.* En la misma dirección, las tasas de interés esperadas que se revelan en las operaciones *forward* también refrendan la misma conclusión, al menos desde mayo de 1999 en adelante (en términos técnicos, la pendiente de la curva *forward* ha sido positiva en los últimos 25 meses). Por último, las expectativas de mercado respecto de las tasas de política monetaria a un año plazo o más han sido también persistentemente más altas también que la tasa de política monetaria vigente en cada momento, por lo menos desde comienzos de 2000 (época en que se comenzó la encuesta de expectativas del BC).
- *La tasa de política monetaria está hoy día en su nivel más bajo desde que se llevan registros, en tanto las tasas de interés de mercado marcan en la actualidad los valores más reducidos desde comienzos de los años 70.*
- Se ha dicho que las reducciones de tasas por parte del BC han liderado la depreciación del peso desde 1999 y que esa depreciación tiene un efecto contractivo sobre la demanda interna en el corto plazo. Ello atenuaría el efecto expansivo del menor costo del crédito. La evidencia no es concluyente en esta materia. Es cierto que las rebajas de tasas han tendido a asociarse a caídas en el valor del peso frente al dólar. Pero esto no se ha traducido en aumentos de precios internos (la principal vía de contracción de la demanda), aunque puede haber afectado los márgenes de intermediación de los productos importados impactando los ingresos del comercio. Por otro lado, *la depreciación del peso ha sido básicamente una respuesta a la debilidad de la economía, por lo que es difícil achacarle ser la causa de dicha debilidad.* Finalmente, la depreciación del peso ha tenido un *efecto expansivo sobre las exportaciones no tradicionales, que forman parte de la demanda externa. Éstas han venido creciendo a tasas de dos dígitos en los últimos trimestres, a pesar del menor crecimiento mundial.*
- *Que la actual política sea expansiva es totalmente coherente con la meta de inflación permanente del Banco Central, dada la discreta expansión reciente del gasto, las holguras mencionadas y los demás elementos que se usan para proyectar la inflación en un horizonte de 12 a 24 meses.*