

COMENTARIOS AL DOCUMENTO “LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE”

José De Gregorio
Facultad de Economía y Negocios
Universidad de Chile
Marzo 2020

Es un gusto participar en la presentación de estos importantes documentos del Banco Central. En particular, la actualización del documento de política monetaria que me han invitado a comentar. Su versión previa fue en 2007, y por supuesto con todo lo que aprendimos después de la crisis financiera global, esta actualización era muy necesaria y es un gran aporte a la transparencia y credibilidad de la política monetaria (PM) del Banco Central de Chile (BCCH).

En esta presentación haré referencia a tres temas que me parecen relevantes. El primero es respecto de la autonomía, transparencia y mejoramiento institucional, donde el banco y su conducción de la política monetaria son un gran ejemplo.

Posteriormente hay dos temas que, si bien son mencionados en el documento, creo que su tratamiento requiere de mayor profundidad, especialmente porque es un documento de difusión. Me refiero a la cota cero de la tasa de interés y a las consideraciones de actividad y empleo en la conducción de la PM.

La Autonomía y Desarrollo de la Política Monetaria

Déjenme comenzar refiriéndome a la autonomía, tema que seguramente nos acompañará durante un tiempo y sobre el cual debemos discutir con seriedad y rigor en el debate constitucional que está por venir.

Partamos sin eufemismos en uno de los períodos más complejos que vivió el BC, con su autonomía recién entrado en la adolescencia y en unos de los momentos más álgidos de mayor contagio financiero de la crisis asiática. Hubo una crítica seria de que se había rigidizado el manejo cambiario y sido muy restrictivo en materia de PM, lo que tenía costos evitables en materia de actividad. Me incluyo entre los críticos. El Banco tuvo sus legítimas razones para adoptar esa política y así lo dio a conocer. Estos son temas debatibles, pues es imposible pensar que en todo momento se adoptará la política que, dada la información y conocimientos del momento, sea la óptima.

Todos nos hemos equivocado adoptando políticas que ex -ante pueden ser justificadas, pero una vez aplicadas tienen problemas. Si esa fuera la medida para evaluar las instituciones y autoridades, ¿cuántos parlamentarios habrían sido despedidos por dictar

leyes con problemas o ministros por las políticas que aplicaron? Lo importante es saber enmendar, aprender de los errores y mejorar las políticas para avanzar. En ese ámbito el Banco Central ha sido una institución ejemplar en el país.

Después de la crisis asiática las mismas autoridades que conducían el Banco adoptaron el esquema de metas de inflación con flexibilidad cambiaria, además de inéditos niveles de transparencia, todo lo que ha sido muy favorable para el desempeño de la economía chilena. Muchas veces he discrepado de la instancia de política monetaria adoptada por el Consejo, incluso no solo desde fuera sino también ha ocurrido en las posiciones de minoría dentro del consejo. La evaluación de la PM debe hacerse con una perspectiva de mediano plazo y en ese ámbito ha sido muy buena. La inflación ha estado en torno a su meta y la volatilidad de la actividad económica ha sido históricamente baja.

Existe una interesante pregunta de qué factores dentro de su institucionalidad han permitido esto, y es algo que debiéramos analizar más en profundidad para pensar como tener un país mejor y más sólido institucionalmente, en un momento de crisis y con tanto descrédito, y merecido, a muchas instituciones. Déjenme al menos reconocer la calidad profesional, en especial de el tan vilipendiado oficio de economista, y de toda la gente que trabaja en el Banco. Ojalá esta calidad se replicara, por ejemplo, en el manejo de los hospitales públicos.

La cota cero de la tasa de interés

Un tema muy importante que surgió durante la crisis financiera global fue la capacidad de hacer PM expansiva cuando la tasa de interés estaba cercana a cero, la conocida “zero lower bound”. La persistente caída de las tasas de interés desde los años 90, la reducción de las tasas de PM durante la crisis y la desinflación que acompañó dicho período obligaron a muchos bancos, incluido el Banco Central de Chile, a adoptar medidas no convencionales para dar expansividad a la PM.

El documento discute brevemente en la sección sobre “consideraciones de estabilidad y credibilidad” la utilización de medidas no convencionales de estímulo cuando la tasa esta cerca de cero, en particular se refiere a la implementación de la FLAP (facilidad de liquidez a plazo) durante la crisis financiera. Pero a mi juicio es una discusión insuficiente por cuanto es un tema que probablemente nos acompañe por mucho tiempo. Las tasas en Chile y el mundo están muy bajas y dados los acontecimientos más recientes es probable que el grado de impulso monetario deba aumentar en el corto plazo, con lo cual la probabilidad de llegar al límite cero aumenta. Son varias las opciones de política no convencional que se puedan usar, y creo que sería importante que el banco central discuta el arsenal de medidas.

Las políticas no convencionales son básicamente de dos tipos. Una es la llamada “guía futura de política” (“forward guidance”), que consiste en anunciar la mantención de la tasa de interés en su límite inferior por un tiempo prolongado para de esta forma presionar a la baja de las tasas largas cuando ya no se puede hacer con rebajas en la tasa corta. En este

contexto diseñamos la FLAP, con el propósito de dar mayor credibilidad a la mantención de la tasa de interés baja por la vía de proveer liquidez por un tiempo prolongado, ya que de subir la tasa antes hubiera representado una pérdida financiera para el banco. El otro tipo de política son las “expansiones cuantitativas” (QE), en las cuales el banco central compra activos, principalmente bonos de largo plazo, para bajar las tasas largas. Esta no es una opción en nuestro caso ya que no hay abundancia de instrumentos largos como en muchos países avanzados.

Una alternativa a comprar bonos sería una compra no esterilizada de moneda extranjera, algo que hizo Suiza hace unos años atrás como política no convencional. Si bien es una opción interesante, claramente hoy día no sería aconsejable dada la ya elevada depreciación del peso, que incluso en su momento, en una decisión muy acertada, llevó al Banco a intervenir en el mercado cambiario vendiendo divisas.

Hubiera sido de gran utilidad más desarrollo en esta área en el documento, aunque mi conclusión es que efectivamente los espacios de política monetaria hoy día son bastante estrechos por cuanto la tasa ya es baja y los espacios para políticas no convencionales también limitados. En mi opinión, en esta coyuntura, la política monetaria debería anticiparse e ir adelante de la curva. La situación de la economía global es tanto o más grave que la que vivimos durante la crisis financiera internacional y los espacios de política son menores.

La estabilización de la actividad económica en los esquemas de metas de inflación

El BCCH ha adoptado un esquema de metas de inflación, tal como es muy bien discutido en este documento. Siempre se ha analizado en cómo comunicar mejor la meta y qué implica esto respecto de la determinación de la TPM. Aunque no con las mismas palabras, la meta es que la inflación en promedio se ubique en torno a 3%. Para efectos de rendir cuentas se puede afirmar que la mayoría del tiempo debiera estar en un rango de tolerancia entre 2 y 4%. Sin embargo, para conducir la política monetaria, el objetivo operacional es que la inflación proyectada se ubique en la meta en un horizonte de política. En el caso de Chile las decisiones de PM se hacen para que la inflación proyectada por el banco central sea 3% en un horizonte de dos años. La proyección no es una meta, es un objetivo intermedio u operacional.

No obstante, en la discusión pública existe la percepción —equivocada— de que cuando un banco central formula la meta para la conducción de su política monetaria en términos de la inflación, está ignorando el desempleo o el crecimiento. Los bancos centrales son catalogados por sus críticos como obsesivos antiinflacionarios, que de lo único que hablan es de la inflación, que están desconectados de la realidad y que no les interesa el desarrollo del país o el bienestar de la población, más relacionado con variables reales como el ingreso y el consumo. Sin embargo, esto no es así, y aunque es algo bien sabido en teoría económica, no es muy comprendido por el público en general, en particular el público no especialista.

En primer lugar, como muestra bastante evidencia, la mantención de la inflación baja y estable contribuye al crecimiento de largo plazo del país. Y, en segundo lugar, la adopción de metas de inflación conducidas en base a la inflación proyectada considera el costo social que las fluctuaciones de la actividad y el empleo. En resumen, la inflación baja y estable conducida por un esquema de metas de inflación reduce la volatilidad del PIB, reduciendo la profundidad de las recesiones y limitando las expansiones insostenibles, y además provee un medio ambiente de estabilidad para que haya más crecimiento.

Es el segundo aspecto que acabo de mencionar sobre el cual hay más confusión. Pero, está demostrado en teoría macroeconómica que, si el objetivo del banco central es minimizar las fluctuaciones del PIB respecto de su potencial, o plena capacidad, y las fluctuaciones de la inflación respecto de la meta, la política óptima consiste en fijar la proyección de inflación en un horizonte de política de mediano plazo igual a la meta. Eso es precisamente lo que hace el esquema adoptado por el BCCH y que se conoce como *Metas de Inflación Flexible*, en oposición a una meta rígida que se trata de cumplir en todo momento y el horizonte de política solo consideraría los rezagos de la política monetaria, por cuanto en ese caso su única preocupación sería la inflación. No es el caso del esquema que ha adoptado el BCCH desde 1999.

Sin entrar en detalles, es fácil ver esto distinguiendo shocks de oferta y de demanda. Si cae la demanda, como consecuencia, por ejemplo, de un aumento de la incertidumbre o la crisis del covid-19, el PIB se desacelera, lo que implica una caída de las presiones inflacionarias, y la implicancia será que la TPM se deba reducir para que la inflación no se desvíe de su meta. Por otra parte, si hay una reducción de oferta, por ejemplo, producto de un colapso de cadenas logísticas o un mal shock de productividad, la inflación sube porque la brecha de capacidad se reduce con lo cual para que la economía no esté operando más allá de su potencial lo que corresponde es subir la TPM para frenar la demanda. Este caso es más controvertido, pero es lo que corresponde hacer pues el objetivo central es que la economía opere lo más cerca de su potencial. El banco central no puede afectar el PIB de plena capacidad en el corto. Por ejemplo, si la oferta cae porque en el mercado laboral la demanda de trabajo cae por razones estructurales, el mayor desempleo debiera ser resuelto con políticas en el mercado laboral y no con políticas anti cíclicas. Si hay un aumento transitorio de la inflación por algún fenómeno climático, no es necesario desacelerar el crecimiento para bajar la inflación, porque lo importante es su convergencia en el mediano plazo.

Lo que he tratado de describir es bastante simplificado, la realidad es mucho más compleja y es lo que el Banco debe estar evaluando permanentemente. Por ejemplo, el covid-19 tiene elementos de contracción de oferta y demanda, aunque yo creo que el segundo es el que dominará en el mediano plazo, pero es algo que hay que analizar con mucha detención. Asimismo, un banco central con poca credibilidad, puede incluso, verse obligado a subir las tasas de interés ante shocks de corta duración porque precisamente la falta de credibilidad puede causar efectos inflacionarios persistentes. Afortunadamente este no es el caso del

BCCH que ha ganado reputación a través del tiempo, pero que es indispensable mantener, y documentos como los que hoy estamos discutiendo, contribuyen mucho en esa dirección.

Algún ultra halcón anti-inflacionario, podría argumentar que considerar las fluctuaciones del producto es contrario a la ley orgánica del banco central. Pero esto no es así por cuanto el artículo sexto del Título II indica que “el Consejo, al adoptar sus acuerdos, deberá tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno”. Esta orientación general tiene como característica central el mejoramiento del bienestar de la población, lo que lleva necesariamente a tomar en cuenta los costos de la inflación y de las fluctuaciones del producto y el empleo cuando se hace política monetaria.

En resumen, he tratado de demostrar que al adoptar una meta de inflación se está intentando estabilizar no solo la inflación sino también la actividad económica, en pos del bienestar de las personas.

Dada la discusión que se viene en Chile, me hubiera gustado que lo que he desarrollado aquí se hubiera tratado con más detalle en este documento, pero habrá tiempo para eso.

Quiero finalizar felicitando al Banco, su Consejo y su Personal por la excelente labor que están haciendo por el país. En momento de una gran debilidad institucional podemos asegurar que la política monetaria se seguirá conduciendo con excelencia, aunque me reservo el derecho de discrepar en el corto plazo.