



Riesgos, crecimiento de largo plazo y valor del Banco Central¹

• Por Mario Marcel

Riesgos y shocks externos

Durante los últimos ocho años, el mundo ha experimentado una seguidilla de shocks económicos que, de una u otra forma, han afectado a todos los países. La crisis financiera de 2007-2009 generó turbulencias que se esparcieron a través de los movimientos de capitales y su efecto sobre los tipos de cambio, el comercio y la actividad económica.

Esta etapa de incertidumbre está aún lejos de concluir, especialmente para los países emergentes que se han visto golpeados por el fin de la prolongada bonanza para los productos primarios con la desaceleración de la economía china y los cambios estructurales en el mercado de hidrocarburos. Los ajustes de la economía y los mercados de valores en China han generado turbulencia y preocupación en todo el mundo. Existe también expectativa sobre el inicio de la normalización de tasa de interés en Estados Unidos, por los movimientos de capitales que podría inducir. Europa aún mantiene importantes desbalances en su interior, los que han tenido efectos políticos en varios países, y las economías emergentes han dejado de cumplir el papel pujante de un quinquenio atrás, con Brasil entrando oficialmente en recesión.

Todos estos fenómenos encierran riesgos para economías pequeñas y abiertas como la chilena. Como sabemos, nuestro país es uno de los más integrados comercialmente con China; la apertura de la cuenta de capitales nos expone a movimientos financieros desde y hacia Chile, y algunos inversionistas nos incluyen en el paquete de economías emergentes al momento de tomar decisiones de portafolio.

Es importante recordar, sin embargo, que muchos de los ajustes en curso son necesarios para estabilizar la economía mundial. El reequilibrio económico interno en China es necesario para que ésta crezca de manera más sostenible y para reducir importantes riesgos en su sistema financiero; la política

monetaria en Estados Unidos y otros países que han actuado con similar agresividad debe normalizarse para evitar que el exceso de liquidez aliente nuevas burbujas y ponga en cuestión la sostenibilidad de los compromisos de los inversionistas institucionales con sus clientes. Si estos ajustes ocurren gradual y coordinadamente, las oportunidades para Chile de competir y crecer también mejorarán.

Pero también tenemos que estar preparados para un escenario más adverso. Para esto hay dos cosas que son fundamentales. Primero, ser capaces de fortalecer la economía en su ciclo expansivo y, segundo, contar con mecanismos efectivos de absorción de los shocks externos cuando éstos se producen.

En la primera dimensión, Chile se diferenció de otros países de América Latina por actuar de modo contracíclico durante el período de expansión de 2003 a 2007. Otros países de nuestra región mostraban a inicios de la crisis financiera una aparente fortaleza que estaba, sin embargo, distorsionada por el ciclo de bonanza de productos primarios, como ya advirtió oportunamente el BID en 2008. En Chile, sin embargo, la acumulación de activos generada por la política contracíclica en los buenos tiempos fue mucho más significativa y permitió fortalecer las finanzas públicas, reducir el déficit en cuenta corriente e incrementar las reservas internacionales.

En la segunda dimensión, es importante identificar la flotación del tipo de cambio como la primera línea de defensa de la economía chilena ante los shocks externos. En la medida que las fluctuaciones del tipo de cambio respondan a cambios en elementos fundamentales de la economía local y su entorno externo, éstas serán una manifestación de nuestra capacidad de adaptación. Para que esta adaptación sea más completa, sin embargo, es importante que las fluctuaciones del tipo de cambio no se traspasen íntegramente a precios, de modo que los productores de bienes transables ganen en competitividad y

¹ Exposición ante la Comisión de Hacienda del Senado del 15 de septiembre de 2015, con motivo de su nominación por la Presidenta de la República para el cargo de Consejero del Banco Central de Chile.

“Cuando los bancos centrales cuentan con credibilidad y confianza, logran que los agentes económicos actúen a favor de la dirección de la política monetaria y financiera en lugar de especular contra ella”.

puedan contribuir a tirar el carro de la economía.

Desafortunadamente, la economía chilena heredó de su pasado inflacionario muchos mecanismos de indexación que tienden a extender los shocks de precios, neutralizando en parte el efecto de variaciones del tipo de cambio nominal y confundiendo la interpretación sobre su transitoriedad o permanencia. Cuando incrementos de precios empujados desde la oferta se incorporan a las expectativas de los agentes económicos, los shocks exógenos y transitorios se pueden transformar en aumentos más permanentes de la inflación. Frente a estos riesgos, son fundamentales la información, las políticas y las señales que genera el Banco Central.

Política macroeconómica y crecimiento de largo plazo

La prolongación de la crisis económica internacional ha llevado a muchos países y organismos a preguntarse si la ralentización del crecimiento en muchos países y bloques es una situación transitoria o permanente, producto de cambios estructurales en los países. En su último World Economic Outlook, el FMI discute y cuantifica los cambios que pueden haberse producido en el potencial de crecimiento de varios países y analiza las razones del lento repunte de la inversión. Este último tema es también recogido por la OCDE en su informe sobre las perspectivas económicas de sus países miembros.

Cambios en el PIB potencial tienen consecuencias importantes sobre la efectividad de la política macroeconómica. En el caso de Chile, se refleja en la forma en que se formulan la política fiscal y monetaria.

En el caso de la política fiscal, la regla estructural en aplicación supone que el nivel de gasto público se fije tomando en consideración los ingresos estructurales o de mediano plazo, los que se estiman en base al crecimiento del PIB tendencial y el precio del cobre de largo plazo. De acuerdo a esta regla, el espacio fiscal para financiar proyectos e inversiones no se reduce cuando la actividad económica se contrae en la fase declinante

del ciclo económico, pero sí debe hacerlo cuando el crecimiento tendencial se desacelera y la brecha entre PIB efectivo y tendencial se estrecha.

Por su parte, la política monetaria se fija con una meta de 3% de inflación a 24 meses, donde la consistencia de la tasa de interés y la oferta monetaria con esta tasa de inflación depende crucialmente de la brecha entre el PIB potencial y efectivo. Esto permite que la meta de inflación sea estable y compatible con el nivel de actividad económica. Si esta brecha se reduce porque el potencial de crecimiento es menor, se requerirá una política monetaria más restrictiva para lograr la misma meta de inflación.

De acuerdo a las estimaciones del comité de expertos del Ministerio de Hacienda y las del Banco Central, entre mediados de la década del 2000 y la actualidad, la tendencia de crecimiento de la economía chilena se redujo en casi dos puntos porcentuales, hasta llegar al entorno del 3,5% anual. Más aún, en el IPOM de septiembre de 2015, el Banco Central recordó que el crecimiento de tendencia, que se estima estadísticamente, puede diferir del crecimiento potencial, que mide capacidad de crecimiento en el corto plazo, sin presiones sobre los precios, y que la brecha entre PIB potencial y efectivo puede ser menor a la brecha entre PIB tendencial y efectivo.

De este modo, el crecimiento de tendencia o el potencial son importantes no sólo porque marcan la capacidad de la economía para crecer en el mediano o el corto plazo, sino porque definen también la trayectoria del gasto público y la orientación de la política monetaria.

En tal sentido, es preocupante el grado de desaceleración del potencial de crecimiento en Chile. Si bien es cierto que a medida que crecen los países, reducen su potencial de crecimiento – debido a la necesidad de amortizar un mayor stock de capital y a los rendimientos decrecientes del capital—en Chile esta desaceleración ha sido muy rápida, pues se ha producido en un período de sólo 10 años.

Lo anterior ilustra un punto importante para el manejo de la política monetaria: mientras mayor sea el potencial de crecimiento, mayor será el espacio para la política monetaria. Esto es especialmente importante cuando la política fiscal se comporta de manera más bien pasiva, privilegiando los ajustes



automáticos del presupuesto antes que las intervenciones fiscales discretionales. Toda iniciativa tendiente a elevar la productividad y la disponibilidad de factores productivos, junto con elevar los ingresos y la disponibilidad de bienes, beneficiará también a las políticas fiscal y monetaria.

Sobre el valor institucional del Banco Central

De las reflexiones anteriores podemos concluir que Chile cuenta con un marco de política macroeconómica adecuado a sus características de economía pequeña y abierta al exterior. El Banco Central contribuye a este marco mediante una política monetaria basada en una meta de inflación a mediano plazo y permitiendo la flotación del tipo de cambio. Junto con desarrollar y perfeccionar este instrumental durante los últimos quince años, el Banco ha ido reorientando sus responsabilidades sobre la estabilidad financiera, complementando las acciones de los reguladores para reducir los riesgos sistémicos que pueden surgir de este sector.

No obstante, la efectividad de las políticas del Banco Central puede verse limitada por elementos como la alta indexación de la economía y la desaceleración del potencial de crecimiento. Junto a ello, no cabe duda que el Banco Central deberá enfrentar nuevos desafíos en el futuro, para lo cual su capacidad de generar información, investigar e intercambiar experiencias con otros bancos centrales del mundo es fundamental.

Para enfrentar estos desafíos, la credibilidad institucional del Banco Central es crítica.

En efecto, cuando los bancos centrales cuentan con credibilidad y confianza, logran que los agentes económicos actúen a favor de la dirección de la política monetaria y financiera en lugar de especular contra ella. Del mismo modo, bancos centrales creíbles pueden influenciar a los mercados a través de sus señales y mensajes, guiando las expectativas, reduciendo la

necesidad de frecuentes intervenciones y excesivas regulaciones.

En el caso de Chile, la credibilidad del Banco Central se apoya en su autonomía institucional, la claridad de sus políticas y el compromiso de cumplirlas, la rendición de cuentas y la transparencia de sus decisiones.

A lo largo de los últimos quince años, el marco de política monetaria ha sido puesto a prueba en distintas coyunturas, lo que no deja duda respecto al compromiso y voluntad de aplicarlo. Junto con ello, el Banco Central ha hecho un esfuerzo muy importante para darle transparencia a las decisiones de su Consejo y mejorar la información que presenta al público a través del IPOM y el Informe de Estabilidad Financiera. Todo ello ha contribuido a que sea una de las instituciones que más confianza genera en Chile.

Esta credibilidad es un activo que importa más allá del ámbito inmediato de acción del Banco Central. La credibilidad del Banco reduce la incertidumbre para invertir, emprender, trabajar y consumir, y contribuye a fortalecer la confianza de la ciudadanía en las instituciones en Chile. Siendo la confianza institucional un tema de preocupación en el presente, es importante reconocer en el Banco Central un pilar sólido en el que pueden apoyarse o inspirarse nuevos esfuerzos en esta materia.

SOBRE EL AUTOR



Mario Marcel Cullell
Consejero del Banco Central
 Ingeniero Comercial, Universidad de Chile
 M. Phil. en Economía,
 Universidad de Cambridge, Reino Unido
