

EMPLEO, EMPLEO, EMPLEO: EL BANCO CENTRAL ANTE LA PANDEMIA

Álvaro Donoso B.

Investigador CIES

Facultad de Economía y Negocios

Universidad del Desarrollo (UDD)

Este documento es una invitación a discutir un ajuste transitorio y acotado a la política monetaria que viene siguiendo el Banco Central, en el entendido de que el instituto emisor tiene la autonomía, la credibilidad y las capacidades técnicas para identificar adaptaciones de política que permitan enfrentar de mejor forma las extraordinarias circunstancias actuales. Se postula un aumento transitorio en la meta de inflación que reduzca la tasa de interés real, estimulando la inversión, e impacte positivamente el tipo de cambio real, fomentando exportaciones y sustitución de importaciones, y orientando una desviación de gasto hacia bienes no transables internacionalmente, todo con el objetivo de promover una recuperación más rápida del empleo.

I. Introducción

La política monetaria que el Banco Central viene aplicando desde hace varios años, y que reiteró en el último IPOM (septiembre 2020), establece que “el Banco Central de Chile (BCCh) conduce su política monetaria sobre la base de un esquema de metas de inflación y de flotación cambiaria. Este esquema incorpora el compromiso de utilizar los instrumentos para que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique

en 3%. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional”.

Es difícil no compartir esta declaración del Banco Central cuando se trata de establecer su contribución en tiempos normales. No es evidente, sin embargo, que deba mantenerse el mismo enfoque en estos tiempos post pandemia, cuando la crisis económica amenaza directamente el bienestar de la población y puede desatar desarrollos capaces de afectar en forma más permanente el crecimiento económico y la estabilidad del país. Es preocupante el peso que se está poniendo en el Fisco como responsable por sacar a la economía de su actual postración, lo que pone en riesgo su solvencia y, eventualmente, hasta los grados de libertad para definir la política monetaria. Todo ello mueve a buscar fórmulas para acelerar la recuperación de la economía.

En un ejemplo de adaptación táctica para hacer prevalecer los objetivos de largo plazo, Jerome Powell, Chairman de la Reserva Federal de Estados Unidos, ha anunciado hace algunos meses que esa institución se propone lograr un incremento de la tasa de inflación, atendiendo a lo extraordinario de las circunstancias. En esta nota se pone en discusión un posible ajuste transitorio a la política monetaria-cambiaria chilena, para potenciar su efecto de corto plazo sobre el nivel de actividad y la recuperación del empleo, en la mayor crisis económica en 35 años.

II. Los efectos de subir transitoriamente el objetivo inflacionario

La tasa de devaluación esperada de la moneda doméstica en una economía pequeña, comercial y financieramente abierta, como la chilena, es aquella que satisface la ecuación:

$$(1) \quad i = i^* + \& + e$$

Donde

i : tasa de interés doméstica (nominal)

i^* : tasa de interés externa (nominal)

$\&$: premio por el riesgo comercial y cambiario asociado a adquirir títulos de deuda emitidos por nuestra economía y denominados en su moneda

e : tasa de devaluación esperada de la moneda doméstica

De acuerdo a lo anterior, si la tasa de interés doméstica está constante, cualquier evento que eleve (disminuya) el valor esperado del tipo de cambio en el futuro dará origen a una devaluación (apreciación) inmediata de la moneda doméstica, tal que, luego de esa devaluación (apreciación), la tasa de devaluación esperada seguirá siendo igual a lo que se deriva de la ecuación (1) $e = i - i^* - \&$, es decir, la devaluación esperada de la moneda corresponderá a la diferencia entre las tasas de interés nominales domésticas y externas, menos el premio por riesgo correspondiente.

En el análisis presentado por Dornbush (1976)¹, se considera que si el Banco Central, bajo un régimen de tipo de cambio flotante donde controla la cantidad de dinero, anuncia un aumento permanente en la cantidad de dinero, dado que dicho aumento en la cantidad de dinero -además de hacer predecible que el tipo de cambio va a subir en proporción a ello en el largo plazo- va a reducir la tasa de interés doméstica en el corto plazo, debe ser cierto que, para cumplir la condición descrita en la ecuación (1), la expectativa de devaluación deba disminuir, acompañando la reducción en la tasa de interés, durante la transición hacia el nuevo equilibrio. En consecuencia, para que ello se pueda dar, la tasa de devaluación de la moneda en el corto plazo debería ser mayor que la tasa de incremento de la cantidad de dinero que le dio origen. De ahí su noción de “overshooting”, esto es, devaluación en exceso de la requerida para el equilibrio de largo plazo.

En el caso chileno el Banco Central administra un régimen de metas de inflación, y utiliza la tasa de interés para asegurar que la inflación efectiva se ajuste a la meta. Lo que cabría esperar es que, si anuncia que su meta ha sido transitoriamente aumentada, por ejemplo, en 2% por año por cinco años (estableciendo un rango entre 4% y 6% anual en vez del 2% a 4% actual), la devaluación fuera aproximadamente el aumento en la meta para tasa de inflación anual multiplicado por el número de años en que dicho aumento estaría vigente, es decir, un valor en torno al 10%. En una situación de este tipo no habría propiamente un “overshooting”, sino el anticipo de la devaluación compensatoria de la mayor inflación que se acumularía en el período para el cual la meta inflacionaria fue elevada. Las

¹ Rudiger Dornbusch, “Expectations and Exchange rate dynamics”, Journal of Political Economy, Vol. 84, Diciembre 1976

razones para esto son dos: primero, ese sería, aproximadamente, el aumento en el tipo de cambio nominal esperado para el final de ese período de mayor inflación deseada, pues no hay razones para suponer que el cambio en la meta inflacionaria vaya a afectar el tipo de cambio real o el nivel de precios externos hacia ese momento en el futuro; y segundo, porque, dada la credibilidad que tiene el Banco Central, probablemente el aumento de inflación efectiva se lograría sin necesidad de bajar la tasa de interés.

Si para llevar la inflación efectiva hacia la nueva meta fuese necesario reducir la tasa de interés, entonces el ajuste cambiario en el corto plazo excedería al que simplemente compensa la mayor inflación que se va a acumular si se logra que la inflación efectiva y la nueva meta converjan.

La devaluación en el corto plazo correspondería a un alza de tipo de cambio real respecto de la situación previa al ajuste de política monetaria. Luego del impacto, el tipo de cambio nominal volvería a evolucionar (en términos esperados) a la misma velocidad que antes del ajuste de política monetaria, si no ha habido cambios en i , i^* o $\&$. Por lo tanto, dada la mayor inflación, la evolución del tipo de cambio real tras el impacto sería a un ritmo menor que el que habría existido en ausencia del ajuste de política monetaria. Así, si no hay razones para esperar una variación en el tipo de cambio real en el largo plazo como consecuencia de la política monetaria, el tipo de cambio real estaría siempre por sobre el que habría existido en ausencia del ajuste en la política monetaria, hasta llegar nuevamente a su nivel de equilibrio.

III. Efectos sobre la actividad y el empleo del ajuste en la política monetaria

Si el cambio transitorio en la meta inflacionaria logra incrementar la inflación y eleva el tipo de cambio, se logran varios efectos simultáneos para potenciar la recuperación del empleo:

- i) Manteniendo la misma tasa de interés nominal (y con mayor razón aún si el logro de la nueva meta de inflación implicara una reducción transitoria en la tasa de interés), el aumento en la inflación efectiva y esperada reduciría la tasa de interés real en la economía, lo que sería un instrumento para estimular la inversión. Es importante notar que, además de impactarse el flujo de inversión como consecuencia de una tasa de interés real más baja, una mayor inflación contribuye a “licuar” el valor real del stock de deuda no reajutable, lo que también contribuiría a generar mayores niveles de actividad en las actuales circunstancias, al aliviar financieramente a empresas que estén saliendo de la pandemia con un elevado nivel de deuda nominal.
- ii) El alza del tipo de cambio real respecto de la trayectoria que tendría sin introducir ajustes en la política monetaria (más pronunciado al comienzo, hasta extinguirse hacia el fin del período que cubre la nueva meta inflacionaria), también tendría un impacto reactivador, al hacer más competitivas las exportaciones del país y desviar parte de la demanda doméstica hacia bienes no transables

internacionalmente, que se harían más baratos en términos relativos. Siendo estos intensivos en el uso de mano de obra –como es el caso de la construcción y de los servicios-, el cambio en la composición del gasto tendría efectos particularmente positivos sobre la recuperación del empleo.

- iii) En la medida que en la transición hacia el nuevo equilibrio el tipo de cambio real estaría cayendo más aceleradamente (o subiendo más lentamente) que en el escenario sin ajuste de política monetaria, se reduciría el costo esperado de utilizar endeudamiento externo para financiar gasto doméstico, que denominaremos Tied, variable que corresponde a

$$(2) \text{ Tied} = i^* + e - \text{infl}, \text{ donde}$$

i^* es la tasa de interés nominal a la que se contrata el financiamiento externo, “e” es la tasa de devaluación nominal esperada, e “Infl” es la tasa de inflación doméstica esperada que, si el cambio en la política monetaria es exitoso, correspondería a la nueva (y más elevada) meta inflacionaria.

Sumando y restando la tasa de inflación esperada para los bienes transables internacionalmente -ipe- en el lado derecho de la ecuación (2), tenemos que Tied también puede expresarse como:

$$(3) \text{ Tied} = (i^* - \text{ipe}) + (e + \text{ipe} - \text{infl}) \text{ donde}$$

($i^* - ipe$), el primer término, corresponde a la tasa de interés real esperada implícita en el endeudamiento externo, que está fuera del control de las autoridades domésticas y no se altera por el cambio en política monetaria, y

($e + ipe - infl$), el segundo término, corresponde a la evolución esperada del tipo de cambio real en nuestra economía doméstica.

Dado que el ajuste de política monetaria incrementaría “ $infl$ ” y dejaría inalterado o reduciría “ e ”, el tipo de cambio real esperado caería más rápidamente (o subiría más lentamente) tras dicho ajuste.

Como se discute en Donoso (2004)², la Tied puede tener un efecto más potente que la tasa de interés real doméstica sobre la inversión. Así, junto al alza en el tipo de cambio real, la expectativa de un mayor ritmo de caída para esta variable añade otro efecto fuertemente activador sobre el gasto doméstico, la economía y el empleo.

IV. Los costos de una aceleración acotada y transitoria de la inflación

Frente a los beneficios en la forma de reactivación y recuperación del empleo señalados anteriormente, hay costos menores asociados al incremento transitorio de la inflación. Desde luego, el consabido costo de la inflación por dificultar la lectura de precios relativos, y por esa vía aumentar el riesgo de las inversiones, parece poco relevante

² Alvaro Donoso B., “Tasa de interés de paridad y el crecimiento en Chile”, versión no publicada, 2004.

en las condiciones de crisis actuales. La prolongación de la crisis y el riesgo de que conduzca a medidas poco ortodoxas crea incertidumbres y dificultades muy superiores para evaluar proyectos de inversión que lo que podría resultar de un 2% más de inflación anual predecible.

El incremento en el costo real incurrido en transacciones financieras más frecuentes para reducir saldos monetarios expuestos a inflación tampoco puede ser considerado relevante en las actuales condiciones tecnológicas y ante cambios tan marginales.

Lo más sensible sería la percepción de los trabajadores asalariados de estar experimentando una pérdida real de ingresos, ante la mayor inflación, dado el distanciamiento entre reajustes de salarios nominales que tiende a prevalecer en los contratos laborales. Este es un costo real, pero inevitable si lo requerido es una corrección real de los salarios. Si un contexto algo más inflacionario ayuda a la corrección de salarios reales –lo que ciertamente es un costo para quien experimenta ese ajuste- ello tendría como contrapartida una reducción más rápida de la desocupación, con un impacto positivo en términos de distribución de ingresos entre trabajadores y también en términos de ingresos totales del trabajo.

V. Riesgos de la inflación y de la devaluación

V.1 Expectativas de inflación y ajuste salarial

Si el Banco Central goza de credibilidad, un ajuste en la política que viene aplicando hasta la fecha se traducirá, transitoriamente, en una mayor inflación esperada y efectiva. Ello podría alimentar presiones por ajustes salariales mayores,

en línea con la mayor inflación esperada. Es difícil pensar, sin embargo, que una influencia de este tipo pudiera dominar sobre la presión a menores salarios reales que normalmente deriva de una alta tasa de desocupación como la que se anticipa (ver Coeymans, 1992)³. Eventualmente, en un contexto de alta desocupación, el efecto de una mayor inflación puede facilitar los ajustes reales requeridos, al hacer que esos ajustes dependan en menor medida de correcciones en salarios nominales.

V.2 El “pass-through” de tipo de cambio a inflación

El postulado de homogeneidad nos dice que, *ceteris paribus*, un aumento en el tipo de cambio nominal va a conducir, en algún plazo, a mayores precios domésticos que vuelvan el tipo de cambio real a su nivel de equilibrio. Lo racional, entonces, es esperar siempre mayor presión inflacionaria ante un alza en el tipo de cambio que deriva de nuevas condiciones financieras.

Existe entonces el riesgo de que una expectativa de mayor inflación, causada por el alza en el tipo de cambio, se pase rápidamente a precios y anule cualquier efecto real del mayor tipo de cambio nominal, especialmente cuando el sistema de manejo monetario vigente en Chile está diseñado para proveer automáticamente el dinero que se demanda. La velocidad de ese traspaso, sin embargo, ha sido largamente investigada en la literatura sobre el “pass through”, a la cual nuestro Banco Central ha contribuido mucho. De esa literatura parece surgir la conclusión de que el proceso de traspaso de tipo de cambio a precios es relativamente lento en Chile, particularmente cuando la economía funciona bajo

³ Juan Eduardo Coeymans, “Productividad, salarios y empleo en la economía chilena: un enfoque de oferta agregada”, Cuadernos de Economía N° 87 1992.

su máxima capacidad. En las circunstancias actuales debería ser especialmente lento, dando amplio espacio -años quizás- para surjan efectos reales del alza en el tipo de cambio nominal.

V. Autonomía y credibilidad del Banco Central

La política permanente de inflación baja y estable que ha venido aplicando el Banco Central es efectivamente la que promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas.

Este documento debe ser entendido como una invitación a discutir un ajuste transitorio y acotado a dicha política, en el entendido de que el Banco Central tiene la autonomía, la credibilidad y las capacidades técnicas para identificar adaptaciones de política que permitan enfrentar de mejor forma las extraordinarias circunstancias actuales, si las hubiera.

En su acepción más acotada – confianza en que la inflación será la que la institución se propone- la credibilidad del Banco Central no estaría en cuestión si compromete una inflación más alta y la logra. Desde la perspectiva más amplia de la confianza del país en la contribución del Banco Central al buen desempeño de la economía y a la estabilidad financiera y de las instituciones políticas y económicas en general, parecería que una actitud proactiva, que enfrente derechamente la discusión de su rol en una crisis como la actual, puede ser importante.