

¿Fueron las tasas de interés?

Patricio Arrau
Gerente General
Gerens Capital S.A.

(Columna diario La Tercera, 20 de octubre de 2006)

Se ha desatado una reciente polémica respecto a las causas del leve enfriamiento económico que está pasando la economía chilena durante este segundo semestre. Se estima que el 2006 el crecimiento será de 4,7%, es decir, un 0,6% menos que la expansión del PIB tendencial de 5,3%. En poco tiempo la proyección de crecimiento de 5,7% para este año se redujo en un punto completo. ¿Será que el Banco Central subió las tasas muy rápido? ¿Será el efecto de los choques de precios externos en los precios del petróleo y energía? ¿Se estará enfriando la economía por la falta de incentivos microeconómicos para la inversión y el crecimiento tendencial? No es la intención de esta columna tomar partido respecto de estas alternativas en forma categórica. El objetivo es más modesto. Se intenta argumentar por qué la explicación de las tasas de interés yerra el diagnóstico.

Las explicaciones que se dan para este sorpresivo minienfriamiento pertenecen a distintos niveles de discusión. La explicación de las tasas pertenece al espacio del ciclo económico, es decir, las oscilaciones en torno a la tasa de crecimiento tendencial o de largo plazo. Los incentivos micro apuntan a incrementar la tasa de crecimiento tendencial, pero tienen poco poder para explicar el ciclo económico. Finalmente, los choques externos de precios pueden afectar el crecimiento tendencial o el ciclo, dependiendo, si son permanentes o transitorios. En realidad, todo esto es más complejo aún, puesto que se requiere una teoría del crecimiento para separar todos los efectos y su naturaleza permanente o transitoria en la tasa de crecimiento. En ocasiones se confunde un crecimiento tendencial mayor con ganancias sucesivas de eficiencia en el proceso productivo que desplazan el nivel de PIB por algunos años, pero que no pueden explicar una mayor tasa de crecimiento permanente. En definitiva, el debate sobre el crecimiento de este año y cuáles son sus causas es a lo menos desordenado. Parece un diálogo de sordos.

Pero sí es posible cuestionar la pretensión de atribuir responsabilidad al Banco Central por una supuesta imprudencia al subir las tasas de interés muy rápido. El Banco Central tiene un mandato muy claro: actuar con su política monetaria para que la inflación fluctúe en torno al 3% anual y mantener la estabilidad del sistema de los medios de pagos. Lo segundo está más que garantizado y en el primer aspecto el Banco Central ha tenido una labor sobresaliente. Nadie osa cuestionar que en Chile la inflación en el mediano y largo plazo fluctúa en torno al 3%. Para lograr ese objetivo es clave anclar las expectativas de inflación en el 3%. Si los agentes creen que la inflación será 3% en los próximos 12 a 24 meses, entonces el Banco Central está haciendo bien su trabajo. Los desvíos sólo se refieren a ajustes de precios externos que se traspasan por una vez a los precios internos, y/o eventuales desvíos provocados por expansiones o contracciones propias del ciclo económico. El anclaje de expectativas ha sido sorprendente a juzgar por las encuestas y

las opiniones de los expertos del mercado. Detrás de la crítica al Banco Central por el menor crecimiento del segundo semestre subyace la idea de que esta institución es capaz de abolir el ciclo económico, puesto que éste ya ha sido reducido a su mínima expresión. ¿Se pretende acaso sugerir que la política monetaria debe tener el propósito de asegurar que el PIB efectivo debe ser exactamente igual al PIB tendencial?

El segundo argumento en favor del Banco Central es recordar la historia de la subida de tasas y ponerla en su contexto. Desde fines del año 2004 el Banco Central ha seguido un proceso de alza que ha sido más lento que el sugerido por muchos expertos y analistas del mercado chileno. En ocasiones, a contrapelo de la opinión mayoritaria del mercado, el Banco Central demoró las alzas de tasas. Por ello el Banco Central merece crédito, puesto que en un escenario como éste el mercado puede desanclarse. Al contrario, se terminó corroborando que era el Banco Central quien tenía razón en demorar las alzas.

Por último, el mayor argumento a favor del Banco Central viene al comparar la tasa de política monetaria de Chile y de la Reserva Federal de EE.UU. (Fed). Desde fines de 2004 el Banco Central no ha hecho más que seguir (o anticipar en semanas) las alzas de tasas nominales del Fed. Incluso, a mediados de este año la tasa chilena estuvo por debajo de la tasa del Fed en términos nominales. Hoy se encuentran en el mismo nivel nominal, a pesar de que las tasas de interés a 10 años en dólares de ambos países difieren en unos 85 puntos base y las tasas de los bonos corregidos por IPC a 10 años difieren en unos 70 puntos base en ambos países. Esto último es aún más sorprendente si consideramos que la inflación de largo plazo en Chile es un punto mayor que en EE.UU. Es decir, nuestra estructura de tasas de interés se encuentra casi dos puntos más empinada que en EE.UU. Ello refleja un exceso de liquidez en Chile, más que una presión de las tasas cortas hacia las tasas largas. Paradójicamente, esto podría sugerir que hemos ido más lento que lo recomendable en el alza de tasas. ¿Qué teoría económica puede explicar que un país con poco capital y alta rentabilidad marginal del capital debe tener una tasa inferior al país más capitalizado del mundo? La explicación de por qué se invierte poco en Chile y el dinero se mantiene líquido en los bancos debe buscarse en un espacio distinto al de las tasas de interés. Pero ese es tema de otra columna. Por mientras agradecemos al Banco Central su loable gestión.