



PRECIO DEL PETRÓLEO Y POLÍTICA MONETARIA

Presentación de don Vittorio Corbo, Presidente del Banco Central de Chile, en el Club Monetario, 2 de diciembre de 2005.

Introducción

Desde fines del 2003, el precio del petróleo ha subido en un 75%. A pesar de lo significativo de su magnitud, tal aumento no formaba parte del escenario más probable, aunque sí de los riesgos posibles considerados por los mercados y los distintos observadores especializados.

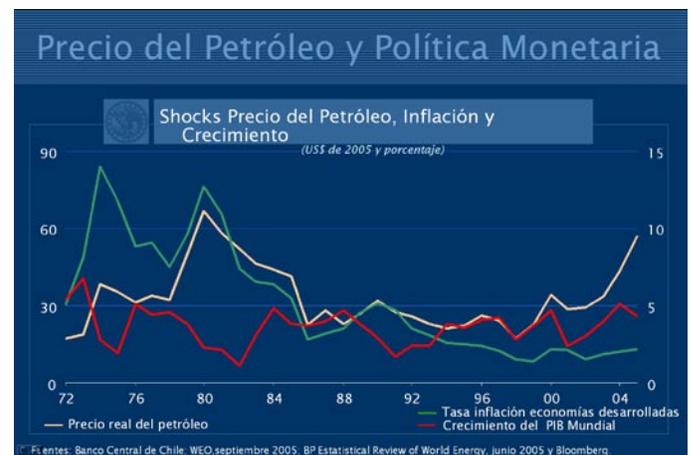
Las alzas del petróleo vienen desde 1999. Por varios años, a pesar de que el precio continuaba subiendo, las perspectivas del mercado tomaban el incremento como transitorio. Esta transitoriedad se fue gradualmente perdiendo, y llegamos al año 2005 donde desde hace ya varios meses las expectativas implícitas en los precios futuros indican que el mercado espera que el precio del petróleo siga en niveles persistentemente elevados.

croeconómica. Las economías menos desarrolladas, incluyendo la chilena, también vivieron periodos de mucha turbulencia.



Este fenómeno afecta a todas las economías del mundo, en una u otra medida, pero es fundamentalmente una noticia negativa para el conjunto de países que, como Chile, satisfacen una parte significativa de sus necesidades energéticas con petróleo importado.

La preocupación global con respecto a este fenómeno es natural. Las veces anteriores que vimos precios del petróleo como los de ahora —recordemos los años setenta y ochenta—, el mundo sufrió fuertes incrementos inflacionarios y el crecimiento económico se resintió de manera significativa. Nunca desde la posguerra la economía global se había visto sujeta a tanta volatilidad ma-



A diferencia de la brusca alza de precios de la década de los setenta, que respondió a una restricción severa de la oferta de crudo por parte de la OPEP, en la actualidad se vincula el alto precio del petróleo a una alta demanda, la que a su vez deriva del robusto crecimiento de la economía mundial. Esto significa que el choque ocurre en un contexto favorable de dinamismo mundial, empujado por el alto crecimiento de grandes consumidores de petróleo como China, EE.UU. y la India.

A pesar de ser el resultado de un incremento de la demanda, ¿volveremos a ver un desenlace tan negativo? Por diversas razones, pareciera que la economía mundial (Chile incluido) hoy está mejor preparada que en el pasado para enfrentar cambios de esta magnitud en el precio del petróleo. La misma experiencia histórica ha transmitido lecciones tanto a quienes implementan políticas como a quienes participan en los mercados, que permiten evitar cometer los errores que exacerbaban los efectos de choques petroleros anteriores. A continuación revisaré algunos de estos elementos que permiten esperar, como escenario central, un acomodo relativamente benigno del choque petrolero, pero resalto que de todas formas hay que estar atentos a la posibilidad de que en el futuro las implicancias de estos precios sean más desfavorables que lo que hoy esperamos. Revisaré cómo abordamos este asunto en el BCCh.

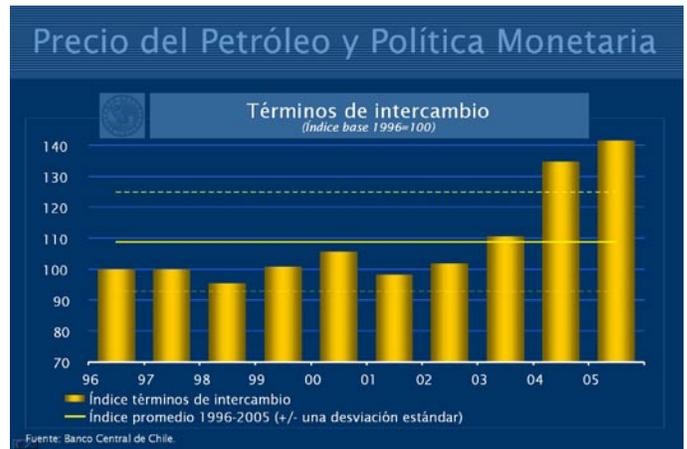
Mecanismos de Transmisión

Un mayor precio del petróleo se transmite a la economía por diversos canales. El más evidente es el efecto que tiene en el poder adquisitivo de los hogares y empresas que utilizan petróleo y derivados para su consumo o en sus procesos productivos. Aunque esto ocurre siempre que sube el precio de algún producto, para el caso del petróleo el efecto se exagera pues las posibilidades de sustituirlo por otros productos o insumos son bien escasas, particularmente en el corto plazo. De esta manera, el alza del petróleo actúa como un impuesto sobre hogares y empresas, reduciendo el ingreso de los consumidores, aumentando los costos y recortando las utilidades de las firmas. La contrapartida de esto ha sido un importante incremento de los ingresos de países exportadores de petróleo.

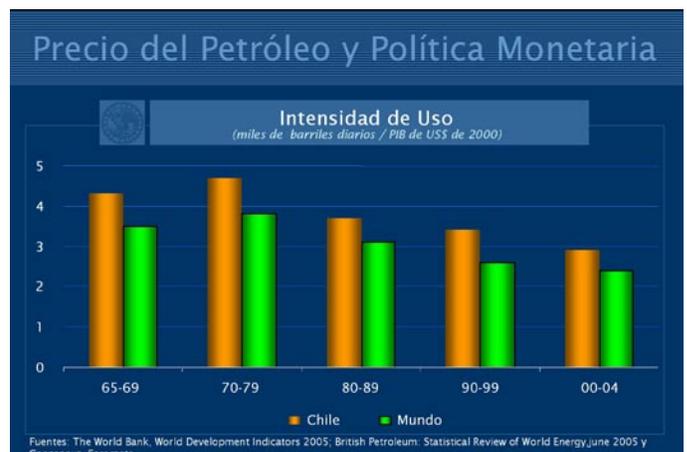
¿Cómo ha sido este efecto ingreso en Chile? Entre enero del 2004 y octubre de este año, el precio de la canasta de consumo representativa, sobre la cual se calcula el IPC, subió 6,8%, y un tercio del aumento se explica por la situación de los combustibles. Las alzas del petróleo, por lo tanto, han reducido el ingreso real de las familias de manera directa entre 2 y 2,5%, con un efecto adicional menor a través de su incidencia en algunas tarifas reguladas, como la locomoción colectiva. A nivel de país, el 2003 gastamos US\$3.100 millones en importaciones de combustibles. Este año, en comparación, gastaremos cerca de US\$6.400 millones por este concepto. Este mayor gasto equivale aproximadamente a 2,5% de nuestro ingreso nacional.

Ahora bien, todo hace pensar que el efecto sobre crecimiento en Chile ha sido relativamente acotado, inferior al efecto ingreso. En parte, este menor ingreso no se ha traducido en una reducción proporcional del gasto, gracias a que se ha podido acomodar con mayor financiamiento. De hecho, aunque en la actualidad el saldo en cuenta corriente ya no muestra los grandes superávits de años anteriores —para este año se espera un saldo en torno al equilibrio—, ello se debe en buena medida al fuerte superávit fiscal. Este último ha compensado, entonces, en las cuentas externas agregadas de la economía chilena, necesidades de financiamiento privadas que son sustanciales, probablemente del orden de 4 a 5% del PIB.

Esto es más que un simple ejercicio aritmético. El mayor precio del petróleo no ha tenido un efecto contractivo de primer orden en Chile gracias a que ha coincidido con un entorno externo que en lo sustancial sigue siendo muy favorable. Se aprecia un alza generalizada en los precios de los productos básicos, en particular el cobre, tan relevante para la economía chilena, pero también molibdeno y celulosa, entre otros. Además, el costo del financiamiento externo ha sido particularmente ventajoso, gracias a las bajas tasas de interés internacionales y a la compresión de spreads soberanos. Los países exportadores de petróleo han destinado buena parte del mayor ingreso a incrementar su ahorro en el exterior, contribuyendo así al financiamiento de las cuentas corrientes en otras economías y, de esta forma, sosteniendo el crecimiento mundial.



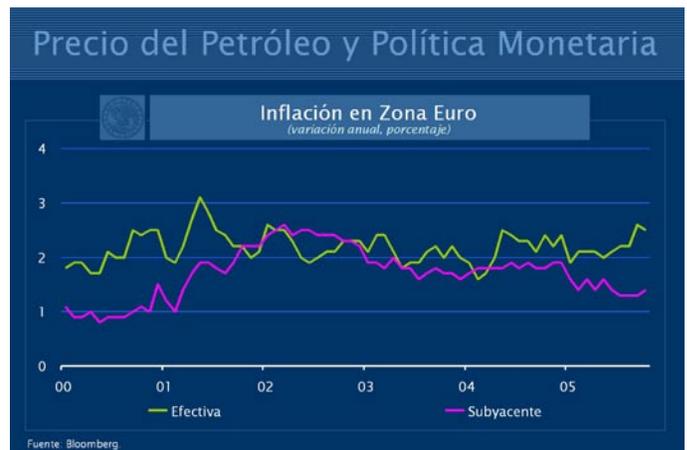
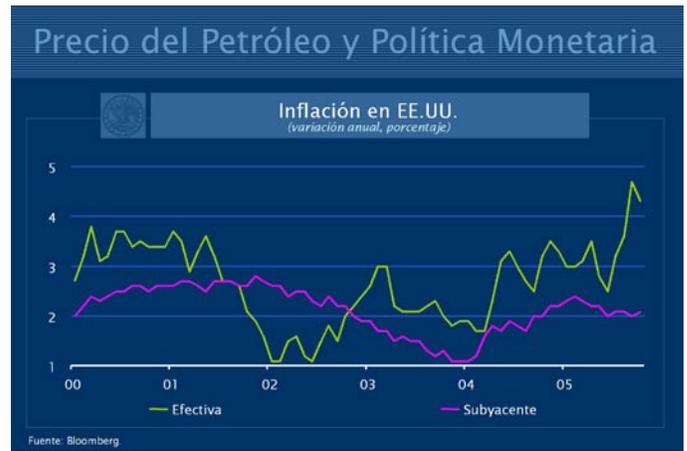
Más allá de estos aspectos coyunturales, en la economía mundial y también en Chile estamos viendo una disminución de la dependencia con esta fuente de energía. Esto, tanto por el mismo desarrollo económico que tiende a mostrar una mayor expansión de sectores vinculados a los servicios, menos intensivos en petróleo, como por los grandes avances en tecnologías para ahorrar energía en la industria manufacturera, justamente motivados por la experiencia de los choques petroleros. Así, en el mundo desarrollado y en Chile el petróleo se está usando en forma menos intensiva. En el mundo, esta intensidad se ha reducido en un tercio, desde cerca de cuatro mil barriles diarios de crudo por cada billón de dólares en PIB en la década de los setenta hasta una cifra cercana a los dos mil quinientos. En Chile la intensidad ha caído incluso más, casi a la mitad.



Otro factor de orden estructural, que incide especialmente sobre la inflación, es que hoy los países desarrollados en general, y Chile también, cuentan con una institucionalidad económica más flexible y un mayor compromiso con la estabilidad de precios. Estas condiciones mantienen las expectativas ancladas, favoreciendo la reajustabilidad de salarios y precios en consideración de la inflación futura más que de la inflación pasada.

Este punto ha sido central para evitar el segundo efecto negativo que vimos en los setenta: el fuerte y persistente aumento de la inflación. De hecho, tras los choques petroleros de los setenta, durante prácticamente una década la inflación anual total de los países desarrollados fue del orden de dos dígitos, es decir, entre 5 y 10 puntos porcentuales más de lo que se veía en los sesenta. En esta oportunidad el efecto ha sido mucho menor, a pesar de que el incremento del precio del petróleo ha sido similar.

Es cierto que el alza actual ha tenido efectos inflacionarios en un gran número de países, entre los que se cuentan Chile y la generalidad de las economías desarrolladas. Así, se puede ver que en varios países industriales el repunte de la inflación total sin afectar la inflación subyacente ha sido un elemento común. De esta manera, comparando las proyecciones de noviembre de Consensus Forecasts para este año y el próximo con las de principios de este año, se puede apreciar un aumento de la inflación esperada de medio punto porcentual por año, mientras que para Chile ha sido algo mayor. Este efecto, sin embargo, se vincula con la incidencia directa del comportamiento de los combustibles en los índices de precios al consumidor, y no con incrementos de la inflación subyacente. Es decir, a diferencia de lo que vimos en los setenta, el mayor precio del petróleo no se ha propagado al nivel general de precios de la economía. Este es un hecho bastante generalizado en el mundo.

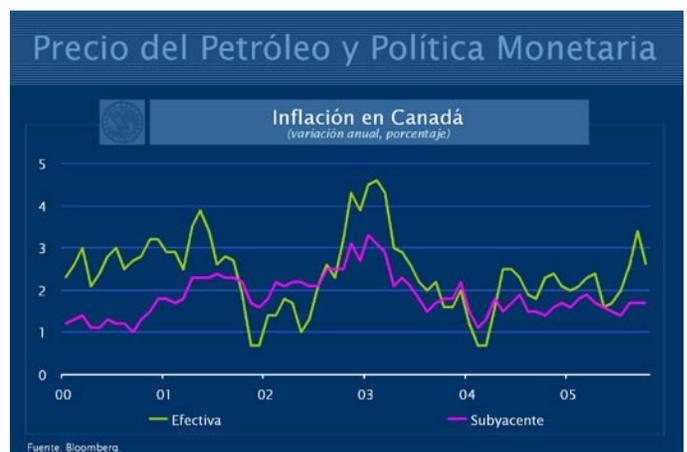


Precio del Petróleo y Política Monetaria

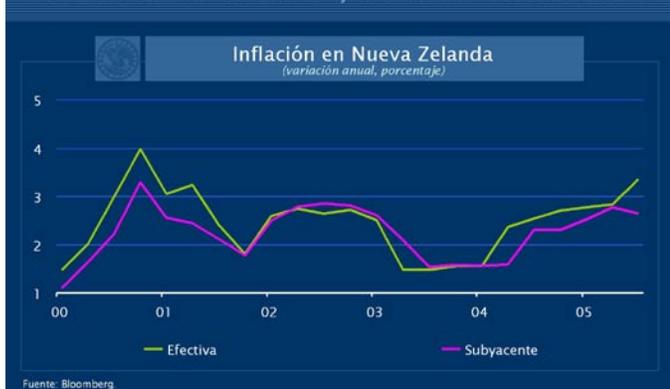
Inflación Promedio Anual Proyectada
(IPC, variación anual, porcentaje)

	2005		2006		Ene.-Oct. 2005 (2)	
	Ene.05	Nov.05	Ene.05	Nov.05	IPC	IPC core
EE.UU.	2,5	3,4	2,4	3,0	3,4	2,2
Zona Euro	1,8	2,2	1,7	1,9	2,2	1,4
Canadá	1,9	2,3	1,9	2,3	2,2	1,7
Australia	2,3	2,7	2,6	2,8	2,6	2,4
Nueva Zelanda	2,5	3,1	2,2	3,2	3,0	2,6
Suecia	1,2	0,5	2,0	1,4	0,4	0,7
Noruega	1,7	1,5	2,0	1,9	1,5	1,0
Chile (1)	2,6	4,1	2,9	3,1	2,9	2,2

(1) Para las primeras 4 columnas corresponde a la variación en doce meses a diciembre de cada año.
(2) Promedio de las variaciones anuales de cada mes.
Fuentes: Consensus Forecasts y Bloomberg.



Precio del Petróleo y Política Monetaria



En los setenta, las alzas se propagaron primero por la reacción de los salarios nominales a los efectos inflacionarios del choque petrolero, en circunstancias que las expectativas de inflación no estaban ancladas. El aumento de costos requirió de un ajuste de precios relativos, es decir, que los salarios reales se ajustaran a la baja para reflejar la nueva realidad de precios relativos, pues los países importadores de petróleo son en general más pobres. En la medida en que los salarios nominales persiguieron mantener el poder adquisitivo de los hogares, pese al efecto ingreso negativo que comentábamos, ello generó que finalmente la mayor inflación fuera la que reaccionó para hacer el ajuste del ingreso disponible. En efecto, si los salarios se comienzan a reajustar a la inflación efectiva pasada, el aumento de los combustibles se convertirá en un aumento de costos (más allá de su efecto directo), una compresión de márgenes y mayores presiones de precios hacia adelante.

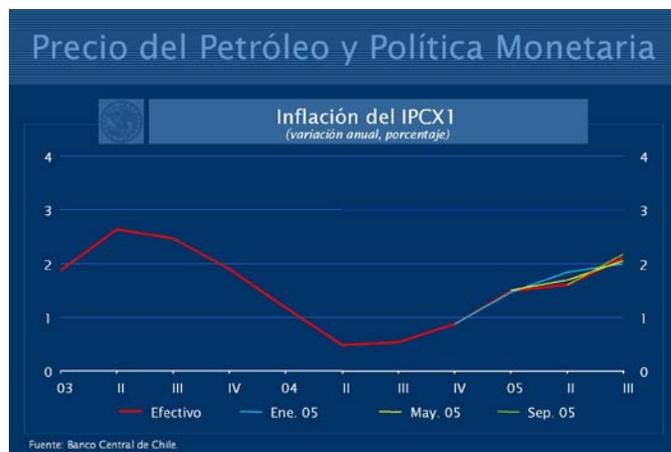
En las circunstancias actuales en Chile, en la medida en que las remuneraciones dependan más de las expectativas de inflación futura, y estas expectativas se mantengan bien ancladas en torno al 3%, el traspaso a salarios y el impacto sobre precios será menor. Mientras menor sea la inflación que se produzca, menor será el ajuste de política monetaria necesario.

Reacción de política monetaria

La reacción de política monetaria al mayor precio del petróleo hay que entenderla dentro del marco de política macroeconómico que existe en Chile. Como es bien sabido, este tiene tres componentes fundamentales: (i) Una política fiscal responsable que sigue la regla de superávit estructural; (ii) Una meta de inflación que goza de credibilidad y basada en un rango de $3 \pm 1\%$; y (iii) Una política de flotación cambiaria, en que el Banco Central se reserva la posibilidad de intervenir en circunstancias excepcionales.

En la práctica, el principal mecanismo de propagación del choque tiene que ver con la misma acción o inacción de política monetaria. En la década de los setenta, la reacción de la política monetaria en las principales economías fue acomodaticia, motivando un relajamiento de las condiciones monetarias en presencia de la mayor inflación, que llevó a su vez a una aceleración adicional de la inflación, efectiva y esperada. Las lecciones de este episodio son que las condiciones monetarias no deben relajarse en forma automática luego de un choque inflacionario, sino lo contrario. En todo caso, la misma alza de los combustibles debilita la actividad, y por tanto mitiga las acciones de política, lo que junto a la persistencia prevista del choque son factores importantes a la hora de calibrar la magnitud de la respuesta de la política monetaria.

El incremento reciente del precio del petróleo en el mundo ha ocurrido en circunstancias en que las principales economías ya habían comenzado a retirar el estímulo monetario. La etapa débil del ciclo global, entre 2002 y 2003, ya ha pasado, y el mundo está presentando tasas de expansión significativas. Eso de por sí es razón suficiente para que las muy laxas condiciones monetarias comenzaran a normalizarse. La preocupación adicional es por que este choque del petróleo no termine afectando las expectativas de inflación a plazos más allá de un año y, por esta vía, provoque un aumento de la tendencia inflacionaria que afecte la estabilidad de precios. En Chile ha ocurrido algo similar. El gradual aumento de la TPM se ha podido implementar gracias a que la actividad económica y el gasto interno han dejado atrás los periodos de baja expansión entre el 2001 y el 2003. Hasta ahora, el choque del petróleo ha tenido un impacto sobre el curso de la política monetaria sólo en tanto ésta ha reaccionado para evitar un desanclaje de las expectativas de inflación en Chile. Esto es coherente con que la trayectoria de la inflación subyacente ha estado alineada con las proyecciones de los últimos Informes de Política Monetaria.



Concluyendo, el Banco Central ha tomado precauciones a fin de responder oportunamente en caso de verificar una mayor propagación o incluso un desanclaje de las expectativas. Fundamentalmente, la política monetaria ha reflejado las mayores expectativas de inflación para el corto plazo, con lo que se ha tendido a acelerar poco a poco el ritmo de incremento de la TPM en los últimos meses, alargando así los lapsos entre pausas en este proceso de normalización.

Hacia delante, las acciones del Banco Central respecto del choque petrolero dependerán crucialmente de los efectos de traspaso. En la medida en que existan efectos de segunda ronda, tanto en la inflación efectiva como en las expectativas de mediano plazo, que pongan en riesgo el logro de una inflación de 3% entre 12 y 24 meses, el Banco Central tendrá que actuar con más energía para cumplir con su objetivo inflacionario. Si el alza de los combustibles sigue sin un traspaso notorio a inflación subyacente, el efecto sobre la inflación será temporal. La inflación esperada para el horizonte de 12 a 24 meses debería entonces volver naturalmente a la meta, sin requerir de acciones adicionales por parte de la autoridad monetaria, más allá de la normalización que responde a las condiciones cíclicas, y que continuará a un ritmo que dependerá del comportamiento de la economía y hasta que se alcance un impulso monetario neutro.