

Perspectivas Económicas en Chile

Presentación del Presidente del Banco Central de Chile, Sr. Vittorio Corbo, en la Mesa Redonda del Aniversario 27° del Diario Estrategia, el 25 de Octubre de 2005.

Introducción

Quiero agradecer al Diario Estrategia por esta oportunidad para referirme a la marcha de la economía y la política monetaria. Antes, sin embargo, permítanme felicitar a todos los que trabajan en este diario por su 27° aniversario. Contar con una prensa especializada y con opiniones —créanme que este las tiene y fuertes— es muy positivo para el buen funcionamiento de la economía y la democracia.

Como es sabido, desde hace ya un buen tiempo los mercados financieros internos reflejan la fuerte expansividad de la política monetaria. El crédito bancario a personas, especialmente los préstamos de vivienda, y el crédito comercial siguen dinámicos, lo mismo que las colocaciones de bonos corporativos. Aunque las tasas de interés de largo plazo en general han tendido a aumentar en las últimas semanas, estas siguen en niveles bastante reducidos en comparación histórica, y la actividad bursátil continúa indicando buenas perspectivas. Quizá solo en los agregados monetarios se percibe con mayor claridad el impacto de la trayectoria creciente de la TPM. Hacia delante, el ritmo con que el Consejo siga retirando este estímulo monetario dependerá en forma crucial de cómo evolucionen las perspectivas para la inflación futura. En ese sentido, es importante evaluar los riesgos y la marcha general de la economía mundial, el desempeño de la actividad y el gasto en Chile, así como las implicancias de las noticias inflacionarias coyunturales.

De manera sintética, vemos que en el mundo han seguido sorprendiendo los elevados precios de los productos primarios, mientras las condiciones financieras siguen favorables, aunque algunos riesgos, como veremos, aparecen más marcados. En el entorno nacional, los datos de los últimos meses dan cuenta de una expansión económica un poco más

atenuada que la prevista para el tercer trimestre, asociada al desempeño de la minería y el comercio, con un crecimiento algo menor de los indicadores de consumo privado y de existencias. A pesar de esto, el empleo y la inversión siguen dinámicos. Por su parte, algunas de las medidas de expectativas de inflación a plazos intermedios, como es el caso de las expectativas a un año, han superado el 3% luego del reciente incremento de la inflación. Ello es un reflejo del aumento esperado de la tendencia inflacionaria en ese plazo, pero sobre todo de sorpresas en precios específicos, tanto de combustibles como de productos perecibles. Pero a plazos más largos, estas medidas continúan en torno al centro del rango meta.

A continuación pasaré a revisar con más detenimiento el panorama internacional y concluiré con el panorama interno.

Panorama Internacional

El panorama internacional para la economía chilena continúa positivo, en un contexto donde la actividad mundial se muestra sólida, los términos de intercambio son favorables y las condiciones financieras internacionales se mantienen ventajosas.

La expansión de la actividad mundial continuará siendo liderada por Estados Unidos y China. En el primer caso, los bancos de inversión han revisado al alza las proyecciones de crecimiento para el 2006, dado el dinamismo que mantiene la economía y los enormes montos que serán destinados a reconstruir las zonas azotadas por los huracanes. En China, por su parte, la demanda interna y la actividad industrial muestran un dinamismo algo mayor del que se preveía. Destaca además el caso de Japón, cuyas perspectivas se han visto fortalecidas en los últimos meses, ante la evidencia de que la inversión y el consumo interno evolucionan de forma más dinámica de lo que se proyectaba hace algunos meses. En el caso de América Latina, las expectativas de crecimiento también han sido revisadas al alza, favorecidas por el dinamismo de la economía mundial y los elevados precios de productos básicos. En Europa, en tanto, las perspectivas han mejorado en el margen. Si bien

la actividad industrial de la región se muestra algo más fuerte, la demanda interna permanece débil.

No obstante que el escenario externo central (y más probable) sigue siendo muy favorable, el rango de evoluciones posibles de la economía mundial alrededor de esta tendencia central es ahora más amplio que hace un par de meses. Las fuentes de incertidumbre son varias. En primer término, la tendencia alcista del precio del petróleo (que ha subido en torno a 90% desde diciembre del 2003) y su volatilidad podrían terminar teniendo mayores efectos que los considerados sobre el crecimiento mundial, a través de su impacto sobre el ingreso de las personas y los costos de producción. En efecto, el alto precio de los combustibles podría llevar a los consumidores a reducir su gasto en consumo más allá de lo considerado en las proyecciones centrales, lo cual puede terminar también afectando negativamente el dinamismo de la inversión. Asimismo, un mayor precio de los combustibles, en un contexto de demanda mundial dinámica, eleva las presiones inflacionarias. Precisamente esta situación se ha observado en distintas economías durante los últimos meses. En Estados Unidos, la inflación efectiva se ha elevado de manera significativa, hasta alcanzar 4,7% en 12 meses, en comparación con el 2,5% que se proyectaba a comienzos de año y una cifra inferior a 2% que se registró en el 2004. Las mediciones de inflación subyacente en esta economía, sin embargo, se mantienen bien contenidas, mostrando un escaso traspaso de los precios de los combustibles al resto de los bienes. Una situación similar se ha observado en otras economías desarrolladas. A modo de ejemplo, tanto en la Zona Euro como en el Reino Unido y Canadá, la inflación efectiva se ha ubicado en cifras que están en torno a un punto porcentual por sobre la medida subyacente.

Una segunda fuente de incertidumbre se refiere a la evolución futura de la inflación en los países industriales, donde existe el riesgo de que la persistencia de los altos precios de la energía desate efectos de segunda vuelta en otros precios y un salto en los costos laborales unitarios, poniendo presión al alza tanto en la inflación efectiva como en las expectativas de inflación. Si las expectativas de inflación comienzan a desanclarse, la inflación subyacente y la inflación total podrían terminar subiendo en forma más persistente.

Para el más mediano plazo también hay otras fuentes de incertidumbre. Una de ellas es la forma en la cual terminarán corrigiéndose los desbalances en los principales países industriales, correcciones que podrían terminar generando ajustes pronunciados en paridades cambiarias y en las tasas de interés. Una segunda fuente de incertidumbre de más mediano plazo es una eventual corrección a la baja en los precios de las viviendas en Estados Unidos, los que han experimentado una fuerte apreciación en los últimos años. Es posible que estos altos precios reflejen expectativas de que los aumentos recientes continúen en el futuro o de que las condiciones muy favorables de financiamiento se prolonguen. El riesgo aquí es que una corrección en las expectativas de precios futuros o condiciones financieras menos favorables conduzcan a una corrección en los precios de las viviendas, con efectos negativos en el consumo privado, la inversión en construcción y el crecimiento del producto.

Panorama Interno

En los dos primeros trimestres del año, la economía chilena continuó su ciclo expansivo asociado al favorable entorno externo y las buenas condiciones financieras. Los antecedentes coyunturales respecto de la marcha de la economía en el tercer trimestre muestran una moderada atenuación del dinamismo de la actividad y del gasto. Por el lado de la demanda agregada, es el consumo habitual el que muestra cierta moderación en el margen, probablemente vinculada al efecto que está teniendo el alto precio de los combustibles sobre el poder adquisitivo y las expectativas de los hogares. Entre enero del 2004 y septiembre del 2005 el precio de la canasta representativa, sobre la cual se calcula el IPC, subió 6,3%, y donde el ítem combustible explica casi 1/3 del aumento. Las alzas del petróleo, por lo tanto, han reducido en más de 2% el ingreso real de las familias de manera directa, y otro tanto de manera indirecta. A nivel de país, el 2003 gastamos US\$ 3.100 millones en importaciones de combustibles. Este año, en cambio, gastaremos cerca de US\$ 6.400 millones por este concepto. El mayor gasto equivale aproximadamente a 2,5% de nuestro ingreso como país. Por otra parte, el consumo de durables sigue muy dinámico,

probablemente porque en este ítem inciden con mayor fuerza las buenas condiciones financieras prevalecientes, las buenas perspectivas económicas y la apreciación reciente del peso.

La formación bruta de capital también sigue creciendo a tasas altas y por encima de lo proyectado: la tasa de inversión como porcentaje del PIB superará este año el 28%. Esto se aprecia en el sólido crecimiento de las importaciones de bienes de capital, las que se están expandiendo a tasas en torno a 50% anual, y en el importante dinamismo de la inversión en construcción. De hecho, el mercado inmobiliario sigue mostrando buenos niveles de actividad, reflejando que las favorables condiciones crediticias para el financiamiento de la vivienda persisten.

Quiero detenerme un momento en el tema de cómo debe medirse la tasa de inversión, si en moneda corriente o en moneda constante. Al respecto, hay que destacar que la contribución de la formación de capital al crecimiento es a través de la inversión real, medida en relación al PIB real, pues ello refleja cómo evoluciona la cantidad física de capital y de producción. La demanda por inversión (como también por consumo) es por inversión real. Ahora, si el precio de un bien de inversión cae, se requiere un menor gasto nominal en inversión para lograr la misma inversión real, lo que genera efectos ingreso que en ese caso son positivos. En ese sentido, la tasa de inversión en pesos corrientes es un buen indicador del sacrificio en consumo, por la vía de mayor ahorro, que está haciendo la sociedad. Sin embargo, para evaluar cuánto contribuye la inversión al crecimiento potencial de la economía, a través de su adición al stock de capital, hay que mirar las medidas a precios constantes.

La caída del precio relativo de los bienes de capital (precio de bienes de capital en relación al deflactor del PIB) es un fenómeno mundial y está asociado a la revolución tecnológica, que ha llevado a aumentos de productividad en la producción de bienes de capital que superan con creces los avances de productividad en la producción de otros bienes. La medición de los deflatores de precios de bienes de capital no es tarea fácil en todo caso, pero las actuales Cuentas Nacionales reflejan mejoras metodológicas significativas para el

período 2002-2005. En el curso de estos tres años, la tasa de inversión a PIB en términos reales se ha incrementado en torno a cinco puntos porcentuales.

Volviendo al tema de la coyuntura, hay que destacar que el crecimiento de las exportaciones, más allá de la volatilidad propia de los envíos de cobre, sigue siendo sustancial. Por su parte, el mercado laboral continúa dando señales de dinamismo. La ocupación sigue evidenciando un crecimiento significativo, principalmente en lo que se refiere a empleo asalariado. Adicionalmente, durante este y el próximo año se observará un impulso del gasto fiscal mayor que en años anteriores, en el marco del cumplimiento de la regla de superávit estructural.

Las principales fuentes de incertidumbre sobre el curso futuro de la economía chilena radican en el curso que siga el entorno externo, cuyos riesgos ya examinamos, y en la forma en que la economía termine absorbiendo los mayores precios de la energía.

En lo que se refiere a la evolución de la inflación, el año pasado el BCCh proyectaba que con el estrechamiento progresivo de las brechas de capacidad, asociado al repunte cíclico de la economía, la inflación subyacente y la inflación total iban a comenzar a incrementarse, luego de los muy reducidos valores que se observaron entre fines del 2003 y principios del 2004. Esto exigía comenzar a reducir el pronunciado estímulo monetario prevaleciente en ese momento, de forma de facilitar la convergencia de la economía a condiciones monetarias más normales, a un ritmo similar al que tomará el cierre de las brechas de capacidad. La normalización de la política monetaria ha sido bien anticipada y comprendida por los mercados. Además, lo que se ha visto en este último año es que efectivamente el cierre de brechas ha progresado, y si algo, a un ritmo más rápido que lo previsto, mientras el precio del petróleo y sus derivados, así como el de algunos perecibles ha estado bastante por sobre lo que todos esperábamos. En lo más reciente, el precio de algunos perecibles sufrió los embates de los temporales de septiembre, mientras que los combustibles —incluido el gas licuado— mostraron un incremento significativo. A pesar de estos hechos, la tendencia de incremento gradual de los precios no se ha visto alterada de manera significativa, lo que se ve reflejado en que la inflación subyacente está acercándose

a 3%, mientras que la inflación total se ha ubicado en torno a 4% antes de lo previsto. Esta discrepancia entre la inflación del IPC y la inflación subyacente es similar a la que se aprecia hoy en los países desarrollados.

Conviene remarcar que, aparte de estas sorpresas específicas con alta incidencia sobre el IPC, la inflación mensual de agosto y septiembre estuvo muy en línea con lo previsto. La velocidad que lleva el IPCX1 —esto es, la inflación instantánea de una medida de inflación subyacente que excluye perecibles, combustibles y otros bienes de precios volátiles, entre otros— se ha ubicado en torno a 3% anual en los últimos meses, algo menos que lo proyectado en nuestros últimos *Informes de Política Monetaria*, mientras que otras medidas de la tendencia inflacionaria continúan aumentando, en lo más reciente algo más rápido que en los meses anteriores, pero coherentemente con el retorno de la tendencia inflacionaria al centro del rango meta en el horizonte habitual de política.

El peso, en términos tanto reales como nominales, ha ganado fuerza en los últimos meses, dinámica que difícilmente puede atribuirse a cambios en el diferencial de tasas con el exterior —el que se ha mantenido más bien neutro— o a cambios en las paridades, que de hecho han mostrado un fortalecimiento del dólar con relación a varias de las principales monedas. Observadores del mercado atribuyen esta apreciación al fuerte incremento del precio del cobre y al crecimiento de la demanda interna.

Este panorama sigue siendo coherente con un estrechamiento creciente de las brechas de capacidad en la economía, en que el PIB efectivo crece más que el PIB de tendencia y la tasa de desempleo disminuye. Nuestras proyecciones, incluidas en el *Informe* de septiembre, indican que las medidas de inflación subyacente deberían superar el 3% por algunos trimestres, pero estos fenómenos, al igual que la trayectoria de la inflación del IPC, deberían ser esencialmente transitorios. En parte esto refleja que la trayectoria de los costos laborales ha sido particularmente contenida en esta parte del ciclo económico. Los salarios nominales han aumentado gradualmente su ritmo de expansión, hasta algo menos de 6%, pero la productividad del trabajo también ha subido significativamente. Estas tendencias muestran que la dinámica salarial en el mercado laboral ha reaccionado adecuadamente al

mayor precio del petróleo, ajustando los ingresos reales. Adicionalmente, las expectativas de inflación a dos años y más se han mantenido bien ancladas en torno al centro del rango meta. Por estos factores, el riesgo de que la aceleración de los precios se torne más duradera es acotado.

La preocupación básica del Banco Central es que la inflación se ubique la mayor parte del tiempo en el rango meta y tienda a converger al centro del mismo en un horizonte de 12 a 24 meses. Esta política contribuye a anclar la tendencia inflacionaria y las expectativas de inflación en torno al centro del rango meta. El Consejo, en su comunicado de la última reunión de política monetaria reafirmó que, en el escenario más probable, continuará reduciendo el estímulo monetario prevaleciente, de manera de mantener una trayectoria esperada para la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses. Esta visión de mediano plazo muestra que ante choques temporarios no se intenta mantener la inflación en torno al 3% en todo momento, pues ello tendría un alto costo en términos de volatilidad del producto, del empleo y de las tasas de interés. Sin embargo, para lograr que el incremento inflacionario previsto sea efectivamente transitorio, es importante continuar con la normalización de las condiciones monetarias y que no se generen efectos indeseados de propagación del mayor precio de los combustibles a la tendencia inflacionaria subyacente. De existir estos efectos indeseados, el curso de la política monetaria deberá alterarse de manera de cumplir con el objetivo de encausar la inflación hacia el centro del rango meta.

Como siempre, el Consejo seguirá monitoreando los factores que afectan la dinámica de la inflación. Entre ellos, la velocidad efectiva con que se esté expandiendo la economía y por tanto cerrando las brechas de capacidad, así como la tendencia de los costos unitarios del trabajo y otros determinantes de los precios. Destaca principalmente la evaluación de la propia dinámica que muestre la inflación en los próximos meses, en particular el componente de inflación subyacente, junto con las expectativas de inflación a mediano plazo.

Muchas gracias.