

Evolución y Perspectivas de la Economía Chilena

Presentación efectuada por don Vittorio Corbo, Presidente del Banco Central de Chile, en desayuno organizado por AMCHAM.

23 de noviembre de 2006

Buenos días, agradezco el interés por este repaso a los últimos acontecimientos ocurridos en la economía local y en el mundo, y por la forma en que tratamos de interpretarlos en el Banco Central. Creo que estamos en un buen momento para analizar cómo han cambiado los escenarios y en qué medida los nuevos antecedentes pueden ir apoyando o desechando lo que esperábamos en septiembre, cuando salió a la luz nuestro último *Informe de Política Monetaria*. El análisis prospectivo que hoy haré es oportuno, pues ya hemos recorrido algún terreno desde el IPOM y hoy tenemos información fresca y novedades en algunos campos que ayudan a afinar nuestra visión.

En septiembre, el Banco estimaba que, en el escenario central, el crecimiento se ubicaría en el rango de 4 $\frac{3}{4}$ a 5 $\frac{1}{4}$ % este año y entre 5 $\frac{1}{4}$ y 6 $\frac{1}{4}$ % el próximo, lo que postergaría los cierres de brechas hasta avanzado el año 2007. Estas proyecciones de crecimiento tenían además un sesgo a la baja para este año y estaban balanceadas para el 2007. En inflación, se esperaba que la variación del IPC se mantuviera en la parte superior del rango meta por algunos trimestres más, debido principalmente a un alto precio del petróleo, pero descendiendo al 3% para fines del horizonte de proyección. El IPCX1, en tanto, seguiría acercándose lentamente al 3%, superando en algo este valor durante el 2007 y volviendo a acercarse a él a fines del horizonte de proyección.

Con los nuevos antecedentes, podemos evaluar si el escenario central de proyecciones se está validando o no. Este es un ejercicio que hacemos rigurosa y sistemáticamente en el Banco Central. Ello es parte esencial de nuestro trabajo, ya que la política monetaria no sólo debe tratar de anticipar de la mejor manera posible lo que va a suceder —o sea proyectar— sino también reaccionar de manera adecuada a las

novedades que se produzcan. Idealmente esta reacción debe ser bien comprendida por los agentes económicos, de modo que los precios financieros que determina el mercado reflejen el curso probable de la política monetaria. A fin de cuentas, ese es el mecanismo principal por el cual se transmite la política monetaria.

En el ámbito externo, la actividad mundial en su conjunto ha evolucionado a grandes rasgos en línea con lo anticipado en el IPOM de septiembre, aunque hay novedades en algunas regiones. En Estados Unidos se ha intensificado la desaceleración de la economía, empujada por una importante corrección del mercado de la vivienda, que refleja una pronunciada caída en el número de aquellas iniciadas, una estabilización de sus precios nominales, y un marcado aumento del stock a la venta. En paralelo, los mercados de futuros anticipan una baja de entre 5 y 10% en el precio de las viviendas para los próximos 12 meses. Hay, sin embargo, dos buenas noticias. Una es que la venta de casas se ha estabilizado, y si agregamos la fuerte caída de viviendas iniciadas, debería contribuir a reducir el inventario de casas sin vender. La otra es que la caída en este sector no se ha reflejado en el consumo privado, gracias a la caída del precio de los combustibles, a las buenas condiciones del mercado laboral y a los altos precios que han alcanzado las acciones. Por otra parte, la inflación subyacente continúa superando el nivel considerado como confortable por algunos miembros del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.

El crecimiento de la Zona Euro se hace más generalizado y se fortalece, especialmente en el sector industrial. La tasa de desempleo desciende a 7,8% en el tercer trimestre. Las encuestas de expectativas son buenas y van al alza. De hecho, la zona crece por encima de su potencial. Este estrechamiento de brechas anticipa presiones inflacionarias futuras que el BCE ha estado tratando de contener con aumentos de la tasa de política. Incluso con los precios del petróleo de hoy, el riesgo es hacia arriba en la inflación, lo que se traduce en que el mercado anticipa nuevas alzas de la tasa de interés.

Japón, en tanto, mantiene su fuerte dinamismo y crece también por encima de su potencial. Asia emergente sigue creciendo a tasas elevadas y en China ya se notan los efectos de las medidas introducidas para evitar un sobrecalentamiento. A la vez, comienza a desplazarse el crecimiento de la demanda desde inversión hacia consumo.

Hacia delante, el crecimiento de la economía mundial estará condicionado, en parte importante, por la evolución de la economía de EE.UU. y sus efectos en el resto del mundo. Lo más probable es que en EE.UU. se sigan sintiendo los efectos del brusco ajuste del sector vivienda, el que debiera completarse durante el primer semestre del 2007. La inflación, aunque ha caído ayudada por varios trimestres de crecimiento por debajo del potencial, sigue por encima de la zona de confort definida por algunos miembros del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Además, con el dinamismo del consumo, la fortaleza del mercado laboral, la caída de la productividad y la estabilización del precio de los combustibles, su reducción a menos de 2% no está asegurada. Entre los principales riesgos está la aceleración de los costos laborales.

La Zona Euro y Japón deberían experimentar una leve desaceleración el 2007. En contraste, se espera otro buen año para Asia emergente.

En cuanto a los productos primarios, sus abultados precios se han corregido a la baja, lo que se aprecia con más claridad en el petróleo y, en menor medida, el precio del cobre y demás metales. Esta corrección a la baja de los precios de los metales, especialmente el cobre, no constituye una sorpresa. En cambio la pronunciada disminución del precio del petróleo no era parte de nuestro escenario central, por lo que claramente constituye una noticia. De hecho, en el IPOM se esperaba un precio cercano a US\$70 por barril para fin de año, mientras que en las últimas semanas ha llegado incluso a menos de US\$60.

Estas caídas abruptas e inesperadas de los precios de los combustibles han inducido una importante reducción de la inflación del IPC en Chile, hasta la parte inferior del rango meta, por debajo de proyecciones previas. A lo anterior también contribuye una menor inflación subyacente IPCX1 (que excluye combustibles, perecibles, y algunos servicios regulados). Otros indicadores de la tendencia inflacionaria también muestran una declinación y las presiones de costos están contenidas.

Los datos de cierre del tercer trimestre entregados hoy ratifican el poco dinamismo de la actividad que las cifras parciales ya habían anticipado. Después de nueve trimestres creciendo por sobre su tendencia, el PIB creció por debajo de esta el segundo y el tercer trimestre de este año. Todo esto en un contexto donde el escenario

externo y las condiciones financieras eran favorables y la política monetaria estaba en proceso de normalización gradual para favorecer la convergencia ordenada de la tendencia inflacionaria al centro del rango meta, y se proyectaba un cierre de brechas de capacidad durante el 2006.

En el último IPOM, identificamos una serie de factores que pueden explicar parte de esta desaceleración, un tanto inesperada, del producto. Entre estos destacan los problemas transitorios en la producción minera (derrumbes y huelgas) y efectos mayores que los esperados de los mayores precios del petróleo vigentes hasta fines de agosto.

Sin embargo, más allá de los elementos puntuales antes descritos, es difícil explicar esta desaceleración, dadas las buenas condiciones macroeconómicas que apoyan el crecimiento.

Por el lado de la demanda, el consumo mantiene su dinamismo, la inversión parece haber concluido su ajuste y los volúmenes de las exportaciones no mineras siguen creciendo a tasas elevadas. Sin embargo, un factor contractivo para la actividad interna ha sido el fuerte dinamismo de las importaciones, que se ha moderado solo gradualmente y sigue superando las proyecciones.

Las condiciones financieras internas aún son ventajosas. La TPM se encuentra por debajo de todas las medidas de tasa neutral: las tasas de interés de largo plazo han descendido desde mediados de año, y hoy son incluso inferiores a las vigentes antes de que se iniciara el proceso de normalización monetaria; el financiamiento bancario de empresas y hogares aunque se ha desacelerado en el margen, sigue creciendo a tasas elevadas; y el índice bursátil local, IPSA, ha registrado máximos históricos en lo que va del 2006, favorecido por los buenos resultados corporativos.

Desde fines del 2001, el peso se ha apreciado frente al dólar, al igual que la mayoría de las monedas. El tipo de cambio real se ubica en torno al promedio de los últimos 15 años.

El mercado laboral mantiene su dinamismo. El empleo sigue creciendo con vigor, especialmente el componente asalariado. El empleo industrial y de construcción crecen

vigorosamente en los últimos meses. La tasa de desocupación ha caído a niveles no vistos desde antes de la Crisis Asiática.

El mercado se ha adaptado a los elementos de este nuevo escenario, corrigiendo a la baja sus expectativas de inflación para los próximos meses. Según las encuestas, estas se mantienen ancladas en torno al 3% anual para los próximos doce meses y los siguientes doce. La compensación inflacionaria ha disminuido al 3% a estos horizontes. En paralelo, las proyecciones de crecimiento de la actividad para el año 2006 también se han revisado a la baja.

Para el año 2007, siguen vigentes los elementos que subyacen tras la expectativa de una reacceleración de la actividad contemplados en el IPOM: una política fiscal más expansiva, un escenario externo positivo y buenas condiciones financieras internas. También hay nuevos factores que fortalecen este escenario. Primero, la pronunciada baja de los combustibles desde agosto a la fecha tiene un efecto expansivo por su incidencia en los costos de producción. Segundo, esta misma baja incrementa el ingreso personal disponible real y debería ser un estímulo adicional para el consumo privado. Tercero, la importante alza de los precios accionarios, que incluso ha superado a las bolsas externas, por sus efectos riqueza y por sus efectos en el costo del capital debería fortalecer el consumo privado y la inversión. Cuarto, por la intención de más inversión que se identifica por nuevos proyectos en el catastro de la Corporación de Bienes de Capital, especialmente en minería y energía. Y quinto, por el nivel que mantienen las ventas inmobiliarias, que han disipado el riesgo de un debilitamiento del componente de construcción que anticipábamos en el IPOM.

Como la realidad nos recuerda en forma permanente, rara vez se da el escenario central en su integridad. Los principales riesgos a este escenario, cuya materialización puede terminar afectando el crecimiento, están principalmente asociados con EE.UU. Primero, el ajuste del sector vivienda puede terminar afectando al consumo privado, profundizando la desaceleración, y afectando de paso al crecimiento del resto del mundo. Segundo, la inflación puede resultar más persistente y obligar a nuevos aumentos en la tasa de interés con efectos negativos en los mercados de bonos y en los *spreads* de países emergentes. Un tercer riesgo se asocia a la posibilidad de que los precios del petróleo puedan retomar su tendencia al alza.

En lo interno, la incertidumbre se centra en la persistencia de los bajos registros de la inflación IPC, IPCX1 y otras medidas de tendencia inflacionaria, debido probablemente al retraso en el cierre de holguras de capacidad y a precios de combustibles más bajos que los proyectados, y en el tiempo que demoren en resolverse los factores puntuales, y otros no identificados, que han afectado la actividad.

La materialización o disipación de estos riesgos van a ir construyendo el nuevo escenario central ante el cual el Banco Central tendrá que ir reaccionando en la medida en que afecte la visión de la evolución de precios y actividad en el horizonte de política. Justamente la incorporación de estos nuevos antecedentes en la visión hacia delante, especialmente en el frente inflacionario, llevaron al Consejo del BCCh a revisar su estrategia de normalización monetaria gradual. Siendo fiel a la idea de hacer transparentes dichos cambios, y considerando que parte fundamental de la transmisión de la política monetaria ocurre a través de las expectativas, los comunicados que acompañaron las RPM de los últimos cuatro meses han recogido estos ajustes en la estrategia de política monetaria. En agosto se anunció que aunque “en el escenario más probable siguen siendo necesarios ajustes pausados en la tasa de interés... ellos podrían ser menos frecuentes en los últimos trimestres”. En septiembre, se fue más allá, “serán necesarios incrementos adicionales de la tasa de interés.... Sin embargo, su materialización podría dilatarse por un tiempo prolongado”. En el IPOM que se publicó unos días después de la RPM se ajustó a la baja la estimación de tasa neutral de interés. En octubre se suavizó aun más la velocidad de la normalización monetaria esperada publicando que “por un tiempo prolongado, podrían no ser necesarios nuevos incrementos en la TPM”. La semana pasada, en el comunicado posterior a la RPM de noviembre, se quitó el sesgo al comunicado dando cabida a que en las siguientes RPM la TPM pueda mantenerse, subir o bajar: “cambios futuros en la TPM ... dependerán de la nueva información que se acumule y sus implicancias sobre la inflación proyectada”.

El mercado ha leído muy bien estos cambios en los comunicados y las expectativas de TPM futura de los analistas han reflejado el cambio en la estrategia con un aplanamiento de la curva *forward* y de expectativas de TPM. Este ajuste es expansivo.

En los meses que vienen, el Consejo seguirá de cerca las noticias que surjan en el ámbito interno y externo para decidir cómo ir ajustando su política monetaria en pro de

mantener la estabilidad de precios. Esa es la mayor contribución que el Banco Central puede hacer al crecimiento del país.