

EL AJUSTE EN CHILE AL PRECIO DEL COBRE Y DESAFÍOS EN LA ACTUAL CRISIS CREDITICIA INTERNACIONAL

José De Gregorio *
Banco Central de Chile
Marzo 2008

La actual crisis financiera internacional, así como el estado actual de la economía global, tiene un conjunto de repercusiones sobre las economías emergentes, con las más diversas implicancias sobre las políticas económicas nacionales. Tal vez, algo que caracteriza los desafíos de las políticas macroeconómicas es que, según se vayan desarrollando los eventos en el mundo, las recomendaciones pueden ser diametralmente opuestas. Hace mucho tiempo que la economía mundial no estaba sujeta a tan elevados grados de incertidumbre.

En esta presentación expondré cómo estos *shocks* significativos están teniendo efectos limitados, especialmente en América Latina, y usaré la experiencia chilena para ilustrar cómo un marco de políticas apropiado permite suavizar los efectos sobre la actividad y la inflación de *shocks* globales, como han sido las inusitadas fluctuaciones del precio del cobre. La política fiscal ha sido un elemento estabilizador por ya casi veinte años, aunque en la actualidad se ha fortalecido y formalizado a través de una regla de superávit ajustado cíclicamente. No obstante, la gran diferencia con décadas anteriores es el marco de política monetaria y cambiaria, que se caracteriza por un esquema de metas de inflación y un tipo de cambio flexible, que han contribuido sustancialmente a la estabilidad. Terminaré con una reflexión sobre los desafíos que presenta el actual escenario internacional para la política monetaria.

El escenario internacional

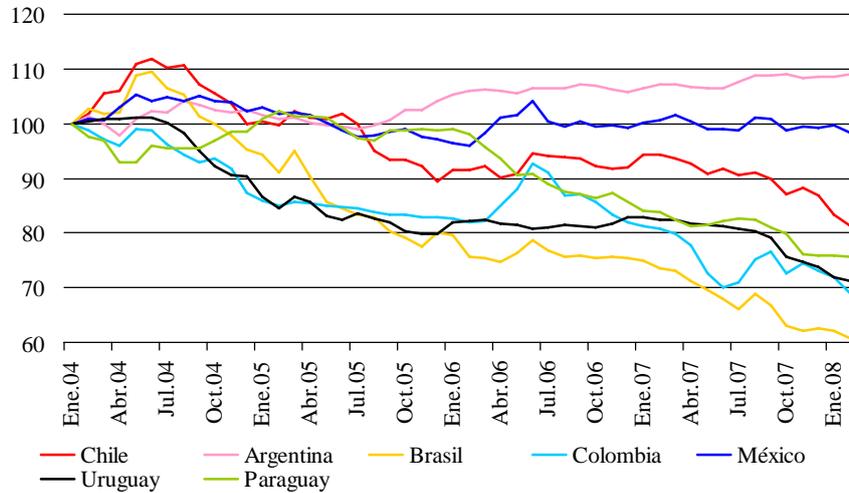
Para América Latina, la actual coyuntura presenta un conjunto de características que es preciso destacar:

- **Elevados precios de *commodities*.** Desde hace varios años, las economías de la región han estado gozando de términos de intercambio muy positivos. Esto ha generado un impacto favorable sobre las finanzas públicas, una baja demanda por financiamiento internacional (de hecho, la mayoría de las economías han tenido superávit en su cuenta corriente), y la apreciación de sus monedas¹. (Figura 1)

* Preparado para el *X Workshop in International Economics and Finance*, organizado por la Universidad Torcuato di Tella, 16-18 de marzo de 2008, Buenos Aires. Agradezco a Kevin Cowan, Pablo García y Andrea Tokman por valiosos comentarios y discusiones.

¹ Hay quienes sostienen que las mejoras son solo el resultado de los mejores términos de intercambio (Izquierdo et al., 2008), mientras otros (Caballero y Cowan, 2007; Österholm y Zettlemeier, 2007) muestran mejoramientos más allá de los precios de las exportaciones.

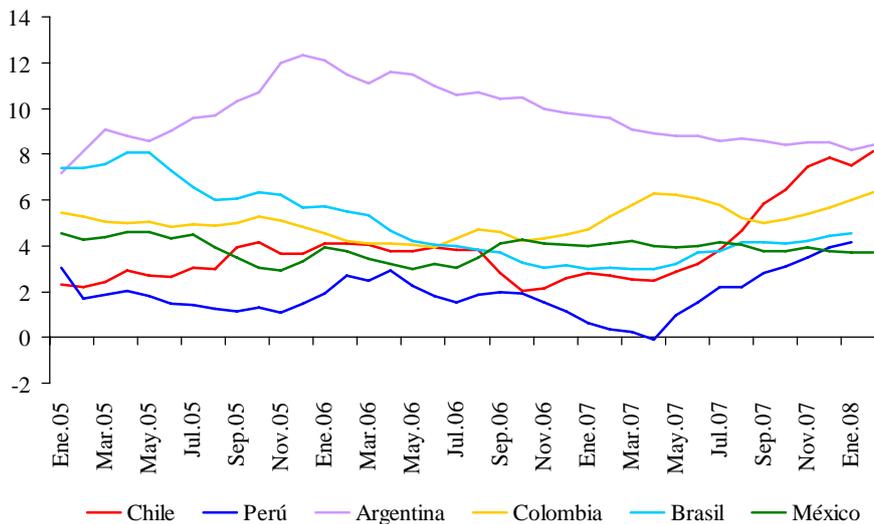
Figura 1: América Latina -Evolución Tipo de Cambio
(enero 2004=100, mensual)



Fuente: *Bloomberg*. Corresponde al tipo de cambio respecto del dólar estadounidense.

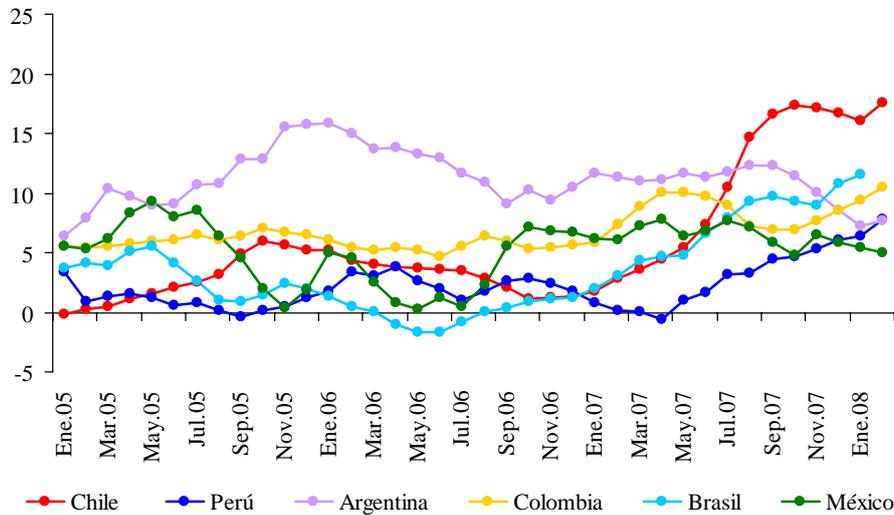
- En lo más reciente, el alza del precio de los alimentos, sumada a la fuerte alza del petróleo, ha derivado en aumentos de la inflación (Figuras 2-3). El repunte inflacionario en la región ha estado muy asociado a los precios de los alimentos.

Figura 2: América Latina - Evolución IPC
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: *Bloomberg* y bancos centrales.

**Figura 3: América Latina - Evolución IPC Alimentos
(variación anual, porcentaje)**



Fuentes: Bloomberg y bancos centrales.

- Desde que se inició la crisis hipotecaria de los mercados riesgosos o *subprime*, las bolsas de la región han sufrido retrocesos significativos. Las apreciaciones de las monedas respecto del dólar han compensado en parte las caídas cuando estas se expresan en la moneda norteamericana. A pesar de los efectos de estas turbulencias en los mercados locales, los sistemas financieros de la región se mantienen sólidos.

Es en este contexto de alta volatilidad e incertidumbre donde la política económica debe desenvolverse en el futuro cercano. Es necesario mantener un esquema de políticas que preserve la estabilidad, permitiendo a las economías pasar por estas turbulencias con el menor daño posible en el corto plazo, sin hipotecar el manejo futuro de las políticas. Algunas medidas de política podrían ayudar a navegar por las actuales turbulencias, pero ello podría limitar la capacidad para enfrentar futuras turbulencias, pues la credibilidad y calidad de las políticas actuales determinan también los márgenes de maniobra que se abren hacia el futuro.

En la actual coyuntura se ha enfatizado la necesidad de que las autoridades evalúen adecuadamente los riesgos que se enfrentan y protegerse ante ellos. Esto significa que debemos ir más allá de los “escenarios centrales” y mirar cuáles son las consecuencias de escenarios extremos. En los países industrializados, en particular en los EE.UU., la evaluación ha sido que el mayor riesgo viene por el lado del mal funcionamiento de los mercados financieros y las dificultades que se podrían producir en el sistema de pagos. En otros países, por ejemplo, estos riesgos vienen del lado de la persistencia del fenómeno inflacionario, con su consecuente daño a la efectividad de la política monetaria.

Es necesario destacar que, aunque el impacto de la actividad estadounidense sobre el resto del mundo sea más limitado, esto no significa que no existan escenarios de

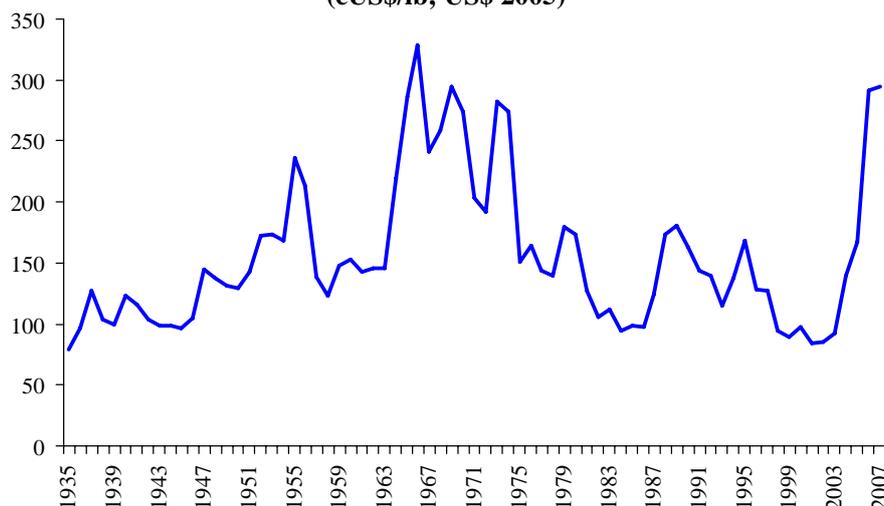
mayores dificultades globales, y esto tiene que ver con el ajuste global que debe hacer la economía mundial en la actual coyuntura. Si bien el exceso de crédito, burbuja inmobiliaria, y crisis financiera gatillada por instrumentos de alta opacidad, son solo parte del problema global, los desbalances globales (con los EE.UU. gastando mucho más que sus ingresos por años y endeudándose con el resto del mundo) son también componentes importantes del problema. La readecuación debe ser global, y parte de ella es la esperada depreciación mundial del dólar con una desaceleración de su gasto, de modo de quitar presión sobre el financiamiento global. Para que el ajuste sea equilibrado, es necesario que las monedas de las principales economías del mundo se ajusten a esta nueva realidad.

Un escenario como el actual habría provocado trastornos mucho mayores en América Latina unos años atrás. El aparentemente limitado acoplamiento de la actividad mundial observado hasta hoy día no es más que otra manifestación de la “Gran Moderación”, fenómeno a través del cual las economías serían mucho más estables en términos de actividad e inflación. Vale entonces la pena preguntarse qué está detrás de esto. Para ello, la experiencia chilena es ilustrativa, pues muestra cómo un marco de políticas apropiado permite suavizar los efectos sobre la actividad y la inflación de *shocks* globales, como han sido las inusitadas fluctuaciones del precio del cobre.

El manejo del *boom* del cobre en Chile

Tradicionalmente, los *shocks* de términos de intercambio como los vividos en la coyuntura reciente han sido asociados a períodos de crecimiento acelerado en las economías latinoamericanas. Sin embargo, el auge del precio cuprífero que ha llegado a niveles sin precedentes después de haber tenido en los años 2000-02 el trienio de menor precio del cobre desde la Gran Depresión, ha producido efectos bastante más moderados en el crecimiento del PIB Chileno que en tiempos pasados (Figura 4).

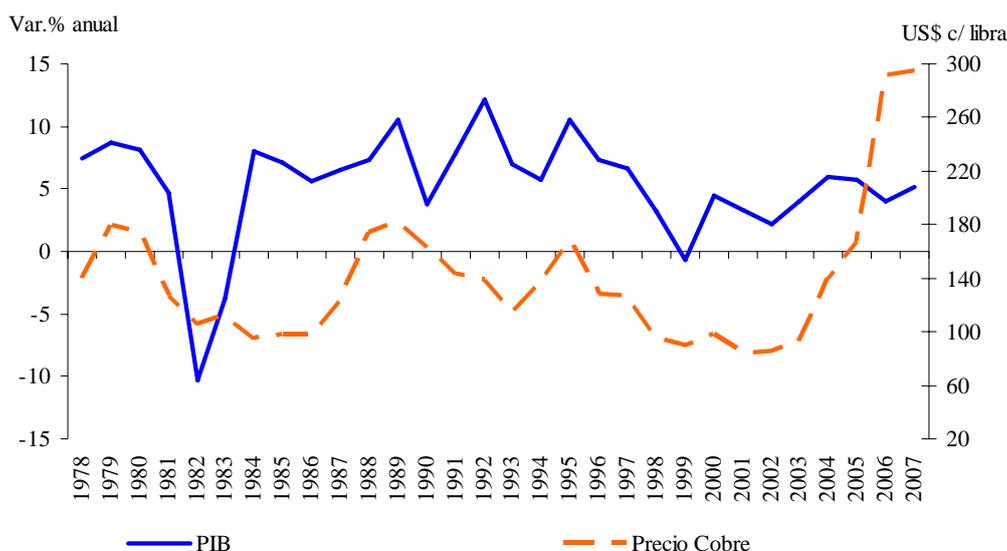
Figura 4: Precio del Cobre
(cUS\$/lb; US\$ 2005)



Fuente: Comisión Chilena del Cobre.

Con estos precios, se esperaría que la economía chilena creciera a un ritmo muy acelerado; sin embargo, no se ha visto la aceleración que ocurrió en otros ciclos del cobre² (Figura 5). Las tasas de crecimiento promedio en otros *booms* del cobre superaron sustancialmente el crecimiento más reciente: 8% en los años 1978-80, 9% en el período 1988-89, y 10% en 1995. En efecto, desde el 2005, año en que empezó el *rally* del precio del cobre, hasta el 2007, la economía chilena ha crecido a un promedio estimado en 5%. Adicionalmente, durante el peor trienio del precio de cobre desde los años treinta, el crecimiento fue bastante mayor de lo esperado, dada la severidad de la caída de precios observada, con un 3,4% de crecimiento promedio del PIB entre 2000 y 2002. Por lo tanto, no solo hay que dar cuenta del menor crecimiento durante el *boom* del cobre, sino también del mayor crecimiento (o la no recesión) durante su depresión. O, dicho de otro modo, de la moderación del ciclo económico en Chile. No cabe duda de que hay muchas razones que ayudan a explicar el crecimiento efectivo de cada año, pero esta evidencia ilustra que la economía chilena hoy día es capaz de sortear mejor los ciclos del cobre.

Figura 5: PIB - Precio Cobre



Nota: Cifra del PIB año 2007 corresponde a estimación en base al IMACEC.
Fuentes: Comisión Chilena del Cobre, Banco Central de Chile.

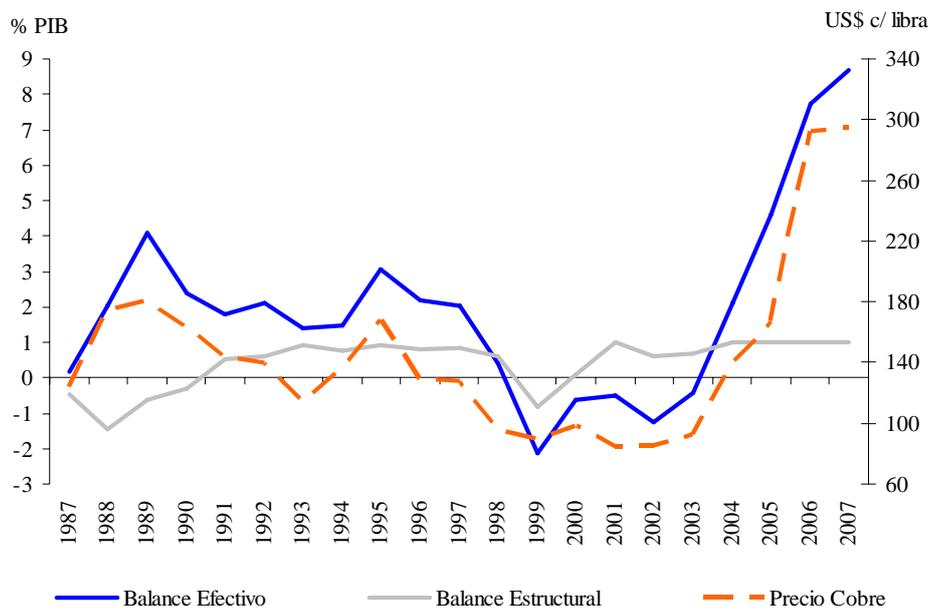
Existe una serie de factores ajenos a la política macroeconómica que ayudan a explicar el desempeño de la economía chilena durante esta década. Entre estos, y en la actual coyuntura de crecimiento pausado, se debe considerar el severo problema energético causado por el alza del precio del petróleo así como por las interrupciones de los envíos de gas desde Argentina. En lo más reciente, el *shock* de precios de alimentos también ha representado una fuente adicional de dificultades para el crecimiento de la

² Este tema se discute con más detalle en De Gregorio (2006).

actividad, tanto por su efecto directo sobre el ingreso de los hogares, como por la reacción de política monetaria tendiente a evitar que las alzas de precios se propaguen más allá de lo deseable para la estabilidad de mediano y largo plazo. No obstante, la conducta de las políticas monetaria y fiscal ha sido determinante para la estabilidad de la economía chilena frente a las inusitadas fluctuaciones del precio del cobre, mostrando una suerte de desacople con respecto a la evolución del precio mundial del cobre.

En cuanto a la política fiscal, en América Latina los ciclos de precios de *commodities* han estado históricamente asociados a políticas pro-cíclicas, aunque en la coyuntura actual el comportamiento de las finanzas públicas ha sido de mayor prudencia que en el pasado. En Chile, en tanto, la disciplina fiscal se impuso bastante más temprano y ha generado superávits durante casi todo el período después de mediados de los 80, con excepción de la recesión de fines de los 90, contribuyendo a la estabilidad del ciclo económico (Figura 6). Esto es particularmente importante hoy, donde el componente no permanente del incremento del precio del cobre se está ahorrando para dar cumplimiento a la política de mantener un superávit estructural (basado en las estimaciones de un comité de expertos independientes del valor de largo plazo del precio del cobre) de 0,5% del PIB³.

Figura 6: Balance Fiscal - Precio Cobre



Fuentes: Comisión Chilena del Cobre, Ministerio de Hacienda.

³ La regla que rigió desde el año 2000 era de un superávit estructural de 1% del PIB, pero se rebajó a 0,5% a partir del año 2008.

Otro importante elemento estabilizador en el funcionamiento de la actual regla fiscal ha sido la gestión financiera de los recursos. Se crearon dos fondos de inversión⁴, que son invertidos fuera de Chile para evitar las presiones cambiarias que su liquidación en pesos pudiera generar.

Con todo, se puede afirmar que la política fiscal ha contribuido a la estabilidad del ciclo; incluso durante la mayor parte de los 90 tuvo un superávit estructural bastante estable en torno al 1% del PIB, que no da cuenta del mayor efecto estabilizador que observamos en el período más reciente, en especial respecto del precio del cobre⁵. Es decir, la tradicionalmente excesiva respuesta ante el ciclo del cobre no se puede atribuir a la sensibilidad del gasto de gobierno, sino más bien a la del sector privado y por ende a elementos o políticas que la exacerbaban. Más allá de explicaciones puntuales basadas en expectativas eufóricas o muy pesimistas alimentadas, por ejemplo, por burbujas de precios de activos, hay explicaciones más estructurales que tienen que ver con elementos de la actual política monetaria y cambiaria que han contribuido a ciclos económicos más suaves.

El esquema de metas de inflación con tipo de cambio flexible con el cual opera el BCCCh desde principios de esta década, ha sido crucial en esta mayor moderación de ciclos observada. El esquema permite conducir la política monetaria en función de las perspectivas inflacionarias, ajustando su tasa de política en forma contracíclica. En particular, *shocks* positivos de demanda, que puedan provenir del mejoramiento de las condiciones externas, son acompañados por aumentos de la tasa de política monetaria para evitar un desanclaje de la inflación, produciendo un efecto estabilizador en la economía, suavizando expansiones insostenibles y muy costosas de revertir. Adicionalmente, la flexibilidad del tipo de cambio constituye un elemento estabilizador adicional a través de ajustes en precios relativos que atenúan el movimiento de tasas necesario para hacer el ajuste. Es decir, cuando las condiciones externas mejoran, el tipo de cambio se aprecia, lo que quita presión sobre la demanda agregada, la actividad y la inflación, reduciendo la necesidad de efectuar movimientos bruscos en la tasa de interés. En otras palabras, el canal de transmisión de la política monetaria mejora.

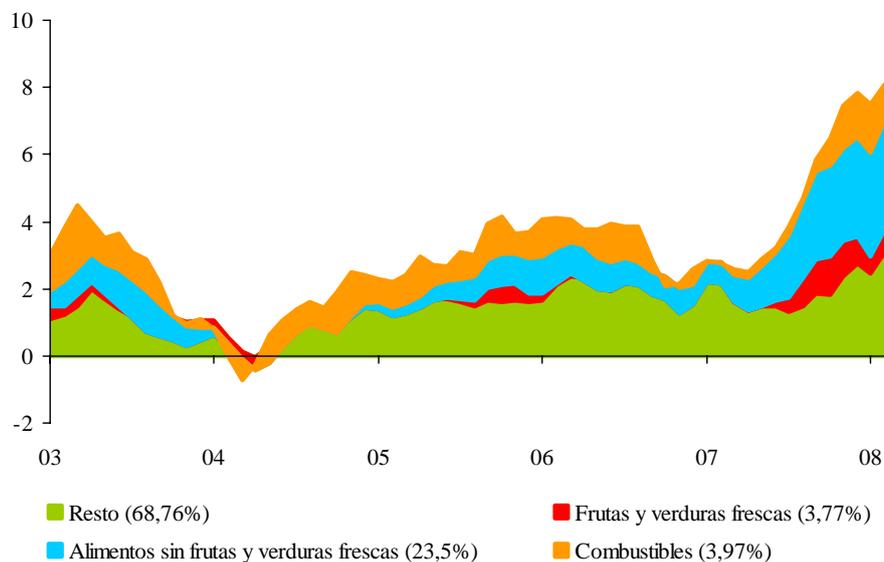
En consecuencia, el marco de políticas macroeconómicas actualmente vigente ha jugado un papel de primer orden en cuanto a evitar que la economía caiga en recesión cuando los términos de intercambio empeoran, o tenga una bonanza insostenible cuando mejoran. Naturalmente, esta es solo una parte de la historia más completa, y que aquí no discutiré, de las condiciones necesarias para fomentar el crecimiento de largo plazo. Las políticas macroeconómicas contribuyen, y de manera importante, proveyendo un marco de estabilidad.

⁴ El fondo de estabilización económica y social y el fondo de reserva de pensiones, que en la actualidad representan un 11% del PIB (a octubre 2007).

⁵ Esto supone que el comportamiento *ex post* es igualmente estabilizador que el compromiso previo que después se valida *ex post*. Es al menos un punto a favor de la actual regla comparada con la discrecional austeridad de los noventa.

En la coyuntura actual, la economía chilena, después de años de inflación relativamente estable, sufrió de un inusitado aumento de la inflación durante la segunda mitad del 2007, el que se espera se deshaga gradualmente en el curso de los próximos trimestres, en coherencia con la meta de inflación de 3% con un rango de tolerancia de más-menos un punto porcentual, y que se implementa sobre la base de que la proyección de inflación converja a un 3% en un horizonte en torno a 24 meses. Sin embargo, y en el contexto de la discusión que aquí se presenta, esto no está relacionado con la evolución del precio del cobre, sino más bien con el severo *shock* de precios de alimentos y combustibles ocurrido el año pasado (Figura 7).

**Figura 7: Incidencia en la Inflación Anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)**



(*) Entre paréntesis, ponderación en el IPC

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Desafíos para la política monetaria en el actual escenario internacional

El actual escenario internacional es tremendamente incierto, lo que no solo tiene implicancias sobre la volatilidad de los precios de los activos, sino que también genera riesgos en materia de actividad e inflación. Aún persiste la incertidumbre sobre la profundidad de la desaceleración de los EE.UU. y la evolución de la inflación, con su consecuente impacto en los precios de materias primas y las tasas de interés. Tampoco se conoce el desenlace de la crisis financiera ni las repercusiones que ella pueda tener sobre las economías emergentes. Recientes acciones de política y declaraciones oficiales en los EE.UU. indican que todavía enfrentamos altos riesgos en los mercados financieros.

Aun cuando las economías emergentes están mejor preparadas para resistir este ambiente internacional más volátil y ciertamente más adverso, el escenario actual requiere de cautela y un monitoreo riguroso de las repercusiones que los sucesos externos puedan tener sobre las economías locales. En particular, no se puede descartar una profundización de la desaceleración en los EE.UU. y otros países desarrollados que pueda generar un riesgoso escenario de desaceleración mundial pronunciada. Más aún, en un escenario de esta naturaleza, la caída de los precios de los *commodities* podría dificultar la posición de las finanzas públicas en algunos países, aunque también aliviaría las presiones inflacionarias y cambiarias. El efecto neto sobre la inflación es incierto.

Respecto del deterioro del entorno internacional, en Chile ya fuimos testigos durante el año pasado del fuerte aumento del precio de los granos y sus consecuencias inflacionarias sobre los alimentos, al que se le agregaron condiciones climáticas adversas. Aunque el traspaso de precios internacionales a precios locales fue sin demora y severo, aún se siguen observando nuevos aumentos. En este contexto, es importante mantener inalterado el compromiso con la estabilidad de precios, de modo de evitar la propagación indeseada de los *shocks* internacionales en la dinámica interna de la inflación y el desanclaje de las expectativas. Ceder en este terreno solo haría más costoso devolver la inflación a su meta en el futuro.

La experiencia reciente del término de la burbuja inmobiliaria en los EE.UU. levanta una serie de preguntas claves, y sin fácil respuesta. En primer lugar, si es posible detectar una burbuja antes de que esta reviente. Segundo, si hay instrumentos de política disponibles para reventarla. Y, tercero, la conveniencia de anticiparse y reventar la burbuja en vez de simplemente esperar a que sus efectos inflacionarios motiven un alza de tasas.

En el caso de algunas las economías emergentes no se puede descartar que se está generando una sobreacción en el tipo de cambio ya sea por un aumento en apetito de los inversionistas por activos locales, o por burbujas en los precios de dichos activos. Un caso concreto de este cambio de apetito, ha sido la creciente demanda por activos indexados, que permiten cobertura inflacionaria, en un periodo de creciente incertidumbre sobre la evolución de la inflación. Es así como hemos visto como las compensaciones inflacionarias a plazos muy largos, en una diversidad de economías, han presentado aumentos muy por sobre las metas de inflación respectivas que difícilmente se pueden justificar con una pérdida de credibilidad generalizada en la capacidad de los bancos centrales por cautelar la estabilidad de precios.

Estas potenciales sobreacciones cambiarias generan desafíos adicionales para el manejo macroeconómico. En economías grandes, un aumento excesivo del precio de los activos es, a la larga, inflacionario. En el caso de economías pequeñas y abiertas, estos fenómenos de apreciación cambiaria son deflacionarios. Luego, por motivos exclusivamente inflacionarios puede resultar contraproducente contrarrestar la apreciación cambiaria con alzas de tasas de interés. Pero por otro, estas sobreacciones cambiarias generan distorsiones transitorias en un precio clave de la economía, con potenciales consecuencias negativas en la estabilidad macroeconómica y financiera de la

economía. En este contexto, la política monetaria debe ejercer un manejo adecuado de los riesgos y cautelando simultáneamente la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Ambas no deberían representar objetivos contrapuestos, pero la dosis y el *timing* de las decisiones de política pueden verse afectadas.

Velar por la estabilidad financiera es uno de los objetivos del Banco Central de Chile, y en la coyuntura actual es necesario examinar los riesgos de escenarios extremos. Esto lo hacemos en nuestro *Informe de Estabilidad Financiera*, donde una parte central la constituyen los ejercicios de tensión. En el Informe presentado en diciembre pasado concluimos que: “el actual esquema de políticas macroeconómicas, la situación patrimonial de la banca, así como los niveles de solvencia y liquidez externa que presenta la economía chilena, deberían contribuir significativamente a facilitar un eventual ajuste a condiciones financieras globales más restrictivas. Un mayor deterioro en las condiciones externas podría tener un impacto relevante sobre la economía. Sin embargo, el análisis contenido en este Informe sugiere que el sistema financiero chileno estaría preparado para enfrentar un entorno externo más restrictivo, sin convertirse en una fuente adicional de riesgo o volatilidad” (Banco Central de Chile, 2007). Con todo, es necesario seguir monitoreando la estabilidad del sistema financiero, en particular, evaluando las implicancias que puedan tener nuevos ajustes en los precios de los activos.

El actual escenario internacional y sus consecuencias internas son particularmente complejos para el manejo de las políticas macroeconómicas, tanto la fiscal como la monetaria. La contribución de ambas a la estabilidad de precios y a permitir un ambiente que minimice el impacto de las turbulencias externas, sin incurrir en distorsiones que puedan afectar la efectividad de las políticas en el largo plazo, reviste particular importancia. Es en los períodos de turbulencia donde se prueba la solidez de las políticas e instituciones.

En Chile, desde hace algún tiempo se ha venido subiendo la tasa de interés de política monetaria para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación. Pero las condiciones han cambiado. La apreciación del tipo de cambio y la decisión del ejecutivo de enviar un proyecto de ley para rebajar el impuesto a los combustibles contribuyen a asegurar la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte de política. Por otra parte, los últimos registros de actividad muestran cierta moderación. Todo ello reduce la presión sobre la política monetaria. Es así como el tipo de cambio debe ser tomado en cuenta al analizar el panorama inflacionario y la conducta de la política monetaria coherente con su meta. Ese es uno de los mecanismos de estabilización que provee un tipo de cambio flexible. No obstante, la acelerada apreciación del peso es preocupante en la medida que pueda estar sobrereaccionando en relación a sus determinantes fundamentales que al corregirse podría generar cuantiosas pérdidas a quienes han tomado posiciones especulativas.

Por otra parte, también se han observado noticias al alza en el ámbito inflacionario, provenientes principalmente de los alimentos, por sus aumentos a nivel internacional y por el impacto de la sequía sobre el precio de los bienes perecibles, así como potenciales efectos de segunda vuelta que podrían reducir la velocidad de

convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. El Consejo del Banco Central de Chile evaluará con cuidado todos estos desarrollos así como los potenciales riesgos, en un escenario de alta incertidumbre, de manera de conducir la política monetaria de manera coherente con su objetivo inflacionario.

Referencias

Banco Central de Chile (2007), *Informe de Estabilidad Financiera*, segundo semestre.

Caballero, R. y K. Cowan (2007), “Financial Integration Without the Volatility,” mimeo, Central Bank of Chile and MIT, Mayo.

Calvo, G.A. (2005), “Contagion in Emerging Markets: When Wall Street is the Carrier,” en G. Calvo, *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?*, Cambridge, MA: MIT Press.

De Gregorio, J. (2006), “Bonanza del Cobre: Impacto Macroeconómico y Desafíos de Política”, *Estudios Públicos*, N° 103, pp. 17-42, invierno.

Izquierdo, A., R. Romero y E. Talvi (2008), “Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors,” Research Department Working Paper 631, IADB.

Österholm, P. y J. Zettlemeyer (2007), “The Effects of External Conditions on Growth in Latin America,” IMF Working Paper, WP/07/196.