

## LA ECONOMÍA CHILENA EN LA COYUNTURA ACTUAL

José De Gregorio\*  
Presidente  
Banco Central de Chile  
Junio 2009

Quisiera comenzar por agradecer la invitación para exponer sobre la coyuntura y las perspectivas de la economía chilena. La crisis por la que atraviesa la economía mundial plantea grandes desafíos y los efectos que su desarrollo está teniendo sobre nuestro país refuerzan la importancia de mantener el contacto con la comunidad empresarial para explicar nuestra visión y también recoger sus impresiones.

Cuando presentamos nuestro Informe de Política Monetaria (IPoM) en mayo pasado, dimos cuenta de la difícil situación que enfrenta la economía mundial, que verá caer el nivel de su producto por primera vez en seis décadas. Esta crisis, además, se ha caracterizado por una significativa sincronía entre países, sin distinguir cuáles eran las fortalezas o debilidades de cada uno (gráfico 1). Como lo habíamos reiterado en numerosas oportunidades antes, durante y después de los momentos de mayor tensión en los mercados financieros externos, Chile no era ni podía resultar inmune a los efectos de esta crisis. De hecho, el panorama macroeconómico cambió de forma radical y las políticas fiscal y monetaria, reaccionaron acordes con ese desafío, agregando un impulso inédito tanto por su magnitud como por la velocidad con que fue implementado. En el caso del Banco Central, hemos reducido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 750 puntos base entre enero y junio, llevándola a 0,75% anual, su menor registro histórico.

En las semanas más recientes, las noticias provenientes del exterior han dejado de ser en su mayoría negativas. Las proyecciones de crecimiento mundial, de diversos agentes, se han estabilizado, e incluso algunas se han elevado marginalmente (tabla 1). Lo anterior, en todo caso, no es suficiente todavía como para dar lugar un mayor impulso externo relevante para Chile, pues el crecimiento mundial se mantendrá bajo.

Los precios de las materias primas han mostrado incrementos importantes en las últimas semanas. Tanto el precio del cobre como el del petróleo han subido más de 50% desde el cierre del 2008. En el caso del cobre, ello tiene un correlato con una mayor demanda, en especial de China. En el caso del petróleo, su aumento comenzó a sentirse en los precios internos, lo que ha sido amortiguado en parte por la reciente apreciación del peso.

Poco a poco se han ido enmendando las dislocaciones en los mercados financieros internacionales. Los mercados interbancarios, que hace algunos meses enfrentaron serios problemas de liquidez, han seguido normalizándose ante las medidas de provisión de liquidez de las autoridades y la recuperación paulatina de las expectativas. Por otra parte, las instituciones que lo requerían han podido levantar capital de acuerdo con sus necesidades, e incluso el Tesoro de Estados Unidos ha autorizado a algunos de los

---

\* Presentado en la reunión del Comité Ejecutivo de la Confederación de la Producción y del Comercio, 30 de junio.

bancos que utilizaron el TARP a recomprar las acciones preferenciales que emitieron cuando recibieron apoyo del gobierno.

Un factor fundamental detrás de este conjunto de antecedentes que apuntan a una estabilización es, sin duda, la magnitud de las medidas de estímulo fiscal y monetario que se han tomado en gran parte del mundo tanto desarrollado como emergente. Este elemento marca una diferencia significativa de esta crisis con la Gran Depresión. Aunque se ha destacado que la magnitud de la debacle financiera que vivimos recientemente es similar a la que dio origen a la Gran Depresión, las lecciones aprendidas de aquella han permitido tener respuestas de política mucho más rápidas, efectivas y pragmáticas.

En aquel entonces, las autoridades fiscales intentaron mantener presupuestos balanceados, incluso cuando ya se había desatado la depresión económica, en 1937, profundizando así la contracción de la demanda agregada. En el caso de la política monetaria, la temprana reducción del estímulo monetario en 1936 contribuyó decisivamente a la recesión de 1937-38. La política monetaria actual ha cumplido su rol en la provisión de liquidez y en generar un estímulo expansivo. La mucha mayor flexibilidad que hoy tienen las políticas monetaria y fiscal ha evitado asimismo que se incurra en medidas proteccionistas y distorsionadoras, las que prolongaron excesivamente la crisis de los treinta, amplificando sus costos y afectando profundamente el desarrollo económico posterior en diversos lugares del mundo, incluido nuestro país.

En todo caso, es probable que el retorno a niveles de demanda interna similares a los que prevalecían previo a la crisis tome un tiempo importante, especialmente en Estados Unidos. La activa política fiscal ha ocupado el espacio dejado por el menor gasto privado. Sin embargo ello no es sostenible por mucho tiempo. La resolución natural y sustentable es un aumento de las exportaciones netas de Estados Unidos y, en menor medida, en Europa. Cómo se dará ese aumento es una de las grandes interrogantes pendientes, pues tampoco es claro cuáles serán las economías que, como contrapartida, deberán reducir sus propias exportaciones netas de forma de generar el espacio necesario a nivel global para este ajuste. Ello, además, puede requerir ajustes cambiarios mayores entre las principales zonas económicas.

Más allá de este último punto, en la actualidad, los esquemas de flotación cambiaria han jugado su rol estabilizador, dando todos los grados de libertad necesarios a las políticas monetarias y de provisión de liquidez para enfrentar el ciclo y la inestabilidad financiera. Este aspecto brilló por su ausencia en la década de los treinta, cuando los principales bancos centrales lucharon de forma denodada, pero en último término infructuosa, por defender el patrón oro, amplificando de modo severo las tensiones en los sistemas bancarios. Buena parte de las economías emergentes ha sabido aplicar las lecciones aprendidas en crisis financieras pasadas, lo que les ha ayudado a tener una mayor resiliencia financiera y un menor impacto en su crecimiento que las economías desarrolladas.

Una característica del comportamiento de los mercados financieros mundiales en los últimos meses ha sido el aumento de las tasas de interés de largo plazo de los instrumentos públicos. Estos movimientos se pueden asociar a un entorno de menor riesgo y perspectivas de mayores emisiones de deuda fiscal, y a que, por primera vez

desde hace varios meses, ha comenzado a discutirse la pertinencia de una eventual política monetaria menos expansiva, dados los riesgos inflacionarios de mediano plazo. En los mercados financieros locales, las tasas de interés de los documentos de largo plazo del Banco Central también se ubican hoy, aunque con vaivenes, en niveles más elevados que los vigentes cuando se publicó el IPoM de mayo. El empinamiento de la curva de rendimiento coincide con lo sucedido en los mercados internacionales, y puede estar reflejando el mayor apetito por riesgo observado en los mercados. También es posible que respondan a factores más idiosincrásicos, en especial por el importante impulso que tomó el mercado de bonos local durante este año.

El traspaso de las rebajas a la TPM hacia las tasas de colocación en los últimos meses ha sido evidente. Si bien los datos más recientes sugieren que este podría haberse moderado, el traspaso debería continuar, en particular en la medida que la incertidumbre del escenario macroeconómico se vaya despejando. La tasa de crecimiento anual del volumen de crédito se ha moderado, en un contexto en que las condiciones de otorgamiento de créditos son aún restrictivas y existe una menor demanda por crédito por la mayor cautela de los agentes económicos.

Además, los antecedentes coyunturales conocidos desde la publicación del IPoM hasta ahora apuntan a perspectivas inflacionarias de corto plazo más moderadas. Las últimas cifras de actividad que hemos conocido han sido más negativas de lo que preveíamos en mayo. Aunque esto no altera por ahora las perspectivas de que en el segundo semestre deberíamos observar un repunte de la actividad y la demanda, sí plantea un escenario de holguras de capacidad mayores que las estimadas y, por ende, menores presiones inflacionarias. El mercado laboral también sigue reflejando el deterioro de las condiciones macroeconómicas, con un desempleo que ha seguido aumentando, aunque con una moderación marginal de la caída de la ocupación.

El registro de inflación de mayo fue sorpresivamente negativo, en especial en sus componentes subyacentes. El incremento anual del IPC, luego de muchos meses, volvió a ubicarse en el rango de tolerancia de la meta de inflación (gráfico 2), pero se espera que continúe cayendo e incluso alcance valores negativos en la última parte del año. Las expectativas de inflación que se extraen de distintas encuestas también han dado cuenta de reducciones en los últimos meses.

En las últimas semanas han estado muy presentes en la discusión pública los movimientos cambiarios. El tipo de cambio real es, sin lugar a dudas, una variable clave en la asignación de recursos y en el equilibrio entre ahorro e inversión. A diferencia de coyunturas de décadas pasadas, en particular las de mediados de los ochenta, la economía chilena ha enfrentado la compleja situación financiera internacional actual desde una situación mucho más sólida. El súbito colapso financiero global de fines del año pasado no nos encontró con grandes déficits en cuenta corriente o fiscales, o con niveles elevados de deuda externa, que requirieran de un severo ajuste fiscal, acompañado de depreciación real importante, de modo de encuadrar la economía en una senda sostenible de mediano plazo. Por el contrario, la significativa contracción de la demanda interna, en particular en el consumo de bienes durables importados y en los inventarios, deshizo espontánea y rápidamente el incipiente déficit externo del segundo semestre del 2008 y las tasas de interés en Chile se redujeron. La economía chilena ha continuado mostrando una posición externa neta muy solvente.

Como lo hemos señalado en ocasiones anteriores, movimientos persistentes del tipo de cambio pueden tener consecuencias inflacionarias que es preciso considerar al momento de decidir el impulso monetario. De todos modos, nuestro esquema de flotación cambiaria admite la intervención en casos excepcionales, cuando se detecte que se está produciendo una sobre-reacción cambiaria y que ella esté dando señales equívocas en los mercados financieros. Adicionalmente, aunque no es evidente que el nivel del tipo de cambio real actual esté desalineado de sus fundamentos de largo plazo, el panorama inflacionario actual puede acomodar una depreciación nominal que no comprometa nuestro objetivo de estabilidad de precios. En efecto, las presiones inflacionarias importadas inciden en la inflación de mediano plazo, por lo que, de persistir la apreciación reciente del peso, sin duda se moderarían las perspectivas de inflación, lo que, tal como acabo de indicar, tiene implicancias sobre la conducción de la política monetaria.

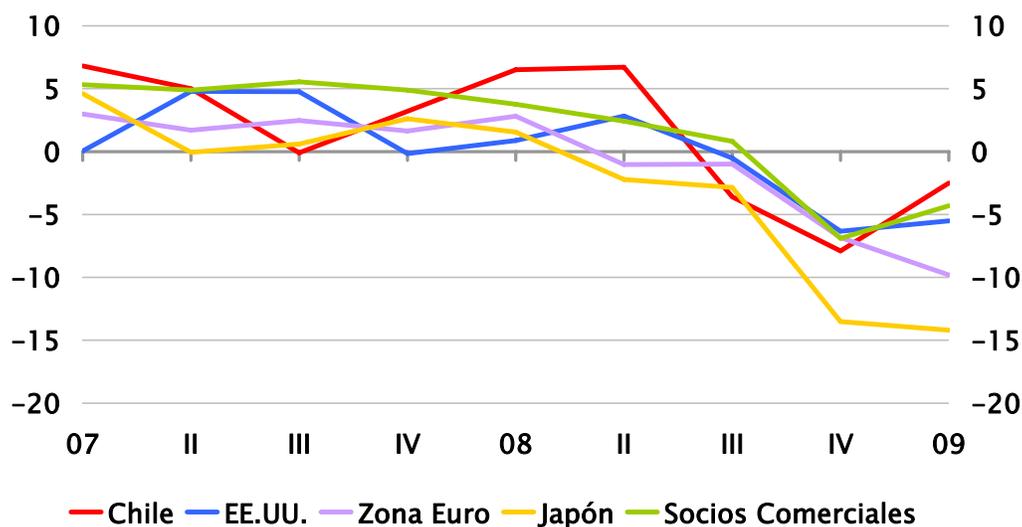
Desde el punto de vista del financiamiento público, no es obvio que lo anterior hubiese podido ser evitado con una combinación distinta de fuentes de financiamiento para el necesario impulso fiscal. Ello porque el nivel y la estructura de las tasas de interés también son relevantes a la hora de afectar las holguras y la inflación en el mediano plazo.

En suma, los cambios en el escenario macroeconómico que hemos visto desde mayo llevan a pensar que, sí algo, las presiones inflacionarias son menores a las previstas, por lo que ha aumentado el riesgo de que la inflación se mantenga por debajo de la meta de 3 por ciento por un lapso mayor al que tenemos contemplado. En este contexto, podría ser necesario aumentar el impulso monetario. Aunque desde el punto de vista de la TPM existe un margen de maniobra acotado, dado el reducido nivel actual, no se puede descartar una reducción adicional. Además, debemos recordar que las expectativas sobre el curso de la política monetaria inciden en la estructura de tasas de interés de mercado y en el tipo de cambio. Tanto en el IPoM de mayo como en la reunión mensual de política monetaria de junio, el Consejo fue claro en señalar que estimaba que, en el escenario más probable, sería necesario mantener el estímulo monetario por un tiempo más prolongado que el implícito en los precios de activos financieros. Los antecedentes coyunturales siguen validando este diagnóstico (gráfico 3).

El escenario macroeconómico al que nos enfrentamos sigue siendo complejo. A pesar de que, en el margen, el deterioro parece estar deteniéndose, no debemos perder de vista que la magnitud de la crisis internacional tiene escasos puntos de comparación en la historia económica moderna. Tal como lo mencioné en un comienzo, y como lo hemos repetido incansablemente, Chile no era ni podía ser inmune a los acontecimientos externos. Fuimos golpeados y fuerte. Las consecuencias las estamos observando en la caída que muestran la actividad y la demanda interna, el deterioro del mercado laboral y la reducción de las presiones inflacionarias. Más importante, sin embargo, es que la coyuntura económica que enfrentamos ha merecido una acción decidida por parte de las autoridades económicas. Así lo hemos hecho en el Banco Central y así lo seguiremos haciendo, más allá del hecho que nuestro instrumento habitual de política monetaria, la TPM, esté próxima a su nivel mínimo.

Muchas gracias.

Gráfico 1  
**Crecimiento en el mundo**  
 (variación trimestre a trimestre anualizada, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a muestra de bancos de inversión, Consensus Forecast, Bloomberg y FMI.

Tabla 1  
**Crecimiento mundial (\*)**  
 (variación anual, porcentaje)

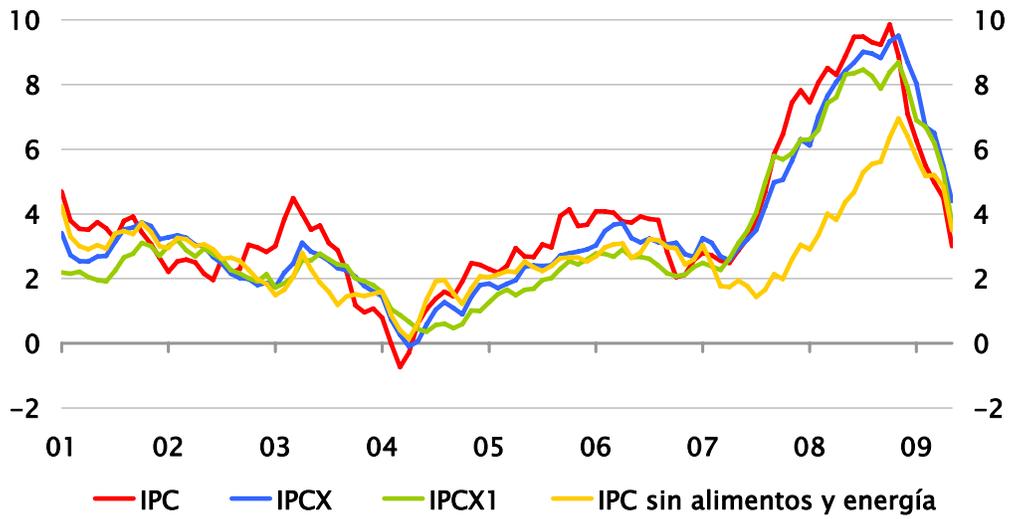
	Prom. 90-99	Prom. 00-05	2006	2007	2008 (e)	2009 (f)		2010 (f)	
						IPoM May.09	RPM Jun.	IPoM May.09	RPM Jun.
Mundial	2,9	3,8	5,1	5,2	3,2	-1,2 ▲	-1,1	2,1 ▲	2,3
Mundial a TC de mcdo.	2,4	2,9	3,9	3,8	2,2	-2,3 ▲	-2,2	1,4 ▲	1,6
Estados Unidos	3,1	2,5	2,8	2,0	1,1	-3,0 ▲	-2,7	0,5 ▲	0,6
Zona Euro	2,2	1,9	2,9	2,7	0,9	-3,5 ▼	-4,1	0,4 =	0,4
Japón	1,5	1,6	2,0	2,4	-0,6	-7,2 ▲	-6,8	0,9 =	0,9
China	10,0	9,4	11,6	13,0	9,0	6,5 ▲	7,3	7,5 ▲	7,8
Resto Asia	5,5	4,8	5,5	5,9	3,0	-1,9 ▲	-1,8	1,4 ▲	2,1
América Latina	2,7	3,0	5,6	5,7	4,2	-2,0 ▼	-2,6	1,5 ▲	1,9
Exp. prod. básicos	2,7	3,1	3,0	3,2	1,0	-1,7 =	-1,7	0,9 ▲	1,3
Socios comerciales	3,0	3,1	4,6	5,0	3,0	-1,5 ▲	-1,4	2,0 ▲	2,3

(\*) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2009).

(e) Estimación; (f) Proyección.

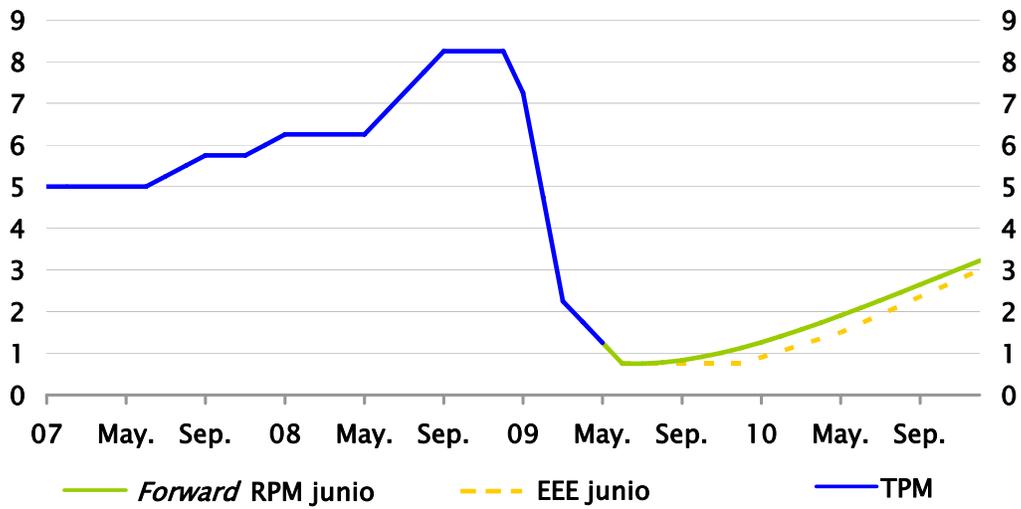
Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts y FMI.

Gráfico 2  
**IPC y otras medidas de inflación**  
 (variación anual, porcentaje)



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

Gráfico 3  
**TPM y curva Forward**  
 (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.