



ESCENARIO ECONÓMICO ACTUAL Y PERSPECTIVAS

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Noviembre 2011

* Presentado en reunión con la Confederación de la Producción y del Comercio, 22 de noviembre.

Quisiera comenzar agradeciendo la invitación para compartir con ustedes nuestra visión sobre la coyuntura económica y sus perspectivas. El mundo atraviesa por un elevado grado de incertidumbre, algo que pensábamos superado el 2010. Por un lado, las economías desarrolladas y, en particular, la Eurozona atraviesan por una compleja situación financiera, económica y política. Las causas y consecuencias de la Gran Recesión del 2008 y 2009 aún no han sido superadas. La fragilidad financiera de hogares, empresas, bancos y gobiernos se mantiene e incluso se ha profundizado en algunos países. Por otro lado, el mundo emergente logró sortear con éxito la Gran Recesión, pero hoy navega nuevamente en aguas turbulentas. Estas economías siguen creciendo, sus niveles de desempleo se mantienen acotados, lo mismo que la inflación. Pero el pronóstico es incierto. El escenario más probable es uno en que la economía mundial seguirá en esta senda bifurcada entre desarrollados y emergentes (tabla 1). Ciertamente, tendremos ruidos que serán continuos producto del desarrollo de las noticias en Europa y en Estados Unidos, pero en el que el mundo emergente podrá navegar sin verse arrastrado a una nueva crisis de proporciones. El problema, sin embargo, es que los escenarios alternativos son extremos, y aunque de una baja probabilidad, su concreción tendría efectos muy significativos en la economía global.

Déjenme partir por lo que sucede en el mundo. La situación que viven las economías desarrolladas es la continuación de la crisis del 2008 y 2009. Los altos niveles de endeudamiento fiscal previos a la crisis, más el costo fiscal asociado a la recesión y los planes de estímulo aplicados, la frágil situación de parte de la banca privada y los altos niveles de endeudamiento de familias y empresas aún están vigentes. Los países de la Eurozona han debido enfrentarse a problemas de distinta índole. Algunos originados en la fragilidad de las hojas de balance del sector privado, como en Irlanda. Otros, en la debilidad de la hoja de balance pública, como Grecia. Y otros, con un poco de ambos (gráfico 1). Todo esto, agravado por la debilidad de la actividad, la caída en el empleo y sus implicancias sobre la capacidad de pago de los deudores, la calidad de los activos bancarios y el flujo de tributos.

Sin duda que la situación europea es muy grave. El problema ha ido escalando desde una economía pequeña como Grecia, hasta economías sistémicamente mucho más importantes como Italia o España. En los últimos días, el aumento de las primas por riesgo también está dándose, aunque aún de manera acotada, en otros países. El costo de financiamiento en Europa ha aumentado significativamente en los últimos meses y no da señales de reducirse, lo que también retroalimenta el problema al complicar aún más los cuestionamientos sobre la solvencia y sostenibilidad fiscal de algunas economías (gráfico 2).

Hemos visto una sucesión de acuerdos y medidas que han pretendido ser la solución definitiva para los problemas de la Eurozona, pero que por una razón u otra no lo han sido. Las políticas implementadas y anunciadas han ido detrás de la curva. El acuerdo de julio fue insuficiente, ahora el de octubre también pareciera incompleto, al menos en su implementación. Cuánto más tardarán en resolverse los problemas y cuánto resiste Europa sin una solución definitiva son las grandes preguntas. Hoy, la situación más probable

parece apuntar a un decantamiento lento, con acuerdos que irán tomándose a la medida del problema que se enfrente.

El problema europeo tiene dos dimensiones. Por un lado, es una gran crisis de confianza. Este tipo de eventos puede hacer que economías que tienen una situación estable se desestabilicen simplemente por un deterioro de la confianza, por ejemplo, por la incapacidad de las autoridades de tomar decisiones apropiadas. Esto da origen a los que los economistas llamamos equilibrios múltiples. La solución en este caso es tomar medidas de gran magnitud, por ejemplo garantías a toda la deuda pública europea, que permitan recuperar la confianza. Si la economía se mueve hacia un equilibrio “bueno”, el costo tanto de la solución como los efectos de la crisis es menor. El caso contrario, el costo es cada vez mayor.

No se pueden ignorar los problemas fundamentales que afectan a esta región, y que también requieren de un camino de solución claro para recuperar la confianza. Algunas economías tienen niveles de deuda pública y privada muy elevados, sistemas financieros expuestos a activos de alto riesgo. Asimismo, también son importantes las asimetrías de competitividad y crecimiento entre las economías de la región. Lo mismo, las limitaciones institucionales y políticas para enfrentar una crisis como la reciente.

Tampoco se puede descartar una solución desordenada. Esta podría partir por el *default* de algún país, la caída de algunos bancos, y la potencial salida de alguna economía del euro. Pero solo imaginar en lo que sería esta mega crisis, en gran parte anticipada, hace difícil pensar que ante dicho peligro no se adopten medidas extremas para evitarlo. Por ello, hoy es poco probable que esos riesgos extremos se concreten, pero un deterioro gradual y prolongado de Europa es altamente probable. Parece que el túnel es largo.

En Estados Unidos, a diferencia de Europa, el consenso de mercado apunta a que la economía se mantendrá creciendo a tasas bajas por un periodo prolongado. El problema, sin duda, es la falta de herramientas que permitan estimular el crecimiento. La política monetaria llegó al límite de sus instrumentos convencionales hace ya largo tiempo. Las herramientas no convencionales se han seguido expandiendo, pero su efectividad es limitada. La política fiscal no tiene espacio de maniobra. Ya fuimos testigos a mediados de año de la difícil discusión sobre la ampliación del límite de deuda. Antes de fin de año, deben establecerse acuerdos para la evolución de las medidas especiales de estímulo fiscal que aún están vigentes, así como para la magnitud y composición del ajuste fiscal de mediano plazo. Los resultados están por verse.

En el mundo emergente, las economías, en general, crecen a tasas acordes con su tendencia, la inflación está bajo control, pero enfrentan numerosos desafíos. El primero, es si serán capaces mantenerse creciendo a su potencial en un escenario en que el mundo desarrollado crezca muy lentamente. Hasta ahora, la tracción que China le impone a la economía mundial ha permitido sortear la menor demanda desde el mundo desarrollado. Pero esa tracción no es infinita y también existen dudas sobre la fortaleza del crecimiento y del

sistema financiero chino. Otras economías emergentes de tamaño relevante, como Brasil, ya muestran indicaciones más claras de una desaceleración de su actividad. Por ahora, la evolución de los precios de las materias primas parece indicar que no se avizora en lo inmediato una desaceleración marcada del crecimiento del mundo emergente.

Otro desafío importante proviene del manejo de un escenario en que las economías desarrolladas se mantengan deprimidas por largo tiempo, con economías emergentes que sigan creciendo a un ritmo razonable. En ese escenario, es probable que el mundo emergente enfrente una entrada importante de flujos de capital, con todas las implicancias que tiene para el manejo de las políticas macroeconómicas. No obstante, este escenario no es inminente y ocurrirá solo en la medida que las tensiones financieras de Europa se disipen, reduciendo así la aversión al riesgo y la búsqueda de refugio por parte de los inversionistas internacionales.

Más allá de todas las especulaciones que podemos hacer sobre qué sucederá en el mundo, sin duda que lo que al final nos interesa es qué sucederá con nuestra economía. Hasta ahora, los efectos de la situación en Europa no parecen ser demasiado determinantes en el comportamiento de la economía nacional, pero sin lugar a dudas su intensificación se empezará a sentir en todo el mundo y también en Chile.

Los datos del tercer trimestre mostraron una economía creciendo a tasas algo por debajo de 5% anual, con una velocidad de expansión trimestre a trimestre que va en descenso, lo que forma parte de la normal y sana convergencia hacia tasas de crecimiento acordes con la tendencia. En el primer semestre, vimos tasas de expansión anual muy superiores, pero en las que el impacto de compararse con los meses en que la actividad estuvo afectada por el terremoto y maremoto del 2010 tuvo mucho que ver. Resalta también de los datos del tercer trimestre la sostenida fortaleza del gasto interno. El consumo privado, especialmente el de bienes durables, y la inversión tuvieron tasas de expansión anual altas y con un dinamismo en aumento (gráfico 3).

En el ámbito inflacionario, las fluctuaciones de corto plazo han estado influidas por el comportamiento de los combustibles y de algunos alimentos, incluyendo el efecto de la depreciación del peso. Las expectativas de mercado anticipan que cerraremos el año con una inflación algo por sobre la que esperábamos en septiembre, pero dentro del rango de tolerancia de la meta de inflación. Más allá de estas fluctuaciones de corto plazo, las expectativas de inflación se han mantenido en torno a la meta en el horizonte relevante de política monetaria. En otro ámbito, los mercados monetarios y financieros han funcionado con normalidad, aunque con mayor volatilidad en el tipo de cambio y la bolsa, lo que ha sido común en todas las economías del mundo.

Una pregunta relevante es cuál es el rol de la política monetaria en esta coyuntura. Para responderla, es interesante volver un poco atrás en el tiempo. A comienzos de año, el panorama inflacionario era más complejo por el aumento en los precios internacionales de los alimentos y el petróleo, a lo que se sumaba un cierre de las holguras de capacidad más

rápido que lo previsto. Las expectativas de inflación aumentaron rápidamente y la política monetaria reaccionó con firmeza ante dicho escenario, llevando la TPM a rangos normales hacia mediados de año. Luego, la contención de las presiones inflacionarias y el agravamiento de la situación externa llevaron a realizar una pausa en los ajustes de la TPM. Finalmente, en agosto se anunció el fin del ciclo de alza de la tasa y luego, en octubre, indicamos que, de continuar los problemas de las economías avanzadas y ello tuviera consecuencias en el escenario interno, la tasa de política monetaria podría ajustarse a la baja.

La opción de mantener la TPM tiene como ventaja dar tiempo para que la situación externa decante, lo mismo que para poder evaluar la intensidad de sus efectos en la economía chilena así como la persistencia de las recientes noticias inflacionarias. Además el punto de partida es relevante, por el impulso que traía previamente la economía chilena, el cierre de la brecha de capacidad y condiciones más estrechas en el mercado laboral.

Hasta ahora, es difícil distinguir los efectos del menor impulso externo sobre la economía chilena, porque ocurren en consonancia con una gradual convergencia del crecimiento que ya preveíamos. Como lo mencioné, los datos recientes de actividad y demanda indican que la economía ha evolucionado en torno a lo proyectado en septiembre, a pesar del empeoramiento externo. A su vez, las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen en torno a la meta.

Siempre existen riesgos de equivocarse al tomar una decisión. Pero la experiencia nos ha enseñado la importancia de mantener la credibilidad de la política monetaria. Un ajuste de la política monetaria que no está bien fundamentado y no es creíble corre el riesgo de ser contraproducente en su impacto sobre la economía y las expectativas inflacionarias.

La experiencia del 2008 y 2009 es importante en este ámbito. En esa época, podríamos haber bajado la tasa un par de meses antes, pero la muy alta inflación y perspectivas económicas aún inciertas habrían restado credibilidad a esa política monetaria. En ese contexto, una baja de tasas hubiera terminado siendo más lenta y menos efectiva. Por el contrario, una vez que tuvimos la certeza de la gravedad de la situación, la TPM se redujo con una fuerza inédita: 500 puntos base en solo dos reuniones y 775 puntos base en un plazo de seis meses.

Por lo demás, como lo hemos reiterado en los últimos meses, los cambios en el impulso monetario no solo se miden por los movimientos de la TPM, la tasa de más corto plazo, sino por los cambios en toda la estructura de tasas. En este sentido, el retiro del sesgo contractivo que tenía la política monetaria hasta agosto y los cambios del escenario internacional han reducido las tasas de interés de largo plazo en Chile, lo que disminuye los costos financieros. En todo caso, su evolución más reciente está influenciada por los eventos externos y los cambios en la percepción de la política monetaria (gráfico 4).

La evaluación que el mercado realiza acerca de la economía chilena y, especialmente, de cuál será nuestro accionar futuro también ha ido ajustándose paulatinamente, algo que ha sido más marcado en las expectativas que se extraen de los precios financieros. En las semanas inmediatamente posteriores a que la situación en Europa recrudeciera, los precios de mercado y las opiniones de los analistas comenzaron a incorporar importantes e inmediatos recortes de la TPM. Hoy, la magnitud de estos cambios se ha reducido y su oportunidad se ha postergado (gráfico 5).

El escenario macroeconómico que enfrentamos es complejo. La situación de las economías avanzadas es complicada y en Europa es muy grave. Lo que hoy consideramos más probable es que seguiremos navegando en aguas turbulentas durante un tiempo prolongado, pero con una economía chilena bien preparada para enfrentarlas. En este contexto, como lo señalé, está dentro de las opciones el que se necesite de un impulso monetario mayor al actual. En todo caso, es algo que se debe seguir con atención. También existen escenarios alternativos cuya concreción acarrearía costos significativos, y en los cuales la reacción de política monetaria deberá ser mucho más significativa. Sin embargo, hoy esas situaciones tienen una menor probabilidad de concretarse. Lo importante, sin embargo, es que sea cual sea el escenario al que nos enfrentemos, la economía chilena, y la política monetaria en particular, tienen las herramientas, la flexibilidad y la disposición necesaria para reducir los costos de un entorno externo más negativo.

Tabla 1
Crecimiento mundial
 (variación anual, porcentaje)

	2011				2012				2013		
	IPoM	WEO	CF	BI	IPoM	WEO	CF	BI	IPoM	WEO	CF
	Sep.11	Sep. 11	Oct.	11/Nov	Sep.11	Sep. 11	Oct.	11/Nov	Sep.11	Sep. 11	Oct. (4)
Mundo a PPC (1)	3,9	4,0	3,8	3,8	4,0	4,0	3,8	3,7	4,5	4,5	4,3
Mundial a TC de mercado (2)	3,0	3,0	2,9	2,9	3,3	3,2	3,0	2,9	3,7	3,6	3,5
Estados Unidos	1,6	1,5	1,7	1,8	2,0	1,8	1,9	2,2	2,8	2,5	2,8
Eurozona	1,7	1,6	1,6	1,6	1,2	1,1	0,6	0,1	2,1	1,5	1,5
Japón	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	2,8	2,3	2,2	1,8	1,8	2,0	1,4
China	9,0	9,5	9,1	9,0	8,3	9,0	8,5	8,3	8,7	9,5	8,4
Resto de Asia	4,9	4,9	4,7	4,6	4,5	5,0	4,4	4,3	5,0	5,0	5,0
América Latina (excl. Chile)	4,2	4,5	4,2	4,3	3,9	3,9	3,8	3,6	4,2	4,0	4,0
Exp. de productos básicos	2,2	2,0	2,1	2,0	2,5	2,5	2,6	2,8	3,2	2,9	2,8
Socios comerciales (3)	4,2	4,4	4,2	4,2	4,3	4,5	4,2	4,0	4,6	4,8	4,4

(1) Considera supuesto de crecimiento para el resto del mundo promedio 4,4 % para 2011 - 2013.□

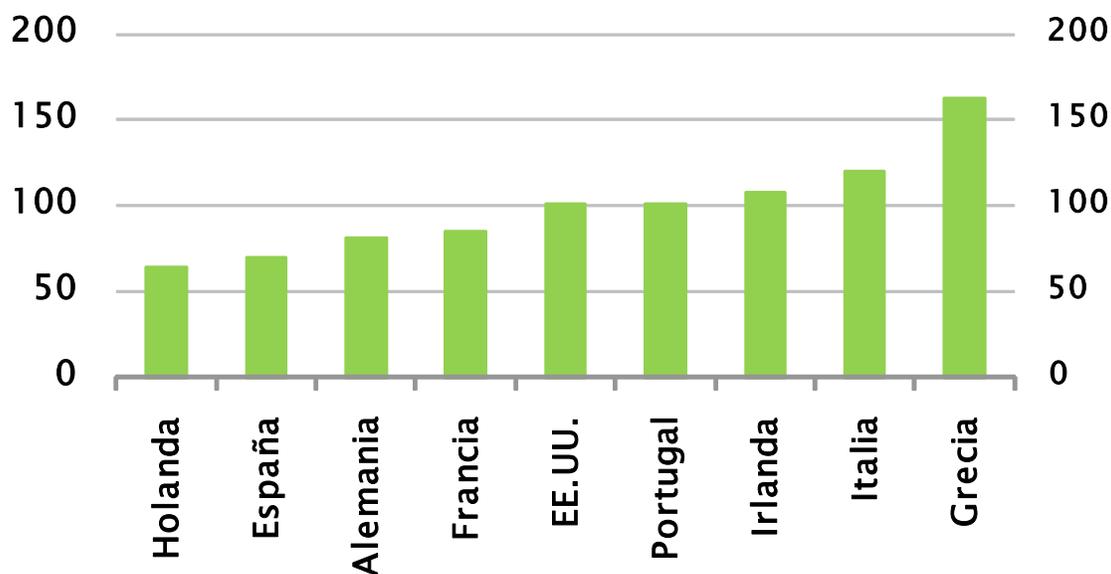
(2) Considera supuesto de crecimiento para el resto del mundo promedio 2,5% para 2011 - 2013.□

(3) En base a metodología con ponderadores en dos años móviles.□

(4) Corresponde a proyecciones de largo plazo de Consensus Forecasts.□

Fuente: BCCh en base a Consensus Forecasts, bancos de inversión y FMI.□

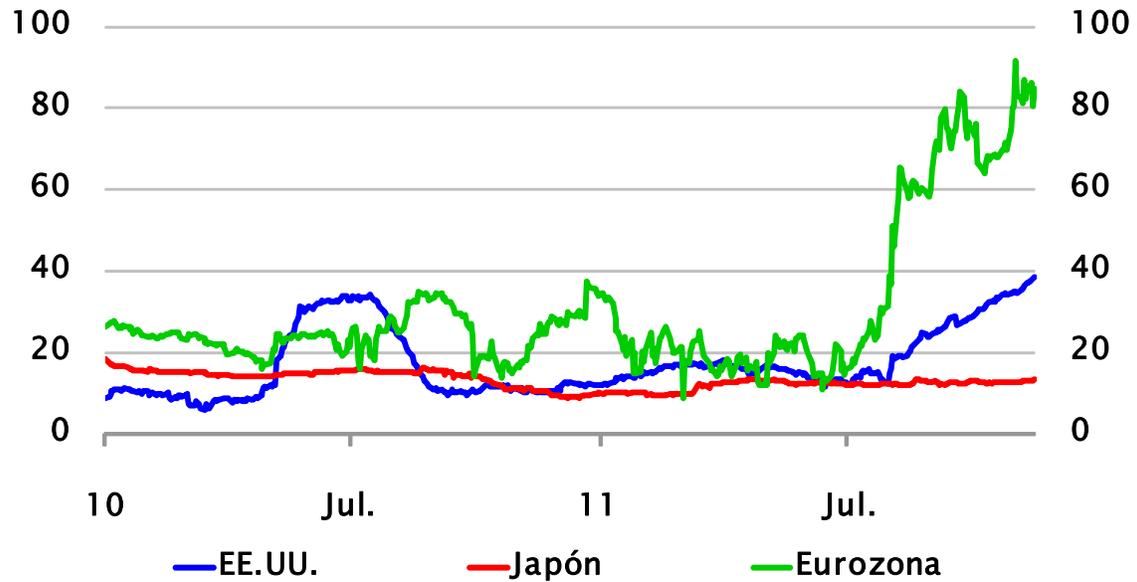
Gráfico 1
Deuda fiscal bruta 2011 (*)
 (porcentaje del PIB)



(*) Proyección con datos efectivos a octubre del 2011.

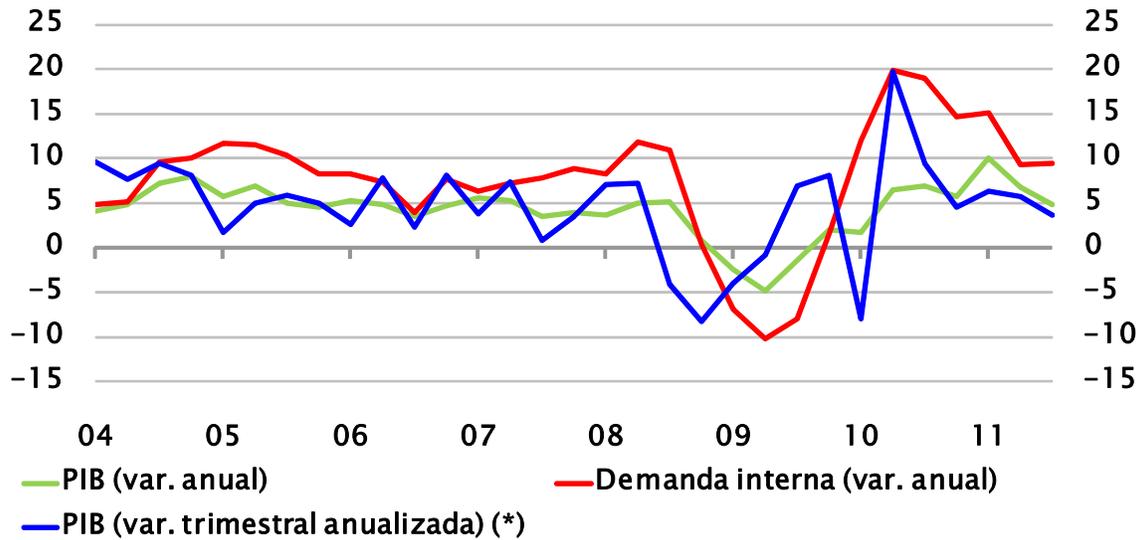
Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 2
Condiciones de liquidez (*)
 (porcentaje)



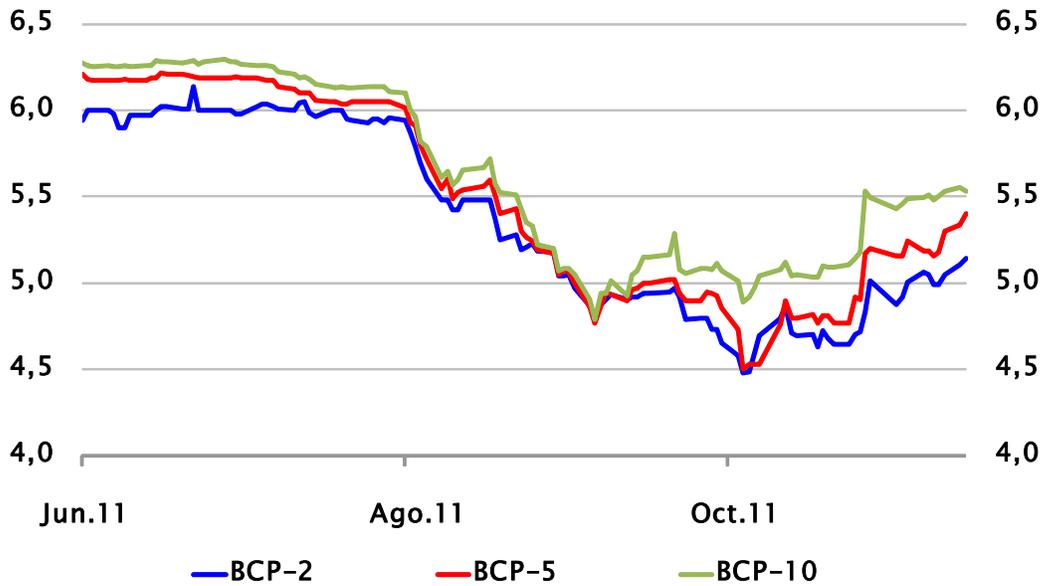
(*) Corresponde a la diferencia entre la tasa Libo y el *overnight indexed swap* (OIS), ambos a tres meses. Para la Eurozona corresponde a la diferencia entre la tasa Euribo y el OIS respectivo.
 Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3
PIB y demanda interna
 (porcentaje)



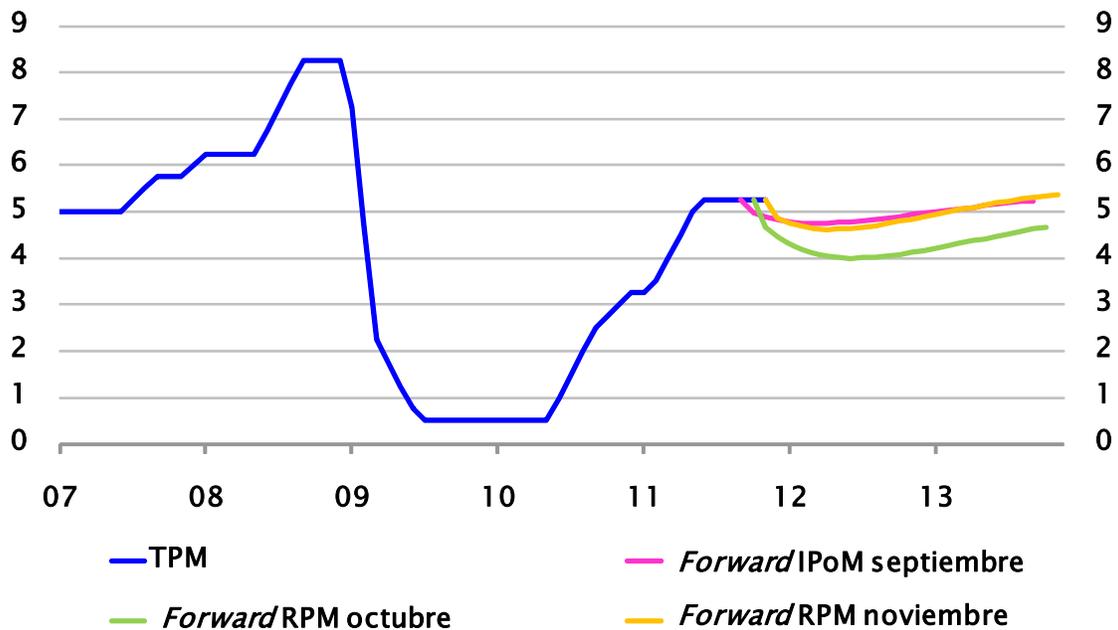
(*) Serie desestacionalizada.
 Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4
Chile: Tasas de interés nominales
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5
TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.