

## COYUNTURA ECONÓMICA

Mario Marcel C.<sup>1/</sup>  
Presidente, Banco Central de Chile  
Marzo 2017

Los últimos meses se han caracterizado por perspectivas más favorables en el escenario externo. En el mundo desarrollado, los datos coyunturales indican una actividad que está adquiriendo mayor dinamismo. Tres elementos son particularmente novedosos a este respecto: primero, que el mayor dinamismo se observa en todas las economías desarrolladas, con mejoras significativas en las perspectivas para Europa y Japón que se suman al avance que ya mostraba Estados Unidos; segundo, que la industria manufacturera y la inversión han tenido una importante recuperación, después de varios años de rezago respecto de la actividad de servicios y el consumo; y, tercero, que la inflación ha comenzado a recuperarse, aunque con distintos ritmos.

Este mayor dinamismo internacional se inició antes de la elección en Estados Unidos y se extiende más allá de este país. Por lo tanto, sus orígenes hay que buscarlos en otra parte. Una hipótesis plausible es que las políticas monetarias expansivas de varios de estos países terminaron siendo efectivas y que las expectativas de que un mayor activismo monetario ayudaría a superar la resaca de la crisis financiera están probando ser más válidas que la hipótesis alternativa de estancamiento secular de la economía mundial.

Aun así, las políticas monetarias expansivas, particularmente a través de medios no tradicionales, están dejando un legado importante en materia cambiaria. Haya sido o no su motivación original, estas han generado una competencia cambiaria entre las grandes economías cuya dinámica no es fácil de detener. Del mismo modo, la compra masiva de bonos ha influido sobre los precios de los activos financieros y ha inyectado grandes volúmenes de liquidez a los mercados. Esto ha incidido también sobre los tipos de cambio de las economías emergentes que, como producto de entradas masivas de capitales, han importado deflación durante el último año. La forma de revertir este proceso y sus efectos financieros y cambiarios es más compleja que un ajuste de política monetaria tradicional a través de la tasa de interés.

Los eventuales ajustes en la política monetaria e incluso fiscal en los países desarrollados deben empezar a incorporarse al análisis del entorno económico de los países emergentes y de Chile en particular. La Reserva Federal aumentó su tasa de interés por segunda vez en diciembre y ha dado señales de un retiro algo más rápido del estímulo monetario, sin que ello haya provocado disrupciones en los mercados financieros. Estas señales han sido vinculadas a la perspectiva de una política fiscal más activa, en momentos en que la economía estadounidense se aproxima al pleno empleo.

Cuánto impulso económico adicional pueda inyectar la política fiscal en Estados Unidos antes de presionar la capacidad productiva, los tipos de cambio o las decisiones de la Reserva Federal es

---

<sup>1/</sup> Presentado el martes 7 de marzo en la cena del Council of the Americas.

algo que merece la máxima atención. Por su parte, en la Eurozona se está intensificando la discusión sobre el término de los programas de alivio cuantitativo del Banco Central Europeo, discusión que comienza a esbozarse también en Japón.

En el mundo emergente, la situación actual de China contrasta claramente con lo que observábamos hace un año, cuando se imponía la incertidumbre, sometiendo a los países emergentes a un fuerte episodio de estrés financiero. Hoy se aprecia mayor estabilidad, con un crecimiento actual y proyectado que se mantiene en las proximidades del 6,5%, mientras parecen moderarse las salidas de capitales que han preocupado recurrentemente a las autoridades chinas.

En este cuadro, el panorama para el mundo emergente se aprecia mejor que lo esperado hace un tiempo. Las condiciones financieras globales siguen siendo favorables, el mundo crecerá más que en años anteriores y los precios de las materias primas han mejorado. En parte como expresión de ello, las monedas que se depreciaron significativamente tras las elecciones en Estados Unidos han recuperado paulatinamente su valor relativo.

Con todo, la economía mundial sigue estando expuesta a riesgos importantes. Aunque cualquier escenario de proyección siempre está sujeto a incertidumbre, pareciera que esta se ha ampliado. Hemos visto cómo los mercados financieros globales se han vuelto muy sensibles a cualquier cambio o atisbo de cambio en Estados Unidos, Europa, China u otra economía o mercado que en un momento pueda considerarse relevante. No sería de extrañar que nuevas definiciones del gobierno de Estados Unidos, resultados inesperados en los procesos electorales en Europa o episodios de inestabilidad financiera en China que cuestionen las convicciones que se van formando los mercados, puedan producir turbulencias financieras significativas que afecten a los países emergentes a través de canales financieros y cambiarios. En otras palabras, la relativa calma externa actual, aunque alentadora, está lejos aún de ser plenamente confiable.

La economía chilena todavía no parece reaccionar significativamente al mejor panorama externo. Los datos de actividad del último trimestre del 2016 y comienzos del 2017 sorprendieron a la baja. Como en años anteriores, parte de la menor expansión de la economía provino de un sector minero que en el último año ha sido muy afectado por disrupciones productivas, pero también se ha producido un desempeño más bajo de los sectores distintos de recursos naturales.

Sobre esto último, debe destacarse la evolución de la construcción. Tras varios años en que el sector se vio impulsado por el *boom* minero y todas sus externalidades hacia otros rubros de la economía, el 2014 se apreció una importante baja. En el 2015, sin embargo, la construcción de viviendas nuevas, tuvo un significativo impulso por los efectos de la reforma tributaria. Las ventas tuvieron un aumento muy relevante, llegando a niveles récord. A mediados del 2016 ese efecto comenzó a disiparse, el ritmo de ventas bajó y los indicadores sectoriales empezaron a dar cuenta de un escenario menos positivo. Se suma una inversión que no logra repuntar, una economía que crece a tasas bajas, un empleo asalariado estancado y condiciones de otorgamiento de crédito hipotecario más estrictas por el pie exigido en la compra de una vivienda.

Del lado del gasto es llamativo el comportamiento de la inversión y las exportaciones. Las condiciones financieras locales y externas se han mantenido expansivas por largo tiempo. Internamente, el nivel de las tasas de colocación comerciales está cercano a sus mínimos históricos, lo mismo que las tasas de largo plazo. Pese a estas favorables condiciones de crédito, la inversión no ha logrado repuntar tras el fin del *boom* minero. El nivel de las importaciones de bienes de capital se estacionó en valores entre 800 a 900 millones de dólares. La inversión en infraestructura muestra un bajo dinamismo al igual que los servicios de ingeniería, mientras que, como ya comenté, el área inmobiliaria se ha deteriorado tras el fuerte impulso que recibió el 2015.

Por el lado de las exportaciones, sus volúmenes han mostrado caídas anuales en los últimos dos años, principalmente observables en los envíos industriales. Llama la atención este resultado pese a la importante depreciación del peso desde el 2013 a la fecha. Sin embargo, se deben tener presente que la depreciación del peso no ha sido un fenómeno particular de la economía chilena sino que más bien refleja una apreciación global del dólar. En ese sentido, la sola depreciación del peso chileno respecto del dólar no ha significado una ganancia de competitividad de forma automática, especialmente considerando que desde el punto de mayor fortaleza del peso en el primer semestre del 2013, su depreciación nominal ha sido menor que la de otras economías emergentes. Por otro lado, los mercados de destino de las exportaciones nacionales han atravesado por un escenario económico más bien complejo.

Así, el 2016 cerró con un crecimiento anual de 1,5% según los datos disponibles. Para el 2017, las proyecciones privadas con información de los últimos meses apuestan a una expansión por debajo de 2%. Aunque esta cifra se mantiene dentro del rango de crecimiento de 1,5-2,5% que proyectamos en diciembre pasado, próximamente, en nuestro IPoM de marzo, publicaremos nuevas proyecciones que den cuenta de cómo la evolución reciente y esperada del escenario macroeconómico afectará el crecimiento proyectado. Por lo pronto, luego del Imacec de 1,7% anual de enero de este año, la cifra de febrero estará afectada por la baja en la producción minera derivada de la huelga en Escondida y el efecto de base de comparación que dejó el año bisiesto del 2016. Esto parece suficiente para anticipar un el primer trimestre del 2017 que no será mejor que el último del 2016.

De todos modos, es importante notar que algunos datos parciales del gasto interno y sus determinantes muestran un panorama algo más benigno. El consumo ha seguido creciendo a tasas del orden de 2% por varios trimestres. La confianza de empresas y consumidores ha dejado de deteriorarse e incluso muestra alguna mejoría en la punta, aunque todavía se mantienen en la zona de pesimismo. La tasa de desempleo se mantiene baja y los indicadores de salarios siguen mostrando crecimientos en torno a sus promedios históricos.

No obstante, algunas de estas fortalezas dependen del comportamiento del mercado del trabajo. Es preocupante el sostenido estancamiento que la creación de empleo asalariado muestra desde mediados del 2016, incluso con una caída anual en el dato más reciente. Últimamente, el deterioro en esta variable ha estado acompañado de aumentos en el número de inactivos, en las personas que trabajan por cuenta propia y en la proporción de empleos a jornada parcial. Cualquier debilidad

adicional en este ámbito puede tener efectos relevantes sobre el consumo privado, especialmente cuando el crédito de consumo se desacelera en el margen.

Por el lado de la inflación, el conjunto de datos de los últimos dos meses ha ofrecido sorpresas en ambas direcciones, con lo que el escenario que preveíamos en diciembre no muestra mayores variaciones. Así, sigue siendo el caso que la inflación subyacente —el IPCSAE— de bienes muestra una fuerte baja de su variación anual, en línea con un tipo de cambio que se ha apreciado en el último año. Al mismo tiempo, el IPCSAE de servicios también desciende, acorde con una brecha de actividad que se ha ampliado moderadamente y también con su propia inercia.

En lo inmediato, esperamos que la inflación subyacente siga descendiendo en los próximos meses, para luego retornar a 3% y fluctuar en torno a ese valor hasta el fin del horizonte de política. Las expectativas privadas de inflación son coherentes con este escenario, manteniéndose ancladas a 3% a dos años plazo. La convergencia de la inflación a la meta será ayudada por un escenario externo que, en términos generales, será similar o algo mejor que hace unos meses, y por una economía que retomará mayores tasas de crecimiento en los próximos trimestres.

Tal como lo señalamos en el IPoM de diciembre, una política monetaria más expansiva es necesaria para asegurar el logro de la meta de inflación de 3% en 24 meses en presencia de un debilitamiento de la demanda interna y una apreciación cambiaria. Parte de esa mayor expansividad ya la concretamos en enero, cuando redujimos la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base.

El escenario en que se formularon estas orientaciones sigue plenamente vigente, independientemente de los datos de más corto plazo. A este efecto es importante notar que el menor crecimiento, concentrado en el cuarto trimestre del 2016 y primero del 2017 ampliará adicionalmente la brecha de actividad, elevando la importancia de los factores de demanda en la evolución de la inflación. Esto se refleja en la trayectoria proyectada para la inflación subyacente. De este modo, más allá del comportamiento de precios más volátiles en el corto plazo, como los combustibles y los alimentos, hoy es necesaria una política monetaria más expansiva para lograr la meta de inflación.

Sobre esto cabe resaltar tres elementos. El primero es que el objetivo de la política monetaria sigue siendo, como siempre, la estabilidad de precios. Lo que hoy justifica su sesgo expansivo es el riesgo de una inflación que se quede debajo de la meta, no que la economía crezca poco. La calibración de la política monetaria está hecha, dentro de los modelos macro que la sustentan, para el logro de la meta de inflación, no para lograr un nivel o tasa de crecimiento del PIB. Con todo, dado los mecanismos con los que funciona la economía, es altamente probable que una inflación baja esté asociada a una actividad débil y que una política monetaria expansiva pueda influir sobre ambas.

En segundo lugar, en la medida que el objetivo de la Política Monetaria es la inflación en el mediano plazo, su efectividad debe medirse en términos de su capacidad para influir sobre esta última. En la medida que cambios de la tasa de política incidan sobre las tasas de interés de mercado, la política monetaria tiene múltiples canales de transmisión hacia la inflación, algunos a través de la demanda interna y la actividad, otros a través de los precios de los activos.

En tercer lugar, los determinantes de la inflación y la eficacia de los canales de transmisión de la política monetaria pueden variar a lo largo del ciclo o en respuesta a factores idiosincráticos, pero en principio, una mayor brecha de actividad debería elevar la importancia de la demanda interna. Cabe destacar que la brecha de actividad proyectada para el 2017 es la más alta de los últimos años y por tanto es posible que en lo venidero la trayectoria de la inflación subyacente esté más influenciada por esta variable que lo que ocurría hace uno o dos años atrás.

Al cierre, creo importante visualizar dónde están las oportunidades para un mayor dinamismo en la segunda mitad del año.

A este respecto, las señales más visibles provienen del sector externo. El mejor tono del mundo desarrollado es sin duda una buena noticia. En la medida que se mantenga y el crecimiento de esta parte del mundo mejore, el resto de las economías emergentes nos veremos beneficiadas, ya sea por una mayor demanda, por mejores precios de nuestras exportaciones o por un mejor mix de políticas económicas.

En segundo lugar, la economía chilena ha sostenido un período de bajo crecimiento dando muestra de un grado de madurez importante. Empresas y consumidores han sabido reaccionar a este período ordenando sus cargas financieras, mejorando sus procesos, reduciendo sus costos. Todo eso sin que los indicadores macroeconómicos hayan sufrido en demasía, descontado por supuesto el bajo crecimiento. El precio de la energía ha descendido y la seguridad del abastecimiento ha aumentado, lo que es muy importante para sectores claves de la economía chilena. Las condiciones financieras siguen siendo muy favorables. El tipo de cambio nominal ha ayudado al sector exportador a tener mayores retornos en pesos, lo que sin duda le ha permitido mejorar su posición financiera. El mercado laboral no muestra los niveles de estrés de hace tres o cuatro años, cuando el costo de la mano de obra subía impulsado por las externalidades que generaba el *boom* minero en el norte del país.

Creo que esto es suficiente para mantenernos en un buen pie para que la economía sea capaz de retomar una senda de mayor dinamismo cuando los ánimos generales mejoren. Pero esta disposición no es algo que dure para siempre. Ojalá que a la mayor preocupación que manifiesta el mundo político por el crecimiento, se sume en los próximos meses un sentido de urgencia y un esfuerzo por concretar iniciativas que así lo aseguren.