

Escenario internacional, evolución del sector exportador y políticas del Banco Central

Presentación de Carlos Massad, Presidente del Banco Central, en Desayuno Conferencia organizado por la Asociación de Exportadores de Manufacturas A.G. - ASEXMA, mayo de 1999.

1.- Agradezco a la Asociación de Exportadores por su amable invitación a participar en este encuentro, que me da la oportunidad de compartir con Uds. nuestra visión sobre el actual panorama internacional al que se ve enfrentada la economía chilena, y analizar los efectos que este ha tenido y tiene sobre nuestro sector exportador. Así, daré inicio a esta presentación haciendo una referencia al escenario al que nos vemos hoy enfrentados, y lo que éste nos depara hacia el futuro. En segundo lugar, analizaré los efectos que tuvo la crisis de Asia sobre nuestras cuentas externas a lo largo de 1998, haciendo referencia a la evolución de nuestras exportaciones por destino, destacando que la actividad exportadora nacional ha dado muestras no sólo de su dinamismo, sino también de su capacidad de adaptación a nuevas circunstancias. En tercer lugar, puntualizaré algunos aspectos vinculados a las políticas del Banco Central y su relación con el tipo de cambio. Finalmente, me referiré a los desarrollos económicos y financieros recientes.

1.- Escenario Internacional

2. Desde hace ya más de un año, la economía chilena se ha visto enfrentada a un escenario internacional muy complejo, que se ha reflejado en una importante caída en el ritmo de crecimiento del producto y el comercio mundial, cuyo origen estuvo en lo que se denominó inicialmente la "crisis asiática", pero con el correr del tiempo se extendió a economías emergentes en todo el mundo. No obstante, hoy en día, y luego de las grandes inestabilidades vividas durante 1998 y primeras semanas de 1999, el panorama internacional se visualiza más tranquilo, lo que permite anticipar un año sin mayores sobresaltos. Asimismo, se percibe un ambiente de mayor optimismo respecto de la recuperación del ritmo de crecimiento para el inicio del próximo siglo.

Crecimiento Regional del PIB mundial

	1997	1998	1999p	2000p
Mundo	4.2	2.5	2.3	3.4
Estados Unidos	3.9	3.9	3.3	2.2
Area EURO	2.5	2.9	2.0	2.9
Asia	5.4	1.8	3.1	4.4
Japón	1.4	-2.8	-1.4	0.3
Resto	6.5	3.1	4.4	5.6
América Latina	5.2	2.3	-0.5	3.5

Fuente: FMI World Economic Outlook, Abril 1999.

Gráfico 1

3. En la actualidad el panorama internacional está marcado por el dinamismo y fortaleza que ha mostrado la economía de EE.UU. en lo que va transcurrido del año, muy superior a la más positiva de las proyecciones que los analistas manejaban hacia fines de 1998. Las elevadas tasas de crecimiento durante 1998 tanto de la demanda interna como del producto y el comportamiento que indican los indicadores económicos del primer trimestre de este año, revelan una favorable combinación de factores, dentro de los que se encuentran: estabilidad de precios, bajas tasas de interés, tasas de desempleo históricamente bajas, moderación en el ritmo de crecimiento de los salarios nominales, optimismo en el mercado bursátil y un creciente superávit fiscal, que ha contribuido a mantener tasas de interés relativamente más bajas. Así, las proyecciones de crecimiento para 1999, que hacia fines del año pasado se ubicaban en torno a 2%, pasaron a una cifra cercana a 3,5%. Sin duda los recortes de tasas de interés que realizara la Fed durante el último trimestre del año pasado han contribuido a este buen desempeño, lo que a su vez ha sido un elemento importante para permitir que el ritmo de crecimiento mundial se mantenga en una cifra superior a 2% durante el presente año.

4. Aspectos que pueden introducir un elemento de riesgo en este escenario son la capacidad de la economía norteamericana para

seguir empujando a la economía mundial sin que aparezcan señales inflacionarias, y el creciente déficit comercial norteamericano. De hecho las últimas cifras de IPC han significado una campanada de alerta a este respecto. En efecto, presiones inflacionarias aún incipientes podrían provocar alzas en las tasas de interés. A su vez la reacción del mercado frente a un creciente déficit externo puede llevar a una pérdida de valor de la moneda norteamericana frente a otras monedas, con el consecuente impacto inflacionario y posible reacción de la autoridad monetaria norteamericana. No es descartable que en un escenario de alzas de tasas de interés los precios de la bolsa de valores sufran un ajuste a la baja, lo que reforzaría el impacto negativo que las mayores tasas de por sí tendrían sobre la demanda interna. Este escenario entonces incluye riesgos de una desaceleración brusca del crecimiento.

5. Otro elemento que distingue al actual escenario internacional, es una región Euro algo menos dinámica que lo previsto hacia fines de 1998, producto, principalmente, de una caída en el crecimiento en las exportaciones netas y una demanda interna menos fuerte de lo esperado. Las proyecciones de crecimiento para este año se han ido corrigiendo hacia la baja, en la medida que han ido apareciendo indicadores para los primeros meses del año; en su último informe, el FMI redujo sus proyecciones desde 2,4% en diciembre de 1998 a 2% en abril de 1999. No obstante, se espera que el consumo privado repunte en los próximos meses, ayudado en gran medida por el recorte de tasas de interés que decretara a comienzos de abril el Banco Central Europeo.

6. Si bien la inflación no ha sido un elemento de preocupación para Europa -- lo que permitió la reducción en la tasa de instancia monetaria -- el impacto de la reciente recuperación del precio del petróleo sobre los precios de los productos ligados a la energía y del índice de precios de importaciones, alejan la posibilidad de un nuevo recorte de tasas de interés. No obstante, la inflación se mantendría bajo el nivel de 2.0% definido como objetivo de mediano plazo por el BCE.

7. Respecto de la economía japonesa, que durante 1998 fue el mayor foco de preocupación, dado que las reformas necesarias tardaron en concretarse, y por mucho tiempo fueron evaluadas como insuficientes, ya ha empezado a mostrar los primeros indicadores que dan señales de que la actividad llegó a su piso. En consecuencia, tenemos que las medidas de política adoptadas comienzan a arrojar señales en la dirección deseada. Recordemos que durante 1998 Japón sufrió una persistente recesión, con un PIB cayendo 2,8%, lo que llevó a las autoridades a hacer importantes reformas y a implementar un agresivo plan de estímulo fiscal. Efectivamente, durante el año pasado se buscó dar solución a un problema estructural, como es la salud del sistema financiero japonés, a través de la puesta en marcha del Plan de Saneamiento del sistema financiero. A su vez, se intentó apoyar a la muy debilitada demanda interna, con el mayor paquete de estímulo fiscal de la historia del país (5% PIB); todo ello en la búsqueda de un cambio de tendencia, que en la actualidad pareciera que comienza a producirse.

8. En efecto, durante el primer trimestre de este año la producción industrial cayó sólo 4,6% en 12 meses, lo que se compara positivamente con la caída de 6,9% en el último trimestre de 1998. Adicionalmente, indicadores como la confianza empresarial, la estabilidad de los mercados financieros, un yen estable y tasas de interés a la baja, sugieren algún cambio de tendencia en las expectativas de los inversionistas. Si bien la economía japonesa durante el primer trimestre de este año ha comenzado a entregar señales de que la actividad habría tocado fondo, es importante tener en cuenta que la recuperación no será rápida. En efecto, los problemas en el sistema financiero aún son graves, y el aumento de la tasa de desempleo e inestabilidad laboral que ha generado el proceso de reestructuración de grandes empresas alejan la posibilidad de una pronta recuperación del consumo privado. Así, si bien las proyecciones para este año no son tanto más promisorias, la tendencia probablemente será de menos a más.

Tasas de Interés en Asia

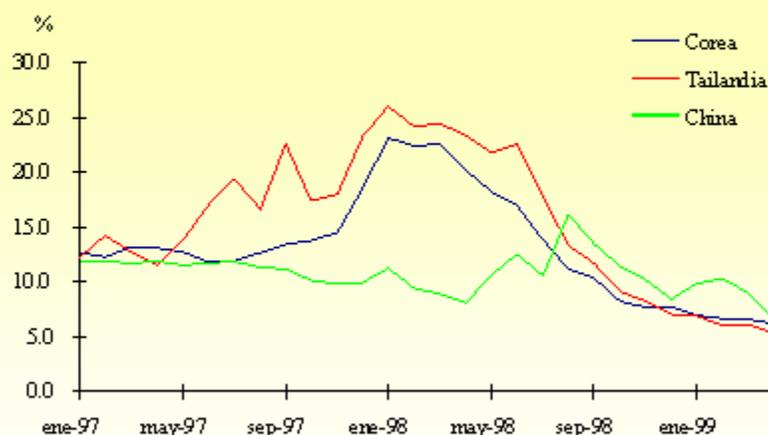


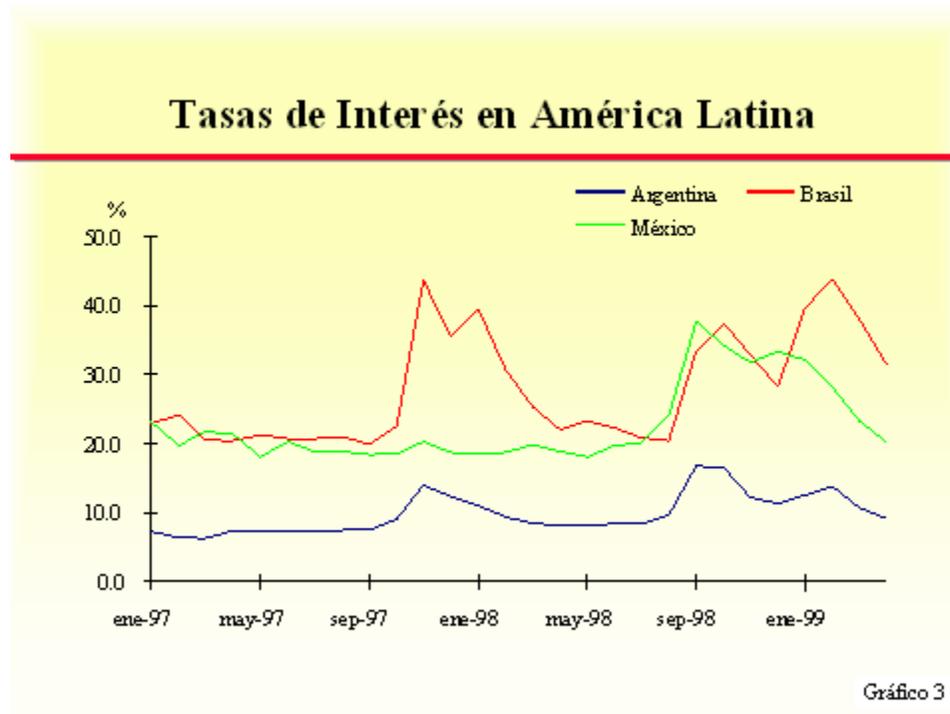
Gráfico 2

9. Respecto del resto de Asia, las reformas y medidas de ajuste oportunas, además de la perseverancia y la continuidad de éstas,

están dando frutos. Desde hace siete meses que esta región ha mostrado una estabilidad generalizada, que se ha reflejado en la apreciación de sus monedas, en el descenso en las tasas de interés y en el retorno paulatino de los capitales a la región. Esto ha permitido dar el impulso necesario a las economías para iniciar su proceso de recuperación, en la medida que las condiciones de equilibrio externo e interno así lo han permitido. Obviamente, los países que implementaron reformas y cambios estructurales rápidos y oportunos han tenido espacio para mayores recortes en tasas de interés, como es el caso de Corea y, por tanto, están mostrando claros signos de recuperación en lo que va corrido del año.

10. El proceso de recuperación que han iniciado las economías asiáticas no ha tardado en reflejarse en las bolsas de la región, las que durante el año se han incrementado en cerca de 30%, observándose aumentos aún superiores en el caso de Corea y Tailandia, que superan el 40% en dólares. Cabe mencionar, que la evolución de Asia es importante pues será un elemento que contribuirá a dar un impulso a la demanda mundial y, en último término, al precio de los productos básicos. Sin embargo, es necesario destacar que también se han levantado algunas voces señalando los riesgos de una recuperación muy rápida en Asia que termine dejando a medio camino las necesarias reformas estructurales iniciadas en esa región del mundo luego de la erupción de la crisis asiática. Dichos riesgos incluyen la posibilidad de una nueva crisis en el mediano plazo. En definitiva, lo importante es tomar la recuperación que se inició en Asia con un grado importante de cautela.

11. China merece especial atención por su tamaño, que equivale al 12% del PIB mundial y un 37% del PIB de Asia. Este país logró mantenerse relativamente inmune al contagio financiero provocado por la crisis del año pasado. A ello contribuyó su importante volumen de reservas internacionales y la fuerte voluntad política de las autoridades, las que actuaron enérgicamente para detener los ataques especulativos contra la moneda. En la actualidad, la economía china mantiene su dinamismo gracias a la implementación de un plan de estímulo fiscal hacia fines de 1998, que permitió llevar a la economía a crecer sobre el 8% durante el primer trimestre del presente año. Otro factor que ha contribuido a este desempeño, ha sido el descenso en las tasas de interés -- que ha sido posible gracias al cese de las presiones cambiarias --, y la recuperación de la actividad en las economías del resto de Asia.



12. En el caso de América Latina, la mayoría de los países experimentó una fuerte contracción durante la segunda mitad de 1998, producto de la disminución en el flujo de capitales privados hacia la región y por la caída en el precio de los productos básicos. La crisis de Brasil añadió otro elemento de inestabilidad hacia comienzos de este año, lo que contribuyó a que la actividad en la región se viera más afectada. De hecho, las proyecciones más recientes de actividad para 1999 indican una caída en el PIB de América Latina de 0,5%, lo que se compara con el crecimiento de 1,5% que se esperaba hacia fines del año pasado.

Spread soberano Latinoamérica

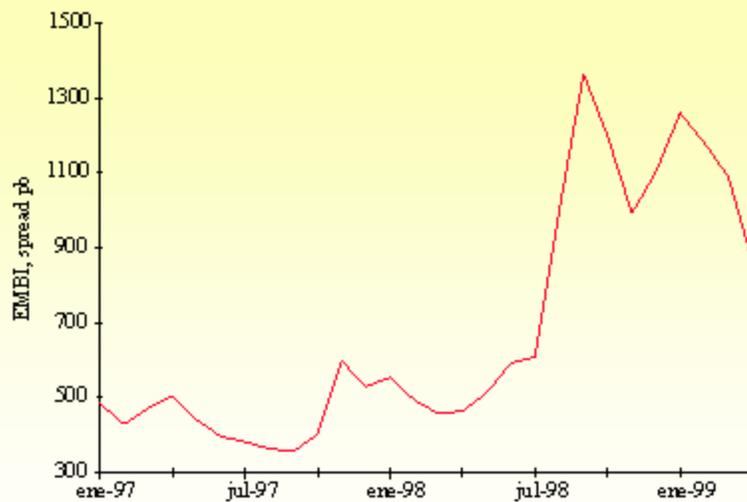


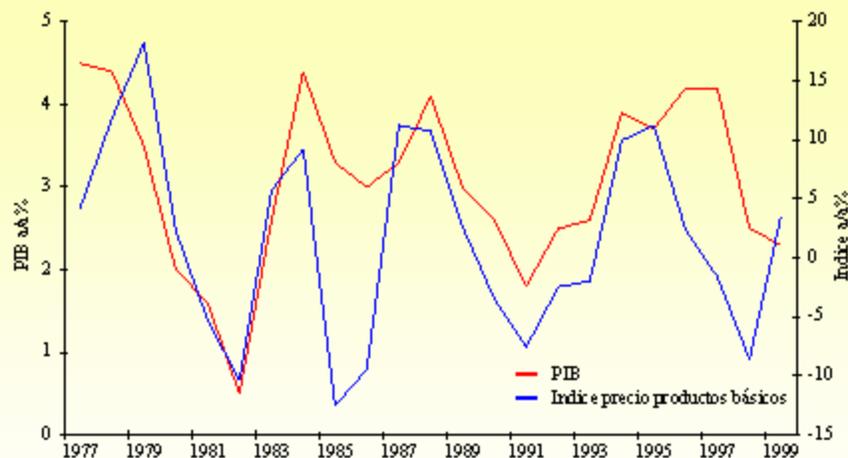
Gráfico 4

13. Sin embargo, en la actualidad el "contagio" de la situación brasileña ha cesado, lo que se ha reflejado en la estabilidad de las monedas latinoamericanas, la reducción en las tasas de interés, la importante reducción de los spreads cobrados a los bonos soberanos por sobre la tasa del bono del Tesoro americano, y el paulatino retorno de capitales hacia la región. Esto ha llevado a la exitosa colocación de bonos de gobierno de las principales economías. De hecho, los spreads soberanos y las tasas de interés en Argentina y México ya se encuentran en los niveles previos a la crisis de Rusia en agosto pasado, momento en el cual se produjo una fuerte inestabilidad financiera en América Latina. El peso mexicano, luego de registrar fuertes presiones, se ha apreciado hasta encontrarse hoy en niveles similares nominales a los de agosto de 1998. En Brasil, en tanto, se vive, en términos generales, un ambiente de mayor optimismo: la estabilidad del real, la evolución positiva de la inflación, el descenso de los spreads soberanos, y el retorno de los capitales extranjeros, han permitido el descenso de las tasas de interés en más de 15% desde la segunda mitad de marzo, lo que sin duda constituye un alivio para la deprimida actividad económica y para su abultada deuda interna.

14. Con todo, las proyecciones de crecimiento para el mundo se sitúan en torno a 2,3%, de acuerdo a las últimas estimaciones del FMI, siendo claramente liderado por el desempeño de la economía americana. En segundo término, el desempeño de Europa y Asia (excluido Japón) contribuirá a mantener el ritmo de crecimiento mundial por sobre el 2% durante 1999. Si bien la expansión del PIB mundial para este año se proyecta muy similar a la alcanzada durante 1998 (2,5%), ésta es muy inferior al crecimiento observado en 1996 y 1997. La actividad se mostrará más débil en América Latina y en las economías que fueron detonantes de la crisis y, en particular en aquellos países en que las reformas y ajustes necesarios para corregir los desequilibrios se implementaron en forma más tardía.

II.- Evolución del sector exportador

PIB mundial y Precio de productos básicos



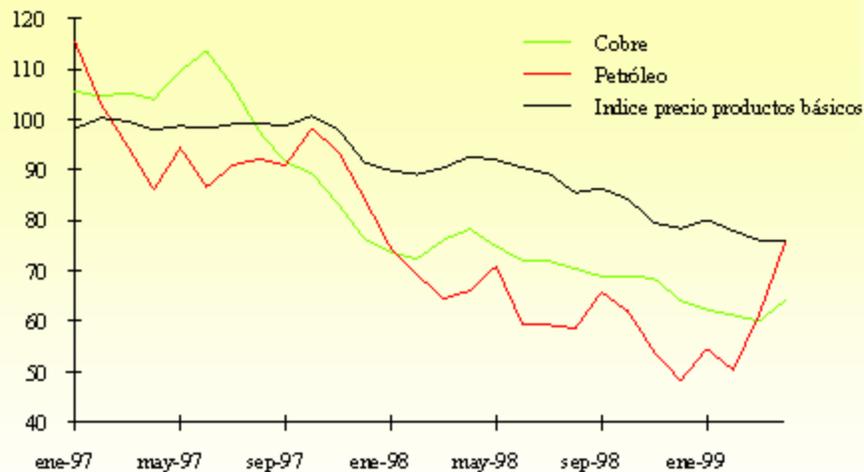
Fuente: Indicador Productos Básicos; Commodity Research Bureau.

Gráfico 5

15. La evidencia internacional muestra una estrecha relación entre el ciclo de crecimiento mundial y el precio de los productos primarios, por cuanto son insumos básicos para la producción industrial. Como consecuencia de lo anterior, los términos de intercambio de muchas economías en desarrollo muestran una alta volatilidad. En el caso de América Latina, por ejemplo, la volatilidad promedio de los términos de intercambio de la década del 90 se sitúa en torno a 7% anual. En el caso de los países asiáticos, excluyendo Japón, esta cifra es de aproximadamente 2%. La diferencia está directamente asociada a la composición de las exportaciones, ya que mientras en los países de Asia las exportaciones de manufacturas representan un 80% del total, en Latinoamérica son sólo el 35%. Los precios de los productos básicos presentan un comportamiento más marcadamente cíclico con alzas y bajas muy pronunciadas.

16. La desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía mundial restó dinamismo a la demanda por exportaciones de nuestro país, reflejándose en reducciones de precios y afectando particularmente a las que, como el cobre, el oro y algunos productos forestales, son especialmente demandadas por la región de Asia. Es así como durante el año pasado los precios en dólares de las exportaciones chilenas registraron un descenso de 17%. En particular, el precio del cobre, fuente importante de ingresos para nuestra economía, observó un promedio de 75 centavos de dólar la libra, equivalente a un 27% menor que en 1997. Esta situación se vio agudizada durante el primer trimestre del presente año, en que registró un promedio de 63,7 centavos la libra, un 15,1% menor que en el último trimestre de 1998, producto del importante aumento en el nivel de inventarios, y de la caída generalizada de los precios de productos básicos.

Precio de Producto Básicos, Cobre y Petróleo



Fuente: Indicador Productos Básicos, Commodity Research Bureau.

Gráfico 6

17. Un signo alentador, sin embargo, es que el índice agregado de precios de productos básicos calculado por el "Commodity Research Bureau" pareciera haber llegado a un piso durante marzo de este año. En efecto, después de caer 9,0% en enero y febrero, el índice se ha mantenido relativamente estable durante marzo, abril y lo que va de mayo. El precio del cobre, por su parte, a contar del mes de mayo se ha sostenido en un nivel superior a los 69 centavos por libra, después de llegar a un mínimo de 61,3 centavos el 16 de marzo, de modo que el promedio del mes de mayo al día 17, alcanzó los 70,4 centavos, lo que representa un incremento de 11% respecto al promedio del primer trimestre. Ello debería asociarse en parte importante a los anuncios de cierres de algunas minas con costos de producción altos.

18. Durante 1998 la caída en el precio de nuestras exportaciones se vio parcialmente compensada por la caída en el precio del petróleo y otros productos que importamos. Sin embargo, la relación de términos de intercambio –el precio de nuestras exportaciones relativo al de nuestras importaciones– presentó una significativa caída, del orden de 12% respecto del nivel promedio de 1997, con un costo estimado para el país cercano a los US\$ 2.200 millones, alrededor de 3% del PIB. En lo que va corrido del presente año se habría producido una disminución adicional, dadas las tendencias mostradas por el precio del cobre y del petróleo en dicho período. Para el año en su conjunto se considera que los términos de intercambio se deterioren algo más respecto del nivel alcanzado durante 1998, entre 5% y 6%, con una probable recuperación hacia la segunda mitad del año. Así, se habría acumulado una caída de 18% en nuestros términos de intercambio en dos años, una de las caídas más violentas en los últimos 60 años.

Crecimiento Volumen de Exportaciones

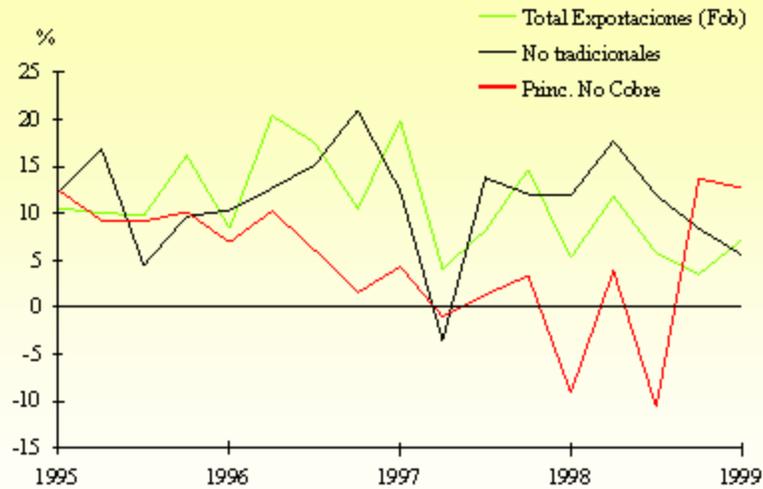


Gráfico 7

19. Si bien los precios de las exportaciones han caído en forma importante, los volúmenes exportados han continuado creciendo, aunque con algunas diferencias entre sectores. Los resultados para 1998 indican que los volúmenes de exportaciones aumentaron en un 6,2%, en tanto que el volumen de las exportaciones no tradicionales se incrementó en un 12,2%. Entre nuestros productos principales de exportación distintos de cobre, destaca la baja en las ventas de harina de pescado, algunas maderas y metanol. En el primer caso, éstas se vieron afectadas por la baja disponibilidad de recursos pesqueros, mientras que para las maderas y el metanol, la causa fue la baja de precios, por estar las ventas concentradas en Asia y Brasil, respectivamente.

Volumen de Exportaciones

(Base: 1990 = 100)

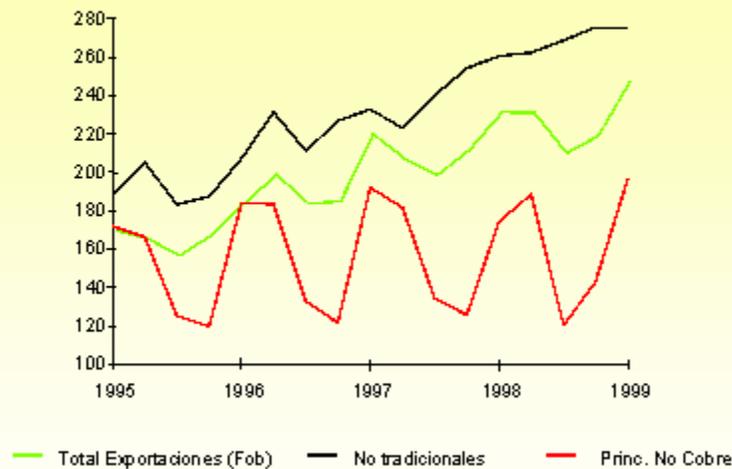


Gráfico 8

20. Estas cifras muestran que el efecto de la crisis externa ha sido de menor magnitud que el que podría haberse dado, debido a una reorientación del destino de nuestras exportaciones, la que ha sido particularmente destacada en el caso de las exportaciones no tradicionales. Efectivamente, durante 1998 el volumen de exportaciones dirigidas a Asia disminuyó en alrededor de 11%, en tanto que el volumen exportado al resto del mundo creció en 17% respecto de 1997. De este modo, nuestras exportaciones a lo largo de la última década no sólo han mostrado un crecimiento sostenidamente superior al del PIB, sino que también han tenido la

suficiente flexibilidad para adaptarse y redirigir nuestros productos hacia los mercados que ofrecen mejores condiciones.

21. Nuestras estimaciones indican que los volúmenes exportados crecerán alrededor de 8,5% en 1999, con lo que las exportaciones totales alcanzarán en el año un nivel estimado de 15.500 millones de dólares. Ello se fundamenta en una aceleración de los envíos de cobre al exterior, debido a la entrada en operación de nuevos proyectos, la recuperación de la expansión de volúmenes de exportaciones de productos tradicionales como frutas, maderas, celulosa y metanol, conforme se recupera la actividad en Asia, y a un crecimiento del orden del 6,0% de las exportaciones no tradicionales. En el caso de las exportaciones del sector industrial no tradicional, se esperan aumentos de valor en torno a esa cifra, como resultado de incrementos de algunos precios debido a la recuperación de los mercados, y de cantidades en productos de subsectores como el químico, derivados del agro, maderas elaboradas e industrias derivadas de la celulosa, así como industrias básicas del hierro y del acero.

22. Si bien durante el primer trimestre del año las exportaciones disminuyeron levemente respecto de igual período del año pasado, ello se explica fundamentalmente por menores precios, ya que los volúmenes exportados aumentaron en más de 7%. Las disminuciones de precios fueron especialmente significativas en productos tradicionales importantes, tales como cobre, la uva, la harina de pescado y la celulosa. Por otra parte, y en línea con lo que se espera para el año, al incremento en los volúmenes exportados contribuyó fundamentalmente el cobre y los productos principales distintos del cobre. Respecto de la distribución regional, durante el primer trimestre del año se verificó un aumento de 8% a Asia y 11% al resto del mundo. El importante crecimiento de las ventas a Asia ha sido producto de la incipiente recuperación de la demanda, lo que es un buen indicador del mejor pie en que está la región.

III.- Tipo de Cambio y Políticas del Banco Central

23. Como marco de fondo es necesario señalar que ante el incierto y deteriorado ambiente internacional que prevaleció en 1998, era natural esperar que se quebrara la tendencia de apreciación que había venido mostrando el peso en años anteriores. En efecto, el tipo de cambio nominal se ha depreciado en torno al 20% entre octubre de 1997 y marzo de 1999. Las acciones del Banco Central no han buscado frenar esta tendencia, sino ordenar la forma en que se han producido los ajustes. Se quiso evitar que, frente a un quiebre marcado respecto de su trayectoria anterior, se produjera un proceso de sobre-reacción en los mercados financieros que acarrearía consecuencias negativas sobre la inflación, las variables financieras y el crecimiento de la economía.

24. Para el Banco Central es claro que una estrategia de desarrollo basada en el comercio y la integración con el resto del mundo requiere que la economía chilena mantenga la competitividad internacional que le ha permitido crecer en forma sostenida por más de doce años. Para este efecto, es fundamental que el país siga haciendo esfuerzos en orden a ganar productividad en el uso de sus factores y debe ser una política de Estado facilitar que esos esfuerzos fructifiquen. Asimismo, también es importante que el tipo de cambio real, esto es, el indicador de poder adquisitivo de nuestra moneda en el ámbito internacional, se mantenga alineado respecto de lo que indican los fundamentos micro y macroeconómicos del país. Esta alineación no significa necesariamente que el peso, en términos reales, deba depreciarse persistentemente. De hecho, la significativa apreciación que experimentó el peso, en valor real, desde 1990 a 1997 correspondió mayoritariamente a un cambio sustancial en las condiciones macroeconómicas que enfrentó el país en ese período, donde el propio éxito de nuestra economía en cuanto a avances en productividad global y en cuanto a atraer capitales externos deseosos de invertir en Chile, era consustancial a un peso más fuerte. En otras palabras, fue básicamente un fenómeno de equilibrio y no de desalineación artificial del tipo de cambio real.

25. Quiero resaltar que lo que ocurra con el tipo de cambio real, si bien está relacionado en el corto plazo con el comportamiento del tipo de cambio nominal, en el mediano y largo plazo depende de factores bastante ajenos al mercado cambiario propiamente tal. Si quisiéramos como sociedad tener un tipo de cambio real más alto (un peso más depreciado en términos reales) y estable, se debería operar de modo que las variables que verdaderamente influyen se comporten de manera coherente. Por ejemplo, se necesitaría de un esfuerzo mayor de ahorro nacional, tanto privado como público, y mantener condiciones propicias a la inversión privada que motive al ahorro de las empresas, cuyo mayor estímulo para ahorrar es la disponibilidad de proyectos de inversión rentables. Si además queremos evitar el pago de innecesarios costos de eficiencia, deberíamos evitar intentos de conseguir ese resultado por la vía de introducir distorsiones o regulaciones inadecuadas.

26. En cambio, es muy poco o nada lo que podremos conseguir, en forma duradera, por la vía de usar la política cambiaria, o aún la política monetaria. El año pasado se nos criticó por los esfuerzos que hicimos para moderar las presiones que existían sobre el peso, pero la opinión pública comprendió en definitiva que la mayor contribución que pudo hacer el Banco Central para que el valor real del peso no se desalineara, fue preservar que la inflación se ajustara a la meta. En otras palabras, una inflación más alta habría carcomido las eventuales ganancias de una mayor depreciación del peso, en un ambiente de creciente inestabilidad macroeconómica.

27. Es más, es muy probable que la propia reversión del escenario internacional que ha tenido lugar en los últimos meses y el regreso de los capitales hacia las economías emergentes, incluyendo Chile, habría provocado inevitablemente un valor real (y tal vez nominal) del peso no muy diferente del que se observa en la actualidad. Esto es exactamente lo que ha ocurrido en México, donde el valor actual del peso mexicano, en términos reales, es mayor (más apreciado) que el que exhibía antes de la crisis asiática, después de haber experimentado el año pasado una devaluación nominal de casi un 20% en su momento máximo. También está ocurriendo en Brasil, a pesar del temor a una crisis profunda que sobrevino luego del quiebre del anterior sistema cambiario en enero pasado, y a pesar de que Brasil no ha terminado de resolver sus problemas fiscales. En Corea, por tomar un caso más alejado geográficamente pero en el corazón de la crisis asiática, la moneda local se ha apreciado un 22% desde fines de 1997, luego de un severo ajuste en 1998.

28. Lo que quiero resaltar es que los movimientos en el tipo de cambio nominal, por espectaculares que parezcan, no garantizan alteraciones permanentes en el tipo de cambio real si es que no están reflejando alguna modificación más profunda en las variables

reales y fundamentales de la economía, tales como el ahorro, la productividad, las condiciones externas o el gasto de gobierno. En forma similar, tampoco es mucho lo que se puede hacer con la política cambiaria para depreciar artificialmente el tipo de cambio real. Esto requiere asumir un costo reflejado en la acumulación excesiva de reservas internacionales y los esfuerzos de esterilización que es preciso realizar para evitar que esas mayores reservas se transformen en un aumento desmedido de la cantidad de dinero, con sus consecuencias negativas sobre la inflación y eventualmente el déficit de la cuenta corriente.

29. Bajo este diagnóstico, la política cambiaria del Banco Central debe facilitar la flexibilidad necesaria del tipo de cambio nominal como para que no ocurran desviaciones sistemáticas y persistentes del tipo de cambio real en relación a valores coherentes con las variables fundamentales de la economía. Consecuentemente, la actual política cambiaria permite un grado amplio de flexibilidad para el tipo de cambio nominal, dentro de una banda de amplitud creciente y que no ha impedido que la volatilidad exhibida por el tipo de cambio en Chile en la actualidad sea muy similar a la que muestran monedas sin banda, como el peso mexicano, el euro y el yen (frente al dólar). Asimismo, la banda actual contempla un valor de referencia para el tipo de cambio nominal (el "dólar acuerdo") que se vincula directamente con la meta de inflación, lo que permite avanzar en la nominalización de la economía y en la reducción gradual pero consistente de la inflación, objetivo primordial para el Banco Central.

30. Por último, es indudable que la política monetaria también tiene efectos sobre el tipo de cambio nominal en el corto plazo como consecuencia del arbitraje de capitales, así como sobre el tipo de cambio real en un plazo mediano, a través de su efecto sobre el gasto global. Más allá de la importancia cuantitativa de estos efectos, es claro que el objetivo central y permanente de la política monetaria debe ser la estabilidad de precios, lo cual asimismo ha de ser coherente con la mantención de un déficit en cuenta corriente acotado y razonable, posiblemente no superior a 4% a 5% del PIB a precios de tendencia. Para este doble propósito, el Banco Central no fija un objetivo intermedio respecto de valores específicos para el tipo de cambio nominal (que no sean, claro, los límites de la banda cambiaria) y más bien orienta el instrumental monetario hacia el objetivo de afectar la trayectoria del gasto agregado, en relación al comportamiento del producto potencial. Esto no es contradictorio con un tipo de cambio real que se mantiene alineado con las variables fundamentales de la economía. Al contrario, el control del gasto agregado puede eventualmente, y bajo ciertas condiciones, llevar a un aumento en el ahorro interno que favorezca una depreciación real del peso coherente con las variables fundamentales.

31. El Banco Central ha ido avanzando con seguridad y persistencia hacia un manejo cambiario cada vez más flexible, proveyendo instrumentos de cobertura adicionales, liberalizando sus normas, simplificando los procedimientos y creando las condiciones para un manejo más sofisticado y eficiente de nuestro sistema financiero. Se han superado ya las dificultades que presentaba la fuerte exposición al riesgo cambiario de nuestras empresas, consecuencia del largo período ininterrumpido de apreciación cambiaria; de acuerdo con una muestra de sociedad anónimas, el descalce de monedas se ha reducido desde casi un 20% del capital de reservas a casi la mitad de esa cifra en el curso del año 1998, y continúa reduciéndose, alejando así el riesgo de traumáticos efectos patrimoniales generados por las variaciones cambiarias. Con ello, es ahora posible confiar más en el mercado en materia de ajustes cambiarios.

IV. Desarrollos Económicos y Financieros Recientes

32. En la actualidad la inflación medida permanece por debajo de la meta de fines de año mientras que la tendencia inflacionaria permanece por encima, pero sobre una trayectoria de disminución. A abril, la inflación medida por el IPC alcanzó a 4,0% anual mientras que la inflación que excluye perecibles y combustibles disminuyó a 4,9% anual. A su vez, las cifras marginales muestran coherencia con las proyecciones anuales. En promedio, durante los últimos cuatro meses la inflación subyacente crece a una razón de 0,3%-0,4% mensual, en línea con la proyección anual. Asimismo, es importante destacar que los precios de bienes y servicios no transables y el crecimiento de las remuneraciones nominales son las agrupaciones que muestran las mayores moderaciones relativas. En términos generales, estos antecedentes reflejan un escenario favorable para la consecución de la meta de inflación.

33. Asimismo, la balanza comercial continua mostrando mejorías por el reducido nivel de las importaciones y el dinamismo de algunos rubros exportadores, lo que también configura un cuadro favorable para mantener el déficit de la cuenta corriente en un rango coherente con nuestras metas.

34. En materia de actividad y demanda, al terminar el primer trimestre las cifras de PIB muestran una contracción anual algo superior al 2%. Esta cifra es menos negativa que la observada a fines de 1998, pero está por debajo de las proyecciones iniciales para este período. Sin embargo, cuando el PIB se mide a costo de factores, que excluye el efecto de los cambios en los derechos de importación y el IVA sobre este agregado, su nivel se mantiene estable en el trimestre actual en términos anuales, pero muestra mejoría respecto de los registrados en el trimestre anterior. De hecho, el nivel del IMACEC de marzo de este año es el más alto registrado históricamente, con la única excepción de marzo de 1998. La demanda interna muestra una caída muy significativa en este período, sobre el 13%, principalmente radicada en la menor acumulación de inventarios de bienes importados y una disminución de la tasa de inversión fija. En definitiva la evolución de la demanda interna ha sido más negativa de lo anticipado, reflejo del deterioro que se observó en la situación internacional durante el segundo semestre del año pasado y sus consecuencias sobre las condiciones monetarias domésticas, así como también de la concentración del ajuste fiscal en el último trimestre del año.

35. La descomposición sectorial revela un ajuste significativo en los sectores no transables, cuya evolución depende más directamente de las condiciones de demanda interna, y en particular en la construcción y el comercio; mientras que los sectores transables, permanecen prácticamente constantes en relación a igual período del año anterior, con algunas excepciones notables como la minería y la agricultura que muestran tasas de crecimiento positivas y vigorosas.

36. Además de la contracción de la demanda interna, el fenómeno de la sequía también ha afectado negativamente la evolución del PIB en este período. Existen efectos negativos asociados a la menor generación hidroeléctrica, que tiene un mayor valor agregado por kilowatt que la termoeléctrica, al menor rendimiento de cultivos agrícolas tradicionales y en esta coyuntura particular

se ha sumado el impacto de los racionamientos eléctricos. En efecto, sólo el impacto directo de la menor generación hidroeléctrica sobre el crecimiento del PIB alcanza a un cifra en torno a -0,5%. Así, mientras la generación eléctrica del primer trimestre creció en 11,4%, el cálculo del valor agregado del sector en igual período cae por sobre el 10% como consecuencia de la menor contribución de la generación hidroeléctrica. El impacto de la sequía continuará sintiéndose en la medición de la actividad económica del segundo trimestre y posiblemente intensificado como consecuencia del aumento de la frecuencia y duración de los racionamientos.

37. Finalmente, los indicadores parciales de actividad y gasto muestran señales mixtas. El dinero muestra una leve recuperación en lo que va corrido del año, las ventas del comercio minorista también muestran una recuperación gradual hacia niveles similares a los observados durante 1998, hay señales de mayor movimiento en las ventas de bienes inmuebles y la producción industrial ha tendido a estabilizarse en los últimos meses. Por otra parte, las importaciones permanecen en niveles muy inferiores a los observados en 1998. En particular, las importaciones de abril estuvieron muy por debajo de lo observado en igual mes del año anterior, lo que por sí solo tiene un efecto negativo sobre el IMACEC de ese mes.

38. En resumen, las mediciones de la actividad económica en el primer trimestre y otros antecedentes descartan la hipótesis pesimista de profundización del ajuste, aunque todavía no muestran señales de un repunte que nos satisfaga. No es un problema de la dirección de la tendencia, que ya no es negativa, sino de la velocidad de recuperación.

39. Este tipo de consideraciones, en conjunto con una evaluación positiva de las perspectivas de inflación y cuenta corriente han llevado al Banco Central a impulsar una reducción de las tasas de interés que facilite el proceso de recuperación de la economía. En los últimos siete meses se acumulan 8 puntos porcentuales de rebaja en la tasa de instancia monetaria llevándola por debajo de la que prevalecía con anterioridad a la crisis internacional. En efecto, por primera vez en el último tiempo, la curva de retorno muestra una pendiente positiva lo que refleja que, desde una perspectiva de mediano plazo, la política monetaria se encuentra en una instancia relativamente expansiva. En consecuencia, en las condiciones actuales la política monetaria no es un obstáculo sino un estímulo para la recuperación del crecimiento económico. Nuevas decisiones al alza o a la baja se adoptarán de acuerdo a la evolución de las condiciones económicas y financieras.

40. Sin embargo, es importante recalcar que el proceso de recuperación de la actividad es gradual. Es bien conocido que la política monetaria afecta con rezagos la evolución de la demanda interna y la actividad económica. Así por ejemplo, en sectores relativamente más sensibles al costo del crédito como la construcción, existen rezagos significativos entre el inicio de un proyecto y la medición del valor agregado generado por ese proyecto. Del mismo modo, cambios en las condiciones de ventas del comercio se reflejan primeramente en una reducción de inventarios y sólo a medida que se consolidan las expectativas de recuperación de la demanda comienzan a generarse mayores órdenes de compra para recuperar inventarios. Por lo tanto, es importante tomar conciencia de estos rezagos y anticipar que el cambio en las condiciones económicas generales se reflejará sólo gradualmente en la evolución de la actividad y el empleo. Por lo demás, no sería de manera alguna aconsejable reproducir hacia fines de este año o comienzos del próximo los desequilibrios que nuestra economía registraba en los primeros nueve meses de 1998.

41. En suma, se han superado ya los desmesurados incrementos de gastos que se corrigieron finalmente hacia fines de 1998, la economía mundial se estabiliza y asoman síntomas de recuperación en Asia; y la política monetaria tiene ahora un carácter expansivo. Se ha despejado así el camino de obstáculos económicos, para facilitar una sana reactivación de nuestra economía.

La perseverancia del Banco Central, en conseguir una estabilidad macroeconómica duradera y sustentable y junto con una política fiscal responsable, son condiciones básicas para una economía chilena fuerte, dinámica y competitiva a nivel internacional. En eso seguiremos trabajando.