

Escenario Externo, Política Monetaria y Actividad Económica

EXPOSICIÓN DEL SEÑOR JORGE MARSHALL R.,
VICEPRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE,
EFECTUADA EN EL SEMINARIO "LA DESACELERACIÓN
ECONÓMICA", EL 18 DE JUNIO DE 2001.

Introducción

El objetivo de esta exposición es formular algunas reflexiones acerca de tres factores que están gravitando en la actual coyuntura económica: el escenario externo, la política monetaria y la reacción de la actividad económica. Uno de los hechos más relevantes de la primera parte de este año es que el crecimiento se situó por debajo de lo esperado. Como es habitual en economía, este hecho tiene varias causas, las que se pueden agrupar con fines analíticos en tres categorías: (a) el deterioro del escenario externo; (b) el grado de impulso monetario; y (c) las dificultades en el funcionamiento de los mercados de bienes y factores que han retrasado las decisiones de demanda.

El énfasis que se asigne a cada una de estas causas genera diferentes visiones de la actual coyuntura y de sus perspectivas. Por esta razón, conviene hacer una revisión de cada uno de estos factores y determinar en qué medida ellos explican las actuales condiciones económicas.

El entorno internacional se ha deteriorado

En el período reciente, se ha producido un empeoramiento del escenario internacional. Los

aspectos más destacados en este ámbito son la desaceleración del crecimiento de EE.UU., la reciente corrección a la baja del crecimiento en Europa, el estancamiento de la actividad en Japón, la caída en los precios de los principales productos exportados de Chile, la volatilidad en los mercados financieros internacionales y las inestabilidades en algunas economías emergentes, como es el caso de Argentina. Como consecuencia, prácticamente la totalidad de las economías en el mundo han revisado a la baja sus proyecciones de crecimiento para el presente año.

En el lado favorable, las tasas de interés internacionales han descendido. Sin embargo, hasta ahora, las condiciones monetarias más holgadas a nivel global no se traducen en un escenario propicio al crecimiento de la mayoría de las economías emergentes.

Hay que destacar que Chile está en muy buenas condiciones para enfrentar las fluctuaciones externas. A su categoría de grado de inversión se agrega un spread soberano estable. A esto colabora el esquema actual de políticas macroeconómicas, destacándose la flotación cambiaria, una inflación baja y estable en el marco de una política monetaria que se ciñe por metas de inflación, un sistema financiero sólido y una política fiscal enmarcada en reglas precisas. Además, las cuentas externas exhiben un moderado déficit en la cuenta corriente y necesidades de financiamiento de corto plazo muy acotadas. A pesar de ello, los flujos de capitales netos al país han seguido siendo escasos, lo cual refleja que el anhelo por prestar a residentes de países emergentes no es el mismo de hace tres o cuatro años.

En síntesis, los antecedentes del entorno externo muestran que se ha producido un deterioro desde mediados del año pasado. Sin embargo, las perspectivas para el resto de este año y, especialmente para el 2002, son más positivas.

Las condiciones monetarias favorecen una expansión de la actividad

En segundo lugar, las condiciones monetarias favorecen una expansión de la actividad. Esto ocurre porque se mantiene un escenario de mediano plazo con una inflación baja y estable. Las expectativas de inflación controladas permiten reforzar las señales de precios y

ampliar el horizonte de las decisiones económicas. Esto significa que la economía puede aprovechar mejor las condiciones monetarias más expansivas.

En este marco, el Banco Central ha reducido la tasa de interés de política. El traspaso de la depreciación a inflación sigue siendo modesto debido a la apreciación del dólar en los mercados externos y a las holguras internas de capacidad. Este hecho se manifiesta en la estabilidad de las expectativas de inflación, las que se encuentran alineadas con la meta.

Es importante destacar que la evaluación de la política monetaria debe mirar primariamente las expectativas de inflación en una perspectiva de mediano plazo. Es decir, aquellas que no están influenciadas por las variaciones puntuales de precios específicos. En definitiva, el objetivo de la política monetaria es eliminar la incertidumbre inflacionaria de las decisiones económicas.

La trayectoria de la tasa de interés de política monetaria desde mediados de 1999, ha mantenido alejado el riesgo inflacionario y ha permitido entregar una clara señal a favor de una expansión de la demanda. Dos rasgos importantes en la evolución de la tasa de interés de corto plazo desde 1999 han sido, en primer lugar, la elevada correspondencia entre la tasa de política y las expectativas del mercado, lo que refleja la alta credibilidad que tienen las decisiones del Banco Central, las que aparecen liderando los movimientos de tasas del mercado. En segundo lugar, la marcada diferencia entre las tasas cortas y las tasas largas, que se mide en la pendiente de la curva de rendimiento, es un factor que ilustra el grado de impulso que tiene la política monetaria. Estas dos características se encuentran también en las expectativas de cambio de la tasa de política monetaria que se obtiene de la encuesta mensual del Banco Central.

Sobre los efectos del mayor impulso monetario debe señalarse que las reducciones de tasas tienen un efecto favorable en diversos componentes del gasto privado, como ha sido el mercado de la vivienda, mientras la depreciación del tipo de cambio genera condiciones positivas para la demanda externa. Sin embargo, el cambio observado en precios relativos refleja que la composición sectorial de la demanda se ha modificado respecto al período anterior a la crisis asiática. A su vez, esto significa que la respuesta de la producción a los estímulos de la demanda es más lenta, en la medida que requiere de algún grado de reasignación de recursos.

En síntesis, desde mediados de 1999, la política monetaria mantiene condiciones que favorecen una expansión de la actividad y ha logrado consolidar un escenario de inflación baja y estable.

La lenta evolución de la actividad económica

El tercer elemento en el actual escenario es la lenta evolución de la actividad, lo que está especialmente influido por la evolución del consumo. Las ventas del comercio, el empleo y las importaciones de consumo muestran que el gasto de los hogares no ha crecido respecto de la segunda mitad del año pasado. Tanto el escenario externo más incierto como la persistencia de la desocupación motivan un comportamiento más prudente por parte de los hogares.

En la medida que la disminución en la demanda interna es más duradera, se producen efectos en las cuentas externas, en la dinámica sectorial y en los precios relativos y, además, se limita la capacidad de las políticas fiscal y monetaria para compensar en el corto plazo las variaciones de la demanda agregada. Es así como esta situación se asocia con la persistencia de un tipo de cambio real más depreciado, un crecimiento moderado de los salarios reales y márgenes de comercialización más comprimidos que los históricos.

Esto significa que mientras algunos sectores verán que sus condiciones de demanda se recuperan más rápidamente, en otros casos este proceso tomará un lapso más prolongado. Es decir, el entorno macroeconómico en el que se desenvuelve la economía chilena luego de la crisis asiática envuelve reasignaciones sectoriales de recursos, lo que introduce una mayor complejidad en la relación entre la política monetaria y la demanda, porque los ajustes sectoriales no son uniformes y dependen particularmente de la flexibilidad de los mercados en respuesta a los cambios que estos experimentan. El estímulo de las políticas de demanda y la estabilidad de precios necesitan del complemento de la flexibilidad de los mercados para generar los aumentos esperados en los niveles de actividad.

Para acomodar los ciclos externos y las fluctuaciones en la demanda interna, que están en el origen de esta fase de menor crecimiento, la economía requiere no sólo de estabilidad macroeconómica, sino también de flexibilidad en los precios y en los mercados, de modo

de facilitar los necesarios ajustes sectoriales coherentes con las nuevas condiciones. Un ejemplo de este proceso se observa en el efecto de la depreciación del tipo de cambio real en la demanda externa y, en particular, en las actividades de exportación. El dinamismo de las exportaciones no principales, con un crecimiento cercano al 16% real en los primeros cinco meses del año, revela las oportunidades que existen en los sectores orientados a los mercados externos.

Debemos reconocer que la economía chilena tiene un alto grado de flexibilidad. Sin embargo, el perfeccionamiento de esa flexibilidad permite obtener beneficios adicionales. Desde el punto de vista del funcionamiento de los mercados de bienes y servicios tienen importancia el grado de competencia y la regulación. En los mercados de factores productivos es relevante la flexibilidad en el mercado laboral y en el mercado de capitales. En cada uno de estos ámbitos tenemos importantes desafíos que se expresan en políticas estructurales que podrían preparar mejor a la economía para competir en los mercados globales.

Conclusiones

Los tres elementos analizados son coherentes con la reciente desaceleración de la actividad y con un

escenario de aceleración gradual durante el segundo semestre. Algunos supuestos en este escenario son una recuperación de la economía mundial hacia el 2002, lo que a su vez revierte la tendencia negativa de los precios de nuestras principales exportaciones que se observa desde fines del año pasado. Además, este escenario más favorable implica menores riesgos de una crisis mayor en economías emergentes.

Respecto de la demanda interna, se espera una gradual disminución de la desocupación y un repunte del crecimiento del consumo. Algunos antecedentes parciales ya indican que este proceso está ocurriendo. Otro aspecto importante en este escenario es la estabilidad de precios, lo que permite que la política monetaria mantenga un estímulo en la demanda interna. La inflación medida por el índice de precios al consumidor (IPC) se ubicará entre 3,5% y 4,0% en los próximos meses, para converger en el centro del rango meta a fines de año. La inflación subyacente fluctuará en torno al 3,0% durante el mismo período.

Por último, la flexibilidad de los mercados en la actual coyuntura es particularmente relevante para permitir que las condiciones monetarias más expansivas conduzcan efectivamente a mayores niveles de empleo y actividad.
