

Economía Chilena: Coyuntura y Perspectivas

EXPOSICIÓN DE LA SEÑORA MARÍA ELENA OVALLE M., CONSEJERA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, EN EL CICLO DE CONFERENCIAS REGIONALES ORGANIZADO POR EL DIARIO, EN IQUIQUE, EL 17 DE JULIO DE 2002.

En esta exposición me referiré, en primer lugar, a los objetivos del Banco Central, a su relación con el crecimiento de la economía y a la importancia de la información económica que proporciona para el desarrollo de las distintas actividades del país. Luego, realizaré un análisis de los acontecimientos económicos, en el contexto de los escenarios de mediano plazo que elabora y mantiene el Banco Central. Finalmente, haré un análisis de las perspectivas de nuestra economía en la coyuntura actual.

Objetivos y roles del Banco Central

La Ley Orgánica Constitucional del Banco Central establece que su objetivo es “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas, lo que es especialmente importante para los más pobres. Los efectos que la política monetaria puede tener sobre la actividad económica y el empleo a corto y mediano plazo, surgen de los distintos canales, mediante los cuales se transmiten sus cambios para llegar a afectar la inflación. La política monetaria no puede influir sobre el crecimiento de largo plazo más allá de su contribución a la estabilidad de precios. Sin embargo, esta política sigue una orientación anticíclica que busca también evitar las variaciones extremas del gasto interno y el producto, que pueden provocar riesgos innecesarios en el mercado financiero, como son la recesión y el desempleo.

En otras palabras, el Banco Central busca conseguir su objetivo principal de la manera más eficiente posible, desde una perspectiva de crecimiento y empleo. De este modo, en períodos de recesión, la tasa de interés de política, compatible con cierto nivel de inflación es menor que en períodos de auge de la economía. Sin duda, el Banco ha sido muy exitoso en su objetivo de inflación. Recordemos que a comienzos de los noventa, la inflación anual llegaba casi a 30% y para este año se espera una variación del índice de precios al consumidor (IPC) en torno a 2,5% (gráfico 1). Fue muy importante en este proceso la autonomía otorgada al Banco Central en 1989, lo que ha permitido reducir la inflación hasta niveles comparables a los de economías desarrolladas, con una credibilidad que es esencial para la consecución de su objetivo de estabilidad de precios. Hoy, la economía chilena es más madura en cuanto a la mezcla de políticas macroeconómicas, la que conjuga un esquema de metas de inflación, un régimen de flotación cambiaria, integración a los mercados financieros internacionales y una política fiscal sujeta a reglas, a partir del 2000. Esto ha significado para el gobierno orientar la política fiscal, siguiendo una regla preanunciada basada en el logro de un superávit estructural de 1% del producto interno bruto (PIB). Todo ello crea un entorno favorable de alta credibilidad de las instituciones donde no se discute la voluntad antiinflacionaria del Banco Central y los agentes económicos esperan que la inflación estará controlada y permanecerá en niveles reducidos dentro del rango establecido de 2% a 4%, en forma permanente.

Ahora bien, si yo preguntara cuál es la variable en la que se centra hoy la discusión, habría coincidencia en afirmar que es el crecimiento económico. Esta es la principal preocupación porque, pese a la estabilidad alcanzada, no hemos podido retomar un crecimiento elevado. Además, las expectativas de los agentes se han visto sucesivamente afectadas por distintos acontecimientos, internos y externos, de índole más bien negativos. Si revisamos nuestra historia reciente en materia de crecimiento, observamos que entre 1986 y 1997, nuestro país creció en promedio al 7,6% (sistema de cuentas nacionales con base 1986) y ocupó un cuarto lugar entre 148 países considerados por el FMI como economías emergentes. Sin embargo, el país no ha sido inmune a la ola de crisis internacionales desde fines de los años noventa. El crecimiento económico se ha resentido y Chile experimentó en 1999 su primera recesión en mucho tiempo. En los últimos años, el crecimiento efectivo del producto ha sido menor al esperado, tanto por las autoridades de Gobierno como por los distintos analistas del mercado. En general, las proyecciones de crecimiento y gasto agregado han debido modificarse continuamente. La magnitud de estas revisiones ha variado según la fuente, pero todas han sido sistemáticamente a la baja (cuadros 1 y 2).

¿Qué explica entonces el bajo crecimiento en el período 1998-2001? Las hipótesis que plantean algunos estudios¹ sobre el tema, consideran que este magro desempeño puede atribuirse a los *shocks* externos de este período que significaron una caída de los términos de intercambio² de aproximadamente 10% en el año 1998 y más de 8% en 2001. Recién para este año se espera una mantención respecto del 2001. Asimismo, se trató de un período en el que hubo menores inlfujos de capital externo, entre otros. En el frente interno, otros argumentos que se esgrimen, tienen relación con una política monetaria contractiva, asociada a situaciones de exceso de gasto de la economía, altibajos de la política fiscal y cambios en la institucionalidad laboral. Otra de las causas puede atribuirse a que hay muchas instituciones aún débiles en sectores relevantes como salud y educación, sistema financiero y sector público, entre otros. Este argumento se fundamenta en que el pobre desempeño económico de los años recientes respecto de gran parte de los noventa, puede ser reflejo de retornos decrecientes sobre la tasa de crecimiento de las reformas económicas aplicadas en el pasado. Esto obligaría a ser cada vez más creativos para lograr la consecución de mayores impulsos para el crecimiento, pues la sola mantención de las reformas del pasado, si bien es una condición necesaria, no es suficiente, como tampoco lo es un proceso de cambios sin horizontes y metas claras.

Como se puede observar, diversas pueden ser las hipótesis que expliquen esta situación, pero lo fundamental es hacer lo necesario para que volvamos a crecer cerca de nuestro producto potencial. Este, se define como el mayor nivel de producto que se puede alcanzar, dado el *stock* de capital, la tecnología y el volumen de población, sin acelerar la trayectoria de la inflación. La estimación del PIB potencial, como indicador de la capacidad económica de un país, permite disponer de una aproximación de la evolución esperada de la economía, orientando, por lo tanto, las formas de implementación de las políticas macroeconómicas para acercar lo más posible el comportamiento efectivo al potencial estimado. Todo ello, manteniendo la estabilidad de precios, que es el principal objetivo de un banco central.

Creo que es muy importante mencionar también, el rol de los mercados financieros en el crecimiento económico. La calidad de la infraestructura financiera de un país afecta directamente su potencial de crecimiento económico, pues cumple funciones fundamentales en una economía de mercado: (1) provee los medios de pagos para las transacciones, (2) facilita la acumulación de ahorro de las personas, (3) moviliza los recursos financieros hacia las nuevas ideas que impulsan el crecimiento, (4) supervisa la eficiencia de su administración y (5) entrega los instrumentos

para atenuar el riesgo de las familias y las empresas. La efectividad para cumplir todas estas funciones incide directamente en el crecimiento de la economía, en la amplitud de sus ciclos y en su capacidad para ajustarse a un entorno global en permanente cambio. La economía chilena tiene mercados financieros relativamente profundos respecto de países de ingresos comparables e incluso superiores al nuestro. Por ejemplo, el volumen del crédito bancario en nuestro país alcanza a 70% del PIB, el mayor de América Latina y, sobre el promedio mundial, comparable con países como España. Sin embargo, hay desafíos de modernización pendientes.

Para finalizar esta introducción, me gustaría destacar la importancia de la información económica y lo relevante de su transparencia y oportunidad para la eficacia de la política monetaria. Desde mayo del 2000, el Banco Central de Chile publica, cuatrimestralmente, su Informe de Política Monetaria (IPoM), el cual es presentado ante la comisión de Hacienda del Senado. Los principales objetivos de esta publicación son informar y explicar la visión del Consejo sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria. También contribuye a la formación de expectativas del mercado por cuanto provee información sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto. Asimismo, se publican las minutas resumen de las actas de las sesiones mensuales de política monetaria con un desfase de tres meses, donde se incluye la identificación de la votación. Ciertamente, estos dos elementos han sido fundamentales desde la perspectiva de la transparencia y eficiencia de la aplicación de la política monetaria.

Escenarios económicos 2002-2003

Los acontecimientos económicos tienen, habitualmente, varias causas. Éstas generan respuestas de políticas económicas cuyos efectos tardan algún tiempo en manifestarse plenamente. Algunos de estos hechos están motivados por factores externos, mientras que otros están más determinados por condiciones internas. A su vez, en las razones de la actual coyuntura se manifiestan aspectos del funcionamiento de la economía en el corto y en el mediano plazo, ya que los estímulos de la demanda van de la mano con cambios en la asignación de recursos. Las causas, las reacciones de política y sus consecuencias en la situación actual pueden resumirse en los siguientes hechos que han caracterizado el desempeño de nuestra economía durante el primer semestre de 2002:

- En el plano internacional, si bien hasta ahora se han mantenido las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y de paulatina recuperación de los términos de intercambio esperados en el IPoM de mayo, han surgido factores que configuran un escenario de mayor riesgo en el panorama del crecimiento global.

¹ El Crecimiento Económico de Chile, Klaus Schmidt-Hebbel y Francisco Gallego, 2002, Banco Central de Chile.

² Relación entre los precios promedios de importación y de exportación para los bienes y servicios que son objeto del intercambio.

- Algunos socios comerciales de la región continúan con fuertes deterioros en su desempeño. Esto ha generado una mayor incertidumbre financiera, la que puede tener efectos más prolongados sobre los flujos de inversión a la región en general, y a Chile, en particular.

- A nivel interno, el escenario se ha caracterizado por un producto que ha tenido un ritmo moderado de crecimiento en los primeros meses del año, con una paulatina recuperación de niveles. La demanda interna ha tenido también una recuperación respecto de los niveles de fines del año pasado, pero a un ritmo menor del esperado. Este pobre desempeño del gasto interno ha sido parcialmente compensado por un crecimiento superior al esperado del sector exportador, lo que ha permitido que la trayectoria del PIB no sea sustancialmente distinta de lo anticipado. La evolución del gasto interno, no obstante, hace prever para los próximos trimestres tasas de crecimiento menores que las contenidas en el escenario central descrito en el último Informe de Política Monetaria.

- La mantención de la inflación en niveles acotados que no representen factores de riesgo, ha permitido que el Banco Central aumente sostenidamente el impulso monetario durante los últimos siete meses, favoreciendo una trayectoria más dinámica de la actividad. En adelante, se espera que la inflación convergerá hasta el centro del rango meta en el horizonte habitual de política.

En definitiva, consideramos que los desarrollos futuros de los factores antes señalados, referidos a la solidez del repunte de la economía mundial, a la solución de los conflictos económicos, políticos y sociales de importantes países de la región y a la fuerza de la recuperación de la demanda interna, son factores claves en la evolución futura de nuestro país.

Economía mundial

Desde la desaceleración global que se inició a mediados del año 2000, las principales economías del mundo han seguido una trayectoria de recuperación en los niveles de actividad durante el primer semestre de 2002. La situación global continúa el curso previsto de aceleración en el crecimiento, esta vez con noticias que muestran que Asia está entrando en una fase de mayor dinamismo, compensando el desempeño de otras áreas. La evolución más probable de los precios de los *commodities* continúa en línea con lo esperado en el IPoM de mayo. Los riesgos de este escenario, sin embargo, se han tornado crecientemente más asimétricos: el peligro de terrorismo, los problemas en el medio oriente y la evolución reciente de las bolsas, explicada por los escándalos financieros en grandes empresas de EE.UU., apuntan

a escenarios alternativos de menor actividad y/o mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas. Las proyecciones de crecimiento de Japón han sido corregidas al alza, mientras que la zona europea se mantiene estable, con perspectivas de recuperación en el próximo año. Estos antecedentes respaldan un escenario en que la economía mundial se recupera gradualmente en el transcurso del año 2002 y con más fuerza en 2003. Cabe señalar que las proyecciones de crecimiento mundial de consenso, ponderado a paridad del poder de compra (PPC), son de 2,8% para 2002 y 3,9% para 2003 (cuadro 3).

En las últimas semanas, los mercados financieros internacionales han mostrado un dólar que se ha depreciado en forma más persistente, una trayectoria especialmente negativa de los mercados accionarios, particularmente en Estados Unidos, y tasas de interés de largo plazo a la baja. Los efectos de estos hechos en la economía chilena dependerán de la evolución que sigan los mercados financieros internacionales en los próximos meses. En efecto, el impacto de los eventuales menores niveles de actividad en países avanzados debe ser cotejado con los cambios en el costo y en los flujos de financiamiento hacia las economías emergentes, así como con la respuesta de los precios de los productos de exportación a los cambios en las paridades y los eventuales menores niveles de actividad mundial. No obstante, aún es muy pronto para determinar la magnitud de estos efectos y su incidencia en nuestra economía.

Las perspectivas de una trayectoria más favorable del escenario internacional respecto de los años previos, se expresa en la evolución de los precios de nuestras exportaciones. Para este año se espera sólo un leve aumento en el precio del cobre, para ubicarse en torno a US\$ 0,73 por libra, con un incremento adicional hacia 2003 y 2004. Hasta el momento, esta evolución se ve compensada con proyecciones de un mayor precio del petróleo (gráfico 2). Esto significa que los términos del intercambio se mantendrán este año en niveles promedios similares a los del año pasado, para repuntar en torno a un 4% promedio anual durante el año 2003 (gráfico 3).

Situación regional

El segundo factor clave para el futuro de nuestra economía es la situación regional. Desgraciadamente, hemos tenido sorpresas negativas, pues, la situación regional se ha deteriorado marcadamente. Por segundo año consecutivo, el producto de América Latina permanecerá prácticamente estancado en el 2002. Comenzó afectándonos la situación argentina el año pasado, y recientemente Brasil, es el mayor foco de preocupación. Desde hace algunas semanas, se ha visto incrementado el acople de las variables financieras domésticas con el riesgo de Brasil, el que si

bien ha sido de relativa intensidad, ha permitido mantener en rangos compatibles la estabilidad financiera nacional y de precios.

En términos generales, los riesgos regionales aparecen como asimétricos, especialmente por la evolución que está teniendo la situación política en algunos países como Perú, Colombia, Venezuela, Bolivia, aparte de los ya conocidos de Brasil y Argentina. A continuación, analizaremos los efectos más relevantes del escenario regional, centrado en estos últimos dos países por ser los de mayor peso respecto de América Latina. Veremos los efectos de la transmisión por la vía de los mercados financieros, los flujos de comercio y los cambios patrimoniales de las empresas chilenas con inversiones en los países vecinos.

Quiero destacar, en todo caso, que existe bastante consenso entre los analistas nacionales e internacionales, de que la vecindad latinoamericana es una de las que posee mayor incertidumbre y peores desempeños en la actual coyuntura mundial.

El comercio exterior es una de las variables en que se expresan los efectos adversos de la crisis regional. Nuestras exportaciones a Argentina cayeron en torno a 60%, y el flujo de turistas disminuyó a cerca de la mitad en el primer trimestre del año 2002. Una proyección anual y combinada de estos dos efectos muestra que ellos tienen una incidencia directa en torno a 0,3 puntos porcentuales en el crecimiento del PIB del 2002, efecto que aumenta aproximadamente a 0,5 si se consideran los efectos indirectos (cuadro 4). En el pasado, el sector exportador ha mostrado bastante flexibilidad, por lo que se puede esperar que los efectos en el comercio sean de carácter transitorio, en la medida que se logre encontrar otros mercados (internos o externos) para estos productos o servicios. Aunque por ahora las importaciones desde Argentina no han mostrado incrementos relevantes, no es descartable que la depreciación del peso argentino incentive mayores flujos de bienes desde ese país.

En el caso de Brasil, los efectos comerciales son más acotados. Las exportaciones industriales en el año 2001 equivalen a un 0,5% del PIB, mientras que en el caso de Argentina estas exportaciones fueron 0,7% del PIB. Además, alrededor del 75% de las exportaciones chilenas a Brasil tienen la capacidad de ser destinadas a otros mercados. Esto es así, pues la gran mayoría de las exportaciones a Brasil son mineras (50%), aplicándose también una alta probabilidad de redestino a buena parte de las demás exportaciones (cuadro 5). En el caso de las exportaciones a Argentina, sólo 50% se podía redestinar. Por último, la magnitud de la caída de las exportaciones de Brasil, probablemente será inferior a la de Argentina, pudiendo incluso, realizarse en un período de mejor entorno global.

Dado que el efecto comercial de la crisis brasileña es bastante menor y acotado, podemos decir que el principal impacto se

expresaría a través de los mercados financieros, tal como lo hemos observado recientemente. Del mismo modo como ocurrió con el agravamiento de la situación argentina en el segundo semestre de 2001, el mercado cambiario ha reaccionado ante el aumento de la incertidumbre en Brasil, produciendo una depreciación nominal en torno al 8% del peso chileno desde fines de abril (gráfico 4). Paralelamente, en los mercados financieros internacionales el *spread* de los instrumentos de deuda externa chilena se ha incrementado en torno a 80 puntos base en el mismo período (gráfico 5). En todo caso, este aumento hasta ahora no parece especialmente preocupante. La razón principal es que, aparte de que se mantienen en niveles históricamente satisfactorios, hasta ahora su incremento no se ha traducido en un aumento relevante en los costos de financiamiento externo, porque en los últimos dos meses se ha observado una significativa disminución en el rendimiento a mediano y largo plazo de los papeles del tesoro americano, compensando en parte los aumentos de *spreads*. También, es tranquilizador el hecho de que el incremento del *spread* chileno se asocia más bien a un incremento generalizado en la aversión al riesgo asociado a países emergentes, que a un efecto específico de la situación de Brasil sobre el riesgo crediticio de Chile. Esto se refleja en que los *spreads* chilenos no se han visto más castigados que los de otros países emergentes, fuera del continente americano.

Una parte de estos efectos financieros obedece a ajustes inesperados de portafolio de empresas e inversionistas, los que por lo general tienen algún carácter transitorio. Sin embargo, también hay una parte que podría llegar a ser más duradera en la medida que se resientan los flujos financieros hacia la región en su conjunto, más de lo que ya lo han hecho. En los escenarios de proyección que ha considerado el Banco Central como más probables, se ha tenido una visión conservadora sobre los flujos de capital hacia economías emergentes. En todo caso, la materialización del acuerdo comercial con la Unión Europea podría dar un impulso positivo a este tipo de inversión en el mediano plazo.

Un tercer efecto de las dificultades económicas de la región se expresa en las pérdidas patrimoniales y en el estado de los resultados de las empresas que han invertido en las economías vecinas. Este efecto se refleja en las cotizaciones bursátiles y en los *spreads* de la deuda de las empresas, todo lo cual se traduce en una menor capacidad de generación de renta de estas empresas. Sólo en el caso de Argentina, se estimó que la disminución en las utilidades devengadas de las inversiones en ese país afecta directamente el ingreso nacional del año 2002 en aproximadamente 0,2% del PIB. Para el caso de las inversiones en Brasil, estos efectos tendrían una magnitud sustancialmente menor.

Donde la crisis brasileña sí podría tener efectos regionales diferenciados y más adversos, es en el comportamiento de los

flujos de capitales y en los precios accionarios. Los flujos de capital para la adquisición de acciones en América Latina se han estado reduciendo sistemáticamente a contar de mayo de 2002. Similarmente, de acuerdo con el *Institute for International Finance*, los flujos brutos hacia la región disminuyeron desde US\$4 mil millones, promedio mensual, en el período enero-abril de 2002, a casi cero en mayo de 2002 (gráfico 6). Un comportamiento similar está mostrando la inversión de cartera neta desde y hacia Chile.

Desearía destacar que Brasil tiene una ventaja importante en relación con Argentina, pues, su economía está mejor preparada para adaptarse a los cambios. En primer lugar, el régimen cambiario de flotación implica un mecanismo de ajuste más gradual y eficiente que bajo un régimen de convertibilidad. Segundo, el sistema financiero y los sectores productivos disponen de una mejor cobertura natural a través de instrumentos financieros que cubren los riesgos cambiarios. Como un ejemplo de ello, hay que señalar que, tras la depreciación promedio de 57% de esta moneda en 1999, el mercado financiero mantuvo una posición sólida. Cabe recordar que Brasil es una economía relativamente más cerrada, de gran tamaño, lo cual sugiere que los movimientos cambiarios tienen menores impactos domésticos, en comparación con países como Argentina o Uruguay. No hay que despreciar, sin embargo, el efecto de cambios financieros en la dinámica de la deuda que podría sufrir esta economía.

Situación interna

El tercer factor determinante de la evolución futura de nuestra economía dice relación con factores domésticos. Durante el año 2001 observamos una fuerte contracción de la demanda interna, sobre todo en el segundo semestre. Una parte de este fenómeno se debió a factores que resultaron transitorios, como los atentados de septiembre y la crisis en Argentina. Aunque la caída de los componentes más sensibles de la demanda interna, como las existencias, el consumo de durables y la inversión en maquinaria se revirtió parcialmente en los primeros meses de este año, esta recuperación se ha moderado bastante en lo más reciente (gráfico 7). De la misma forma, los componentes más estables del gasto, en particular el consumo habitual, que crecieron de forma relativamente constante durante el 2001, en los últimos meses se han desacelerado de forma marcada (gráfico 8).

Existe una serie de factores que permite esgrimir hipótesis respecto del bajo dinamismo del gasto interno en los últimos meses. En primer lugar, en los años recientes hemos presenciado una disminución marcada de las expectativas privadas de crecimiento de mediano plazo, lo que afecta directamente el crecimiento del ingreso permanente. En segundo lugar, la confianza de los

consumidores se mantiene en niveles bajos. Aunque las mediciones disponibles reflejan una reversión del pesimismo observado en el tercer trimestre del año pasado, aún se encuentran en niveles deprimidos si se comparan con el promedio de los años anteriores. En tercer lugar, el incipiente dinamismo que se apreció en la creación de empleo desde mediados del año pasado, sobre todo privado, es decir excluyendo los programas de empleo gubernamentales, se ha detenido durante el segundo trimestre de este año (gráfico 9). En particular, el empleo en la industria y el comercio, que empujaron el crecimiento de la ocupación hacia fines del 2001, ha caído en términos absolutos.

Todos estos antecedentes han sorprendido negativamente. Si bien las estimaciones muestran que se mantuvo una velocidad de crecimiento positiva del gasto y del PIB durante el segundo trimestre del presente año, el dinamismo es menor al que se estimaba hace un tiempo. El gasto, en particular, está teniendo una evolución claramente por debajo de lo previsto en el Informe de mayo, lo que pone en duda, más allá de la situación internacional, la fortaleza del proceso de recuperación de la actividad.

La dinámica inflacionaria ha revelado también que existen holguras mayores a las esperadas en los mercados de bienes y de factores. En el mes de junio, el IPC presentó una variación de -0,1%, acumulando un incremento anual de sólo 2,0% (gráfico 10). A su vez la inflación subyacente —que excluye los precios de perecibles y combustibles— tuvo igual variación mensual, aunque con un crecimiento en doce meses de 2,7%. Es posible que durante algunos meses puntuales, durante lo que resta del año, la inflación en 12 meses se ubique por debajo de 2%. Más en el mediano plazo, las expectativas privadas se ubican en torno a 2,5% anual, para horizontes de un año, y cercanas a 3% para horizontes de dos años.

Estas perspectivas muestran la ausencia de presiones inflacionarias significativas, lo que ha motivado las sucesivas reducciones de la tasa de política monetaria durante este año, pasando desde un nivel de 6,5% en enero al 3,25% actual. Además, el mayor grado de expansión de la política monetaria se aprecia en las tasas de interés de los distintos instrumentos del Banco Central, las que han llegado a niveles históricamente bajos.

Conclusiones y perspectivas

Las reducciones en la tasa de política monetaria decretadas por el Banco Central, se han sustentado en una disminución sustantiva y amplia en las perspectivas de inflación de mediano plazo, que ha sido acompañada por una inflación efectiva —total y subyacente— menor a la prevista. En tanto, la política fiscal, de acuerdo con la capacidad contracíclica de la regla de superávit estructural, está

aportando al impulso de demanda agregada con un impacto cercano al 5% para el año 2002 en su conjunto, mientras la inversión pública crecerá en torno al 11%. Esta combinación de políticas monetaria y fiscal es congruente con la depreciación real del peso en los últimos años, lo que ha permitido un dinamismo de las exportaciones que ha más que compensado el efecto sobre el volumen exportado de la caída del comercio global.

La economía mundial continúa expandiéndose a un ritmo similar al previsto en meses anteriores, aunque con heterogeneidad en las distintas zonas geográficas. No obstante, las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales se han resentido por la negativa evolución de algunos países latinoamericanos. Adicionalmente, los riesgos asociados al deterioro de los principales mercados bursátiles han cobrado mayor preponderancia. Por su parte, las turbulencias financieras en la región se han tornado más significativas que en meses anteriores.

En el ámbito interno, los antecedentes acumulados indican que durante el segundo trimestre, tanto el gasto como el producto se habrían expandido respecto del trimestre inmediatamente anterior, aunque a un ritmo menor que el previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo. La diferencia es más evidente en el caso del gasto, para el cual se esperaba una mayor aceleración a esta altura del año. Esta trayectoria, sumada a la evolución del escenario internacional, hace prever tasas de crecimiento menores que las contenidas en dicho Informe para los próximos trimestres.

Algunas de las circunstancias descritas tienen implicancias inflacionarias contrapuestas. Sin embargo, el bajo nivel de la inflación, la persistencia que han mostrado las brechas de capacidad y el reducido traspaso observado de la depreciación del tipo de cambio a los precios, anticipan que la inflación convergerá hacia el centro del rango meta en el horizonte habitual de política. Ello es coherente con el nuevo impulso monetario que favorece una trayectoria más dinámica de la actividad.

La mezcla actual de políticas macroeconómicas, vale decir, un régimen de metas de inflación, la flotación cambiaria y la regla fiscal de superávit estructural, permiten amortiguar mejor los efectos de las fluctuaciones externas. En un entorno tan incierto como el actual, es esencial inyectar flexibilidad en los mercados, de tal forma que la adaptación a nuevos escenarios sea lo menos costosa posible. Aunque la economía chilena ha mostrado un alto grado de flexibilidad en el pasado, siempre es posible aumentarla. De esta forma, se pueden obtener beneficios adicionales, desde el punto de vista de acomodar las fluctuaciones a las que

inevitablemente se ve sujeta una economía pequeña y abierta como la chilena. Desde el punto de vista del funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, revisten particular importancia el grado de competencia y la regulación. En los mercados de factores productivos son relevantes la flexibilidad en el mercado laboral y en el mercado de capitales. En la actualidad, en cada uno de estos ámbitos hay importantes desafíos que se expresan en la posibilidad de adoptar políticas estructurales, que prepararían mejor a la economía para competir en los mercados globales y hacer frente de mejor forma a los *shocks* externos.

Finalmente, creo conveniente enfatizar que la política monetaria del Banco Central tiene como principal objetivo mantener la inflación en un nivel bajo y estable, definido como un rango de 2% a 4% centrado en 3%, en un horizonte de tiempo permanente. Este objetivo es simétrico, por lo que el Consejo estima como perjudiciales desviaciones tanto por sobre el 4% como por debajo del 2%. Hacia adelante, se espera que la inflación del IPC converja gradualmente, desde sus niveles actuales, hacia el centro del rango meta en los próximos dos años. Esta trayectoria es congruente con una aceleración gradual de la actividad y del gasto, lo que se ve favorecido por las recientes medidas de política monetaria. Sin embargo, y como siempre, existe una multitud de riesgos, que en la actualidad tienen un carácter particularmente asimétrico.

El Banco Central, en su Informe de Política Monetaria de mayo, en su escenario central, proyectó la inflación y el crecimiento económico con los últimos antecedentes disponibles en ese momento. Han transcurrido dos meses desde esas proyecciones y hemos observado un entorno regional que se ha deteriorado marcadamente a lo que se suma la seguidilla de escándalos contables en EE.UU., junto con una sombra de duda respecto a la velocidad y robustez del proceso de recuperación del crecimiento en el mundo desarrollado. Asimismo, en el ámbito interno, la prolongación de niveles elevados de desocupación, podría continuar limitando el crecimiento del gasto en consumo. Las implicancias precisas de estos desarrollos sobre el panorama de mediano plazo son difíciles de evaluar en la actual coyuntura, producto del estado de flujo del escenario internacional, pero en su conjunto apuntan a un crecimiento más acotado y, probablemente, a menores presiones inflacionarias. Como es habitual, el próximo Informe de Política Monetaria, en septiembre de este año, contendrá la visión del Consejo a esa fecha, sobre las perspectivas de crecimiento e inflación de mediano plazo. Es importante destacar que, justamente, esos son los antecedentes que guían la conducción de la política monetaria en el esquema actual de metas de inflación.
