

Escenarios Económicos: 2002-2003

EXPOSICIÓN DE JORGE MARSHALL R., VICEPRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, EFECTUADA EN EL SEMINARIO EMPRESARIAL "CRECIMIENTO ECONÓMICO, POLÍTICA MONETARIA Y NUEVOS ESCENARIOS ECONÓMICOS" ORGANIZADO POR LA UNIVERSIDAD CATÓLICA DE LA SANTÍSIMA CONCEPCIÓN, EL 26 DE JUNIO DE 2002.

Introducción

En esta exposición analizaremos los acontecimientos económicos recientes, en el contexto de los escenarios de mediano plazo que elabora y mantiene el Banco Central.

En la información económica de la primera mitad de este año, destacan los siguientes hechos:

- El producto tuvo su menor ritmo de crecimiento en los primeros meses del año, mientras las cifras preliminares del segundo trimestre muestran una gradual expansión.
- La demanda interna ha tenido una recuperación desde comienzos del año, pero a un ritmo menor que el anticipado.
- La situación de América Latina se ha tornado más incierta, lo que puede tener efectos negativos más persistentes en los flujos de inversión a la región y a Chile.
- Se mantienen las mejores perspectivas de crecimiento de la economía mundial y de paulatina recuperación de los términos de intercambio.
- Las perspectivas de la inflación se mantienen alineadas con la meta de mediano plazo.

La trayectoria que adquieran estos desarrollos definirá la evolución de la economía en los próximos trimestres. En este sentido, los factores claves de la coyuntura actual son: la solidez del repunte

de la economía mundial, las dificultades económicas de la región y la fuerza de la recuperación de la demanda interna.

Mejores perspectivas de la economía mundial

Las principales economías avanzadas mostraron un claro repunte en los niveles de actividad en el primer trimestre del 2002, lo que puso término al ciclo de fuerte desaceleración del producto y del comercio global experimentado en el 2001. En la actualidad, se han consolidado las mejores perspectivas de crecimiento de la actividad mundial para el período 2002-2003. Si bien en Estados Unidos se han moderado levemente las perspectivas de crecimiento para este año, en Japón y en los países de Asia-Pacífico se han producido correcciones al alza en las proyecciones de crecimiento, en tanto la zona europea se mantiene estable, con perspectivas de recuperación en el próximo año. Estos antecedentes respaldan el escenario en que la economía mundial se recupera gradualmente en el transcurso del 2002 y con más fuerza en el 2003.

En las semanas recientes, los mercados financieros internacionales han mostrado una depreciación más persistente del dólar, una trayectoria más negativa de los mercados accionarios, especialmente en Estados Unidos, y tasas de interés de largo plazo a la baja. Si bien estos hechos instalan una señal de cautela en la economía global, su efecto en la economía chilena dependerá de la trayectoria que siga cada uno de ellos en los próximos meses, ya que el efecto negativo de 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. Aún es muy pronto para determinar la magnitud de estos efectos.

La consolidación de una trayectoria más positiva del escenario internacional se expresa en la evolución de los precios de nuestras exportaciones. Para este año se espera sólo un aumento leve en el precio del cobre, para ubicarse en torno a US\$0,73 por libra, con un incremento adicional hacia el 2003 y el 2004. Hasta el momento, esta evolución se ve compensada con mayores proyecciones para el precio del petróleo. Esto significa que los términos del intercambio se mantendrán este año en niveles promedio similares a los del año 2001, para repuntar en torno a un 4% promedio anual durante el 2003.

Dificultades en América Latina

Otro factor relevante para el futuro de la economía chilena proviene de las dificultades que se observan en América Latina. Por segundo año consecutivo el producto de América Latina permanecerá prácticamente estancado en el 2002. Particular relevancia en este

hecho tiene la crítica situación de Argentina, a la que ahora se agrega el cambio en las expectativas de mercado respecto de Brasil. Los efectos más relevantes del escenario regional se transmiten a través de los mercados financieros, los flujos de comercio y los cambios patrimoniales de las empresas chilenas con inversiones en los países vecinos. En el caso de Brasil, los potenciales efectos directos son de menor magnitud que en la crisis de Argentina, aunque los efectos indirectos, que operan a través de los mercados financieros internacionales, pueden alcanzar una mayor magnitud.

El principal impacto de las turbulencias regionales se expresa en los mercados financieros. Del mismo modo como ocurrió con el agravamiento de la situación de Argentina entre mediados y fines del 2001, el mercado cambiario ha reaccionado ante el aumento de la incertidumbre en Brasil, provocando una depreciación en torno a 8% en el tipo de cambio nominal, desde fines de abril, aunque con un efecto menor en el tipo de cambio real por la depreciación de las monedas de varios de nuestros socios comerciales. Además, en los mercados financieros internacionales el *spread* de los instrumentos de deuda externa chilena se ha incrementado en el mismo período.

Una parte de estos efectos financieros obedece a ajustes inesperados de portafolio de empresas e inversionistas, por lo que tiene un carácter más bien 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. Si bien los escenarios que ha considerado el Banco Central como más probables contienen una visión conservadora sobre los flujos internacionales de capitales y, en el caso de Chile, la materialización del acuerdo con la Unión Europea puede dar algún impulso positivo a este tipo de inversión, es posible que los efectos indirectos de un agravamiento de la situación de Brasil tengan repercusiones más duraderas en las economías emergentes.

El comercio exterior es otra fuente en que se expresan los efectos directos adversos de la crisis regional. En el caso de Argentina, nuestras exportaciones cayeron en torno a 60% y el flujo de turistas disminuyó a cerca de la mitad en el primer trimestre de este año. Una proyección anual y combinada de estos dos efectos tiene una incidencia directa en torno a 0,3 puntos porcentuales en el crecimiento del producto interno bruto (PIB), efecto que aumenta aproximadamente a 0,5 si se consideran los efectos indirectos.

En el caso de Brasil, los efectos comerciales potenciales son más acotados que en el caso de Argentina. Las exportaciones industriales a Brasil en el 2001 equivalen a 0,5% del PIB, mientras que en el caso de Argentina, estas alcanzaron 0,7% del PIB. Además, en el caso de Brasil alrededor de tres cuartas partes de las exportaciones chilenas tienen la capacidad de ser destinadas a otros mercados.

Este cálculo se obtiene de aplicar el criterio de que los envíos a Brasil representen menos de 20% de las exportaciones de cada rubro o que los mismos productos sean colocados al menos en otros quince países. Además, la magnitud de la caída de las importaciones de Brasil será probablemente inferior a la de Argentina, y ocurrirá en un período de repunte del comercio global.

Exportaciones según destino como porcentaje del PIB (2001 y primer trimestre de 2002)

	Argentina		Brasil		Resto América Latina		Total mundo	
	2001	2002:1	2001	2002:1	2001	2002:1	2001	2002:1
Agricultura	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3	0,5	2,5	4,0
Minería	0,1	0,0	0,6	0,5	0,5	0,8	11,3	11,2
Industria	0,7	0,3	0,5	0,4	3,0	3,3	12,5	11,4
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
Total	0,8	0,4	1,3	1,0	3,9	4,6	26,5	26,8

Un tercer efecto de las dificultades económicas en la región se expresa en las pérdidas patrimoniales y en los estados de resultados de las empresas que han invertido en las economías vecinas. Este efecto se refleja en las cotizaciones bursátiles y en los *spread* de deuda de las empresas que han hecho las inversiones, además de la 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 al ingreso nacional del 2002 en aproximadamente 0,2% del PIB. Para el caso de las inversiones en Brasil, estos efectos tienen una magnitud inferior.

La actual situación de América Latina abre un cuadro menos favorable que el considerado en la construcción del escenario central del Informe de Política Monetaria de mayo último. En la medida en que se dispone de antecedentes más confiables sobre estos efectos, el Banco Central los incorpora, tanto en sus decisiones de política monetaria, como en el continuo seguimiento que hace de su escenario de mediano plazo más probable.

Recuperación lenta de la demanda interna

Un aspecto relevante de la economía en el 2001 fue la disminución de la demanda interna, mientras el producto se mantenía creciendo. En este fenómeno hay una parte transitoria, que ya ha comenzado a revertirse, y otra parte más persistente que responde a las perspectivas de crecimiento de mediano plazo. Sin duda, los desarrollos del escenario externo afectaron a los componentes más variables de la demanda, como son las existencias, el consumo de durables y la inversión en maquinaria. En la actualidad, los antecedentes del gasto permiten esperar que se consolide el repunte que muestran estos componentes de la demanda.

Hay, por otra parte, componentes de la demanda interna que responden a las perspectivas de crecimiento de mediano plazo y a la persistencia del desempleo. El consumo habitual, que es uno de los componentes más estables del gasto, ha mostrado una tendencia muy moderada de crecimiento. Asociado a este hecho, en los últimos años hemos presenciado una disminución en las perspectivas de mediano plazo, medidas en el crecimiento anticipado por los analistas económicos para dentro de dos años, aunque en los últimos meses esta cifra muestra un leve incremento. Una tendencia similar se obtiene del Índice de Percepción Económica de ADIMARK, que desde fines del 2001 revierte el fuerte pesimismo observado hacia del tercer trimestre de ese año, aunque aún muestra niveles bajos cuando se compara con el promedio de los años pasados y los últimos incrementos de este indicador son más bien modestos. Esta trayectoria parece indicar que los sentimientos de los consumidores se estarían moviendo muy gradualmente hacia un escenario más conducente a decisiones de consumo.

Considerando la incertidumbre regional es posible que una parte de la recuperación del gasto sea más lenta. De hecho, la tendencia del gasto en el segundo trimestre parece más pausada que lo anticipado. Sin embargo, dada la naturaleza de los componentes más volátiles de la demanda, no se puede descartar que en los próximos trimestres su proceso de recuperación siga una trayectoria más acelerada que la mostrada hasta el momento.

Políticas macroeconómicas y perspectivas

Durante este año, el Banco Central ha reducido la tasa de política monetaria de 6,5% a 4%. Esta acción ha estado basada en una disminución sustantiva y amplia en la perspectiva de inflación de mediano plazo, que ha sido acompañada por una inflación efectiva —total y subyacente— menor a la prevista. El mayor grado de expansividad 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. Sin embargo, las tasas de los documentos reajustables de largo plazo del Banco Central presentan una reversión de esta trayectoria desde mayo, probablemente influida por las turbulencias regionales.

La política fiscal, en tanto, de acuerdo con la capacidad contracíclica de la regla de superávit estructural, está aportando al impulso de demanda agregada a través del crecimiento del gasto público con impacto macroeconómico cercano a 5% para el año en su conjunto, mientras la inversión pública crecerá en torno a 11%.

Esta combinación de políticas monetaria y fiscal ha posibilitado la depreciación del tipo de cambio real en los últimos años, lo que ha permitido un dinamismo de las exportaciones que ha más que

compensado el efecto de la caída del comercio global en el volumen exportado.

Por su parte, las holguras de capacidad seguirán acotando las presiones inflacionarias subyacentes. La evolución esperada de la inflación en el mediano plazo se mantiene dentro de los rangos previstos, aunque la trayectoria de corto plazo de la inflación total presentará importantes altibajos, los que se derivan tanto de los movimientos recientes en el precio internacional de los combustibles, las fluctuaciones en el mercado cambiario y los efectos de base de comparación. La inflación subyacente se mantendrá fluctuando en el rango 2,5% a 3,0% durante los próximos meses y en torno a 3% hacia fines del 2003.

En síntesis, los factores más favorables a la recuperación de la economía, como son las mejores perspectivas de la economía mundial y las condiciones más favorables para un impulso de origen interno, deben predominar sobre el ambiente regional más incierto. La información preliminar del segundo trimestre de este año es coherente con esta tendencia, aunque las cifras mensuales deben ser consideradas con mucha cautela. En estas condiciones, se espera que se consoliden las tendencias de recuperación en la demanda interna y de una gradual expansión en el ritmo de crecimiento del producto, apoyado en el estímulo monetario, en la característica contracíclica de la política fiscal, así como la normalización de algunos componentes del gasto que tuvieron fuertes contracciones durante la segunda mitad del 2001.

Es importante destacar que el marco de políticas macroeconómicas que se aplica en Chile permite amortiguar mejor los efectos de las fluctuaciones externas. Para que las políticas macroeconómicas tengan la capacidad de moderar las turbulencias externas y al mismo tiempo estimular la demanda interna, es indispensable que sean sostenibles y coherentes con el escenario de mediano plazo de la economía. Esto se expresa en la necesidad de preservar el régimen de metas de inflación, la flotación cambiaria y la regla fiscal de superávit estructural. Fuera de este marco, las políticas de demanda pueden tener un efecto contrario al esperado. En este esquema, el Banco Central continuará atento a la evolución de los distintos indicadores económicos, de modo de adoptar las acciones de política con la flexibilidad requerida para hacer frente a los distintos escenarios de riesgo.

A su vez, es también fundamental señalar que el complemento natural de este esquema macroeconómico es la flexibilidad de los mercados de bienes y de factores productivos. Esta característica es la que facilita los cambios en los precios relativos y otorga mejores señales para aprovechar las oportunidades más rentables. De esta forma, se potencia mejor el régimen de políticas macroeconómicas y se obtienen mejores resultados en la recuperación del crecimiento de la economía chilena.
