

Perspectivas Económicas y Política Monetaria

EXPOSICIÓN DE JORGE MARSHALL R., VICEPRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, EN LAS CONFERENCIAS REGIONALES 2003 ORGANIZADAS POR EL DIARIO FINANCIERO, EFECTUADA EN TEMUCO, EL 30 DE OCTUBRE DE 2003.

Introducción

El objetivo de esta presentación es formular algunas reflexiones personales sobre las perspectivas de la economía chilena en el corto y mediano plazo. Los aspectos destacados de la actual coyuntura son los siguientes:

- En el tercer trimestre de este año, se produjo un giro en la economía internacional que confirma la recuperación global.
- La actividad interna inició una recuperación en el segundo semestre del 2002, la cual debe tomar fuerza hacia fines de este año.
- Las condiciones financieras se mantienen expansivas y no se visualiza riesgo para la inflación.

Estos elementos permiten anticipar condiciones económicas favorables para los próximos trimestres, que pueden llevar la actual recuperación a un crecimiento sostenido.

Economía global

El panorama internacional experimentó un giro en el tercer trimestre de este año. La actividad económica y el comercio mundial están en recuperación y las perspectivas del 2004 mejoran. Esto permite que los precios de nuestras exportaciones suban y las condiciones financieras externas mantengan una posición favorable.

La información de los meses recientes muestra una recuperación en EE.UU. y Japón. En el caso de EE.UU., la reactivación está recibiendo el impulso de las políticas monetaria y fiscal. Además, la rentabilidad de las empresas se ha recuperado, apoyada por importantes incrementos de productividad. La recuperación también se manifiesta en Japón, con un crecimiento esperado en el 2003 por sobre el promedio que se registra desde 1990. En Europa, a su vez, se recuperan los indicadores de confianza y de actividad industrial.

Las economías emergentes también presentan mejores perspectivas de crecimiento, especialmente en Asia, con un crecimiento esperado por sobre el 6% en el 2003 y 2004. En el caso de América Latina, las expectativas para este año siguen bajas, aunque se anticipa una recuperación más firme en el 2004.

Como consecuencia de este mejor panorama de la actividad mundial, el precio del cobre está por encima de lo anticipado, alcanzando en octubre un promedio de 87 centavos de dólar por libra. Por su parte, las oscilaciones en el precio del petróleo son coherentes con las proyecciones de US\$26 por barril para el 2004 y US\$23 para el 2005. Por todo lo anterior, los términos de intercambio han comenzado a mejorar en el segundo semestre de este año. Para el 2004 y 2005 se anticipa un crecimiento promedio cercano a 2,5% anual.

Los mercados financieros emergentes se han estabilizado luego de un período de caídas en los *spreads*. El bono chileno 2012 se ha ubicado en torno a los 82 puntos base en octubre, unos 60 puntos base menos que el promedio del primer semestre de este año. Si bien esta trayectoria se relaciona con una mejora en la situación de las economías emergentes en general, también se debe a la credibilidad de las políticas y a las favorables expectativas internas.

Actividad interna

En este panorama internacional, la actividad interna debe tomar fuerza hacia fines del 2003 y especialmente en el 2004. Las cifras de consumo y expectativas de los hogares son coherentes con esta evolución de paulatino incremento en el ritmo de crecimiento. En efecto, la encuesta IPEC de Adimark alcanzó en septiembre el mayor nivel desde comienzos del año 2000. Además, la evolución de diferentes indicadores del consumo valida el mayor optimismo que arrojan las encuestas de confianza. Mantener esta tendencia depende, en buena medida, de la evolución del empleo.

En relación con la inversión, la evidencia empírica muestra que los aumentos en la formación de capital se producen con varios trimestres de rezago respecto al crecimiento del producto. Por esta razón, no debe sorprender el moderado dinamismo de la inversión durante

este año. Las empresas del sector formal han logrado aumentos de productividad en los últimos años. Por ejemplo, mientras el producto del 2003 es alrededor de 15% mayor que el de 1997, el empleo del sector formal se ha mantenido constante. Esta es una ventaja competitiva a la hora de aprovechar el impulso del actual escenario externo y las bajas tasas de interés. Por esta razón, se anticipa una mayor inversión privada hacia el próximo año, lo que también está influido por la mejora en los indicadores de rentabilidad de las empresas y en las cotizaciones bursátiles.

Las exportaciones reales están mostrando un crecimiento acorde con la proyección de 5,7% para el presente año y de 6,4% en el 2004. Además, las estimaciones del efecto directo de los tratados de libre comercio (TLC) con Europa y Estados Unidos en el producto interno bruto (PIB) —que se basa en la mayor eficiencia generada por la reasignación de recursos— se encuentran en un rango de 0,1 a 1,2% por una sola vez. Sin embargo, cuando se agregan los efectos dinámicos y de inversión, se alcanzan magnitudes cercanas a 10%. En este último caso, podemos presenciar un efecto mayor de los TLC en el crecimiento, lo que también apoya el paso de una recuperación a un crecimiento sostenido.

Política monetaria

Los mercados financieros están mostrando los efectos del mejor panorama internacional, de las mejores perspectivas de crecimiento interno y de la ausencia de presiones inflacionarias. El resultado se manifiesta en la apreciación en el tipo de cambio real y en la más reciente disminución en las tasas de interés de mayor plazo.

Hay dos factores que deben considerarse al explicar la apreciación cambiaria. Por una parte, la caída generalizada del dólar en los mercados financieros internacionales. Este efecto lleva a que la relación peso/dólar se aprecie más que la paridad del peso con otras monedas. Por otra parte, está el fortalecimiento del peso que se expresa en el tipo de cambio multilateral. Esta apreciación obedece a mejores expectativas de crecimiento en los próximos años, a una evolución favorable de los términos de intercambio y a la disminución del premio por riesgo que los inversionistas exigen a los títulos chilenos.

Cuando las condiciones del mercado producen estas fluctuaciones, es importante reiterar que la política monetaria no tiene la capacidad de afectar el tipo de cambio real de la economía, que es la variable relevante en la asignación de recursos. Aún más, la experiencia muestra que cuando intenta hacerlo provoca distorsiones que generan más daños que beneficios en el crecimiento económico. Esto lleva a reafirmar que el régimen de flotación es un aporte a la estabilidad y flexibilidad de la economía.

Por su parte, las tasas de interés han reaccionado a un escenario de menores presiones inflacionarias. Este es un hecho que está ocurriendo en Chile, así como en las principales economías desarrolladas, aunque cada economía muestra particularidades que dependen de la evolución interna. Si bien el debilitamiento de las presiones inflacionarias a escala global está vinculado a la posición cíclica de la economía, también está siendo ayudado por factores estructurales, entre los que aparece la institucionalidad de la política monetaria, la competencia que viene con la globalización, la desregulación de mercados y los aumentos de productividad observados en los últimos años.

Estos factores influyen en la magnitud de la respuesta de la inflación a los cambios que ocurren en otros ámbitos de la economía, como son las variaciones en el tipo de cambio nominal o en los precios externos. Sin embargo, estos hechos no cambian la naturaleza monetaria de los procesos inflacionarios. Además, a pesar de las menores presiones inflacionarias, sus consecuencias pueden ser más dañinas que antes, porque la economía está más integrada al resto del mundo y los mercados, en la actualidad, reaccionan más rápido ante cambios en el riesgo de una economía.

Al igual que en otros países, este hecho se refleja en una disminución en las expectativas de inflación y en una reducción en las tasas de mayor plazo. Este movimiento es coherente con la percepción del mercado de que en el actual ciclo económico ha existido un mayor espacio para mantener por un mayor lapso una posición expansiva en la política monetaria, aun cuando, al mismo tiempo, se afirma el escenario de mejores perspectivas de crecimiento de la demanda agregada. En estas condiciones es importante reiterar que el Banco Central utiliza sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones más duraderas, en cualquier dirección, entre la inflación proyectada y la meta establecida.

Hasta el momento, la trayectoria de la inflación está bien situada en torno a la meta de la política monetaria, aunque la inflación total y la subyacente han seguido una trayectoria por debajo de la anticipada hace unos meses. Los antecedentes más recientes indican que las presiones de precios son menores que las previstas e incluso se espera que el IPC se ubique bajo el 2% en algunos meses.

Sin embargo, la información más detallada de la evolución de los precios y de los costos permite considerar que esta menor inflación en 12 meses es transitoria. La proyección de inflación de mediano plazo se mantiene convergiendo hacia 3%, que es el ancla nominal de la economía. Esta tendencia, si bien con menos intensidad que lo anticipado, está influida por varios factores, entre los cuales hay un proceso de descompresión gradual de márgenes y costos laborales unitarios mayores. Si bien con algunas fluctuaciones, las expectativas de inflación del sector privado son coherentes con este panorama.

Conclusiones

La evidencia reciente de un mejor escenario externo es coherente con un crecimiento del PIB entre 3 y 3,5% para este año y de 4 a 5% para el 2004. Las condiciones financieras internas apoyan este escenario.

Por otra parte, con la información disponible, la inflación de mediano plazo converge hacia un 3%.

Las condiciones para pasar de una fase de recuperación a un crecimiento sostenido son favorables.
