

Evaluación y Perspectivas de la Economía Nacional e Internacional 2003-2004

PRESENTACIÓN DE MARÍA ELENA OVALLE M., CONSEJERA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, EFECTUADA EL 22 DE OCTUBRE DE 2003, EN LA SALA DE CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE.

Introducción

En primer lugar, debo agradecer la presencia en este encuentro de ejecutivos de distintos ámbitos del quehacer nacional. Se encuentran aquí representantes del sector público, del mundo empresarial, de la cultura, de medios de comunicación, de organizaciones de ayuda social, del mundo financiero y de la docencia. La idea de esta convocatoria forma parte de la extensión que el Banco Central ha venido realizando mediante presentaciones a distintos públicos y en distintas ciudades del país con el fin de dar a conocer sus objetivos y procedimientos, incrementando, de esta manera, la transparencia de sus acciones. Consideramos que entregarles este tipo de información es una valiosa herramienta para el mejor desempeño de las distintas funciones que ustedes ejercen, ya que los aspectos económicos son transversales a todas las actividades de un país.

Mi presentación se centrará principalmente en el *Informe de Política Monetaria (IPoM)* que el Consejo del Banco Central presentó en septiembre pasado a la Comisión de Hacienda del Senado. En este *Informe* se hace un análisis de lo ocurrido en nuestra economía y se da a conocer cuál es la visión que se tiene para los próximos veinticuatro meses. Antes de entrar en materia, me gustaría hacer una breve introducción sobre los objetivos del Banco Central, destacando la importancia que tienen en su actuar la institucionalidad, la credibilidad y la transparencia de sus políticas.

El Banco Central de Chile (BCCh) fue creado en 1925, y actualmente está regido por la Ley Orgánica Constitucional (LOC)

aprobada en 1989. Es una institución de derecho público, con carácter autónomo, independiente frente a los poderes del Estado, ya que solo se encuentra sometido a la Constitución Política y a su LOC que regula su composición, organización, funciones y atribuciones. El Banco Central forma parte de la nueva institucionalidad establecida en la Constitución, y su inclusión en ella, tuvo por objeto preciso entregarle la responsabilidad de mantener la estabilidad macroeconómica, materia esencial en el desarrollo del país e indispensable para preservar la confianza de los inversionistas internos y externos. Con ello, se evitó su dependencia del Gobierno, que en el pasado se tradujo en endeudamiento fiscal a través de emisión inorgánica y en adopción de políticas influidas por circunstancias ajenas a sus funciones específicas. El equilibrio macroeconómico de un país estimula el crecimiento de la producción, de la inversión, el fomento del empleo y de los salarios. De allí la importancia del Banco Central, cuyos objetivos fundamentales son:

- Velar por la estabilidad de la moneda, lo que significa la mantención del poder adquisitivo del dinero, esto es, el control del proceso inflacionario, por los efectos perniciosos que éste provoca en la asignación de los recursos productivos y en la distribución del ingreso.

- Velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, es decir, que éstos se efectúen con fluidez. Para ello, entre otras cosas, el Banco Central debe cautelar la estabilidad del sistema financiero y mantener un volumen adecuado tanto de dinero en la economía interna como de divisas para los efectos de pagos al exterior.

En esta introducción, me gustaría enfatizar que nuestra gran motivación para la realización de estos encuentros, se basa en la importancia de la transparencia en el accionar de un banco central autónomo. A través de esta transparencia, contribuimos a que el público sea capaz de entender y anticipar nuestras decisiones y, por esta vía, mejorar la efectividad de las políticas monetaria y financiera y, al mismo tiempo, incrementar la credibilidad en la institución haciendo al Banco Central responsable de su actuar frente a toda la sociedad.

Para fortalecer aún más la credibilidad del marco de políticas, estamos convencidos de que el Banco Central debe tender a fomentar una mejor comprensión de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, incrementar la divulgación pública de información estadística y métodos de análisis utilizados, e incrementar la transparencia de las proyecciones y de las decisiones de política. No hace tantos años, la visión de los banqueros centrales era muy distinta a la actual. Se creía que la política monetaria resultaba más eficaz cuando se formulaba más en "secreto" y

resultaba inquietante ser demasiado explícitos en relación con metas. Se pensaba que en caso de una inadecuada transmisión de las mismas se volvería más difícil cambiar el rumbo, impidiendo de esa manera los necesarios ajustes para que el mercado pueda evolucionar según las condiciones económicas deseables en cada momento.

En la medida en que el funcionamiento de los mercados y de los instrumentos financieros se fueron transformando y requiriendo de menores niveles de incertidumbre para ser más eficientes, surge un cambio de apreciación sobre la necesidad y la importancia de la transparencia, la que comenzó a valorarse cada día más. Hoy, los mercados financieros trabajan con mayor eficiencia porque los participantes no tienen que desperdiciar los enormes esfuerzos de antes en el intento continuo de inferir cuál es la decisión de política monetaria a partir de señales poco claras del día a día. Además, se ha dado la particularidad de que esta mayor transparencia no ha significado ninguna restricción en la discrecionalidad de que disponemos para ajustar la política monetaria en la dirección que corresponda cada vez que sea necesario.

Consecuentemente, hoy nos movemos con mucha mayor claridad en nuestras decisiones de política, incluyendo también la información sobre los riesgos futuros más relevantes. En esa dirección, hace un tiempo que venimos haciendo esfuerzos por movernos hacia una mayor transparencia. Estos esfuerzos se reflejan en la preparación y publicación del informe cuatrimestral de política monetaria (*IPoM*); los comunicados de prensa que siguen a las reuniones mensuales de política monetaria; la publicación de las minutas de estas reuniones con un rezago de 45 días; la información que entrega el Banco Central en su página web, en sus múltiples publicaciones de carácter técnico, y en las intervenciones públicas de su Presidente, de los miembros del Consejo y de los principales ejecutivos del *staff*. En definitiva, la experiencia ha demostrado que la transparencia ha contribuido a mejorar el funcionamiento de los mercados y, también, a hacer mayor nuestra credibilidad por parte del público. Hoy, este tipo de apertura es más que un instrumento útil para la conducción de la política económica de un país, es un deber de los bancos centrales con la sociedad.

Como se señaló anteriormente, desde el comienzo de su autonomía, al BCCh se le concedió toda la responsabilidad en la configuración e instrumentalización de la política monetaria, como cuerpo independiente del Gobierno; se le dio un claro mandato para que consiguiera la estabilidad de precios y se le concedieron las atribuciones para hacerlo, lo que fue un factor clave para el control de la inflación. Ello demuestra que una buena institucionalidad, con entidades serias y creíbles es un elemento clave, tanto en la fijación de las principales metas macroeconómicas como en la recepción por parte del mercado de las políticas implementadas por la

autoridad. La creación de buenas instituciones, no solo monetarias sino también fiscales y financieras es prioritaria, y creo que nuestro país lo ha comprendido muy bien, ya que, el prestigio y solidez de nuestras instituciones y de sus políticas nos ha permitido lograr un amplio reconocimiento internacional a lo largo de los últimos años. En particular, la autonomía del Banco Central ha sido muy importante. Tal característica, unida ahora a la transparencia de nuestras actividades, es lo que nos hace realmente creíbles ante el público, y lo que nos permite ayudarles para que ellos mismos juzguen si nuestra tarea está a la altura de lo que ellos piensan que debe ser.

Otro punto que me gustaría destacar antes de entrar en el contenido del *IPoM*, es la razón de nuestra decisión de centrar el objetivo inflacionario en un plazo de 2 años. Esto se debe a que los efectos de la política monetaria sobre la inflación se sienten con más fuerza en un plazo mediano y que *shocks* transitorios sobre los precios no requieren necesariamente de cambios en la política monetaria, como por ejemplo, los probables efectos sobre el IPC que tenga el reciente incremento del IVA. En contraste, si tuviéramos una meta a conseguir en un plazo más corto, la política monetaria tendría que ser mucho más activa, con el riesgo de exacerbar el ciclo económico y, eventualmente, generar costos innecesarios para la economía. Para enfrentar este escenario de mediano plazo, tenemos un activo importante, que son los sólidos fundamentos de nuestra economía, y si además se dan las favorables condiciones que se esperan en el escenario internacional y se mantienen las condiciones monetarias vigentes tendremos la recuperación que esperamos. No quiero dejar pasar la ocasión de señalarles que el proyectar a mediano plazo tiene peligros, sobre todo cuando hay periodos de bajo crecimiento, como ocurrió entre 1998 y 2002. Estos peligros son la impaciencia, el pesimismo y la inflexibilidad, que pueden desviar la economía de su senda de largo plazo.

La impaciencia afecta las políticas económicas cuando se enfrentan episodios difíciles. Se puede manifestar en acciones de política que no son sostenibles en el tiempo y que, más temprano que tarde, deben ser corregidas. Sin embargo, la actual combinación de política fiscal y monetaria nos tiene adecuadamente alejados de este riesgo. La política fiscal está basada en una regla orientada a establecer un superávit estructural equivalente a 1% del producto interno bruto (PIB), la cual tiene un efecto de moderación del ciclo económico y permite que el sector público haga un mayor aporte al ahorro nacional en el horizonte de mediano plazo, posibilitando un mayor crecimiento de la inversión y condiciones monetarias más holgadas. La política monetaria, por su parte, ha logrado mantener la estabilidad de precios, como veremos en detalle más adelante. Hoy, tenemos tasas de interés internas históricamente bajas y sin peligro de inflación.

El segundo peligro son las olas de optimismo y pesimismo por parte de los agentes del mercado. Éstas suelen tener influencia en diferentes episodios económicos, especialmente cuando existe

información imperfecta e incertidumbre, pudiendo en ocasiones prolongar los períodos recesivos o de bajo crecimiento. Las percepciones de los consumidores e inversionistas se reflejan en sus decisiones, pero al mismo tiempo son la fuente de información de otros agentes al formar sus propias percepciones. Las expectativas se alimentan de lo que ocurre en el muy corto plazo, generando situaciones de profecías autocumplidas, en las cuales algunos agentes siguen las acciones de otros a la hora de formar sus percepciones, más que hacer su propia evaluación de los fundamentos de la economía en un horizonte de mediano plazo. Por ello, para el Banco Central es tan importante ser lo más transparente posible y entregar cada vez mayor y más oportuna información al mercado, contribuyendo de esa manera a la formación de expectativas de los agentes, ampliando el horizonte que sirve de base a sus percepciones y reafirmando las bases comunes del modelo de crecimiento.

El tercer riesgo del actual escenario se encuentra en las imperfecciones del mercado que obstaculizan los cambios en los precios relativos o las decisiones que de ellos se desprenden. Para acomodar los ciclos externos, 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, concordantes con las nuevas condiciones de la economía.

Informe de política monetaria (IPoM)

1. Control de la inflación y actual esquema de políticas

Para comenzar, quisiera recordar que la política monetaria del BCCh tiene como principal objetivo mantener la inflación en un nivel bajo y estable, definido como un rango de 2 a 4%, centrado en 3%. El control de la inflación es la manera en que la política monetaria contribuye al bienestar de la población, ya que ello promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas, principalmente de los más pobres. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de una meta de inflación situada en un nivel bajo y estable, ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional. El Banco Central busca conseguir su objetivo inflacionario de la manera más eficiente posible, desde una perspectiva de crecimiento y empleo. En otras palabras, si para mantener la inflación en torno a la meta hay más de una trayectoria posible de las tasas de interés de política, escogeremos aquella que tenga el menor sacrificio potencial de crecimiento de la demanda interna y, por añadidura, de la actividad económica y el empleo.

La experiencia chilena de los noventa en materia de control de la inflación fue de un avance gradual y sostenido, que no motivó

desequilibrios mayores y que, por su solidez, permitía augurar que sus resultados fueran duraderos. En este período, la reducción de la inflación en Chile se basó en una gran disciplina y convicción para avanzar sostenidamente en la lucha antiinflacionaria y en el reconocimiento de las restricciones que impone la existencia de mecanismos de indización en la economía. También contribuyó la implementación de un ancla nominal bien definida y una política cambiaria basada en el objetivo de mantener un déficit de cuenta corriente acotado y evitar el uso del tipo de cambio nominal como herramienta antiinflacionaria. Con ello, se logró un esquema de política macroeconómica flexible y capaz de reaccionar oportunamente ante cambios de las condiciones macroeconómicas (gráfico 1).

Dentro de esta experiencia chilena se pueden distinguir claramente dos etapas en relación con las metas de inflación. La primera y más extensa va desde septiembre de 1990 a septiembre de 1999 y corresponde a la transición desde altas tasas de inflación hacia los niveles de países desarrollados. En esta etapa, el Banco Central efectuó una política monetaria de corte duro, definiendo un horizonte de corto plazo para la meta de inflación (un año) y aplicó una meta punto desde 1994. Sin embargo, la reducción de la inflación se planificó para ser materializada de manera muy gradual, reflejando preocupación por el crecimiento económico en el corto y mediano plazo. En este período, el Banco Central también persiguió un objetivo de carácter secundario, definido como un nivel de déficit de la cuenta corriente considerado sostenible en el tiempo, dentro de un contexto de tipo de cambio nominal flotando al interior de una banda indizada.

La segunda etapa de la implementación de metas de inflación comenzó en septiembre de 1999, cuando la banda cambiaria fue finalmente abandonada implantándose un régimen de libre flotación para nuestra moneda. Llegar a la flexibilidad en el mercado cambiario requirió de una cuidadosa preparación, la que se venía realizando desde 1997 y culminó con la flotación del peso en septiembre de 1999. Lo ocurrido en ese período demostró que pretender mantener un tipo de cambio dentro de una banda no ayuda a absorber impactos externos, como el de la crisis asiática, o internos como el exceso de gasto de la economía, dándole muy pocos grados de libertad a la política monetaria. En el comienzo de esta segunda etapa, se anunció, además, el paso de las metas punto anuales a una meta rango de carácter permanente: se había logrado llevar la inflación a niveles que no dañan la economía y por primera vez en setenta años.

El control de la inflación dio credibilidad en las políticas del BCCh y junto a la madurez del sistema financiero chileno permitieron lograr en los últimos años avances significativos con la eliminación de regulaciones que llevaron a la liberalización de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Ello es consistente con evitar movimientos

del tipo de cambio real más allá de lo que se considera razonable para una economía pequeña y abierta al comercio internacional. Entre las desregulaciones más importantes se encuentra la eliminación del encaje no remunerado a las entradas de capital y los requerimientos de permanencia de al menos un año para algunos tipos de capital, los cuales estuvieron vigentes durante gran parte de la década pasada.

Por otro lado, para avanzar en la desindización de la economía, el BCCCh dio otro paso muy importante en agosto del 2001, al abandonar el uso de tasas reales en UF como instrumento de política monetaria por tasas nominales en pesos. Chile era el único país del mundo con tasas reales que involucraban un concepto de reajustabilidad tan peculiar como lo es la unidad de fomento. La nominalización de la política monetaria permitió hacer directamente comparable la Tasa de Interés de Política Monetaria (TPM) con las tasas vigentes en el resto de los países del mundo y regular mejor los movimientos internacionales de capitales, facilitando el proceso de integración financiera a los mercados internacionales. La nominalización es consistente con la convergencia de la inflación local a niveles reducidos e internacionalmente comparables con el de las principales economías y, en particular, con el régimen de flotación cambiaria.

En síntesis, el esquema actual de políticas implementadas por el Banco Central tiene los siguientes componentes:

- Metas de inflación permanentes (rango entre 2 y 4%, centrado en 3%).
- Libre flotación del tipo de cambio.
- Movimientos cambiarios sin restricciones.
- Movimientos de capital con regulaciones mínimas.
- Nominalización de la tasa de política monetaria.

Gracias a este esquema de políticas implementado en los últimos años, junto con una política fiscal basada en reglas, la economía chilena ha logrado tasas positivas de crecimiento en un entorno de inflación estable y controlada. Este marco de políticas ha demostrado ser robusto a una seguidilla de *shocks* y turbulencias que, en otros episodios de la historia, llevaron a nuestra economía a depresiones y crisis financieras, riesgos hoy disminuidos. Además, nos permite mirar con más confianza nuestra relación con el mundo y avanzar con seguridad en la negociación de esquemas de apertura e integración que contengan elementos de reciprocidad y beneficio mutuo. Ello no significa que seamos inmunes a los acontecimientos externos, sufriremos o nos beneficiaremos de sus consecuencias. Pero sí significa que podremos absorber con menores costos privados y sociales los eventuales efectos negativos de tales acontecimientos. Un informe reciente del Banco Mundial destaca la capacidad de resistencia de la economía chilena y concluye que nuestro país es uno de los que menos sufrió con las dificultades económicas de 2001 y 2002 en América Latina, gracias a su integración efectiva

en la economía mundial y a sus políticas macroeconómicas adecuadas.

2. Evaluación y perspectivas de la economía nacional e internacional 2003-2004

Las cifras contenidas en el *IPoM* han sido actualizadas de acuerdo con la última información disponible discutida en la Reunión de Política Monetaria efectuada el martes 14 de octubre recién pasado.

Este *Informe* es el principal instrumento con que cuenta el Banco Central para transmitir sus políticas y es un aporte en términos de la transparencia en la conducción de la política monetaria. Está comprobado que este tipo de informe usado por otros bancos centrales de países desarrollados, aumenta la eficacia de dicha política y contribuye también a aumentar la credibilidad y responsabilidad del Banco, así como el apoyo del público a las decisiones de política monetaria elegidas. Nuestro *Informe* se publica cuatrimestralmente en los meses de enero, mayo y septiembre, y empezó en mayo de 2000, con el objetivo de informar y explicar al público general cuál es la visión del Consejo del Banco Central sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias. Otro de los propósitos del *Informe*, es exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado en la formulación de la política monetaria y proveer de información útil al mercado que contribuya a la formación de expectativas sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto.

Cabe destacar que en cada una de las ediciones de este *Informe* se incluyen recuadros que presentan estudios y consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria. Como ejemplo, en el *Informe* de septiembre se incluyeron, entre otros, recuadros sobre "Decisiones de Política Monetaria en los últimos 3 meses"; "TLC entre Chile y Estados Unidos"; "Impuestos indirectos e inflación"; "La importancia del Balance de riesgos". Me gustaría destacar especialmente el recuadro referido al Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos que hace hincapié en los beneficios que lograremos con la firma de este acuerdo, el cual se espera entre en vigencia el 1 de enero de 2004. Como ustedes saben, Estados Unidos es el principal socio comercial de Chile, considerando conjuntamente exportaciones e importaciones por país durante la última década. Por ello, el Tratado es un gran logro para nuestra economía y de acuerdo con las estimaciones disponibles, tendrá un impacto positivo en el producto y el comercio exterior del país. El impacto sobre el producto aumenta al considerar, además de los efectos tradicionales de la apertura comercial, los efectos de otros factores, tales como mayor inversión. También, traerá beneficios dinámicos en el tiempo que no son cuantificables, como la mayor seguridad al consolidarse las políticas del Gobierno, mejoras institucionales y mayores estándares de las

políticas nacionales, un mecanismo de solución de controversias y un mayor intercambio tecnológico que significará aumentos de productividad.

A continuación, entraremos en el análisis de los capítulos específicos del *IPoM*, primero hablaremos del escenario internacional, veremos las tendencias del PIB y la demanda, luego tocaremos algunos aspectos relevantes de los mercados financieros domésticos, y finalmente nos centraremos en los precios y costos. También les presentaré las proyecciones de inflación y PIB, y el escenario de riesgos que visualizamos. Para terminar la exposición, destacaré las principales conclusiones del *Informe*.

Escenario internacional

En el escenario internacional, comienzan a consolidarse mejores perspectivas de actividad, fundamentadas principalmente por EE.UU. y Japón. En ambas economías se han corregido al alza sus tasas de crecimiento del primer trimestre, y muestran indicadores positivos para la segunda parte del año. En el caso de EE.UU., esto es reflejo de políticas monetarias y fiscales expansivas y mayor productividad. En Japón, el sector externo sigue liderando el crecimiento y por primera vez desde el año 2000 la encuesta de expectativas *Tankan* mostró valores positivos. En cambio, en la zona euro el crecimiento sigue revisándose a la baja, no obstante que los indicadores de confianza y actividad industrial señalan alguna mejora. Por su parte, las economías asiáticas se constituyen como el segundo motor de crecimiento mundial, superando rápidamente la incertidumbre provocada por el SARS.

Así, los cambios más relevantes en el entorno externo en estos últimos cuatro meses han sido:

- La recuperación de EE.UU. para este y el próximo año.
- Mejores perspectivas de Asia emergente.
- El sorpresivo crecimiento de Japón, y
- El aumento del apetito por riesgo.

Este panorama permite prever un año 2004 normal para la economía mundial, después de tres años de bajo crecimiento. Así, las perspectivas de crecimiento mundial se han corregido al alza de manera importante en los últimos dos meses. Para el 2003, se espera un crecimiento mundial de 2,5% ponderado por los principales socios comerciales de Chile, y para los próximos dos años esta cifra se situaría en torno a 3,5% en promedio (tabla 1).

Respecto a las Tasas de Política Monetaria en EE.UU. y Europa, el Federal Reserve (FED) y el Banco Central Europeo (BCE) recortaron sus TPM en 25 y 50pb durante junio pasado y los mercados no esperan nuevos recortes, más bien se espera el inicio de un ciclo de alzas de tasas para el año 2004 (gráfico 2).

Por otra parte, se ha continuado reduciendo la aversión al riesgo de los mercados financieros emergentes, lo que se ha reflejado en caídas en los *spreads* soberanos e incrementos de los indicadores de apetito por riesgo. En el caso de Chile, ha sido notable la reducción del *spread* de su deuda con vencimiento el 2012, la que a fines del año pasado era de casi 150 puntos base, encontrándose hoy bajo los 100 puntos base (gráfico 3).

Acorde con la recuperación prevista para la actividad mundial, el precio del cobre ha evolucionado al alza con valores cercanos a US\$0,90 por libra en los últimos días. En esta trayectoria, ha contribuido además una reducción importante de los inventarios, explicada en gran medida por la mayor demanda de China y Corea del Sur durante este año. Las proyecciones para los próximos años se ubican en 83 centavos y 86 centavos de dólar por libra para el 2004 y el 2005, respectivamente, aunque es de esperar correcciones al alza en estos valores de prevalecer los niveles actuales del precio del metal (gráfico 4).

Para el precio del petróleo, las proyecciones que se hicieron en el pasado *IPoM* se ubican en torno a US\$28,5 por barril este año y US\$26 el próximo, lo que restará cerca de 1% a los términos de intercambio. Se espera que el precio del petróleo descienda a US\$23 recién el 2006.

Para el 2003 se proyecta un crecimiento anual de 0,8% y para el 2004 y 2005 se anticipa un incremento promedio cercano a 2,5% anual.

Actividad, demanda y empleo

En términos de actividad interna, el indicador de agosto, recientemente publicado, presentó una desaceleración que por ahora evaluamos como explicada principalmente por factores puntuales y transitorios asociados a la minería. Ello se debió a problemas técnicos que significaron una menor producción en las compañías, los que no deberían volver a producirse en el futuro. Como contraparte, la industria presentó un comportamiento más favorable, mostrando algunos signos de recuperación respecto de la desaceleración sufrida en el segundo trimestre de este año. Por su parte, las últimas cifras de crecimiento de la demanda interna tuvieron una corrección a la baja en el tercer trimestre; no obstante, hacia fines de año se espera una recuperación importante, principalmente por mayores importaciones. Con ello, se terminaría el 2003 con un crecimiento de la demanda interna del orden de 3%, de acuerdo con lo previsto hace algún tiempo (gráfico 5).

Entre los componentes del gasto, la inversión se debilitó durante el tercer trimestre, ya que el componente maquinaria y equipos y las importaciones de bienes de capital se ubicaron por debajo de lo

observado en los primeros trimestres del año. A su vez, las exportaciones registraron un alto dinamismo, en todo caso afectado por una baja base de comparación en el 2002. Respecto al consumo, durante el segundo trimestre perdió dinamismo en relación con los trimestres previos, no obstante han aparecido algunos indicadores positivos en lo más reciente, lo que abre la posibilidad de una recuperación más rápida de este componente, especialmente de consumo habitual. Asimismo, la confianza del consumidor, medida según la encuesta de percepción y expectativas sobre la economía elaborada por Adimark, muestra un repunte significativo en el mes de septiembre, llegando a un índice de 46%, el mejor desde comienzos de 2000.

El mercado laboral durante el trimestre junio-agosto confirmó las señales de menor dinamismo observadas desde junio, aunque el empleo total continuó creciendo, esta vez en 3,2% en doce meses. En términos desestacionalizados, el empleo mostró una caída producto de la menor dinámica del empleo ligado al sector privado, el que presentó una disminución de 22.000 puestos de trabajo en el trimestre móvil (gráfico 6).

En cuanto a la composición del empleo, en el último tiempo ha destacado el crecimiento de los sectores de la fuerza de trabajo secundaria y también el incremento de la participación de las mujeres en la fuerza de trabajo. En efecto, a partir del cuarto trimestre del 2002, la participación de la mujer en el mercado laboral ha mostrado un significativo aumento, retornando a los máximos históricos prevalecientes en el 2000, aunque la información más reciente indica una reversión. Distintas hipótesis pueden plantearse al respecto. Tenemos, por una parte, que podrían estar ocurriendo cambios permanentes en la estructura del mercado laboral femenino, de forma tal que los puestos de trabajo que se están ocupando estarían ligados al sector más formal de la economía y, por lo mismo, se esperaría que fueran más permanentes. Sin embargo, por otra parte, la disminución de la tasa de participación de la fuerza de trabajo femenina que se ha visto en la información más reciente daría cuenta de que el comportamiento de la fuerza laboral femenina respondió más bien a un *shock* transitorio relacionado con el ciclo (gráfico 7).

Mercados financieros domésticos

Desde el mes pasado, las tasas de mediano y largo plazo de la economía han experimentado aumentos que reflejan un mayor optimismo en el crecimiento de la economía local, menores expectativas de inflación de corto plazo y la emisión de deuda interna por parte del Fisco. No obstante, las condiciones monetarias siguen siendo fuertemente expansivas, si juzgamos por los niveles de las tasas de interés vigentes en la economía y las condiciones del sistema financiero (gráfico 8).

Las condiciones crediticias de la banca han sido más expansivas, y se han reflejado en menores tasas de interés y un mayor dinamismo de las colocaciones, especialmente en el segmento de créditos de consumo, segmento en el que se han centrado importantes ofertas en lo más reciente. También, los créditos para la vivienda siguen creciendo con fuerza. En cambio, las colocaciones comerciales no han tenido un incremento significativo, debido principalmente a la falta de demanda por este tipo de créditos (gráfico 9).

Uno de los hechos más sobresalientes en los mercados financieros durante las últimas semanas ha sido la importante apreciación del peso respecto del dólar (cerca de 8% desde fines de agosto). Entre los fenómenos que han contribuido a esta trayectoria, predominan, por el lado externo, la debilidad generalizada del dólar en los mercados internacionales (principalmente respecto del euro y del yen), junto con la mejora de los términos de intercambio de la economía chilena, principalmente por la destacada trayectoria del precio del cobre. Todo esto se ve reflejado en que el tipo de cambio real ha sufrido una leve apreciación recientemente. Sin embargo, hay que destacar que hoy se ubica en torno a un valor comparable al del año 1986, cuando las condiciones que enfrentaba el país eran más complejas. El nivel del tipo de cambio real es claramente superior al promedio de los últimos años (gráfico 10).

Precios y costos

Por último, el análisis de la inflación en el corto plazo muestra que la tasa de inflación ha tenido descensos pronunciados desde marzo pasado, conforme se previó en aquel entonces. No obstante, la baja inflación de septiembre pasado, que fue determinada principalmente por el inusual menor precio de los alimentos no perecibles, fue sorpresiva pero con efectos probablemente por una sola vez. Asimismo, la inflación subyacente, que excluye el precio de perecibles y combustibles, ha seguido una trayectoria menor a la prevista hace algunos meses. Justamente por esta evolución, el Consejo ha decidido mantener la tasa de interés (gráfico 11).

Perspectivas de actividad e inflación

El conjunto de antecedentes disponible reafirma un escenario más propicio para la actividad, ya que las noticias negativas del sector minería se estiman como transitorias y existen mejores perspectivas internacionales para este y el próximo año. Asimismo, se han ido afianzando las proyecciones de mejores términos de intercambio, con un precio del cobre sistemáticamente por sobre los 80 centavos de dólar, con condiciones financieras externas más positivas que hace algún tiempo.

En el ámbito inflacionario, por ahora, se estima que la sorpresa de la inflación de septiembre no modifica las tendencias subyacentes

anticipadas en el último *IPoM*. Cabe destacar que la menor inflación registrada se concentró en un grupo particular de bienes (alimentos no perecibles) que permite asociar esta noticia a la competencia que se ha generado en el rubro supermercados.

Este conjunto de antecedentes llevará el crecimiento económico de este año a un rango entre 3 y 3,5%. Para el año 2004, se espera un crecimiento del PIB entre 4 y 5%. Este mejor panorama se aprecia en el desempeño de los índices accionarios locales que han tenido un comportamiento muy favorable en las últimas semanas. Por su parte, el gasto interno crecerá a una tasa entre 0,5 y 1% por sobre la expansión del PIB durante 2004-2005. Este proceso será impulsado por el consumo, en respuesta a una mejoría del ingreso nacional y la inversión, en reacción a menores holguras de capacidad y una mayor tasa de rentabilidad de las empresas.

Las proyecciones de crecimiento 2003-2004 del sector privado no han cambiado de manera sustantiva en los últimos meses, y se encuentran dentro del rango de proyección del Banco Central.

En el escenario más probable estimado por el Consejo, la tendencia de la inflación debería mantenerse cerca del rango meta. El impacto de la reciente alza del IVA sobre el IPC será transitorio, porque sólo involucra un cambio por una sola vez en el nivel de precios. Sin embargo, la política monetaria debe cautelar para que este cambio por una vez no se propague hacia la inflación a través de efectos de segunda vuelta. La inflación anual del IPC alcanzará un promedio de 2,7% en los próximos 24 meses, con vaivenes pronunciados. La inflación subyacente (IPCX), en tanto, alcanzará transitoriamente valores cercanos a 3,5%. Pero la persistencia de holguras y un panorama acotado de costos la hará descender hacia el centro del rango meta. De hecho, es probable que la inflación se ubique transitoriamente debajo del 2% en algunos meses específicos, especialmente en el primer trimestre de 2004.

Escenarios de riesgo

Como es habitual, las proyecciones aquí presentadas corresponden al escenario base del *IPoM*. Sin embargo, existe una serie de riesgos relevantes que el Banco Central considera en su análisis y que configuran escenarios alternativos tanto para la inflación como para el crecimiento, los que constituyen el balance de riesgos para ambas variables.

La importancia del análisis de riesgos radica en que, en la práctica, todo ejercicio de proyección está sujeto a importantes grados de incertidumbre. Existe poca certeza con respecto a la dirección que tomará, por ejemplo, la economía internacional en el futuro o el precio de los productos básicos. El uso de proyecciones basadas en opiniones expertas permite contar con la opinión más informada

disponible, pero no elimina esta incertidumbre. El balance de riesgos es el instrumento que usa el Consejo para comunicar en los informes su percepción sobre las implicancias más relevantes de las distintas fuentes de incertidumbre.

La concreción de nuestras proyecciones depende de un afianzamiento mayor del escenario externo, y una recuperación sostenida de los términos de intercambio. Por ende, las principales fuentes de riesgo consideradas en el *IPoM*, incluyen:

- La incertidumbre en el mercado del petróleo.
- Los altos déficit fiscales y de cuenta corriente de EE.UU.
- Los problemas estructurales de Europa.
- La fragilidad de los sistemas financieros en Japón y China.

Internamente, en las últimas semanas han ocurrido cambios favorables en el tipo de cambio, en el riesgo país y en las expectativas, lo que refleja un mayor optimismo. De mantenerse sostenidamente estas condiciones, se podría configurar un escenario con un crecimiento mayor al delineado aquí.

Una fuente de preocupación es la posible divergencia que pueda darse en el futuro entre el crecimiento de los salarios nominales y la productividad del trabajo. El riesgo que representa la inflación externa está acotado; eso al menos se deduce de la experiencia reciente, donde la economía ha acomodado cambios en precios relativos sin efectos persistentes en inflación. Otros riesgos externos —como movimientos adversos en el precio del petróleo— tendrían un impacto acotado sobre la trayectoria de mediano plazo de la inflación.

Con todo, el Consejo del Banco Central estima que el balance de riesgos está equilibrado, tanto para crecimiento como para inflación.

Conclusiones

Para concluir, me gustaría presentarles un cuadro resumen que contiene los principales supuestos y proyecciones considerados por el Banco Central en el *IPoM* de septiembre.

Las proyecciones para la actividad en el 2003 y 2004 consideran el inicio de una fase de mayor crecimiento. Este panorama se apoya en un mayor crecimiento mundial y mejores condiciones financieras. Hacia el tercer trimestre de 2005, en el escenario más probable, las medidas de inflación total (IPC) y subyacente (IPCX) se ubicarán en 3,2-3,3%, con promedios de 2,7 y 3,2% para los próximos 24 meses, respectivamente (tabla 2).

El Consejo estima que la actual orientación de la política monetaria es compatible con el objetivo de mantener la inflación dentro del rango meta. En todo caso, de verificarse un cierre más rápido de las

brechas de capacidad, la política monetaria tendería a una instancia menos expansiva. Como siempre, el Consejo reaccionará con flexibilidad frente a los eventos que, en una u otra dirección, pongan en peligro el logro de la meta de inflación.

Finalmente, no puedo dejar de destacar que en los últimos años se ha construido paulatinamente una reserva de estabilidad macroeconómica y credibilidad que nos diferencia de otras economías emergentes. La adopción de un esquema de políticas como el mencionado en esta presentación, constituye un verdadero pilar de la estabilidad económica y financiera de Chile. Somos hoy menos vulnerables que otras economías emergentes.

Nuestras fortalezas radican en: una combinación apropiada de políticas monetaria y fiscal, una política de flexibilidad cambiaria, estabilidad macroeconómica, déficit en cuenta corriente muy reducido, un sistema financiero sano y bien supervisado, una deuda externa razonable —privada y mayoritariamente de mediano y largo plazo—, una deuda pública baja, y una economía sin grandes distorsiones, competitiva y de amplio predominio de libertad económica. Adicionalmente, durante periodos críticos que se han vivido en el último tiempo, el Banco Central ha sido flexible ante los cambios que ha sufrido la economía mundial. Esta combinación de credibilidad y flexibilidad del Instituto Emisor es otro de los grandes activos que tiene la economía chilena.
