

Perspectivas Económicas

EXPOSICIÓN DE JORGE MARSHALL R., VICEPRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, EN LA MESA REDONDA "PROYECCIONES Y EXPECTATIVAS: QUÉ NOS ESPERA EN LOS PRÓXIMOS TRES AÑOS", EFECTUADA EN SANTIAGO, EL 16 DE OCTUBRE DE 2003.

Introducción

El objetivo de esta exposición es formular algunas reflexiones sobre las perspectivas de la economía chilena en el corto y mediano plazo. En la primera parte de esta exposición revisaré los puntos más destacados del entorno externo. Luego analizaré el panorama interno de la economía. Por último, mencionaré las principales conclusiones del análisis.

Recuperación de la actividad económica global

En el actual panorama internacional destacan tres elementos que están mejorando las perspectivas del crecimiento en Chile. Primero, la actividad económica y el comercio mundial han iniciado una recuperación y presentan mejores perspectivas. Segundo, los términos de intercambio también están mejorando. Tercero, las condiciones financieras internacionales mantienen una posición favorable.

La información de los meses recientes muestra una recuperación en marcha en EE.UU. y Japón. En el caso de EE.UU., se observa una recuperación que 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 encima del promedio que se registra desde 1990. El sector externo sigue liderando el crecimiento en Japón. En Europa, las cifras para este año han sido corregidas a la

baja; no obstante, los indicadores más recientes de confianza y de actividad industrial están señalando alguna mejora.

En las economías emergentes también se presentan mejores perspectivas de crecimiento, especialmente en Asia emergente, 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.

Esta tendencia de la actividad global se manifiesta en el crecimiento del volumen del comercio mundial, que ha crecido en promedio 6% anual en las últimas tres décadas. Sin embargo, en los últimos tres años el ritmo de expansión del comercio ha estado en torno a 2% anual. Las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el 2004 y los años siguientes muestran un retorno a un crecimiento cercano a 6% real.

Como consecuencia de este mejor panorama de la actividad mundial, el precio del cobre ha mostrado una tendencia ascendente, alcanzando un promedio de 79,5 centavos de dólar por libra en el tercer trimestre. En la medida en que la recuperación que se observa en la actividad mundial se consolide, el precio de este producto debería continuar en una trayectoria de alza gradual.

Por su parte, las oscilaciones observadas en el precio del petróleo son coherentes con las proyecciones de US\$28,5 por barril para el presente año, US\$26 para el 2004 y US\$23 para el 2005. Por todo lo anterior, se espera que los términos de intercambio tengan una recuperación débil en el 2003, pero que en el 2004 y 2005 crecerían a un promedio cercano a 2,5% anual.

Los mercados financieros emergentes siguen mostrando una evolución positiva, lo que se ha reflejado en caídas en los *spreads*, alzas en las bolsas y apreciación de las monedas. El bono chileno 2012 se ubica en la actualidad por debajo de los 100 puntos base, unos 50 puntos menos que el promedio de los primeros cuatro meses 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 internas, al acuerdo comercial con EE.UU. y a la favorable evolución del apetito por riesgo de los inversionistas internacionales.

Proyección de una mayor reactivación de la economía interna hacia fines del 2003

Con este panorama internacional, la actividad interna debe tomar fuerza hacia fines del 2003. Si bien la actividad interna se ha mantenido al alza desde mediados del 2002, en el segundo trimestre de este año la recuperación se debilitó. Las causas de este

hecho fueron transitorias y ahora muestran evidencia de disiparse. En el tercer trimestre, las cifras parciales de gasto muestran que el dinamismo continúa, a pesar de lo cual el crecimiento de agosto fue puntualmente menor.

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, el reciente crecimiento de las ventas de supermercados valida el mayor optimismo que arrojan las encuestas de confianza.

En relación con la inversión, la evidencia empírica muestra que los aumentos en la formación de capital, tanto en construcción como en maquinarias, 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 y, por lo mismo, se anticipa un panorama de mayor inversión hacia el próximo año, lo que también estará influido por la mejora en los indicadores de rentabilidad de las empresas y en las cotizaciones bursátiles.

Estas tendencias apoyan el escenario en que el PIB crece en un rango de 3,0 a 3,5% este año y entre 4 y 5% en el 2004.

Condiciones financieras expansivas sin riesgos para la inflación

Los mercados financieros internos están mostrando los efectos de la mayor estabilidad internacional y de las mejores perspectivas de crecimiento interno. Uno de los hechos destacados en las últimas semanas ha sido la apreciación del peso respecto del dólar. Hay varios elementos que deben considerarse al explicar esta tendencia. Primero, hay una depreciación generalizada del dólar en los mercados financieros internacionales. Segundo, adquiere más fuerza el escenario de una mejora de los términos de intercambio de la economía chilena. Tercero, las tasas de interés locales han tendido a aumentar mientras las externas han disminuido, a lo que se agrega el descenso del *spread* soberano.

En todo caso, las mediciones del tipo de cambio real multilateral han tendido a apreciarse en menor magnitud. En la actualidad, el TCR está en niveles similares al promedio observado desde inicios del 2001. Adicionalmente, es importante reiterar que el mercado cambiario funciona bien y la flotación aporta flexibilidad a la economía.

Las tasas de interés han tendido a normalizarse en la medida en que se afirma el escenario de mejores perspectivas de la economía interna. Por su parte, las condiciones del crédito mantienen su

dinamismo, especialmente en el segmento destinado a créditos de consumo. Los agregados monetarios, por su parte, continúan su normalización luego de los aumentos mostrados en los primeros meses de este año.

Las condiciones monetarias en Chile siguen siendo expansivas, a pesar del marginalmente menor crecimiento del crédito y las alzas de algunas tasas de interés de colocación. Las tasas de interés de los documentos del Banco Central han seguido estables. 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 subyacente ha 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 puntualmente bajo 2% en algunos meses. Sin embargo, estos movimientos se consideran esencialmente transitorios. Con la información disponible se mantiene la proyección de inflación en torno a 3% en los próximos 12 a 24 meses. Estas tendencias de mediano plazo están influidas por varios factores, entre los cuales se anticipa un proceso de descompresión gradual de márgenes y costos laborales unitarios mayores.

Las expectativas de inflación que se obtienen de la encuesta de expectativas del sector privado se mantienen en 3,0% para uno y dos años plazo, similar a los resultados de los meses anteriores. Por su parte, la inflación esperada que se obtiene de la diferencia entre tasas nominales y reales muestra algún descenso, probablemente vinculado con la evolución más reciente del tipo de cambio nominal.

Otros factores relevantes en el mediano plazo

En una evaluación de las perspectivas de mediano plazo de la economía, es necesario llamar la atención de algunos hechos que van a incidir en las posibilidades de recuperar un crecimiento mayor de la economía, aunque la magnitud de sus efectos es aún incierta.

Se observa una creciente eficiencia y credibilidad en las políticas macroeconómicas a lo que se agrega un buen funcionamiento de la flotación cambiaria. Este hecho permite alcanzar una mayor estabilidad en la actividad interna.

El sector formal de la economía ha experimentado un alto crecimiento de la productividad. Mientras el producto de este año es alrededor de 15% mayor que el de 1997, el empleo del sector formal se ha mantenido constante. Desde el punto de vista de las empresas, esta es una ventaja competitiva que puede incidir positivamente en la capacidad de recuperación.

Contrastando con lo anterior, los márgenes sobre ventas están por debajo de los promedios históricos. Esto significa que gran parte de las reducciones de costos —generadas por los aumentos de productividad— se han convertido en menores márgenes, lo que puede aumentar el rezago normal de la inversión respecto de los niveles de actividad.

Las estimaciones del efecto directo de los TLC con Europa y Estados Unidos en el PIB —que se basan 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.

Las inversiones en infraestructura que se están realizando en carreteras, puertos y aeropuertos generarán reducciones importantes de costos. Del mismo modo, la reforma en el sistema de designación

de los altos directivos del Estado puede tener una influencia relevante en el crecimiento de mediano plazo.

Conclusiones

Las proyecciones para la actividad en el 2003 y 2004 consideran una fase de mayor crecimiento, debido a las mejores perspectivas de la economía internacional. Las condiciones financieras internas apoyan este escenario en que el PIB crece en un rango de 3,0 a 3,5% este año y entre 4 y 5% en el 2004. Más allá, existen buenas condiciones para que la actual recuperación se convierta en un crecimiento sostenido.

Por otra parte, con la información disponible, la inflación se mantiene en torno a 3% en los próximos 12 a 24 meses.
