

## La actual coyuntura macroeconómica y perspectivas. La visión del Banco Central

Presentación de Felipe Morandé, Gerente de División de Estudios en Seminario Perspectivas Económicas, organizado por el diario de negocios Estrategia, junio, 1999.

1. A lo largo del último año y medio, la economía chilena ha enfrentado un complejo escenario internacional, expresado en la desaceleración del crecimiento de la actividad y el comercio mundial, la reducción en los precios internacionales de materias primas y la reducción de la oferta de financiamiento externo para economías emergentes. En la actualidad, los principales riesgos para la economía chilena de esta coyuntura internacional están superados. Las políticas de ajuste aplicadas durante 1998 fueron exitosas y lograron corregir los excesos de gasto y las presiones inflacionarias que se manifestaban hacia fines de 1997 y comienzos de 1998, al tiempo que las perspectivas para la economía mundial son hoy más optimistas que hace algunos meses y los riesgos externos están acotados. Bajo estas condiciones, la economía chilena está en buen pie para retomar una trayectoria de crecimiento sustentable en el tiempo sin poner en riesgo los logros alcanzados a través del último año.

2. Sin embargo, el escenario externo aún está deteriorado. Los términos de intercambio se encuentran en el nivel más bajo de la última década, los spreads de costos del financiamiento externo son el doble de los niveles que se observaban dos años atrás, América Latina se encuentra en recesión, y es probable que la política monetaria en EEUU adopte una instancia más restrictiva dentro del corto plazo. No obstante, existe más confianza en los mercados financieros internacionales y se estima probable un repunte moderado del crecimiento de la economía mundial dentro del próximo año.

3. La economía chilena se mueve sobre una tendencia de recuperación, pero el ritmo de expansión es menor al que se había anticipado previamente, contribuyendo a reducir las proyecciones del déficit de la cuenta corriente por debajo de lo previsto en enero (US\$ 3.700) y por debajo de lo que se considera razonable para nuestra economía a precios de tendencia (4 a 5% del PIB). Asimismo, el comportamiento de la inflación ha sido favorable y se proyecta conseguir con holgura la meta de  $\pm 4,3\%$  planteada para el año en su conjunto. En atención a estos desarrollos, la política monetaria ha venido adoptando una instancia más expansiva en el último tiempo, mientras que los márgenes de fluctuación para el tipo de cambio se han ido ampliando progresivamente.

4. La inflación se encuentra actualmente por debajo de la meta de fines de año y la inflación subyacente, medida por el IPC que excluye los precios de perecibles y combustibles, ha mostrado una rápida disminución dentro del año. La principal moderación en el ritmo de crecimiento de los precios se observa en aquellos sectores más sensibles al ciclo económico interno, los precios de bienes y servicios no transables y las remuneraciones nominales, situación que continuaría acentuándose durante los próximos meses a la luz de las perspectivas de crecimiento económico revisadas a la baja. Asimismo, las presiones inflacionarias derivadas de la depreciación del tipo de cambio han sido compensadas por la disminución de los precios de importaciones (medidos en dólares). La continuación de estos desarrollos anticipa que la tendencia inflacionaria continuará disminuyendo en los próximos meses, previéndose que la inflación de tendencia podría ubicarse algo por debajo de 4,3%.

5. En relación al déficit de la cuenta corriente, la balanza comercial continua mostrando mejoras como resultado del reducido nivel de las importaciones y un sano comportamiento de los volúmenes de exportaciones que compensa parcialmente los deprimidos precios internacionales. En mayo último, el déficit anual acumulado en doce meses de la balanza comercial alcanzó US\$650 millones y se estima que para el año en su conjunto permanecería dentro de un rango similar de valores, entre US\$500 y US\$1000 millones. Ello, sumado al déficit en servicios y transferencias, llevaría el saldo negativo de la cuenta corriente a una cifra entre los US\$2.000 y US\$2.500 millones, esto es, de 3% a 3,5% del PIB, por debajo de las estimaciones que se habían realizado previamente.

6. Diversos indicadores de producción y demanda señalan un punto de inflexión en la evolución de la economía hacia fines de 1998 y principios de 1999. Desde entonces a la fecha, los niveles de los agregados monetarios, las ventas del comercio y de viviendas muestran una recuperación en sus niveles, mientras que otras variables importantes como el volumen de crédito, la producción industrial y las importaciones muestran una trayectoria estable o de incipiente recuperación.

7. Sin embargo, la recuperación de la economía se ha retardado respecto de lo que se preveía hace algunos meses. La incidencia negativa de la sequía sobre el PIB ha superado las proyecciones iniciales, estimándose en la actualidad que sus efectos directos e indirectos restarían cerca de un punto porcentual al crecimiento del producto en el primer semestre y aún se desconoce la intensidad que tendrían estos efectos en la segunda mitad del año. Ello representa un factor negativo de oferta cuyo impacto sobre el crecimiento no puede ser compensado por la política monetaria.

8. Por otra parte, la contracción de la demanda ha sido superior a lo que se había anticipado previamente. Entre el tercer trimestre del año pasado y comienzos del presente año se acumularon una serie de *shocks* negativos cuya ocurrencia o alcances sobre la demanda eran difíciles de prever. Entre estos *shocks* cabe destacar la agudización del ambiente de incertidumbre internacional tras la crisis rusa y el casi colapso de los flujos de crédito internacional, las presiones especulativas en contra del peso y el endurecimiento de la política monetaria en el tercer trimestre del año pasado, la caída en el precio del cobre por debajo de los 70 c/lb. hacia fines de 1998, la concentración del ajuste fiscal en el último cuarto de 1998, la crisis brasileña de enero y su impacto recesivo sobre la región y el aumento de más del 50% en el precio internacional del petróleo en lo que va corrido de 1999.

9. Este conjunto de factores acentuó la contracción del gasto interno en el último trimestre del año pasado, situación que ha continuado en los primeros cinco meses del presente año. Asimismo, el crecimiento de la demanda externa también ha sido algo

menor de lo que se había anticipado como resultado de la agudización de la recesión en la región tras la devaluación de la moneda brasileña.

10. A la luz de estos resultados y los antecedentes disponibles para los próximos trimestres, se estima que el crecimiento del PIB se ubicaría en torno a 0,5% para el año en su conjunto, mientras que la demanda interna mostraría una fuerte contracción, entre el 5% y 6%, resultados que podrían empeorar de continuar los problemas de sequía y racionamiento eléctrico dentro del segundo semestre con una intensidad similar a la observada hasta ahora. En el corto plazo, el crecimiento anual del segundo trimestre se anticipa negativo como un todo, y es probable que sólo comiencen a observarse cifras positivas de crecimiento conforme se conozcan los antecedentes relativos al segundo semestre del año.

11. Las favorables perspectivas para la inflación y el saldo de la cuenta corriente han abierto espacios adicionales para una recuperación más vigorosa del crecimiento durante el próximo año, sin arriesgar los avances logrados a través del último año. En efecto, se estima que la economía podría sustentar un ritmo de crecimiento más pronunciado durante el próximo año, estimado preliminarmente entre 4,5 y 5,5%, logrando al mismo tiempo mantener el déficit de la cuenta corriente dentro de un rango prudente, estimado entre 4 y 4,5% del PIB (menos a términos de intercambio de tendencia), y la inflación sobre una trayectoria declinante.

12. Los antecedentes acumulados permiten un diagnóstico más certero de las principales tendencias de la economía y avalan una reducción más sustantiva del objetivo de tasas de interés junto con la reiteración del propósito de progresiva ampliación de los márgenes de flotación cambiaria. La adopción del menor nivel para la tasa de instancia tiene el propósito de permitir una recuperación más decidida de la demanda que resulta coherente con las proyecciones antes mencionadas.

13. La evolución futura de la política monetaria dependerá de los desarrollos económicos y financieros, internos y externos, pero dentro del horizonte previsible no se anticipa la necesidad de realizar nuevas reducciones sobre las tasas de interés. En efecto, se requiere una mirada atenta a la forma y velocidad con que se recuperan la actividad económica y la demanda interna con el fin de evitar la incubación de desequilibrios posteriores en la inflación y/o el déficit de la cuenta corriente.

14. El Banco Central reitera que no existen obstáculos importantes para que la economía alcance en los trimestres venideros una recuperación moderada del ritmo de actividad económica, en un contexto de baja inflación y un déficit de cuenta corriente moderado.