

Coyuntura y perspectivas macroeconómicas

Exposición de Jorge Marshall Rivera, Vicepresidente del Banco Central del Chile, en la Reunión del Consejo Nacional de la Cámara Chilena de la Construcción, Antofagasta, 20 de noviembre de 1998.

I. Crisis externa y escenario interno

El escenario internacional que enfrenta la economía chilena está marcado por la crisis que se inició en Asia, hace algo más de un año. Sus efectos se han extendido al resto de las economías del mundo y persiste una elevada volatilidad en los mercados financieros. Todo ello produce los riesgos que están presentes en la actual coyuntura internacional, entre los que se cuentan un deterioro adicional de la economía en Japón; nuevas rondas de desconfianza financiera sobre las economías asiáticas, olas de contagio hacia otras economías emergentes; una desaceleración más rápida de lo esperado de la economía norteamericana, un freno de las economías europeas como consecuencia del vuelco en la balanza comercial de Asia, y la posibilidad de una corrección más drástica en los precios de las acciones en los mercados bursátiles de Estados Unidos y Europa.

En las últimas semanas los países avanzados y los organismos multilaterales han dado pasos importantes para aminorar estos riesgos. No obstante, las incertidumbres continuarán caracterizando la evolución de la economía mundial en 1999. Dentro de este escenario, las proyecciones más actualizadas señalan que el producto mundial crecerá alrededor de 2,0% el presente año y una cifra algo menor en 1999. Esto significa que el ritmo de expansión del producto mundial se ha reducido a la mitad con respecto al observado en 1996 y 1997.

Este nuevo escenario externo encontró a la economía chilena en una fase de fuerte aceleración de la demanda interna, el cual no fue acompañado por un aumento similar del ahorro nacional, sino por una ampliación en el déficit de la cuenta corriente. La principal causa de esta expansión está en la conjunción de optimismo en empresas y consumidores respecto del desempeño de la economía nacional y de disponibilidad de financiamiento interno y externo. Así, los mercados financieros proveyeron los fondos necesarios para validar las decisiones de gasto y desvincular en mayor grado las decisiones de inversión de las empresas y familias de su capacidad de ahorro.

La expansión de la demanda interna se hizo más evidente durante el cuarto trimestre de 1997 y se canalizó, en lo fundamental, hacia los mercados externos, impulsando el crecimiento de las importaciones reales sobre 20%. Sin embargo, parte de la presión de demanda también derivó hacia los mercados internos, generando un crecimiento muy dinámico del producto y un estrechamiento del mercado laboral. En efecto, el ritmo de creación de empleos comenzó a incrementarse en la segunda mitad de 1997, y este mayor nivel de empleo se mantuvo a lo largo de la primera parte del presente año, llevando la tasa de desempleo por debajo de su tendencia histórica.

II. Política monetaria en 1998

En este panorama de fuertes turbulencias y alteraciones en los mercados externos, y de rápida expansión de la demanda interna se hizo inevitable la aplicación de una política de ajuste orientada a reducir, en un periodo acotado de tiempo, el déficit de la cuenta corriente, manteniendo al mismo tiempo los equilibrios básicos de la economía, que constituyen la condición para favorecer el crecimiento de mediano plazo. La política económica coherente con estos objetivos está basada en la orientación restrictiva de las políticas monetaria y fiscal.

En el área monetaria el Banco Central ha impulsado un incremento en el costo del crédito con el fin de entregar las señales de precios relevantes para una restricción del gasto privado de empresas y consumidores. En el último año, los agregados monetarios y el crédito global han mostrado una desaceleración generalizada en su ritmo de crecimiento, señalando la tendencia que ha seguido el gasto a través del año. Adicionalmente, la tasa de interés ha sido utilizada, junto a otros instrumentos, para defender el peso ante los cambios bruscos en las expectativas financieras. Por esta razón, en la medida que los mercados financieros y cambiarios domésticos se han tendido a calmar y se observa mayor estabilidad en los mercados financieros internacionales, el Banco Central ha reducido en dos ocasiones la tasa de interés: a mediados de octubre y comienzos de noviembre.

En el área cambiaria, las acciones del Banco Central están orientadas a reconocer y respetar las tendencias más permanentes del tipo de cambio, pero buscando amortiguar sus movimientos bruscos. Es así como en doce meses se ha verificado una depreciación nominal del peso con relación al dólar de un 11% y una depreciación real en torno a un 4%. Para hacer más eficiente esta política el Banco Central realizó en junio y septiembre algunos ajustes a la banda cambiaria, de modo de permitir una depreciación gradual y ordenada del peso, la cual es coherente con la política monetaria y el escenario internacional de mayor incertidumbre financiera. Es en este sentido, la política cambiaria ha mantenido las fluctuaciones del tipo de cambio dentro de márgenes moderados, y al mismo tiempo, ha sido compatible con un mayor grado de flexibilidad, coherente con las tendencias más fundamentales de la economía y las restantes políticas macroeconómicas.

La política fiscal también ha realizado un esfuerzo importante para apoyar la política de ajuste a través de una reducción de los gastos del gobierno, acorde con el nuevo escenario externo y los objetivos de las políticas macroeconómicas.

III. Desarrollos económicos en 1998 y perspectivas para 1999

Los antecedentes más recientes indican que las principales variables del sector externo, actividad económica e inflación se mueven en la dirección deseada, lo cual respalda el programa macroeconómico que se ha aplicado durante el presente año y genera condiciones de estabilidad que son favorables para la evolución de la economía en el mediano plazo.

1. Balanza comercial y cuenta corriente

En la balanza comercial las consecuencias de la crisis externa se manifiestan en alteraciones en los precios y en las cantidades del comercio de bienes y servicios. A su vez, la expansión de la actividad interna influye en la evolución de las importaciones.

La desaceleración de la economía mundial ha restado dinamismo a la demanda de los principales productos básicos. En efecto, los precios en dólares de los bienes primarios muestran descensos superiores al 18% en los últimos doce meses. En particular, el precio del cobre ha fluctuado cerca de los 75 centavos de dólar la libra durante 1998, aunque en el segundo semestre de este año se ha mantenido en torno a los 73 centavos. En el actual panorama externo es prudente suponer que en 1999 el precio del cobre no variará significativamente respecto de los niveles observados este año.

Por otra parte, la crisis externa también ha originado reducciones en los precios en dólares de otras materias primas y productos elaborados en las economías más afectadas por la crisis. Durante el período de enero a septiembre de 1998 el precio promedio de las importaciones, medido en dólares, ha caído cerca de 4,0% con relación a igual período del año anterior. Esta situación debiera tender a revertirse en virtud de la depreciación del dólar frente al yen y al marco desde fines de agosto pasado. Para 1999 se espera una inflación externa del orden de 2%. Los precios en dólares de las importaciones, excepto los combustibles, y de las exportaciones no cobre se espera que muestren una evolución coherente con esta proyección.

En suma, la reducción de los términos de intercambio de la economía chilena alcanzará cerca del 10% en el presente año, lo que resta del ingreso nacional el equivalente a dos puntos porcentuales, y tiene un impacto negativo sobre el déficit de la balanza comercial estimado en US\$ 1.400 millones. Para 1999 se proyecta que los términos de intercambio se mantendrán prácticamente invariables respecto del nivel alcanzado en 1998.

Los volúmenes de las exportaciones de bienes y servicios han aumentado en un 7,5% durante el período enero a septiembre de 1998 con respecto a igual período del año anterior. El volumen de las exportaciones de cobre presentó un crecimiento de 13,3% y las exportaciones distintas de cobre crecieron en 4,8% en este período. Estas cifras muestran que el efecto de la crisis externa en las exportaciones reales es menor que el observado en otros períodos de desaceleración de la actividad internacional, como los ocurridos en 1991 y en 1993. La razón de ello es la substancial reorientación geográfica de las exportaciones. En efecto, se observa que en el período de enero a septiembre, respecto de los mismos meses de 1997, el volumen exportado a Asia disminuyó en 7,1%, en tanto que el correspondiente al resto del mundo creció en 17,2%, fenómeno que se observa en distinta magnitud para todas las categorías de bienes.

Las perspectivas de los volúmenes exportados para el próximo año deben considerar las nuevas condiciones de la economía mundial, aunque se espera una recuperación de los envíos de cobre al exterior debido a la entrada en operación de nuevos proyectos del sector minero. La trayectoria esperada para el resto de las exportaciones, en cambio, es más moderada e incierta, pues es altamente dependiente de los mercados mundiales.

Como resultado de estas proyecciones y considerando los efectos de la desaceleración de la actividad económica interna y del alza del tipo de cambio real, se estima que el déficit en la balanza comercial será de alrededor de US\$ 3.100 millones en 1998 y cercano a los US\$ 1.900 millones en 1999, casi un 40% menos que en el presente año.

Aparte del resultado de la balanza comercial, en el déficit de la cuenta corriente también interviene la balanza de servicios. Para 1998 y 1999 se espera una moderación en los egresos netos por concepto de servicios financieros, lo cual es coherente con el ciclo económico y el menor devengo de utilidades extranjeras por la disminución del precio del cobre. Por su parte, la cuenta de servicios no financieros se espera que finalice el año 1999 con un saldo similar al del año en curso.

De esta manera, el déficit de cuenta corriente de 1998 alcanzará alrededor de los US\$ 5.150 millones, pero sobre una trayectoria de reducción hacia el próximo año, en que se podría alcanzar una cifra cercana a los US\$ 4.000 millones. Esta cifra es el reflejo del gran esfuerzo que está haciendo el país ajustando significativamente su demanda interna y tipo de cambio real en presencia de un escenario externo altamente complejo. De esta manera nos aproximamos al propósito declarado para el mediano plazo de situar este déficit en un nivel entre 4% y 5% del PIB. Vale la pena insistir en la ineludible necesidad de tomar muy en serio el riesgo de un déficit de cuenta corriente elevado. Nuestra propia experiencia de principios de los años ochenta es muy ilustrativa al respecto, cuando después de un déficit de 14% del PIB en 1981 sobrevino una crisis de proporciones.

2. Cuenta de capitales y balanza de pagos

En la evolución de la cuenta de capitales durante 1998 se observan tres hechos relevantes: el aumento en la demanda de activos internacionales por parte de agentes domésticos, la moderación en los flujos de inversión y financiamiento externo hacia Chile y el incremento en el costo del financiamiento externo.

Un movimiento muy significativo en la cuenta de capitales durante 1998 proviene del aumento de la demanda por activos internacionales por parte del sector privado. Estos movimientos de adecuación de cartera han estado influidos por el mayor grado de incertidumbre de la economía internacional y la depreciación del peso, reaccionando a través de una mayor demanda por activos que permitan reducir el riesgo cambiario y aprovechar las ventajas de una mayor diversificación internacional de la cartera de activos. Este fenómeno, ha presionado en forma importante los mercados financieros y cambiarios en el país.

Durante este año se ha producido una salida importante de inversiones de las AFP hacia el exterior, esperándose que a fines de 1998 estas inversiones alcancen al 5% de los activos de los fondos de pensiones. Esta reacomodación se explica por una política de diversificación de portafolio de estas entidades. Se espera que para 1999 la salida de capitales por este concepto sea inferior a la de este año debido a que la parte más significativa de la recomposición de activos ya fue realizada.

Un fenómeno similar de ajustes de cartera también se ha dado en los inversionistas no institucionales, incluyendo a bancos, empresas y personas naturales, lo cual se registra como una salida de capitales y alcanzará en 1998 una cifra significativa. En la medida que se consolide el mayor grado de confianza que se ha observado en los mercados financieros y cambiarios es muy probable que las salidas asociadas a los cambios de cartera y coberturas por fluctuaciones del tipo de cambio, tienda a reducirse respecto del registro de 1998. Los antecedentes más recientes apuntan en esta dirección.

El escenario externo más incierto ha significado una menor disponibilidad de capitales para todas las economías emergentes. En la economía chilena se ha observado una reducción de las entradas de capital respecto de los fuertes inlujos de años anteriores, lo cual debe ser interpretado como una normalización de dichos flujos ya que el país ha continuado atrayendo recursos financieros de mediano y largo plazo. Para 1999 se espera que la fortaleza de los capitales de mediano y largo plazo sigan siendo una fuente de financiamiento tan importante como lo ha sido hasta ahora, convirtiéndose en un pilar fundamental dentro de la cuenta de capitales. En particular, la inversión extranjera directa podría alcanzar unos US\$ 4.200 millones en 1999. En otros componentes de la cuenta de capitales, como la inversión de cartera, existe mayor incertidumbre. Sin embargo, ellos no alcanzan una cifra muy significativa en el financiamiento de la balanza de pagos.

En tercer lugar, la mayor preferencia de los inversionistas internacionales por las monedas, mercados e instrumentos considerados más seguros, ha llevado a un incremento generalizado en el costo del financiamiento externo de las economías emergentes. Sin embargo, hay que destacar que en el caso de Chile estos aumentos han sido menores que los registrados en otras economías de la región y la reducción de la tasa de encaje ha permitido compensar, al menos parcialmente, este efecto. Por su parte, las tasas de interés de los países industriales, especialmente las de largo plazo, han tendido a disminuir.

Los antecedentes anteriores indican que las necesidades de recursos externos, el déficit de US\$ 4.000 millones de la cuenta corriente y las amortizaciones previstas, son financiadas sin recurrir a las reservas internacionales, aún en circunstancias más complejas que las actuales en materia de financiamiento externo. Pero aún en un escenario más restrictivo, un factor adicional de tranquilidad respecto de la evolución futura de las cuentas externas es la sólida posición de reservas internacionales de la economía chilena. En efecto, el nivel acumulado de reservas internacionales a la fecha se sitúa en una cifra cercana a los US\$15.500 millones, monto que permite que los indicadores de liquidez y vulnerabilidad externa sean muy favorables para la economía chilena, respecto de otras economías también tocadas por la crisis global.

3. Actividad económica

Los antecedentes acumulados hasta la fecha indican que la economía se mueve sobre una trayectoria de progresiva moderación en su tasa de crecimiento, situación que se ha acentuado en los últimos meses. El producto ha mostrado una declinación en su tasa de crecimiento, pasando de una expansión de 6,8% en el primer semestre de este año a un 2,7% en el tercer trimestre. Este ajuste en el ritmo de expansión es especialmente visible en la evolución de los sectores que son más afectados por la posición cíclica de la economía, como la industria, construcción y comercio. Sin embargo, también hay que destacar algunos factores de oferta que inciden en la desaceleración del producto, como la reducción en el crecimiento de la minería, las menores capturas pesqueras y las consecuencias de la sequía para los sectores agricultura y electricidad.

Por su parte, la demanda interna está evolucionando con una desaceleración aún mayor que el producto. En el primer semestre el aumento de la demanda interna fue de un 11,1% y en el tercer trimestre de este año su crecimiento alcanzó sólo a 0,5%. En la significativa reducción del dinamismo observado en el tercer trimestre influyó la reducción experimentada por la formación bruta de capital fijo, la cual está determinada por una base de comparación manifiestamente elevada. Esta evolución significa que la brecha gasto-producto se tornó negativa por primera vez en el año, situándose en -2,2 puntos porcentuales. Las políticas actualmente vigentes consideran que la demanda interna mantenga un crecimiento muy moderado en 1999.

Asimismo, la evolución del ritmo de creación de empleos refleja la desaceleración de la actividad económica. En el último trimestre, finalizado en septiembre, la ocupación nacional anotó un incremento de 0,9%, cifra que se compara con aumentos de la ocupación superiores al 2% observados en 1997 y en el primer semestre de este año. En los próximos meses la evolución de la tasa de desempleo dependerá de la coherencia entre la evolución de los salarios y las condiciones generales de la economía.

El valor agregado del sector construcción ha mostrado una tendencia de mediano plazo levemente superior al crecimiento del producto agregado, aunque con oscilaciones más marcadas a través del ciclo económico. Este hecho llevó a una leve caída en el valor agregado del sector en 1991 y 1994, que fueron dos años en los que se manifestó la desaceleración de la actividad económica. También durante 1998 se ha observado una caída en el ritmo de crecimiento de la construcción, que probablemente significará un crecimiento reducido en 1998 y muy cercano a cero en 1999. Es importante destacar que la actividad de menor dinamismo dentro del sector será la edificación, especialmente habitacional, cuya evolución depende más cercanamente de las tasas de interés y de las condiciones del mercado financiero.

Todos estos elementos llevarán a un crecimiento del producto que en 1998 y 1999 será significativamente menor que el crecimiento de tendencia de la última década. En septiembre último, en el marco del Informe al Senado, el Banco Central proyectó una tasa de crecimiento de 5% para 1998 y en torno a 3,8% para 1999. Los antecedentes más recientes indican que el crecimiento acumulado hasta el tercer trimestre alcanza a un 5,4% y que para el año en su conjunto se situará entre 4,5% y 5%. Respecto de 1999 se debe reiterar que su valor efectivo dependerá de la evolución del escenario externo y de la estabilidad del mercado financiero interno.

4. Inflación

La tasa de inflación continua sobre una trayectoria de reducción gradual, coherente con las metas de 1998 y 1999, de +/-4,5% y +/-4,3%, respectivamente. Sin embargo, a pesar de los progresos recientes en la reducción de la inflación, persiste un ambiente de riesgo que se manifiesta en índices de inflación subyacente aún superiores al 5% anual y en crecimientos salariales que se mantienen cercanos a 8% anual. Esta evolución obliga a mantener una actitud muy cautelosa en la

observación de la tendencia de los precios.

No obstante, del mismo modo como ha sucedido en las experiencias de ajuste de años anteriores, la desaceleración en el ritmo de crecimiento del producto debe colaborar en la consolidación de un menor ritmo inflacionario en los próximos trimestres. Es importante insistir en que la moderación del crecimiento de los salarios nominales es, además, un factor necesario para sustentar los niveles de empleo, especialmente en el actual período de ajuste.

IV. Conclusiones

La economía chilena enfrenta tiempos complejos. La crisis asiática ha puesto y seguirá poniendo a prueba la capacidad del país para enfrentar los retos asociados a estos tiempos de turbulencia e incertidumbre internacional. Aunque la economía tiene sus fundamentos sólidos, ésta es la hora de reafirmar la convicción en políticas macroeconómicas prudentes y exigentes. Es imposible para el país mantener un crecimiento elevado en tanto las turbulencias externas no amainen y se consolide un proceso de recuperación de la estabilidad en los mercados mundiales. No reconocer que se debe afrontar un período relativamente más duro provocaría un efecto irremediablemente negativo en la administración económica del país, situación que por sí misma profundizaría significativamente los efectos de la crisis asiática.

Las soluciones fáciles no existen. Todas acarrearán costos. La visión del Banco Central es clara en la actual coyuntura: reafirmar el compromiso con el proceso de reducción gradual pero consistente de la inflación, así como reiterar el propósito para que el déficit en cuenta corriente se reduzca hasta que alcance niveles razonables, entre 4% y 5% del PIB en el mediano plazo.

Los antecedentes respecto de la evolución de la actividad económica y demanda interna durante el tercer trimestre muestran que la economía ha tomado la trayectoria de ajuste esperada, y no debería constituir una sorpresa si las tasas de crecimiento económico en doce meses presentan una desaceleración adicional en el último trimestre del año. La reducción del ritmo de crecimiento económico es la consecuencia inevitable de la difícil situación externa que ha debido enfrentar la economía chilena durante el presente año. A estas alturas, prácticamente no hay economía en el mundo que no haya debido revisar a la baja sus proyecciones y pretensiones de crecimiento económico. Más importante es, en realidad, señalar que son precisamente estos ajustes los que han impulsado un mayor grado de confianza entre los agentes económicos y los mercados financieros, auspiciando una recuperación moderada, gradual, pero duradera del ritmo de crecimiento económico a través del próximo año.

Los instrumentos de política monetaria se seguirán aplicando de manera coherente con estos propósitos. El éxito de esta empresa se traducirá en que la economía nacional crecerá por debajo de su potencial en 1998 y 1999, pero generará la estabilidad necesaria para mantener un crecimiento elevado en el mediano plazo. Pero ese resultado depende en forma crucial del apoyo a las políticas. La ecuación es simple: a mayor respaldo a las políticas macroeconómicas, por exigentes que sean, menor el sacrificio en cuanto a la desaceleración del crecimiento económico, del empleo y los salarios. El relajo apresurado de las políticas de ajuste sólo afectará la estabilidad conseguida a lo largo de una década y reducirán la capacidad de crecimiento de mediano plazo.