

La Política Monetaria en 1998

Exposición de Jorge Marshall Rivera, Vicepresidente del Banco Central del Chile, en ASIMETAL 98, Santiago, 7 de octubre de 1998.

I. Escenario internacional

El escenario internacional que enfrenta la economía chilena está marcado por el progresivo deterioro desde que se inició la crisis 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 de 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.

Dentro de este escenario de mayor incertidumbre, las proyecciones más actualizadas señalan que la economía mundial crecerá alrededor de 2,0% el presente año. Respecto de 1999, el Banco Central considera que este ritmo de crecimiento de va mantener, aunque las nuevas proyecciones del FMI anticipan un crecimiento de 2,5% para el próximo año.

II. Efectos del escenario externo sobre la economía chilena

Este escenario externo tiene diversos efectos sobre la economía chilena, los que se transmiten, principalmente, a través de cambios en los flujos de la cuenta corriente y cuenta de capital de la balanza de pagos. En la cuenta corriente las consecuencias de la crisis externa se manifiestan en alteraciones en los precios y en las cantidades del comercio de bienes y servicios (incluyendo el servicio de factores). En la cuenta de capitales se puede distinguir entre los cambios en los flujos de capitales de inversión y financiamiento externo hacia Chile y las variaciones en la demanda de activos internacionales de agentes domésticos.

(a) Efecto sobre los términos de intercambio

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 20% en los últimos doce meses. En particular, el precio del cobre ha fluctuado cerca de los 75 centavos de dólar la libra durante 1998. En el actual panorama externo es prudente suponer que en lo que resta del presente año y parte del próximo, la situación no variará significativamente. Las perspectivas de mediano plazo, en tanto, son más optimistas, con valores más cercanos a un dólar la libra.

Por otra parte, la crisis externa también ha originado reducciones en los precios en dólares de otras materias primas y de los productos elaborados en las economías más afectadas por la crisis. Chile se favorece por este hecho, tanto por su efecto sobre la cuenta corriente como por la moderación en las presiones inflacionarias internas. Durante el período de enero a julio de este año, el precio promedio de las importaciones, medido en dólares, ha caído cerca de 5,0% con relación a igual período del año anterior. Sin embargo, esta situación no puede proyectarse a futuro, considerando que es menos probable que se produzcan disminuciones adicionales en el precio de las materias primas y que, además, el dólar continúe el ritmo de apreciación internacional que ha mostrado en el curso del último año.

En suma, la reducción de los términos de intercambio de la economía chilena alcanzará cerca del 10% para 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. Parte de este mayor déficit está contrapesado por la reducción de las utilidades de las empresas extranjeras de cobre.

(b) Efectos sobre los volúmenes de comercio

Los volúmenes de las exportaciones chilenas han aumentado en un 7,3% durante el período enero a julio de 1998 con respecto a igual período del año anterior. El volumen de las exportaciones de cobre presentó un crecimiento de 14,5% y las exportaciones distintas de cobre crecieron en 2,2% en el período señalado. Estas cifras muestran que el efecto de la crisis externa sobre 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 chilenas. En efecto, se observa que en el período de enero a julio de este año, respecto de los mismos meses de 1997, el volumen exportado a Asia disminuyó en 7,9%, en tanto que el correspondiente al resto del mundo creció en 15,4%, fenómeno que se observa en distinta magnitud para todas las categorías de bienes.

(c) Flujos de financiamiento externo

El tercer efecto de la crisis global es la reducción en los flujos de capital y de financiamiento hacia el país. Durante el primer

semestre de 1998 se nota una importante disminución en la inversión de cartera desde el exterior. En todo caso, la suma de capitales mediano y largo plazo alcanzó a US\$ 4.700 millones en el primer semestre, sustancialmente mayor que el déficit en cuenta corriente en el mismo período y muy similar a los flujos recibidos en años anteriores con relación al PIB.

A su vez, 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 estos aumentos han sido menores que los registrados en otras economías de la región y, en términos absolutos, el costo del financiamiento externo para Chile sigue siendo muy inferior al promedio de América Latina. Por su parte, las tasas de interés de los países industriales, especialmente las de largo plazo, han tendido a disminuir.

III. El escenario interno de la economía chilena

El escenario interno de la economía chilena durante el presente año está caracterizado por tres hechos: el fuerte crecimiento de la demanda interna en el segundo semestre de 1997, los cambios en la demanda por activos internacionales de los agentes internos y la solidez de los fundamentos de la economía.

(a) Dinamismo de la demanda interna

El fuerte dinamismo de la demanda interna ha sido una característica de la evolución de la economía en la presente década. En este período se ha observado un marcado y sostenido incremento en la tasa de inversión que no ha sido acompañado por un aumento similar del ahorro nacional. Otra forma de ver lo mismo es la ampliación que ha mostrado el déficit de la cuenta corriente a lo largo de los últimos años, incluso descontando el efecto de las fluctuaciones adversas de los términos de intercambio

La razón de esta expansión está en el buen desempeño de la economía nacional, que generó un ambiente de mayor optimismo en las empresas y consumidores, en un contexto de mayor disponibilidad de financiamiento interno y externo. A su vez, la profundización del mercado de capitales doméstico y el mayor acceso a los mercados financieros internacionales, proveyeron los fondos necesarios para validar estas decisiones de gasto y desvincular en mayor grado las decisiones de inversión de las empresas y familias de su capacidad de ahorro.

Estos factores generaron una presión por fondos en el mercado doméstico, impulsando al alza las tasas de interés y, a la vez, un mayor uso del ahorro externo (déficit de la cuenta corriente). Por su parte, la fuerte disposición de los inversionistas internacionales por incrementar su participación en la economía chilena, aun pagando el costo del encaje, aportó con creces los recursos necesarios para financiar este déficit. En efecto, la economía recibió en 1997 recursos externos netos de aproximadamente 10% del PIB, casi el doble de los requerimientos de financiamiento del déficit de la cuenta corriente.

Esta 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 PIB 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, al mismo tiempo que los salarios nominales permanecieron creciendo a tasas cercanas a 8% anual.

(b) Acumulación de activos en el exterior

En segundo lugar, 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 bancario y no bancario. Este movimiento ha significado un aumento de las salidas por inversiones desde Chile hacia el exterior –inversiones directas, de cartera y acumulación de otros activos de corto plazo– que en este período suman algo más de US\$ 4.400 millones.

Estos movimientos de adecuación de cartera han estado influidos por el mayor grado de incertidumbre de la economía internacional y la depreciación ocurrida en el valor del peso a través de los últimos meses, reaccionando a través de una mayor demanda por activos que permitan realizar coberturas de riesgo cambiario, así como también un aumento en el interés por aprovechar las ventajas de una mayor diversificación internacional de la cartera de activos.

(c) Solidez de los fundamentos de la economía chilena

La tercera característica de la economía chilena es la reconocida solidez de sus fundamentos. El primer indicador de la solidez de los fundamentos de la economía chilena es la sostenida reducción de la tasa de inflación.

En segundo lugar, el crecimiento de la economía chilena por más de una década está basado en un fuerte proceso de inversión y aumentos de productividad, lo que aporta un buen sustento para el crecimiento de mediano plazo.

Tercero, Chile tiene buenos indicadores de solvencia y liquidez externa, lo que está acompañado de una adecuada integración a los mercados financieros externos. El peso de la deuda externa, el nivel de las reservas internacionales y las necesidades de financiamiento de corto plazo de la economía chilena se comparan favorablemente con las de otras economías latinoamericanas y las de países asiáticos.

Cuarto, el sistema financiero chileno ha tendido hacia una progresiva consolidación y profundización. Al mismo tiempo, el sistema financiero tiene una buena regulación y supervisión. Los indicadores de solvencia, como son el nivel de capitalización y la proporción de la cartera que está vencida, confirman este hecho. La actual crisis externa ha confirmado una vez más que no es suficiente mantener los equilibrios macroeconómicos, sino que también se requiere que el sector financiero sea eficiente y fuerte.

Quinto, durante la década de los noventa la política fiscal ha permitido equilibrar y fortalecer las finanzas públicas, alcanzando un superávit global promedio de 1,8% del PIB y disminuyendo substancialmente la deuda pública. Además, el gobierno ha mantenido altas tasas de ahorro, que en promedio han sido de 4,5% del PIB y que han convertido al ahorro público en uno de los componentes más estables del ahorro nacional.

IV. La política monetaria en 1998

Este contexto de fortalezas, pero también de fuertes turbulencias y alteraciones en los mercados externos, de rápida expansión de la demanda interna y de cambios en la demanda de activos internacionales hizo inevitable la aplicación de una política de ajuste orientada a contener el crecimiento de la demanda interna, para llevarla hacia niveles acordes con el nuevo escenario externo, manteniendo al mismo tiempo los equilibrios básicos de la economía, que constituyen la condición para favorecer el crecimiento de mediano plazo. Es decir, el programa macroeconómico que se aplica desde enero de 1998 tiene como propósito reducir en un periodo acotado de tiempo el déficit de la cuenta corriente, sin arriesgar los equilibrios de mediano plazo de la economía. La política económica coherente con estos objetivos esta 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 las tendencias que debe tomar el gasto en los próximos meses.

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 en relación con el dólar de 14% y una depreciación real en torno a 6%. Para hacer más eficiente esta política el Banco Central ha explicitado esta política cambiaria, definiendo una banda más angosta para el tipo de cambio.

En el área fiscal, se ha realizado un esfuerzo de importancia para impulsar un ajuste de los gastos del gobierno acorde con el nuevo escenario externo y los objetivos de las políticas macroeconómicas. Es importante el anuncio respecto del crecimiento del gasto público para 1999, que contribuye a despejar dudas sobre la orientación de la política fiscal en un año con elecciones presidenciales.

Es importante reconocer que uno de las consecuencias de las turbulencias externas es la natural incertidumbre que se produce entre los agentes privados sobre las políticas de la autoridad. El programa macroeconómico que se había definido hacia fines de 1997 requería ser adaptado a las nuevas realidades. Este hecho genera una serie de interacciones entre el mercado y la autoridad, donde por una parte se abren dudas legítimas respecto de las políticas imperantes y por la otra, deben ganar credibilidad las nuevas señales que entrega la autoridad. Este ha sido uno de los elementos más relevantes en la aplicación de la política monetaria durante el presente año y se manifiesta en dos hechos. Primero, la firme decisión del Banco Central de mantener en todo momento la meta de inflación como base para el ordenamiento del resto de las políticas macroeconómicas y como señal para las decisiones del sector privado. Segundo, el mayor esfuerzo de coordinación entre la política fiscal y monetaria. En ausencia de estas dos opciones fundamentales las incertidumbres habrían aumentado y no disminuido.

Una crítica frecuente que ha recibido la política monetaria durante el presente año plantea que un ajuste con una mayor devaluación nominal habría llevado a un aumento en el tipo de cambio real, lo que a su vez habría generado una reducción adicional de las importaciones y un aumento de las exportaciones, contribuyendo a moderar más rápidamente el déficit de la cuenta corriente. Este punto de vista parece atractivo, sin embargo la experiencia de numerosos países muestra que detrás de sus aparentes beneficios hay riesgos muy significativos. Primero, en el corto plazo existen otros determinantes del tipo de cambio nominal y de las tasas de interés, como son los cambios en la composición de las carteras, los flujos financieros y las expectativas de los inversionistas. Por consiguiente, las políticas del Banco Central deben mantener la confianza de los mercados financieros en toda circunstancia. Segundo, los aumentos en el tipo de cambio nominal pueden generar un aumento en la inflación, especialmente cuando la economía está funcionando con una demanda interna elevada. Tercero, en los objetivos de las políticas está lograr resultados en periodos acotados, por lo que es muy importante considerar los rezagos con que actúan los instrumentos de la política macroeconómica. Todos estos factores pueden llevar a una sobreacción del tipo de cambio en el corto plazo, lo que produciría otras consecuencias negativas para el crecimiento de la economía, como es la alimentación de mayor incertidumbre financiera, la volatilidad en precios claves para la asignación de recursos, la persistencia de la inflación posterior y la necesidad de elaborar nuevas políticas de estabilización que comprometerían el crecimiento por un periodo más prolongado.

El enfoque que ha aplicado la política monetaria en 1998 es más balanceado. Dentro de un esquema de banda cambiaria se ha permitido una devaluación nominal y real del peso, pero se han aplicado políticas que no ponen en riesgo la estabilidad económica y la capacidad de crecimiento de mediano plazo. Es importante subrayar que los informes de analistas y los estudios académicos sobre la economía chilena, tienden a coincidir que la actual banda cambiaria está alineada con los valores de equilibrio de mediano plazo del tipo de cambio real en Chile y son coherentes con otros precios claves de la economía, como son salarios.

V. Resultados y perspectivas

Los antecedentes más recientes indican que luego de tres trimestres de aplicación de las políticas de ajuste, las principales variables económicas se mueven en la dirección deseada, lo que a su vez respalda el programa macroeconómico que se ha aplicado durante el presente año. En particular, la tasa de inflación continúa sobre una trayectoria de reducción gradual, y las políticas están bien orientadas para conseguir la meta de +/-4,3% para 1999 y continuar en los años venideros los avances hacia la estabilidad de precios.

Segundo, 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, para situarse entre los US\$ 4.000 millones y US\$ 4.500 millones. 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.

En tercer lugar, la tendencia de ajuste en la demanda interna se está manifestando en este semestre, como lo muestran las cifras más recientes de importaciones, ventas del comercio y de la industria, créditos de consumo.

Finalmente, la evolución esperada de la demanda externa es favorable a pesar de la crisis externa. Por una parte, la constatación de tasas de crecimiento muy importantes para algunos productos como las exportaciones de cobre (por la entrada en operación de nuevos proyectos y ampliación de otros existentes) y, posiblemente, la recuperación parcial de la producción de harina de pescado. Por otra, la acentuación, en el segundo semestre de 1998 y, especialmente en 1999, de la tendencia de ajuste que llevan las importaciones, proyectándose un crecimiento por debajo del PIB.

Todos estos elementos llevarán a un crecimiento del PIB que 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 en torno a 3,8%, aunque se debe reiterar que su valor efectivo dependerá de la evolución del escenario externo y de la estabilidad del mercado financiero interno. Aún con la moderada expansión esperada para este y el próximo año, el crecimiento económico promedio de la presente década será el mayor de este siglo.

VI. 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 cercano al potencial 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. La globalización de los mercados y la fuerte vinculación de Chile con el resto del mundo, que han permitido al país una década de sostenido crecimiento, contienen también un elemento disciplinador sobre el manejo de las políticas macroeconómicas que no es posible soslayar y que obliga a una actitud permanentemente cautelosa y de gran celo en defensa de la estabilidad justamente en los momentos de prueba.

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, hasta llevarla a una cifra cercana a 3% anual, así como reiterar el propósito para que el déficit en cuenta corriente se reduzca a partir de 1999 hasta que alcance niveles razonables entre 4% y 5% del PIB en el mediano plazo. 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 seguirá creciendo a tasas altas en los próximos años, aunque transitoriamente por debajo de su potencial. Pero ese éxito 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 prematuro de las políticas de ajuste o reacciones exageradas en el tipo de cambio, sólo afectarán la estabilidad conseguida a lo largo de una década y reducirán la capacidad de crecimiento de mediano plazo.