

Principales Aspectos de la Actual Coyuntura Macroeconómica

Exposición de Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, ante la Comisión de Hacienda del Senado, el 5 de agosto de 1998.

1. Introducción

El desempeño de la economía chilena en el último año ha sido satisfactorio, a pesar de las mayores dificultades que presenta el escenario externo. En este período se ha logrado combinar la reducción de la inflación con la mantención de un ritmo de crecimiento económico adecuado y una ampliación acotada del déficit de la cuenta corriente.

2. El escenario internacional y sus consecuencias sobre la economía chilena

2.1 El escenario internacional

Las turbulencias financieras que emergieron en Asia a mediados del año pasado han tendido a atenuarse, pero los mercados financieros mantienen un estado de mayor sensibilidad, pues aún existen dudas importantes respecto de la profundidad y duración de la crisis en la región y sobre la forma en que se resolverán los profundos problemas financieros que la afectan. Sin embargo, los efectos globales de la crisis parecen relativamente acotados. Se espera una reducción del ritmo de expansión económica mundial respecto de los últimos dos años, pero con un impacto menos pronunciado que situaciones anteriores de recesión internacional como 1974-75, 1980-83 ó 1990-91.

Las estimaciones de consenso señalan que la economía mundial crecerá en torno al 2,5% en 1998 y con una probabilidad de crecimiento similar el próximo año o incluso una recuperación hacia tasas cercanas al 3% si hay un repunte en el Asia. Sin embargo, a estas alturas es claro que el reflotamiento de la economía japonesa tomará un tiempo bastante largo. Hay enormes dificultades políticas para llevar a cabo las reformas estructurales que son necesarias para enfrentar la actual crisis, situación que retardará la recuperación de este país y también de la región. Declaraciones recientes de altas autoridades japonesas apuntan claramente en esta dirección.

La disminución en el ritmo de crecimiento de Asia explica más del 70% de la disminución del crecimiento mundial esperado para este año. A este menor dinamismo se agrega una trayectoria de aterrizaje suave de la economía norteamericana y una desaceleración más significativa de Latinoamérica. Las economías europeas, en tanto, mantienen un crecimiento similar al del año pasado y se proyecta su continuación en 1998.

La crisis de Asia ayudará a mantener la trayectoria de reducción en la inflación mundial que se ha observado en los últimos años. En efecto, el debilitamiento global de la demanda y la actividad económica, las reducciones de los precios internacionales de las materias primas y las devaluaciones de Asia ejercerán un efecto negativo sobre el nivel global de la inflación.

A su vez, las favorables perspectivas inflacionarias y la mayor preferencia de los inversionistas internacionales por las monedas, mercados e instrumentos considerados más seguros han llevado a una disminución de las tasas de interés de los países industriales, al menos respecto de los niveles que se esperaban con anterioridad a la crisis. Ello ha conducido hacia una caída de las tasas de interés de largo plazo en las principales monedas.

Por el contrario, las tasas de interés de las economías emergentes han tendido a aumentar en forma generalizada. A su vez, los flujos de capital hacia los países emergentes, especialmente los flujos de cartera, han sufrido una disminución significativa durante el presente año.

Finalmente, la crisis de los países del sudeste asiático ha conllevado un menor dinamismo de la demanda de los principales productos básicos, en particular, de cobre y petróleo. Los índices de precios de bienes primarios muestran descensos sobre el 20% en un año, medido en dólares.

El mercado internacional de cobre ha presentado un escenario deprimido durante los últimos meses, lo que ha conducido el precio hasta niveles en torno a 75c/lb. Si bien los inventarios han mostrado una tendencia decreciente desde fines del primer trimestre, ésta no ha sido suficiente como para impulsar el precio del cobre. Por otra parte, el panorama externo tampoco es favorable para esperar la recuperación del precio en el corto plazo. Las perspectivas de crecimiento mundial no indican una recuperación rápida y para el período 1998-2000 se espera un aumento de la capacidad de producción de cobre. En conclusión, es prudente suponer que, al menos durante lo que resta del presente año y parte del próximo, la situación no variará significativamente respecto de los niveles actuales.

2.2. Consecuencias sobre la economía chilena

Los efectos del deterioro en el escenario externo sobre la economía nacional son variados. En primer lugar, se estima una reducción

de los términos de intercambio entre 5% y 10% para el presente año. La principal disminución se observa en el precio del cobre y otros minerales, caídas que se ven parcialmente compensadas por la disminución observada en los precios de las importaciones hacia Chile. La disminución de términos de intercambio reduce el ingreso nacional y tiende a elevar el déficit de la cuenta corriente.

En segundo lugar, se observa una caída en el nivel absoluto de precios de las importaciones para Chile, situación que reduce las presiones de inflación importada. Sin embargo, esta situación no puede proyectarse a futuro, considerando que es menos probable que el dólar continúe el ritmo de apreciación internacional que se ha venido observando en el último año. Así, las perspectivas futuras señalan un incremento de la inflación externa hasta niveles levemente superiores al 2%.

En tercer lugar, hay efectos sobre los volúmenes de comercio exterior. En lo que va corrido de este año se ha producido una severa contracción de los mercados de destino de algunas de las exportaciones. Excluyendo las exportaciones de cobre, el valor de las exportaciones al Asia se ha reducido en cerca de 15% anual en los primeros cinco meses de 1998. Y, al mismo tiempo, existe una mayor presión de oferta de importaciones desde Asia, como consecuencia de la depreciación de las monedas y la contracción de los mercados de la región.

En cuarto lugar, también se detecta una reducción en los flujos de entrada de capital por inversiones de cartera y un aumento en el costo de financiamiento externo de largo plazo. Sin embargo, hay que destacar que los aumentos observados han sido menores en relación a lo registrado en otras economías de la región y, en términos absolutos, el costo del financiamiento externo de Chile sigue siendo muy inferior al de cualquier otro país de la región. Asimismo, se mantiene la favorable clasificación de riesgo de inversión alcanzada por Chile.

3. La Economía Chilena en el Corto y Mediano Plazo

3.1. Las metas macroeconómicas de corto y mediano plazo

En este contexto externo, las políticas fiscal y monetaria se han dirigido a encauzar un proceso ordenado de ajuste del gasto interno con el fin de moderar el déficit de la cuenta corriente y mantener una trayectoria inflacionaria controlada.

En concreto, estas políticas apuntan en el corto plazo a mantener el déficit de cuenta corriente para el presente año dentro de límites prudentes, en torno a los US\$5.000 millones y al mismo tiempo lograr una reducción del déficit para el próximo año. En el curso del segundo semestre del presente año, el gasto interno debe comenzar a crecer por debajo del producto, y lo mismo debe ocurrir durante el próximo año. Como consecuencia de lo anterior, la balanza comercial y la cuenta corriente presentarán una mejoría progresiva. En el mediano plazo se prevé un déficit de la cuenta corriente moderado, del orden del 4% al 5% del PIB, coherente con la estabilidad de las relaciones de solvencia externa.

Para el Banco Central es *absolutamente prioritario mantener la tasa de inflación sobre una trayectoria de reducción gradual y persistente*. Este objetivo es aún más importante en una etapa de ajuste de precios relativos y mayor volatilidad en los mercados financieros. El compromiso de las políticas con la estabilidad de precios desempeña un rol clave para anclar las expectativas de los agentes económicos, especialmente en una economía altamente indizada como la chilena. En el corto plazo, *este compromiso se expresa en mantener la meta de inflación planteada para el presente año y, especialmente, asegurar condiciones para continuar el proceso de reducción de la inflación en 1999 y en los años venideros. El objetivo final es alcanzar en un horizonte relativamente cercano tasas similares a las que se observan entre las principales economías industrializadas, esto es, en torno al 3%. Esta es la principal contribución de la política monetaria y el Banco Central al desarrollo del país.*

En el corto plazo, las políticas implementadas se traducirán en una reducción calculada del ritmo de crecimiento del gasto de la economía, el que, luego de exhibir una tasa de expansión superior al 14% en el primer trimestre del presente año, debiera caer por debajo del crecimiento de la actividad económica durante el segundo semestre en curso. Esta última, medida por el PIB y afectada por las menores exportaciones a raíz de la crisis asiática y por el propio esfuerzo de contención del gasto, mostrará en el presente año de todas formas un crecimiento apreciable (por sobre el 5%). En 1999, en tanto, no debiera ser sustantivamente diferente. La trayectoria de la actividad económica mostrará una desaceleración adicional del ritmo de crecimiento en el segundo semestre de este año y tal vez a principios del próximo, para luego entrar en una recuperación hacia los niveles de crecimiento potencial en los años siguientes.

En cuanto a la política monetaria, se ha señalado que el Banco Central ha sido demasiado estricto y que se arriesga un sobreajuste. Lo cierto es que esta política ha sido extremadamente prudente y ajustada a los acontecimientos. En efecto, frente a la reducción de ingresos resultante de la crisis asiática, se ha combinado un ajuste en el gasto global con un espacio de mayor financiamiento externo, a través de un déficit en la cuenta corriente transitoriamente alto. Es evidente, por una parte, que si no se hubiese actuado endureciendo la política monetaria en enero-febrero pasados, la extraordinaria expansión del gasto observada hacia fines del 97 y principios del 98 en un momento en que ya se sentían los efectos de la crisis asiática sobre los ingresos externos, la situación hoy día sería inmanejable. Por otro lado, el déficit en la cuenta corriente de todas formas será transitoriamente mayor, este año y el próximo, al de años anteriores, lo cual refleja que parte de los menores ingresos externos serán absorbidos por un mayor financiamiento externo.

3.2. Las políticas en implementación

Las medidas de política que se han implementado a través del primer semestre del año son coherentes con el cumplimiento de los objetivos macroeconómicos propuestos.

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.

Asimismo, en períodos excepcionales de turbulencias, la política monetaria se ha dirigido a mantener un control más estricto de la liquidez con el fin de no exacerbar estas volatilidades y ciclos especulativos contra el peso. El resultado ha sido marcado por episodios puntuales de incrementos en las tasas de interés de corto plazo, como el observado en las últimas semanas de junio y primeras de julio, situación que ha ido en proceso de progresiva normalización.

Estos episodios de alta volatilidad en las tasas de interés diarias, generan algún grado de distorsión en el cálculo actual de la tasa máxima convencional, el cual se realiza en base al promedio ponderado mensual por tipo de operación, fórmula que deja a esta tasa desalineada cuando hay movimientos bruscos de corto plazo. Por tal motivo, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras en conjunto con el Banco Central, se encuentran trabajando para solucionar estas distorsiones, buscando dejar el cálculo de esta tasa de interés más amarrado a las condiciones de liquidez del mercado interbancario.

En el área cambiaria, las acciones del Banco Central han buscado amortiguar los movimientos bruscos del tipo de cambio nominal, permitiendo que se materialice una depreciación ordenada del peso en concordancia con la evolución de los fundamentos. Este accionar se ha traducido en una mayor presencia del Banco Central en el mercado cambiario, realizando intervenciones ocasionales con el fin de evitar que se produzcan movimientos erráticos y una sobre-reacción en el tipo de cambio. En este período el Banco Central ha realizado ventas en los mercados cambiarios, revirtiendo así la tendencia de acumulación que se había producido en años anteriores, cuando se compraron Reservas Internacionales al piso o cerca del piso de la anterior banda. Más recientemente, el Banco Central ha optado por explicitar esta política cambiaria, angostando la banda cambiaria a una amplitud de 5,5% en la vecindad del dólar acuerdo. Como es conocido, los extremos de esta banda se encuentran en la actualidad en torno a \$456 por dólar el piso y \$482 por dólar el techo, con reajustes diarios según la regla del dólar acuerdo. Esta decisión se tomó básicamente con el propósito de dar una señal más clara al mercado del rango de valores del tipo de cambio que al Banco Central le parecen adecuados a la evolución de las variables fundamentales de la economía chilena, sin renunciar a un margen de volatilidad razonable para acomodar cambios financieros de corto plazo. Se reitera que el Banco Central está firmemente comprometido a mantener el valor del peso dentro de esta banda.

Asimismo, se han incorporado dos nuevos instrumentos para facilitar la cobertura de riesgos cambiarios: la emisión de Pagarés Reajustables en Dólares (PRD), que han tenido gran aceptación en el mercado y han corroborado la hipótesis de que una parte importante de la demanda por moneda extranjera obedece al interés del sector privado por cubrir sus posiciones cambiarias; y los Pactos de Retrocompra (CPR), ofrecidos con el fin de "podar" las expectativas más pesimistas del mercado.

Por último, se rebajó el encaje en moneda extranjera, de 30% a 10%, con el fin de contrarrestar el aumento en los spreads que hoy día enfrentan las empresas chilenas en sus créditos del exterior. A este respecto, es importante notar que la reducción de la tasa de encaje está teniendo y tendrá en los próximos meses un impacto relevante sobre las reservas internacionales del Banco Central, del orden de los US\$ 300 millones (de un total de reservas de cerca de US\$ 15.000 millones).

En el área fiscal, se ha realizado un esfuerzo de importancia para impulsar un ajuste de los gastos del gobierno y de las empresas públicas acorde con la reducción de ingresos del gobierno. Los sucesivos recortes de gastos corrientes y de capital realizados en enero, abril y junio suman a la fecha US\$535 millones, cerca de 0,7% del PIB, a lo que se suma la creación del Fondo de Infraestructura por US\$125 millones. Además, el gobierno anunció su disposición a cautelar que la absorción pública muestre un incremento este año en torno al 5,5%, similar al crecimiento del PIB, hecho que permitirá mantener una situación de superávit en las cuentas fiscales. Los impactos de estos ajustes ya debieran comenzar a observarse en los resultados de ejecución del segundo y tercer trimestre del año.

Finalmente, tan importante como los recortes realizados en 1998, es el anuncio de una política fiscal cautelosa para 1999. El compromiso adquirido para acotar el crecimiento del gasto público medio punto porcentual por debajo del crecimiento de la economía es una señal que contribuye a despejar dudas, especialmente en un año con elecciones presidenciales.

En resumen, se ha adoptado un conjunto equilibrado de acciones que involucra las políticas monetaria, cambiaria y fiscal. Este conjunto es coherente con los objetivos macroeconómicos para el corto y mediano plazo.

3.3. Los resultados hasta la fecha

La combinación de políticas en aplicación ha comenzado a mostrar su impacto sobre el gasto interno y, dentro de éste, sobre el consumo privado y la menor acumulación de inventarios.

En el primer trimestre, el PIB mostró una moderación de su crecimiento, mientras que la demanda interna continuó con un alto dinamismo. Sin embargo, dentro de la demanda el grueso del incremento se explica por la fuerte acumulación de existencias que se produjo en este período, componente de carácter más volátil y transitorio dentro del gasto.

Los antecedentes preliminares para el segundo trimestre señalan que la demanda interna probablemente mostrará una reducción importante en su tasa de crecimiento pero aún por encima del PIB. La corrección en proceso debe profundizarse en el curso de los próximos trimestres, y el crecimiento del gasto interno debería ser menor al crecimiento del producto. Dentro de la demanda

interna, el consumo privado y los inventarios comienzan a mostrar mayores señales de ajuste, mientras que la inversión fija mantiene un elevado dinamismo. Los compromisos de reducción del ritmo de crecimiento del gasto público debieran a su vez colaborar en esta tendencia.

Por su parte, la demanda externa neta, el resultado del volumen de exportaciones menos las importaciones, presenta una disminución en los últimos doce meses, situación que explica el menor ritmo de crecimiento del producto.

Entre enero y junio, el valor de las exportaciones "resto" mostró un incremento importante (7%), explicado por fuertes incrementos en volúmenes. En cambio, las exportaciones de cobre disminuyen cerca de 23% anual, como consecuencia de la caída en precios, cercana al 25%. Las exportaciones tradicionales distintas del cobre, también muestran una disminución de volúmenes influida por productos como la harina de pescado (debido a menores capturas), la madera trozada (como consecuencia de menor demanda en Corea), los rollizos para pulpa y ciertos productos mineros. La fruta fresca, en cambio, ha mostrado una recuperación respecto de las caídas observadas en el primer trimestre, llegándose, en el lapso abril - junio, a un aumento en el valor de los embarques de 34%, con respecto de igual período de 1997.

Dentro de este panorama, es importante destacar que las exportaciones más afectadas, cobre y otros productos principales, son aquellas cuyo comportamiento es menos sensible a la evolución del tipo de cambio y eventuales problemas de competitividad, mientras que el desempeño de las exportaciones no tradicionales continúa evidenciando un gran dinamismo.

Las importaciones han mostrado un ritmo de crecimiento descendente. Dentro de éstas, las importaciones de consumo muestran una gran desaceleración. Así, mientras en el primer trimestre crecieron levemente por sobre el 30% anual, en abril crecían al 20%, en mayo al 15 % y en junio al 7,5%. En contraste, las importaciones de maquinaria y equipos mantienen un ritmo constante de expansión en torno al 13% anual. Los progresos observados en la moderación de las importaciones deben profundizarse en la segunda parte del año.

La inflación se mantiene estable, levemente por debajo de 5,5% anual, y se estima que en la segunda parte del año se observarán progresos adicionales en la inflación anual, en línea con la meta planteada para fines de año. *Sin embargo, no se pueden desconocer los riesgos en este frente.* Las mediciones de inflación subyacente han registrado un comportamiento al alza en meses recientes y las presiones de costos nominales provenientes de los bienes importados son relevantes. El ajuste en marcha y las claras señales de compromiso con la meta de inflación han moderado el traspaso de estas presiones a precios. Y en lo que resta del año continuarán disminuyendo las presiones de demanda. Por último, es importante distinguir entre las presiones transitorias sobre el nivel de precios, derivadas de un ajuste de precios relativos como el que se ha observado en los últimos meses, de las presiones permanentes sobre la tendencia inflacionaria. En otras palabras, *no hay causas estructurales en la economía chilena que impidan continuar impulsando una reducción en la tendencia inflacionaria durante éste y los próximos años.*

4. Conclusiones

En conclusión, el programa de ajuste está marchando adecuadamente y ya se observan resultados, como la evolución de la inflación (en un ambiente de mayor riesgo inflacionario) y la moderación del gasto interno. Más importante es destacar que los riesgos que enfrenta la economía chilena en la presente coyuntura son acotados. En efecto, a pesar de que en términos reales el precio del cobre se encuentra en niveles mínimos históricos, los valores esperados de las principales variables como inflación, crecimiento, desempleo y saldo de la cuenta corriente, están acotados dentro de rangos moderados. Así, el déficit corriente se situará en torno a los US\$5.000 millones en el presente año y será inferior en 1999; la inflación está en línea con una trayectoria controlada y descendente y las tasas de crecimiento económico, aunque se verán afectadas, de todas formas serán positivas situándose unos dos puntos porcentuales por debajo de su potencial durante éste y el próximo año. Sin embargo, esto es lo menos que se puede esperar frente a la severidad de la crisis asiática y es, sin duda, una condición absolutamente necesaria para retomar un ritmo mayor de crecimiento con estabilidad a partir del próximo milenio. En cualquier caso, las tasas de crecimiento de la economía chilena este año y el próximo se comparan favorablemente con las de la mayoría de los países del mundo.

Las últimas medidas de política cambiaria reflejan y buscan reafirmar precisamente esta confianza en los fundamentos de la economía chilena. En particular, se ha reforzado un compromiso explícito del Banco Central con un rango acotado para el tipo de cambio. Sin embargo, la realización de este programa macroeconómico no está exenta de riesgos. El escenario externo podría verse desmejorado, ya sea por una profundización de la recesión en Asia o por un incremento de las tasas de interés de la economía norteamericana. La velocidad de ajuste de la demanda interna y las importaciones podría ser menor a lo esperado o las presiones de costos importados que se han observado en los meses anteriores podrían comenzar a traspasarse en mayor medida a inflación. En consecuencia, el instrumental de políticas fiscal y monetaria debe presentar un grado mayor de flexibilidad para acomodarse a cambios en las circunstancias si así es requerido. Nuevos instrumentos en el área fiscal serían una enorme contribución para calibrar de mejor forma el impacto y distribución de las políticas de ajuste llevadas a cabo. Por su parte, una reducción pareja y compensada de aranceles de importación, por gradual que sea, ayudaría a usar mejor nuestros recursos y a incrementar la productividad, las remuneraciones y el tipo de cambio real.

Es indudable que se enfrenta un escenario externo más complejo e incierto que en años anteriores, pero los fundamentos son sólidos y los riesgos latentes están acotados. Las tasas de inversión son las más altas de las últimas cuatro décadas y su retorno en términos de crecimiento ha sido ampliamente demostrado. Las exportaciones han mostrado por más de una década un crecimiento real sostenido y superior al PIB. La tasa de desempleo se encuentra en los niveles más bajos de los últimos veinte años y los salarios reales han venido creciendo en forma acorde con la elevada tasa de crecimiento de la productividad.

La posición de solvencia financiera también está en excelente pie. Por más de una década, se ha implementado un sistema de regulación y supervisión financiera "fuerte". La banca cuenta con niveles adecuados de capitalización y los niveles de cartera

vencida, aunque muestran algún incremento, son mínimos. La posición de solvencia externa, medida como la relación de pasivos externos netos a PIB o respecto de exportaciones, ha ido en continua mejoría a lo largo de la última década, y no hay perspectivas de un desmejoramiento en los próximos años. Asimismo, la posición de liquidez externa es extraordinariamente sólida. La deuda externa de corto plazo es mínima y el país ha acumulado un elevado nivel de Reservas Internacionales en relación a las importaciones o a los pasivos financieros líquidos. Además, cerca de la mitad del déficit de la cuenta corriente corresponde a utilidades devengadas que no constituyen obligaciones líquidas.

Finalmente, las políticas macroeconómicas son serias, prudentes y alertas. El sector fiscal ha venido mostrando un superávit sostenido por más de un decenio y este año o el próximo *no deben ser* la excepción. La deuda total del sector público, interna y externa, incluida la deuda con el Banco Central, es inferior al 20% del PIB. Las políticas del Banco Central han sido determinantes para que la inflación haya mostrado una trayectoria claramente descendente, en tanto la política cambiaria ha sido lo suficientemente flexible como para facilitar los ajustes del tipo de cambio que corresponden a las grandes tendencias del mercado.

En todo caso, frente a una situación externa difícil como la actual, cabe esperar episodios puntuales de carácter errático, como fuertes caídas o recuperaciones en las bolsas más importantes del mundo, o bruscos cambios de paridades entre monedas relevantes en el comercio que no afectan los fundamentos de nuestra economía. Ello requiere más que nunca un enfoque de políticas flexibles, que reaccione sin sobrerreaccionar frente a tales eventos pero que, a la vez, actúe con fuerza, claridad y decisión si los acontecimientos así lo exigen. El Banco Central así lo ha hecho, y lo seguirá haciendo.