

NI DESAJUSTE NI REAJUSTE. SOLO AJUSTE Y FINANCIAMIENTO

Presentación de don Carlos Massad A., Presidente del Banco Central de Chile, en el Encuentro Financiero "Ajustes, Desajustes y Reajustes", organizado por el Círculo de Finanzas de ICARE, 14 de julio de 1998.

1. Introducción

Agradezco al Círculo de Finanzas de ICARE y, especialmente a su Presidente, Don Sergio Undurraga, por su invitación a participar en este Cuarto Encuentro Financiero. Es una excelente oportunidad para poder explicar con mayor profundidad el contexto y el sentido de las políticas de ajuste que están en aplicación y, especialmente, de las medidas adoptadas el 25 de junio. En primer lugar, me voy a referir al nuevo entorno internacional y sus principales consecuencias sobre la economía chilena. Luego, voy a exponer los principales objetivos de corto y mediano plazo del programa macroeconómico, las acciones adoptadas y los resultados que se observan hasta la fecha, así como las proyecciones para lo que resta de 1998 y lo que se puede esperar para el próximo año.

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

La difícil situación que afecta al Asia ha modificado significativamente el panorama externo en el que se desenvuelve la economía chilena respecto de años anteriores. La crisis financiera que comenzó a gestarse en el sudeste asiático hacia mediados de 1997 tendió a agravarse hacia fines de ese año, conforme sus efectos se extendían hacia otras economías de Asia, y sus repercusiones se generalizaban sobre el resto de la economía mundial. Desde entonces a la fecha han comenzado a observarse los impactos de la crisis sobre el crecimiento económico y en la actualidad se anticipa que el PIB de esa región mostrará una ligera contracción en 1998 y no se espera una recuperación importante para el próximo año.

La principal novedad es el impacto de las dificultades en el Sudeste Asiático sobre la debilitada economía japonesa. En el primer cuarto del año, el PIB de Japón cayó por segundo trimestre consecutivo y se espera que en el año presentará una disminución en torno a 0,5%. A pesar de los esfuerzos realizados por reactivar la economía japonesa, la fragilidad del sistema financiero entraba la efectividad de las políticas de demanda agregada y demora la recuperación del crecimiento económico. Como resultado de estas dificultades, el Yen se ha debilitado fuertemente respecto de las principales monedas internacionales, más de 7% en relación al dólar en los dos últimos meses.

A pesar de la difícil situación en el Asia, el panorama de la economía mundial es bastante menos pesimista. Con la notable excepción de Japón, la gran mayoría de las economías desarrolladas se encuentra en una fase de expansión o de recuperación del crecimiento económico, dentro de un entorno de inflación controlada. La economía norteamericana mantiene un elevado ritmo de crecimiento económico, 3,9% anual en el primer trimestre y no hay signos de presiones inflacionarias, permitiendo la estabilidad de las tasas de interés de corto plazo y la disminución de las tasas de largo plazo. Las economías europeas están en una fase de recuperación del crecimiento y las tasas de interés de largo plazo también se han movido a la baja. Sin embargo, las proyecciones de crecimiento para Europa son más moderadas que hace algunos meses, en torno a 3,3% para el presente año.

Con todo, se espera un menor crecimiento de la economía a nivel mundial. En efecto, se estima que el PIB mundial, ponderado por la estructura de comercio de las exportaciones chilenas, crecerá en torno al 2% anual, poco más de un punto porcentual por debajo de la tasa de crecimiento promedio de la década.

La primera consecuencia de este escenario de menor crecimiento mundial es la disminución en los precios de materias primas y, en particular, del precio del cobre y otros productos de exportación, principalmente minerales. Los índices de precios de bienes primarios muestran descensos sobre el 20% en un año, medido en dólares. Desde mediados del año pasado a la fecha, el precio del cobre ha disminuido en poco más de 40 centavos de dólar la libra, para situarse casi 20 centavos por debajo del rango que se había anticipado en el presupuesto público del presente año. Los efectos del menor precio del cobre y otros productos principales han sido parcialmente compensados por la disminución de los precios de importaciones y, en particular, de las importaciones de combustibles, lo que lleva a proyectar una disminución neta de términos de intercambio en torno al 8% para este año. Esto significa que el país dejará de percibir ingresos de exportación cercanos a los US\$1.000 millones de dólares por concepto de menores términos de intercambio.

Es particularmente difícil realizar predicciones firmes respecto de la evolución futura de esta variable, pero parece razonable plantear que al menos durante lo que resta del presente año y parte del próximo, la situación no variará significativamente respecto de los niveles actuales, con un precio del cobre en el rango de 70 a 80 centavos de dólar la libra.

En segundo lugar, durante el presente año algunos de los mercados de destino de nuestras exportaciones se han visto seriamente constreñidos. Cerca del 30% de las ventas al exterior de Chile se dirige al Asia, aunque con una fracción importante en productos principales. En los primeros cinco meses del año, el valor de las exportaciones al Asia, excluyendo el cobre, ha disminuido en torno al 15% respecto de igual período del año anterior. Sin embargo, es importante señalar que el saldo global de las exportaciones "resto" o no tradicionales muestra un fuerte incremento real, con tasas de crecimiento sobre el 10% en los primeros cinco meses del año, aunque compensadas por una disminución de precios en el exterior. Al interior de este grupo de bienes, se observa una dinámica reasignación de las ventas hacia nuevos mercados en las Américas y Europa.

En tercer lugar, la depreciación de las monedas asiáticas y la reducción de los mercados locales y regionales también han derivado en un aumento de la oferta de bienes importados hacia Chile, mayores volúmenes y menores precios.

En cuarto lugar, la mayor volatilidad de la economía internacional ha llevado a una actitud de mayor cautela entre los inversionistas internacionales y la exigencia de un mayor premio de rentabilidad para las economías emergentes. Los fondos internacionales han fluido con mayor facilidad hacia los mercados considerados más seguros y las tasas de interés de largo plazo de Europa y EE.UU. han disminuido, mientras los índices bursátiles han aumentado. Por el contrario, las tasas de interés de las principales economías emergentes han aumentado, los precios de activos han disminuido, el volumen de flujos de capital ha disminuido y los premios de riesgo soberano que exigen los inversionistas externos han aumentado.

Nuestro país no es la excepción a estos impactos, pero es importante destacar que aún a pesar de esta situación, los aumentos observados en el costo de financiamiento externo de largo plazo han sido menores en relación a lo observado en otras economías de la región y, en términos absolutos, siguen siendo muy inferiores. Asimismo, se mantiene la favorable clasificación de riesgo de inversión alcanzada por nuestro país.

En conclusión, los efectos de la crisis del Asia en Chile se resumen en presiones deficitarias sobre la balanza comercial, una menor presión de demanda externa neta sobre el PIB y menores entradas de capitales externos; estas últimas, hasta cierto punto corrigen los excesos observados en años anteriores.

3. La Economía Chilena en el Corto y Mediano Plazo

a. 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 de dólares, 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.

El objetivo en esta materia para el próximo año es que, bajo un escenario de términos de intercambio similar al actual, el déficit de la cuenta corriente presente una reducción de al menos US\$500 millones. 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 consistente. 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 nuestra. 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 al que estamos todos abocados, mostrará en el presente año de todas formas un crecimiento apreciable (por sobre el 5%). En 1999, en tanto, no debiera ser substantivamente 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 que nos conducirá hacia los niveles de crecimiento potencial en los años siguientes.

Permítanme hacer una breve reflexión en este momento. Algunos han señalado que la política monetaria del Banco Central ha sido demasiado contractiva y que se arriesga un sobre-ajuste. Lo cierto es que, a nuestro juicio, la política ha sido 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 que si no hubiésemos actuado endureciendo nuestra 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 nuestros ingresos externos, habría llevado a una situación que 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. Aquí hemos procedido igual que cualquier familia responsable y prudente: si los ingresos familiares se resienten justo en un momento en que se traía un tren de gastos muy fuerte, la familia decide moderar ese tren de gastos para evitar que la línea de crédito en el banco se vaya a las nubes; pero al mismo tiempo el grupo familiar también decide usar transitoriamente más esa línea de crédito o

sus reservas para que no se resienta su bienestar más allá de lo necesario frente a dificultades que son necesariamente temporales. Es un balance muy fino, porque esta familia hipotética, a pesar de ser ordenada en sus finanzas y de haber progresado notoriamente en los últimos años, sabe que los bancos son un poco quisquillosos y pueden dificultar su crédito si, ante años más difíciles, la familia no es capaz de ajustar su gasto y tiende a sobreendeudarse.

b. Las políticas en implementación

Por esto insistimos en que 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, situación que está en claro proceso de normalización.

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 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 el piso y \$482 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. Quisiera reiterar en esta oportunidad 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, que han tenido gran aceptación en el mercado y han corroborado nuestra 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, 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.

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, situación 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 de financiamiento y ajuste, que involucra las políticas monetaria, cambiaria y fiscal. Este conjunto es coherente con los objetivos macroeconómicos para el corto y mediano plazo.

c. 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. En efecto, la evolución de las existencias en el período refleja algunos factores especiales presentes en el primer trimestre, pero de carácter transitorio, a saber: rezagos en las órdenes de compras al exterior, la brusca reducción de algunos mercados de exportación y mayores internaciones

ante el aumento del tipo de cambio entre diciembre y enero.

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. La balanza comercial acumulada en los últimos doce meses hasta mayo alcanzó un déficit en torno a los US\$3.000 millones. Las proyecciones son que la situación presentará mejorías progresivas de aquí a fines de año y en 1999.

Entre enero y mayo, el valor de las exportaciones "resto" mostró un incremento de 4,3% hasta mayo, y en el bimestre abril y mayo, cercano al 9%, explicado por fuertes incrementos en volúmenes, por sobre el 15%. En cambio, las exportaciones de cobre disminuyen cerca de 24% anual, como consecuencia de la caída en precios, cercana al 30%. 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, hasta mayo, a un aumento de la cantidad exportada de 4,5% con respecto a 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.

Otro aspecto interesante es la recomposición geográfica de las exportaciones. De acuerdo a antecedentes hasta mayo, los embarques totales tuvieron una disminución de 10% en comparación a igual período de 1997. Las exportaciones hacia Asia cayeron en un 27,2% en igual período, lo que, luego de corregir por la caída en los precios de la mayoría de nuestros productos principales, refleja una reorientación de las exportaciones hacia otros mercados, en especial América Latina y Europa.

Las importaciones han mostrado un ritmo de crecimiento descendente. Dentro de éstas, las importaciones de consumo muestran una gran desaceleración. Así, durante abril-mayo, se estima que las compras de bienes de consumo al exterior crecieron en torno al 12%, en volumen, lo que se compara con el crecimiento de 37%, anotado en el primer trimestre. Las importaciones intermedias no combustibles también muestran una expansión inferior al valor observado en el primer trimestre, mientras que las importaciones de capital mantienen su dinamismo. Finalmente, las compras de combustibles muestran una disminución en su valor. Los progresos ya observados 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.

5. 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 económicas, 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. 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 gran 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. Estamos comprometidos a defender la actual banda cambiaria, porque los riesgos existentes no ameritan niveles distintos para el tipo de cambio, aún si el escenario externo empeora.

Estimados amigos: la economía chilena no está en crisis. Enfrentamos 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 atentas. El sector fiscal ha venido mostrando un superávit sostenido por más de un decenio y éste 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.

No puedo finalizar sin hacer una reflexión sobre la importancia de que todos asumamos la actual coyuntura en su justa medida. Esto es, reconocer las dificultades y los desafíos que surgen a partir de la crisis asiática, pero sin caer en un ambiente derrotista y pesimista que el país no se merece; afrontar los costos de un ajuste a menores ingresos, pero con la confianza en que la economía se recuperará más adelante porque sabemos enfrentar los problemas. En fin, tener la sabiduría como para entender que sólo en la medida en que actuemos con un sentido de país, todo resultará más fácil para todos los chilenos.