

La Crisis de Asia y sus consecuencias sobre la Economía Chilena

Presentación del señor Carlos Massad, Presidente del Banco Central, en el Seminario "Asia dónde?" organizado por la Bolsa Electrónica de Chile. Santiago, 7 de abril de 1998.

I.- Introducción:

1.- Agradezco a La Bolsa Electrónica por su invitación a participar en el seminario: "Asia dónde?". Más allá de ser un ingenioso juego de palabras, el título plantea una pregunta muy pertinente, especialmente después de iniciada la crisis asiática que ha generado un ambiente de incertidumbre. Las condiciones económicas son siempre difíciles de proyectar, pero la crisis amplía la incertidumbre creando cuestiones respecto de cuál será su profundidad o cuando cambiará la tendencia y comenzará la recuperación. Si somos demasiado optimistas y nos adelantamos al momento de la recuperación el costo puede ser la necesidad de un nuevo y más severo ajuste. Más vale pecar de cautelosos, que de imprudentes.

2.- En la primera parte de esta exposición me referiré a la gestación de la crisis y los desequilibrios macroeconómicos comunes que presentaban los países más seriamente afectados por ésta. Esto permite evaluar hasta que punto los problemas y riesgos que originaron la crisis se han estado resolviendo, y más importante aún, permite comprender la preocupación de la autoridad monetaria por la consecución de ciertos equilibrios macroeconómicos. Luego, analizaré el estado de desarrollo en que se encuentra la crisis en Asia y cuáles son los factores de riesgo aún latentes. En la segunda parte me referiré al efecto que la crisis tiene en el escenario económico internacional, la repercusión de éste en la economía chilena y la forma en que la autoridad monetaria está respondiendo a estos desafíos.

II.- Antecedentes de la crisis

3.- La crisis asiática se desató en julio del año pasado, cuando Tailandia decide no seguir defendiendo el Bath y lo deja flotar. Luego, la crisis se expandió rápidamente a Indonesia, Malasia y Filipinas, para finalmente afectar en distinto grado a Corea, Taiwan y Hong Kong. En octubre de 1997, la inestabilidad asiática produjo turbulencias a nivel global, en especial en los países emergentes, que se manifestaron en depreciaciones cambiarias, caídas en el precio de las acciones y significativos aumentos en las tasas de interés.

4.- La primera pregunta que surge es si existen elementos comunes presentes, en mayor o menor grado, en los países más seriamente afectados por la crisis. Visualizamos al menos tres. Primero, sus déficits en cuenta corriente se habían ampliado, alcanzando en algunos casos (Tailandia) niveles del 8% del PIB, y, lo que es crucial, eran crecientemente financiados con endeudamiento de corto plazo. Segundo, los sistemas financieros eran frágiles, ineficientes en la intermediación del crédito y no sujetos a requisitos de transparencia. Por último, existieron factores de orden político que contribuyeron a incrementar la incertidumbre asociada a este tipo de crisis. Estos factores son fácilmente reconocibles en países como Tailandia e Indonesia y en menor grado en Malasia, Filipinas y Corea. Estos son los mismos elementos que, ex-post, la literatura académica reconoció que estaban presentes en México antes del llamado tequilazo. Los factores de crisis son ilustrativos para subrayar la preocupación que deben tener las autoridades por conservar los equilibrios macroeconómicos y la solvencia del sistema financiero.

III.- Situación actual

5.- Se ha avanzado en realizar ajustes en el marco de programas del FMI, que se han aplicado con distinto grado de intensidad. Estos han significado implementar políticas dirigidas a disminuir el exceso de gasto y a sanear los sistemas financieros, las que han permitido en algunos casos ir recuperando la confianza de los inversionistas internacionales, y de esta forma ir sorteando la crisis. Así, hoy día podemos ver que los mercados bursátiles y cambiarios se están estabilizando en la mayor parte de los países involucrados.

6.- Sin embargo, todavía el proceso no está concluido, y hay focos de preocupación. Es necesario esperar que los programas de ajuste se generalicen y que las políticas implementadas muestren efectos positivos en términos de tendencia. Además, todavía el proceso está supeditado a que se mantenga la voluntad política de seguir con las reformas y las medidas aplicadas hasta recuperar los equilibrios macroeconómicos y así, gradualmente, la confianza de los inversionistas a lo largo de 1998. De no seguir implementándose las medidas correctivas, es probable que nuevamente se vuelva a sentir el nerviosismo en los mercados financiero, cambiario y bursátil, con la consecuente extensión y profundización de los efectos reales de la crisis.

7.- En el actual escenario internacional, uno de los mayores focos de preocupación se encuentra en la economía japonesa, que sin duda es uno de los pilares para el resto de las economías de la región. Los indicadores económicos actualmente muestran que este país se encuentra en recesión, y aunque las autoridades económicas se han esmerado en definir con rapidez algunas reformas, estas no parecen haber rendido frutos y muchos las evalúan como insuficientes. En diciembre pasado se anunciaron cambios importantes en el ámbito financiero, tendientes a recuperar la confianza y resolver los problemas de solvencia de los bancos de tal modo de asegurar su viabilidad en el mediano y largo plazo. Se ha anunciado un significativo programa fiscal, basado en aumentos del gasto público con el fin de recuperar la demanda agregada. Lamentablemente las políticas de

recuperación de la demanda van a tomar algún tiempo en mostrar sus efectos, y se ven limitadas por las condiciones estructurales de la economía Japonesa. Por una parte, la débil posición fiscal de mediano plazo no estimula el uso de políticas más agresivas de recorte de impuestos. Por otra, la adecuación del sistema financiero está creando en los hechos condiciones para una contracción del crédito. Es opinión generalizada en medios especializados que la economía japonesa requiere de ajustes estructurales de fondo, que eliminen restricciones al libre movimiento de bienes y a la reasignación de recursos. El éxito de la economía japonesa generaría efectos extraordinariamente favorables para las economías del área y también para la economía global.

8.- Un segundo foco de preocupación es la situación en Indonesia. Si bien algo de la incertidumbre política ha sido superada con la prolongación del mandato del actual gobierno por un nuevo período, las demoras en llegar a un acuerdo amplio con el FMI, y las noticias que surgen de tiempo en tiempo respecto de modificaciones radicales en política cambiaria, van ampliando la incertidumbre, la que a su vez se refleja en sus mercados financieros.

9.- En el resto de los países, la confianza se ha ido recuperando, en particular en Corea y Tailandia, donde las autoridades han implementado en forma rápida una serie de reformas que han permitido restaurar en parte la confianza perdida, especialmente en el sector financiero que es el que presentaba mayor debilidad. Ello se ha ido reflejando en una mayor estabilidad de sus monedas y del precio de los activos, lo que ha permitido una reducción gradual de las tasas de interés que habían registrado importantes aumentos al comienzos de la crisis.

10.- Cabe destacar que en el caso de Malasia el FMI decidió adelantar parte de los desembolsos en respuesta al buen avance de las reformas. También, es importante destacar que hoy día el efecto contagio ya no es tan significativo como al inicio de la crisis. A estas alturas, los inversionistas internacionales están diferenciando más claramente un país de otro.

11.- A su vez, en Singapur ya se ha recuperado la confianza de los capitales internacionales y los mercados financieros se estabilizaron rápidamente. Con ello ha quedado claro que las inestabilidades vividas hacia fines del año pasado tienen su explicación fundamentalmente en el "efecto contagio", debido a la estrecha relación comercial con los países en crisis. De hecho, Singapur presenta sólidos equilibrios macroeconómicos, positivos indicadores de solvencia externa y un sistema financiero sano, todo lo que, luego del pánico inicial, ha permitido diferenciarlo de sus socios comerciales en crisis.

12.- Hong-Kong, que aún en los peores momentos hizo pública su decisión de mantener su sistema de tipo cambio fijo, también ha logrado restablecer en gran medida la estabilidad de sus mercados. Ello debido fundamentalmente a que Hong-Kong no presenta ninguna de las debilidades internas de los países en crisis, posee un sistema financiero muy desarrollado, cuenta con una sólida posición externa y con una situación macroeconómica en equilibrio. Efectivamente, Hong-Kong posee fuertes reservas, y China le ha ofrecido el respaldo de las suyas; los bancos locales se encuentran dentro de los más capitalizados y con mayor liquidez del mundo, tiene un déficit en cuenta corriente de poco más de un 1% del PIB y presenta superávit fiscales del orden de 2% del PIB.

13.- China, por su parte, merece especial atención por su tamaño, ya que representa un 12% del PIB mundial y un 37% del de la región. China ha sido relativamente inmune al contagio financiero de esta crisis, y ha podido resistir el nerviosismo que ha afectado a sus vecinos. Ello se explica porque China posee una cuenta de capitales relativamente cerrada y los capitales ingresados son fundamentalmente inversión extranjera; y también porque, si bien la competitividad se ha socavado algo por las devaluaciones de las monedas de la región, no ha significado un gran cambio pues China había experimentado en 1995 una mejoría significativa en su competitividad por la depreciación del Yuan, su moneda. Todo lo anterior, más el gran volumen de reservas internacionales que posee, le han permitido no utilizar la política cambiaria como variable de ajuste y de este modo tranquilizar a los mercados. Sería muy grave que China se viera arrastrada a la guerra de devaluaciones; ello ampliaría significativamente la extensión y profundidad de la crisis. Pero confiamos en la solidez de la economía China y la responsabilidad de sus autoridades.

IV.- Consecuencias sobre la Economía Mundial

14.- Las consecuencias de la crisis de Asia sobre la economía mundial han sido globales, afectando el crecimiento económico, los precios absolutos y relativos, esto es la inflación, los términos de intercambio y los tipo de cambio reales, y las variables financieras, las tasas de interés y los flujos de capital.

15.- El crecimiento mundial durante 1998 tenderá a ser menor al esperado anteriormente. Las proyecciones del FMI a fines del año pasado indicaban que la economía internacional crecería alrededor de 3,5% durante 1998, representando una caída de 0,6 puntos porcentuales respecto de 1997 y de 0,8 puntos porcentuales respecto del nivel de actividad esperado antes del agravamiento de la crisis. Es probable que en las próximas semanas se de a conocer una nueva disminución de esta cifra, pero menor que las ya registradas. En este punto es importante mencionar que, aunque la crisis provocará una desaceleración del nivel de actividad, la economía mundial se encuentra actualmente con tasas de crecimiento muy superiores a las observadas a principios de los noventa. Las economías del G-7, a excepción de Japón, están ya sea comenzando un ciclo expansivo de su demanda interna (Alemania, Francia, Italia) o en una fase avanzada de un ciclo de expansión que ha mostrado tasas de crecimiento muy superiores a las históricas y altas tasas de productividad (Estados Unidos, Canadá, Inglaterra). Como es de esperarse, los mayores impactos negativos en términos de crecimiento se producirán

en las economías de Asia que se han visto directamente involucradas en la crisis y, en segundo lugar, en las economías de países emergentes, incluyendo algunos de América Latina.

16.- Por otra parte, la inflación ha estado declinando en forma importante en el mundo entero desde hace unos tres años, y las perspectivas previas a la crisis eran que esta tendencia se mantuviese. En el escenario actual es probable que se acentúe la caída de la inflación internacional en dólares, debido a las devaluaciones en Asia, la probable caída en la actividad económica global y los menores precios de las materias primas que se han estado observando recientemente. Esta no es una crisis inflacionaria y puede ser una crisis deflacionaria.

17.- A su vez las menores perspectivas de crecimiento mundial tenderán a provocar una menor demanda por cobre y otras materias primas de exportación. Esta situación ya se ha reflejado en una disminución del precio del metal, que se ubica actualmente bajo los 80 centavos de dólar la libra, alrededor de 20 centavos por debajo de su nivel de pre-crisis. Las estimaciones de diversas fuentes indican un precio promedio de alrededor de 80 centavos para este año. El precio de otros productos básicos, como la celulosa, también ha sentido el efecto de la crisis, mostrando una significativa caída entre octubre y marzo; sin embargo, el precio de la celulosa en las últimas semanas ha comenzado una recuperación. Respecto del petróleo, una serie de factores han llevado a que su precio pasara de un promedio de US\$ 19 el barril en 1997, a un promedio acumulado en torno a los US\$ 15 el barril en lo que va corrido de 1998. Sin bien es cierto el precio hoy día es aun más bajo que este promedio, deberíamos esperar un leve recuperación en los próximos meses: las proyecciones de consenso indican un precio de casi US\$ 17 por barril para fines de 1998.

18.- Las tasas de interés de las "monedas duras" también tenderán a ser menores a las esperadas inicialmente, producto tanto de una menor crecimiento como de una menor inflación esperada. El mercado así lo ha indicado inicialmente, al generar una caída de las tasas en dólares a 10 años desde 6,5% a una tasa en torno a 5,6%. Miradas desde una perspectiva más amplia, las tasas de interés nominales se encuentran hoy día en mínimos históricos, fundamentalmente gracias a los bajos niveles de inflación existentes. Sin embargo las tasa reales soy hoy día altas, debido principalmente a la alta rentabilidad de los proyectos de inversión en Estados Unidos. En el caso de las economías emergentes sin embargo, las tasas de interés debieran tender a ser mayores, especialmente en Asia, dado el mayor riesgo cambiario que estas presentan.

19.- Finalmente, cabe esperar que los flujos de capital hacia los países emergentes de Asia probablemente sufran una caída durante este año, lo que forzará a una reducción en los déficit en la cuenta corriente agregada de la región asiática durante 1998. Debe considerarse que esto implica la necesidad que los déficit se amplíen en el resto del mundo, y en particular en los países desarrollados. Para el resto de los países emergentes, y en particular de Latinoamérica, parece que la región sería algo menos atractiva para los inversionistas debido a que su relación riesgo - retorno no ha mejorado por el momento y, por tanto, se espera un influjo de capitales algo menor que en años anteriores.

V.- Consecuencias sobre la Economía Chilena

20.- Entre las principales consecuencias de la crisis en Asia sobre la economía chilena se encuentra su efecto negativo sobre el comercio exterior y el ingreso nacional. La disminución del ritmo de crecimiento de la actividad en el resto del mundo, en especial en Asia, está generando una menor demanda por nuestros principales productos de exportación, implicando esto menores precios para nuestros productos, y por ende, menores retornos.

21.- El grado de diversificación por mercados que han alcanzado nuestras exportaciones (en la actualidad se exporta a 180 países más de 3.500 productos) junto con la flexibilidad de ajuste van aminorar el efecto negativo: 25% de las exportaciones va a Europa cuya economía se está acelerando; 20% a Norteamérica que muestra altos niveles de crecimiento; y un 20% a América Latina, que ha visto disminuido su crecimiento por la crisis en Asia pero que aún muestra crecimientos interesantes. El 35% que va al Asia va a sufrir readequaciones en el tiempo, siguiendo el proceso inverso al que llevó a nuestros exportadores a aprovechar las ventajas de desviar sus envíos hacia la región que hasta 1997 era la más dinámica del orbe.

22.- Casi la mitad de las exportaciones chilenas que van al Asia tiene como destino Japón, país que ya viene mostrando un crecimiento bajo desde hace algunos años, y sólo un 7% a los países más afectados que serían Tailandia, Indonesia, Filipinas y Corea. Estas últimas serán los principales sujetos de reasignación. En cualquier caso, considerando un escenario internacional de crecimiento más deprimido, nos enfrentaremos a mercados que crecen menos y por tanto habrá además una mayor dificultad en colocar nuestros productos no tradicionales, los que tienen a América Latina como destino principal (40%).

23.- Si bien se estima que la caída en los precios de nuestras exportaciones será parcialmente compensada con una baja en el precio del petróleo y una inflación externa más baja, los términos de intercambio se verán deteriorados en torno a un 5 por ciento respecto de 1997. El deterioro de los términos de intercambio tiene como contrapartida un menor nivel de ingreso nacional y, por ende, una menor capacidad de gasto con recursos propios y mayor necesidad de financiamiento.

24.- Es razonable que una parte del ajuste al menor ingreso nacional se realice por la vía de una ampliación transitoria del déficit en cuenta corriente, esto es por la vía del financiamiento, pues en la medida que la caída del ingreso sea transitoria no se justifica recortar el nivel de gasto. Siempre es prudente procurar que el uso de financiamiento se mantenga dentro de límites razonables y que su uso más intenso sea estrictamente

transitorio, y por lo tanto consistente con la capacidad de endeudamiento de mediano y largo plazo de la economía.

25.- La otra parte del ajuste requerido por el menor ingreso debe corresponder a un menor gasto interno. Así la política monetaria ha adoptado medidas para provocar esos resultados, reduciendo el crecimiento del gasto en un marco de estabilidad de los precios, y la economía presenta los primeros signos de encausarse en ese proceso. La inflación, aunque esperamos algunos retrocesos en meses próximos, mantiene su declinación, consistente con las metas fijadas, y la actividad económica se expande a menor ritmo que a fines de 1997.

26.- La Política Monetaria ha buscado regular la expansión del gasto agregado interno. Así, el aumento de las tasas de interés de corto plazo por parte del Banco Central no sólo es en respuesta a un nivel de gasto en el tercer y cuarto trimestre del año pasado inconsistente con la mantención de los equilibrios internos sino que, además, busca que la senda de gasto incorpore el escenario internacional más deprimido; los indicadores de coyuntura del primer trimestre indicarían que este ajuste de gasto aún no se ha producido, aunque hay indicadores que anticipan que se mostrará con claridad en los próximos trimestres. Al incremento de las tasas de interés de corto plazo se suma en el mismo sentido la decisión del Gobierno de reducir los gastos de inversión de las empresas y otros del sector público. En tanto la política cambiaria implementada en este período buscó amortiguar los movimientos bruscos del tipo de cambio nominal sin impedir que se manifesten sus tendencias más permanentes, evitando que el tipo de cambio real se desvíe hacia una trayectoria inconsistente con el equilibrio externo.

27.- Las políticas en curso han contribuido a las fortalezas que exhibe la economía chilena, las que permiten enfrentar la crisis y limitar sus efectos con mayor seguridad. Destacan entre éstas: (i) el hecho que como parte de la solvencia general que exhibe el país, después de más de una década de crecimiento sostenido y estabilidad macroeconómica, el sistema financiero muestra también una posición sólida, con una estructura de monedas calzada; (ii) un nivel de inflación bajo y decreciente; y (iii) un nivel de deuda externa de corto plazo no significativo (4,8% de la deuda externa total a fines de 1997, y alrededor de 1,5% del PIB).

28.- Las fortalezas económicas antes señaladas permiten que, aún con las medidas de ajuste recientemente implementadas, se continúe proyectando un nivel de crecimiento que se ubica dentro de los más altos de América Latina, del orden de 5,5%, y se logre seguir cumpliendo con la meta de inflación.

VII.- Conclusiones

29.- Quisiera concluir esta presentación tratando de responder la pregunta de este seminario: ¿Hacia donde vamos? En la actualidad la economía internacional ha entrado en una fase de estabilización, aunque todavía son posibles algunas muestras de nerviosismo y de turbulencia financiera. Las consecuencias financieras de la crisis parecen estar ya relativamente acotadas, pero sus efectos sobre la actividad real y en términos de crecimiento económico mundial se empiezan a sentir. Esto es, empezamos a vivir los síntomas en la economía real. En Asia, con algunas notables excepciones, la situación en los mercados cambiarios y financieros ha tendido hacia una mayor estabilidad, se han implementado en la generalidad de los casos en forma oportuna, las reformas necesarias, en particular en el sistema financiero -- pieza clave en esta crisis --, y ya está en marcha un proceso de ajuste en los niveles y composición del gasto que llevará a un vuelco notable en la balanza comercial de la región. Esto querría decir que la probabilidad de que se presenten nuevos focos que señalen un agravamiento del problema no es alta.

30.- No obstante, hay que ser cuidadosos. Los resultados aún están por verse en su totalidad y todavía es necesario avanzar más en el proceso de reformas que permitan recuperar en forma sólida los equilibrios macroeconómicos y así, gradualmente, la confianza de los inversionistas internacionales. No hay que olvidar que los mercados son muy sensibles y que ante cualquier señal de retroceso pueden sobre-reaccionar, con los consecuentes efectos negativos en cuanto a la extensión y profundidad de la crisis.

31.- Nuestro análisis indica que los efectos de la crisis en Chile son acotados. El déficit externo en cuenta corriente se ampliará, pero a un valor perfectamente manejable en torno a 6% del PIB; la economía continuará transitando por su senda de crecimiento, pero a un ritmo más moderado con una expansión de alrededor de 5,5%, de las mayores en América Latina y a nivel internacional. La inflación continuará disminuyendo alcanzando la meta de alrededor de 4,5% planteada para este año. Nuestro sistema financiero se mantiene sólido y se continúa avanzando en hacerlo más eficiente y competitivo ampliando sus posibilidades de desarrollo. Así, la respuesta de Chile a la crisis asiática ha estado inserta dentro del contexto global de su política económica, cuyos objetivos fundamentales son contribuir al logro de la estabilidad de la moneda y de los precios; la mantención de una posición externa sólida y sostenible; la preservación del sistema de pagos internos, lo que requiere de un sistema financiero solvente; y la existencia de disciplina fiscal presupuestaria, todo ello condiciones indispensables para continuar creciendo. El Banco Central permanece atento para tomar, si es necesario, nuevas acciones de política para hacer frente a la crisis de manera que la economía se mantenga en su curso de desarrollo sostenido y estabilidad. Cualquier contribución adicional en materia de moderación del gasto de la economía es bienvenida.

32.- Una reflexión final. El tren del desarrollo de nuestra economía continúa en marcha, aunque su velocidad este año será algo más lenta. Es importante preocuparse de que todos los chilenos avancemos en este proceso y que a nadie lo deje atrás el tren. El Presidente Frei ha mostrado especial preocupación por esto, y ha puesto el énfasis de sus políticas en el campo social. También ha manifestado el Presidente de la República, con clara

visión de estadista, su firme decisión de avanzar en estas materias sin poner en riesgo los equilibrios macroeconómicos alcanzados con tanto esfuerzo.

33.- En los momentos difíciles, surgen voces llamando a debilitar el esfuerzo antiinflacionario en la creencia de que ello resolverá problemas de la economía. La inflación no resuelve problemas económicos: sólo puede agravarlos. Tal vez pueda resolver en el corto plazo problemas políticos, redistribuyendo ingresos en contra de los trabajadores. Pero hay que tener en cuenta que cuando eso ocurre los mismos que proponen un poquito más de inflación proponen luego compensar por el poder de compra perdido. Y ahí entramos en la clásica espiral precios-salarios que condujo a nuestra economía a un gran fracaso político y social.

34.- El Banco Central reitera su compromiso con la meta de inflación y su decisión de utilizar sus políticas para alcanzarla.
