

La Economía Chilena Frente a la Crisis en Asia

Presentación del Presidente(s) del Banco Central de Chile, señor Jorge Marshall R., efectuada ante la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados el 21 de enero de 1998.

Introducción

Desde septiembre último, cuando el Banco Central presentó sus proyecciones y metas para 1998, la economía internacional ha evolucionado hacia un escenario más adverso de lo previsto. Este cambio ha motivado una revisión del escenario macroeconómico interno más probable para el corto y mediano plazo, y ajustes acordes en el instrumental de políticas.

El objetivo de esta presentación es examinar la evolución reciente de la economía internacional y su potencial impacto sobre el país, junto con explicar la estrategia que han adoptado las autoridades económicas para enfrentar esta situación. Para el Banco Central es importante aprovechar esta oportunidad para reiterar ante la opinión pública las metas que guían su accionar y las políticas que se han adoptado para procurar su cumplimiento, pues la mayor transparencia en este sentido va en beneficio directo de su eficacia.

La crisis en Asia y sus consecuencias sobre la economía mundial

La crisis económica y financiera, que comenzó a gestarse en el sudeste asiático hacia mediados de 1997, ha tendido a agravarse en los últimos meses, conforme se ha ido extendiendo hacia otras economías de Asia, y sus repercusiones han incluido un cambio generalizado en la percepción del riesgo de los países emergentes por parte del mercado de capitales internacional. Se ha observado un proceso de ajuste de cartera de inversiones desde estos países hacia los mercados e instrumentos considerados más seguros.

Las consecuencias de la crisis de Asia sobre la economía internacional pueden resumirse en cinco variables relevantes: crecimiento, inflación, tasas de interés, precios de materias primas y flujos de capital.

El crecimiento de la economía mundial durante 1998 tenderá a ser menor al esperado previamente. Las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) indican que la economía internacional crecerá alrededor de 3,5% durante 1998, representando una caída de 0,6 puntos porcentuales respecto del crecimiento de 1997, y de 0,8 puntos porcentuales respecto del nivel de actividad esperado antes del agravamiento de la crisis. Como puede esperarse, los mayores impactos 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 a las de América Latina. Las economías industrializadas, en cambio, se verían relativamente menos afectadas en sus proyecciones de crecimiento, con la excepción de Japón, lo que mantendría el ritmo de crecimiento mundial en una tasa moderada.

Por otra parte, la inflación ha estado declinando en forma importante en el mundo entero, 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 materias primas que ya se están observando. En efecto, las proyecciones de inflación externa relevante para Chile señalan una reducción de los precios en dólares durante 1998, continuando la tendencia observada en el último año.

Las tasas de interés internacionales también tenderán a ser menores a las esperadas inicialmente, producto tanto de un menor crecimiento como de una menor inflación esperada. El mercado así lo ha indicado, al generar una caída de las tasas en dólares a 10 años desde 6,5% a una tasa en torno a 5,5%.

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 en torno a los 75 centavos de dólar la libra, 20 centavos por debajo de su nivel pre-crisis. Los precios de otros productos básicos como la celulosa y el petróleo también han comenzado a sentir los efectos de la crisis: el precio de la celulosa blanqueada de primera calidad ha caído desde US\$ 605 la tonelada en los inicios de la crisis, a US\$ 580 en enero de este año, y el petróleo pasó de US\$ 18 el barril a US\$ 15 en el mismo período. La expectativa general es hacia un mejoramiento de los precios de las materias primas, sin embargo, no existen antecedentes suficientes para precisar la velocidad y profundidad de esta recuperación.

Finalmente, cabe esperar que los flujos de capital hacia los países emergentes de Asia sufran una caída durante este año; y lo mismo puede esperarse para el resto de los países emergentes, y en particular de Latinoamérica,

debido a que su relación de riesgo a retorno, por el momento parece ser menos atractiva para los inversionistas.

a. Desarrollos de la economía en 1997

Como punto de partida, es importante revisar la evolución reciente de la economía nacional. Desde el punto de vista de los resultados macroeconómicos, el desempeño de la economía durante 1997 puede considerarse como satisfactorio. En materia de inflación, se logró avanzar en la reducción de su tendencia a un ritmo acorde con las metas propuestas, tal como lo muestran las distintas mediciones de la inflación subyacente. Asimismo, los antecedentes preliminares de balanza de pagos indican que el déficit de la cuenta corriente habría alcanzado una cifra moderada y dentro de lo previsto, en torno a 3,8% del Producto Interno Bruto (PIB).

Finalmente, con relación al nivel de actividad y gasto interno, la información preliminar indica que el crecimiento del PIB habría alcanzado una tasa levemente superior a 6,5% en 1997, más de medio punto por encima de las proyecciones de mediados del año pasado. El gasto interno, en tanto, habría mostrado un crecimiento superior al del producto en poco más de dos puntos porcentuales; también por encima de lo previsto anteriormente.

El incremento de la demanda interna ha sido liderado por la inversión y, en menor medida, por la recuperación del consumo privado verificada en la segunda parte del año pasado. En los últimos trimestres se ha observado una recuperación en los sectores no transables y relativamente intensivos en mano de obra, en particular, en la construcción, en el comercio, así como también en la industria. Asimismo, el ritmo de crecimiento del empleo ha tendido a elevarse en coherencia con el mayor dinamismo que exhibe la economía, y en el último año se han creado cerca de 100.000 nuevas plazas de trabajo.

Estos antecedentes indican que el nivel de actividad y, en particular, la demanda interna se han movido a un ritmo de crecimiento superior a lo que se había anticipado inicialmente para el segundo semestre.

Entre las principales consecuencias de la crisis en Asia sobre la economía chilena, se encuentra el efecto negativo sobre los términos de intercambio y el ingreso nacional. A la fecha, se ha observado una caída importante en el precio del cobre, y también en los precios de otras materias primas de exportación. El precio del cobre fluctúa entre los 75 y 80 centavos de dólar la libra, cifra que se compara con el supuesto de 92 centavos de dólar incluido en el Presupuesto Público, y de 96 centavos de dólar en las proyecciones de balanza de pagos que presentó el Banco Central en su informe al Senado de septiembre último. Cabe señalar que por cada centavo de menor precio del cobre el país deja de percibir aproximadamente 65 millones de dólares, por lo que una baja de 12 centavos en este precio representaría un impacto negativo sobre la balanza comercial equivalente a un punto porcentual del PIB y algo menor sobre la cuenta corriente, pues también se ven afectadas las utilidades de los inversionistas extranjeros.

El efecto negativo de la disminución del precio del cobre y de otras materias primas de exportación sobre las cuentas externas se vería parcialmente compensado por la disminución observada en el precio internacional del petróleo, así como por las menores perspectivas de inflación externa relevante. Sin embargo, el balance es negativo, y se anticipa una caída de la relación de términos de intercambio entre 5% y 10%, respecto del promedio de 1997. La contraparte de la disminución en los términos de intercambio es un menor nivel de ingreso nacional, y, por ende, una menor capacidad de gasto con recursos propios.

Es deseable que una parte del ajuste frente al menor crecimiento del ingreso nacional se realice por la vía de una ampliación transitoria del déficit de la cuenta corriente, pero en las actuales circunstancias es prudente procurar que este impacto se mantenga dentro de límites razonables, en torno a 5% del PIB. Esta actitud de prudencia se ve reforzada por las turbulencias que han afectado a los mercados internacionales desde hace algunos meses. En consecuencia, el instrumental de política debe impulsar una disminución decidida en la tasa de crecimiento del gasto, para adecuarlo al menor crecimiento esperado del ingreso nacional.

c. Política monetaria y ajuste de gasto interno

La política monetaria se ha movido recientemente hacia una orientación más restrictiva con el objeto de propiciar y acelerar la velocidad de este ajuste, especialmente tomando en cuenta el dinamismo que ha exhibido la demanda en el último semestre. Este cambio de la instancia de política se expresó en el incremento en 0,5 puntos porcentuales del rango objetivo para la tasa de interés de corto plazo, que pasó desde niveles de 6,5% a 7,0%, reajutable en UF. El mayor nivel de las tasas de interés se agrega a otros impulsos de moderación del gasto, como el impacto de los menores términos de intercambio y la disminución observada en el precio de activos. Asimismo, esta acción demuestra la voluntad de las autoridades de actuar en forma coherente con los objetivos antes planteados, alineando las expectativas en torno a un escenario de crecimiento más moderado.

El Banco Central reitera su llamado a moderar el gasto agregado. El reciente anuncio del Ministro de Hacienda respecto de recortar los gastos de inversión de las empresas públicas es una importante señal en este sentido.

Las autoridades económicas continuarán realizando un seguimiento atento de los desarrollos económicos y financieros internos y externos. En caso de ser necesario, el Banco Central intensificará la aplicación del instrumental monetario.

d. Política cambiaria: ajustes de precios relativos y de portafolio

Desde octubre a la fecha, el peso se ha depreciado respecto del dólar en cerca de 10%, situación que contrasta con la estabilidad que había mostrado la paridad cambiaria en los meses anteriores.

La depreciación del peso refleja al menos cuatro factores relevantes: (i) la apreciación del dólar en los mercados internacionales frente a las principales monedas, marco y yen, como en relación a las monedas de países emergentes y, en particular, de Asia, que constituyen una parte significativa del comercio exterior de Chile; (ii) las turbulencias que han afectado a los mercados financieros internacionales en el último tiempo y que se han transmitido sobre la gran mayoría de las economías emergentes, incluyendo a la chilena; (iii) las perspectivas de un saldo de cuenta corriente más deficitario, lo que tiende a provocar un ajuste de precios relativos que complementa el ajuste del gasto interno señalado en el punto anterior; y (iv) la percepción de un mayor riesgo cambiario, que impulsa un movimiento de ajuste de portafolio y cierre de posiciones pasivas en moneda extranjera, presionando al alza sobre el mercado cambiario.

En este período de mayor volatilidad y ajustes de precios, la política cambiaria del Banco Central ha buscado amortiguar los movimientos bruscos del tipo de cambio nominal, pero sin impedir que se manifiesten sus tendencias más permanentes. Este accionar se ha traducido en una mayor presencia del Banco Central en el mercado cambiario, realizando intervenciones ocasionales con el fin de ordenar los ajustes de precios y evitar que se produzcan movimientos erráticos y no compatibles con la evolución de los fundamentos de la economía.

Asimismo, para incrementar la efectividad de estas intervenciones, su impacto monetario no ha sido esterilizado completamente. En efecto, el instrumental de política monetaria se ha reorientado hacia un mayor control del volumen de liquidez, y ha dejado más espacio para que las tasas de interés de corto plazo se ajusten a los cambios en las decisiones de portafolio, en lugar de concentrar todo su impacto sobre el tipo de cambio. El mayor control de la liquidez y la mayor flexibilidad de las tasas de interés de corto plazo constituyen instrumentos adecuados para enfrentar un escenario de mayor volatilidad financiera y cambiaria como el observado en las últimas semanas. Sin embargo, estas medidas deben entenderse como transitorias, pues las señales más permanentes de política monetaria se reflejan en su nivel de instancia.

e. Inflación

Finalmente, es importante reafirmar el compromiso del Banco Central con el control y reducción de la tendencia inflacionaria. Es un falso dilema plantear que la meta de inflación pueda servir de válvula de ajuste para enfrentar un escenario externo más adverso como el actual. Por el contrario, es precisamente en períodos de mayor volatilidad y ajustes en precios relativos cuando resulta más importante reforzar el control de la inflación y entregar señales claras de compromiso de las autoridades con la estabilidad de precios. No deben ponerse en riesgo los importantes avances que se han logrado en esta materia a lo largo de los últimos años.

Por otra parte, no se puede desconocer que la reciente evolución del tipo de cambio nominal genera un escenario de mayores riesgos en el frente inflacionario. Al respecto, vale la pena hacer algunas consideraciones sobre factores que moderan estos riesgos.

En primer lugar, deben mencionarse los ajustes que ya se han realizado sobre el nivel de las tasas de interés y su impacto previsible sobre la demanda interna. Este efecto se suma al impacto del menor nivel de términos de intercambio, reducción de precios de activos, y ajuste de expectativas sobre el crecimiento.

En segundo lugar, las perspectivas de inflación externa para 1998 son favorables, especialmente la de los precios de importaciones provenientes de Asia y la de los precios de materias primas, los que contribuyen a atenuar eventuales presiones de inflación importada.

En tercer lugar, las mediciones de la inflación subyacente, como el índice desestacionalizado del Instituto Nacional de Estadísticas (INE) y la medición de inflación que excluye bienes perecibles y combustibles –que es una medida internacional de inflación de tendencia– se encuentran bien alineadas con la trayectoria definida por las autoridades.

En cuarto lugar, también es probable que los precios de productos perecibles realicen una contribución a la reducción de la inflación en 1998, considerando que su nivel actual es anormalmente alto.

Sin embargo, es importante reiterar que la respuesta del Banco Central frente a eventuales riesgos en el frente inflacionario es reafirmar su compromiso con la meta planteada para el presente año, de $\pm 4,5\%$, y su disposición a actuar en consecuencia, utilizando todo el instrumental de políticas disponibles.

Conclusiones

A partir de esta breve revisión de los recientes desarrollos en la economía internacional y nacional pueden desprenderse algunas conclusiones importantes:

(i) La crisis asiática ha motivado una revisión del escenario externo relevante para 1998, con menores perspectivas de crecimiento mundial e inflación externa y, en particular, con una proyección más moderada para el precio del cobre y otras materias primas de exportación.

(ii) El ajuste, frente al menor nivel de términos de intercambio, debe producirse a través de una ampliación transitoria y moderada del déficit de la cuenta corriente, y, de manera importante, por un menor crecimiento del gasto con relación al del producto.

(iii) El Banco Central reitera su firme compromiso con el control y reducción de la tendencia inflacionaria y su disposición a adoptar las decisiones que sean necesarias para lograr la meta de $\pm 4,5\%$, planteada para el presente año.

Finalmente, es necesario recalcar que ya se han adoptado las medidas necesarias en dirección a promover una mayor moderación de la demanda y el control de la inflación, y existe la disposición a intensificar su uso, en caso de ser necesario.

Al mismo tiempo, es conveniente revisar las fortalezas que exhibe la economía chilena para enfrentar exitosamente los desafíos que impone un escenario internacional más adverso, como lo es el actual.

En el frente externo, las proyecciones de mediano plazo del déficit de la cuenta corriente se encuentran entre 3% y 4% del PIB, nivel prudente y compatible con una trayectoria sostenible de las cuentas externas. Asimismo, la cuenta de capitales exhibe una sólida composición. El grueso de deuda externa está constituida por obligaciones de mediano y largo plazo, y otra parte significativa del financiamiento externo corresponde a inversión extranjera directa. Asimismo, a lo largo de los últimos años el país ha acumulado importantes montos de reservas internacionales con relación al tamaño de la economía y al monto de sus obligaciones con el exterior.

En el frente interno, el sistema financiero se encuentra en una sólida posición de solvencia; las cuentas fiscales están en orden y muestran un superávit continuo a lo largo de los últimos años; la inflación ha venido declinando en forma sostenida a lo largo de la presente década, y el sólido desempeño de crecimiento económico se encuentra avalado en niveles records de inversión y productividad. Todos estos elementos permitirán realizar los ajustes necesarios dentro de un marco de crecimiento sostenible y de inflación controlada y declinante.
