

El escenario económico de mediano plazo

Jorge Marshall, Vicepresidente del Banco Central de Chile, Mesa Redonda "El Proyecto País que Chile Debe Empezar", Diario Estrategia, Santiago, 19 de octubre de 2000

Quiero aprovechar la oportunidad que me brinda el diario Estrategia para compartir con ustedes algunas reflexiones sobre el escenario de mediano plazo de la economía chilena. El tema de esta Mesa Redonda refleja la voluntad de los organizadores de analizar con mayor detalle las nuevas condiciones que enfrenta la economía y los desafíos para consolidar un ritmo sostenido de crecimiento.

En la primera parte de esta exposición revisaré los puntos más destacados del escenario económico para el período 2000 a 2002, especialmente en materia de crecimiento e inflación. Luego analizaré los cambios más importantes en el panorama interno y externo de la economía. En la tercera parte examinaré algunos factores de riesgo del escenario actual. Por último, mencionaré las principales conclusiones del análisis.

El escenario de mediano plazo

Las proyecciones más recientes del Banco Central, que coinciden con las expectativas de los analistas privados, indican que el crecimiento de la actividad económica se situará en torno a 5,8% en el período 2000 a 2002. Esta cifra se ha movido levemente a la baja durante este año.

Por su parte, el crecimiento estimado de la demanda interna es de un 7,6% anual para el conjunto del período. También en este caso se ha producido una corrección a la baja, que se debe a una evolución más moderada del consumo y de la inversión.

Por otra parte, este menor crecimiento en la demanda interna, está parcialmente compensado por un mejor desempeño de la demanda externa. Las exportaciones crecen por encima de lo anticipado a comienzos de este año, mientras las importaciones lo hacen a un ritmo algo menor. La principal consecuencia de este escenario es un déficit más bajo en la cuenta corriente, el que se estima en 1,7% del PIB para el conjunto del período 2000 – 2002.

El menor crecimiento del producto anticipa grados mayores de holguras en los mercados de factores productivos, lo cual será el principal factor de contención de las presiones inflacionarias en los próximos veinticuatro meses. Las proyecciones de la inflación muestran un incremento en el IPC total a lo largo de este año, que se debe al aumento en el precio de los combustibles y de las tarifas de transporte público. Este es un fenómeno transitorio, sin vinculación directa con la evolución de la demanda interna, que debe mostrar una reversión a partir del primer semestre del próximo año.

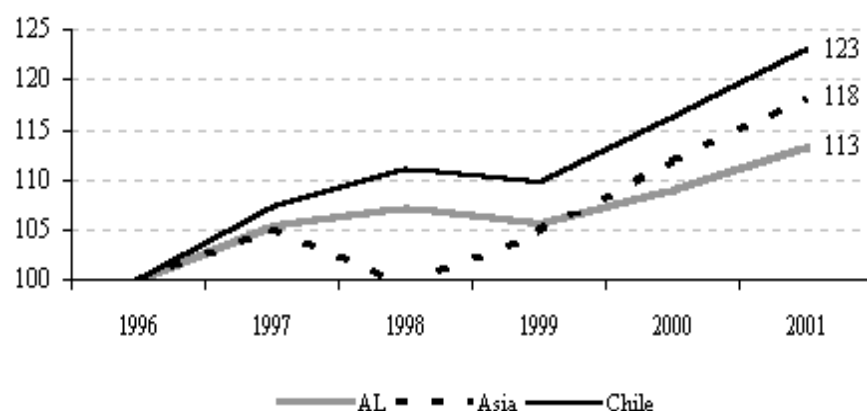
Los indicadores de inflación subyacente se mantienen dentro del rango de 2% a 4%. Por esta razón, la capacidad disponible, la normalización de los precios internacionales del petróleo y la estabilidad del tipo de cambio real contempladas en el Informe de Política Monetaria de Septiembre permiten anticipar una convergencia de la inflación hacia el centro del rango meta entre 2% y 4%.

Evaluación del escenario

Una primera evaluación de este escenario se puede realizar al comparar la evolución reciente y esperada del producto en un conjunto de economías emergentes. Para este efecto en el gráfico siguiente se presentan los niveles del PIB efectivo del período 1996 al primer semestre del 2000 y la estimación más actualizada del nivel esperado para el resto de este año y el 2001. (Consensus Forecast)

En esta comparación se observa que, con relación a 1996, Chile ha mantenido en todo el período niveles de producto más elevados que el promedio de las economías emergentes de Asia y de América Latina. Los países de Asia tuvieron una caída del PIB en 1998 y luego han experimentado una clara recuperación. Conforme a estas estimaciones, en el 2001 el PIB de estos países será un 18% superior al nivel alcanzado en 1996. La situación de América Latina es algo menos favorable. El PIB mostró una caída en 1999, un año después que en Asia, y en el 2001 se espera un nivel promedio del PIB de un 13% por encima del que tenían en 1996. En cambio, la evolución efectiva y esperada del PIB de Chile está por encima del promedio de estos dos grupos de países. Al igual que el resto de América Latina, Chile experimentó una caída del PIB en 1999, pero considerando el conjunto del período, alcanzará en el 2001 un nivel del PIB de un 23% por sobre el nivel de 1996.

Evolución del PIB (1996 = 100)



La primera conclusión de este análisis es que la economía chilena está en un proceso de crecimiento. Además, la evolución reciente y esperada del PIB en la economía chilena está claramente por encima del promedio de las economías emergentes de Asia y de América Latina en el mismo período.

Un segundo enfoque para examinar el crecimiento de la economía consiste en comparar las perspectivas para los años 2000 a 2002 con el crecimiento observado en la década de los 90. De esta comparación se concluye que el actual ritmo de crecimiento, en torno a 5,8%, aunque importante, es menor que el promedio de 7,8% que alcanzó la economía entre 1990 y 1997. Es posible explicar este hecho observando los cambios en el panorama interno y externo que enfrenta la economía. En el cuadro siguiente se muestra la evolución de algunas variables que caracterizan este escenario, como son los flujos netos de capital, el endeudamiento de los hogares, los términos de intercambio, la política fiscal, las tasas de interés y el tipo de cambio real.

El escenario actual en perspectiva (cifras anuales)

	1990-93	1994-97	Escenario Actual*
Flujos de capital (% del PIB)	6,6	7,8	0,7
Variación deuda hogares (%)	15,3	19,6	4,2
Precio cobre (centavos US\$/£)	104,3	111,3	78,8
Precio petróleo (US\$/barril)	20,0	18,1	25,6
Cambio superávit estructural (% del PIB)	0,60	-0,15	0,65
Tasa de interés de política (%)	6,4	6,6	5,2
Tasa de interés colocación (%)	9,8	9,0	7,5
Variación anual tipo cambio real (%)	-2,6	-5,2	7,3

* III trimestre de 1999 al III trimestre de 2000

Después de la crisis asiática se observa un cambio en las condiciones de financiamiento externo del conjunto de las economías emergentes, incluyendo a la economía chilena. La década pasada se caracterizó por un significativo y creciente influjo de capitales. Por ejemplo, entre 1990 y 1993 los flujos externos netos hacia la economía chilena alcanzaron a un 6,6% del PIB, los que se elevaron en los años siguientes pasando a un 7,8% del PIB entre 1994 y 1997. En el escenario actual, en cambio, los flujos netos de capitales alcanzan a un 0,7% del PIB. Si bien se espera un incremento en estos flujos en el 2001 y 2002, en ningún caso alcanzarían niveles similares a los observados en la década pasada.

Una parte de este fenómeno se puede explicar por la disminución de los flujos de capitales hacia las economías emergentes, lo que debe ser considerado como un factor más duradero, consecuencia de los cambios en los mercados financieros internacionales y de la brecha entre ahorro e inversión en Estados Unidos, lo que ha empujado el equilibrio de tasas internacionales hacia arriba, al igual que los premio de riesgo soberano y de mercado de los activos de economías emergentes. Sin embargo, otra parte se debe a la corrección en el ritmo de expansión del gasto interno, que hacia fines de 1997 presentaba cifras que a todas luces eran insostenibles.

La otra cara de los menores flujos externos es un bajo déficit en la cuenta corriente, el que a su vez refleja un menor uso de ahorro externo. Ahora, respecto de las consecuencias de este hecho para el crecimiento de mediano plazo se debe considerar que las relaciones económicas más fuertes ocurren entre el ahorro doméstico, la inversión y el crecimiento. Por esta razón, en el nuevo escenario es perfectamente posible alcanzar un alto crecimiento, elevado ahorro doméstico y alta inversión. La variable más relevante en la alimentación de este círculo virtuoso es la inversión.

Uno de los factores que influye en la menor expansión de la demanda interna es la variación en la deuda de los hogares con el sistema financiero. La velocidad de expansión de esta deuda constituyó un fuerte estímulo a la demanda durante los años 90 y es la contraparte de un menor ahorro de estos sectores. En el período más reciente, en contraste, se observa un menor crecimiento en los compromisos financieros de los hogares, lo que refleja un comportamiento más cauteloso del gasto de este sector. Este hecho se agrega al efecto que tiene la persistencia de un mayor desempleo en las decisiones de gasto. Todo ello se manifiesta en la evolución más moderada del consumo y de las ventas internas. Otra forma de decir lo mismo, la tasa de ahorro privado nacional tiende a aumentar.

Otro factor relevante ocurre con la evolución de los términos de intercambio, que puede resumirse en las variaciones en el precio del cobre y del petróleo. Durante la década pasada el precio del cobre se mantuvo por encima de su promedio histórico. En el período más reciente, en contraste, este precio ha estado por debajo de ese promedio. Las perspectivas de mediano plazo son más favorables, aproximándose a su nivel histórico en los próximos dos años. Por su parte, el precio del petróleo en el escenario actual está por sobre el promedio en torno a US\$19 por barril observado en la década pasada. El efecto de la diferencia en estos precios entre el escenario actual y el promedio de la década pasada es equivalente a algo más de un 3% del ingreso nacional. Adicionalmente, se debe agregar que los precios internacionales de materias primas tienden a mejorar, lo que favorece una recuperación de los proyectos de inversión vinculados a estos sectores.

La política fiscal, por su parte, está en camino de restablecer un superávit estructural equivalente a 1% del PIB. Considerando las variaciones en el superávit estructural como indicador de la orientación política fiscal, entre 1990 y 1993 se produjo, en promedio, un aumento de 0,60% del PIB en este superávit. Posteriormente, entre 1994 y 1997 el superávit estructural se reduce en 0,15% del PIB en promedio anual. El mejoramiento de la posición fiscal entre 1999 y el 2001 lleva a aumentar, en promedio, el superávit estructural en 0,65% del PIB. Esto significa que esta política realizará un mayor aporte al ahorro nacional en el horizonte de mediano plazo, posibilitando un mayor crecimiento de la inversión y condiciones monetarias más holgadas.

En quinto lugar, el hecho que las decisiones de gasto, los flujos de capitales externos, la variación en la deuda de los hogares, los términos de intercambio y la política fiscal generen un estímulo menor a la demanda es coherente con un mayor impulso monetario y, en particular, con tasas de interés internas más bajas. En efecto, la tasa de interés de política monetaria ha permanecido, desde mediados de 1999, claramente por debajo del nivel observado en la década pasada. El mismo hecho se observa en la tasa de interés real de colocaciones (90 a 365 días) que en la actualidad se sitúan casi un 2% por debajo del promedio de los años 90.

Otro factor que refleja el mayor impulso monetario es la depreciación real del peso. Desde 1990 la economía experimentó una apreciación real del peso, que se tornó más pronunciada entre 1994 y 1997. Por otra parte, en el escenario actual se observa una depreciación real del peso, que alcanza a un 7% en el último año. En el mediano plazo se considera que el tipo de cambio real mantendrá niveles similares a los mostrados en los últimos meses. Este hecho señala que la actual recuperación está acompañada no sólo de un ajuste en el ritmo de expansión del gasto privado, sino también de una reasignación de recursos desde actividades en sectores no transables hacia sectores de bienes transables, lo que puede explicar que los niveles de actividad que mostraron algunos sectores no transables antes de la crisis asiática sólo serán alcanzados luego de un lapso más prolongado.

Este conjunto de antecedentes nos permite afirmar que la economía está en un nuevo escenario de crecimiento, más que en una fase de recuperación. Por una parte, los menores flujos netos de capitales y el crecimiento más moderado de la demanda interna son dos caras del mismo fenómeno, que se refiere al ajuste en el ritmo de expansión del gasto y al cierre de la brecha entre demanda interna e ingreso, coherentes con el nuevo escenario. Por otra parte, el impulso monetario y las señales de tipo de cambio real producen un ambiente que favorece a las exportaciones y a los sectores de bienes transables.

Considerando este cambio en el escenario interno y externo, la economía requiere, aparte de la estabilidad macroeconómica, de flexibilidad en los precios y en la asignación de recursos para mantener un crecimiento elevado. En relación con la década pasada, en las actuales condiciones se deben esperar ajustes más duraderos en precios relativos, como márgenes, salarios y tipo de cambio; así como en la tasa de interés. El actual régimen de flexibilidad cambiaría y de metas inflación adapta mejor a la economía a esta necesidad de flexibilidad en los precios. A su vez, las señales de precios deben orientar los cambios en la asignación de

recursos. Aquí también se requiere de flexibilidad para facilitar los necesarios ajustes sectoriales, coherentes con las condiciones internas y externas de la economía. Especial importancia tienen en este sentido la flexibilidad en el mercado laboral y la estabilidad del sistema financiero.

Factores de riesgo

Las proyecciones del escenario central, con un crecimiento en torno a 5,8% para el período 2000 a 2002 y una inflación que converge hacia el centro del rango entre 2% y 4% está sujeta a diversos factores de incertidumbre. La información más reciente permite destacar dos situaciones que pueden modificar las perspectivas de crecimiento e inflación: en el ámbito externo, la principal amenaza es la persistencia del precio del petróleo en niveles elevados; mientras que en el ámbito interno, la principal fuente de riesgo proviene de la incertidumbre sobre la velocidad de recuperación de la demanda.

En el ámbito internacional el petróleo continuará siendo uno de los principales factores de incertidumbre. De acuerdo a estudios internacionales, las proyecciones de crecimiento mundial se verían reducidas en alrededor de medio punto porcentual si el precio del petróleo permanece en niveles del orden de US\$32 a US\$33 por barril. Además, las tasas de interés internacionales podrían permanecer elevadas por un tiempo mayor en aquellos mercados donde hoy los riesgos inflacionarios son más claros. En todo caso, los efectos son acotados y están muy lejos de producir un impacto global como el que se observó a fines de la década de los setenta.

A su vez, en nuestro país cabría esperar una disminución más lenta de la inflación respecto a lo proyectado en nuestro escenario base. En efecto, la incidencia inflacionaria adicional sería del orden de 0,7% en el IPC total y de 0,3% en el IPCX en el corto plazo. Adicionalmente, el menor crecimiento de la economía global, las mayores tasas de interés en el exterior y la disminución del ingreso nacional podrían reducir el ritmo de crecimiento del producto.

La principal función de la política monetaria en este caso es evitar la propagación de los aumentos de precios específicos a otros precios, lo que podría ocurrir por la vía de los costos, los mecanismos de indexación o las expectativas. Por esta razón, en este escenario se requiere que el Banco Central mantenga un grado importante de flexibilidad en la política monetaria.

Un segundo factor de alejamiento del escenario central se puede producir por una recuperación más acelerada de la demanda interna. El crecimiento de la economía global, el menor costo del crédito, la depreciación del tipo de cambio real y la recuperación de las cuentas fiscales pueden apoyar una aceleración más significativa de la demanda total.

En este escenario las holguras existentes se absorberían con mayor rapidez, provocando un aumento en las presiones inflacionarias de mediano plazo por encima de lo anticipado. Por esta razón, la política monetaria debería restringir más prontamente su impulso con el fin de disminuir los riesgos de aceleración de la inflación.

En síntesis, la incertidumbre de los escenarios refleja la necesidad de mantener la flexibilidad de la política monetaria para garantizar la estabilidad de la inflación en el futuro.

Conclusiones

En primer lugar, el escenario relevante para un horizonte de mediano plazo muestra un crecimiento en torno a 5,8% con una trayectoria creciente y una tasa de inflación controlada, que anticipa una convergencia hacia el nivel central del rango de 2% a 4% a partir del primer semestre del 2001. Estas cifras son coherentes con las condiciones internas y externas que enfrenta la economía, como son los menores flujos de capitales, la moderación del gasto interno y la austeridad fiscal. Las actuales condiciones de impulso monetario son coherentes con este escenario.

En segundo lugar, la economía chilena muestra un ritmo de crecimiento que está claramente por encima del promedio de las economías emergentes de Asia y de América Latina luego de la crisis asiática. Este hecho confirma que nos encontramos en un nuevo escenario de crecimiento, más que en una etapa de recuperación.

En tercer lugar, el principal desafío para el país bajo el escenario actual es asegurar una trayectoria ascendente en el ritmo de crecimiento. El verdadero objetivo es que dentro de uno o dos años podamos exhibir un panorama de mediano plazo superior al que tenemos actualmente. El aporte del Banco Central a este propósito consiste en mantener una inflación baja y estable, apoyar la modernización de los mercados financieros domésticos y avanzar en la internacionalización financiera. Cada uno de estos elementos tiende a crear condiciones que facilitan el proceso de inversión y crecimiento de la economía chilena.