

Recuperación económica: evaluación y perspectivas

Presentación de Jorge Marshall, Vicepresidente del Banco Central de Chile en ENAPE 2000, Santiago, 27 de julio de 2000

Quiero agradecer la oportunidad que me brinda el Primer Encuentro de la Pequeña Empresa para compartir con ustedes algunas reflexiones personales sobre la marcha de la economía. El tema de este panel refleja la voluntad de los organizadores de analizar con mayor detalle los avances de la recuperación y los desafíos para consolidar un ritmo sostenido de crecimiento.

En la primera parte de esta exposición revisaré la coyuntura a partir del Informe de Política Monetaria de mayo último. De este análisis se desprende que la evolución reciente de la economía no altera esencialmente el panorama macroeconómico presentado por el Banco Central hace algo más de dos meses: una actividad económica que crece a un ritmo en torno al 6% anual por los próximos dos años y una tasa de inflación en línea con la meta del Banco Central.

Sin embargo, las expectativas de crecimiento del sector privado, para este y el próximo año, se han movido ligeramente a la baja en los últimos dos meses. Este hecho ha generado alguna inquietud sobre la reactivación en marcha. Por esta razón, en la segunda parte de la exposición realizaré una evaluación de este proceso. En este análisis destaca la observación que la recuperación de la economía chilena y el crecimiento esperado hasta el 2001 están claramente por encima del promedio de las economías emergentes de Asia y de América Latina luego de la crisis asiática. A pesar de ello, también se constata que la reciente recuperación muestra un ritmo algo menor que otros períodos anteriores de recuperación. Este hecho se puede explicar por el cambio en el escenario interno y externo de la economía y por los ajustes sectoriales que se manifiestan en la medida que avanza la reactivación.

La recuperación de la economía

Desde mediados de 1999 la economía chilena se encuentra en una trayectoria de crecimiento y baja inflación. La medición subyacente de la inflación se mantiene bajo 3% anual, en tanto que la variación anual del IPC total se sitúa en 3,7%. La diferencia entre estas dos mediciones de la inflación se explica fundamentalmente por el aumento de los precios vinculados al petróleo, la energía y el transporte durante el presente año. A pesar de ello, no existe evidencia de una aceleración en el resto de los precios a nivel del consumidor, por lo que la tendencia de la inflación permanece controlada.

En el plano externo, las perspectivas de la economía mundial para los años 2000 y 2001 son favorables, con una tasa de crecimiento global que, en promedio, se sitúa levemente por encima de 4% anual. Dentro de este cuadro el hecho más relevante es la afirmación del escenario de desaceleración gradual de la economía norteamericana. Además, el dinamismo de la actividad económica en Europa ha aumentado y existe una sana velocidad de recuperación de las economías emergentes de Asia y América Latina, aunque esta última región moderó su ritmo de recuperación durante el primer semestre de este año.

El precio del cobre continúa fluctuando alrededor de los 80 centavos de dólar la libra, y se proyecta un precio promedio entre los 80 y 85 centavos de dólar la libra para este y el próximo año. En cuanto a otros precios de las exportaciones destaca la favorable evolución en el precio de la celulosa, que en primer semestre del año acumula un aumento de 40% respecto del promedio de 1999. El precio del petróleo, en cambio, presenta un panorama adverso ya que en los últimos tres meses ha oscilado en torno a los US\$28 por barril. Si bien los precios de los mercados futuros anticipan una trayectoria a la baja durante lo que resta de este año y, especialmente, en el próximo, los precios esperados del petróleo y sus derivados se han corregido al alza desde el Informe de Política Monetaria de mayo. A pesar de este hecho, se contempla que los términos de intercambio relevantes para la economía chilena mejorarán cerca de 5% durante los próximos dos años.

Las condiciones de financiamiento internacional se han mantenido estrechas durante todo el período de reactivación y no se esperan cambios significativos en lo que resta del año. A pesar de ello, en las últimas semanas se ha afirmado el escenario de un ajuste gradual en Estados Unidos. Ello ha atenuado la volatilidad financiera internacional y ha permitido un leve ajuste a la baja en las tasas externas de plazos mayores, así como una disminución del premio soberano de Chile.

En el plano interno, la tendencia más reciente muestra que las condiciones monetarias se han tornado más expansivas. En efecto, la tasa de interés de política monetaria se mantiene en un 5,5% desde marzo último. Sin embargo, entre mayo y lo que llevamos de julio, la tasa del PRBC90 se redujo en cerca de 25 puntos base, mientras que la tasa del PRC8 se redujo en más de 35 puntos base. Estos hechos son coherentes con la baja en la expectativa de aumentos en la tasa de interés de política, mientras que en el caso de las tasas de mayor plazo también influye la disminución de las tasas externas y del riesgo soberano.

Los agregados monetarios más líquidos (circulante y M1A) se tienden a estabilizar luego de una desaceleración en el primer semestre. Este comportamiento ha sido similar al que presentaron la mayoría de los indicadores de ventas y producción industrial en este período, una vez descontados los efectos asociados a factores estacionales. Por otro lado, los agregados monetarios más amplios (M2 y M7) mantuvieron la señal de recuperación.

Las colocaciones efectivas totales muestran una evaluación similar. Del análisis de los componentes del crédito al sector privado a junio, se observa que el crédito a empresas presenta condiciones algo más dinámicas que en meses anteriores. El crédito a personas, en tanto, muestra un estancamiento en los créditos de consumo y una recuperación en los de vivienda, lo que está enlazado con la gradual recuperación de la demanda interna.

En relación con el tipo de cambio, entre mayo y julio el peso se ha depreciado cerca de 4% en relación con el dólar de EE.UU. y 5%

respecto de una canasta más amplia de monedas de países desarrollados. Esta trayectoria está en la dirección anticipada en el último Informe del Banco Central, aunque hasta la fecha presenta una intensidad mayor. Las volatilidades de los mercados financieros internacionales y la evolución reciente de las condiciones internas han contribuido a este movimiento del tipo de cambio.

En relación con la actividad económica, el diagnóstico inicial de recuperación gradual persiste: el crecimiento acumulado a mayo alcanza a un 6,1% anual, con un incremento del gasto agregado levemente superior. Este incremento se sustentó en una recuperación de los componentes de consumo y acumulación de inventarios de la demanda. La formación bruta de capital mostró una caída de alrededor 4% el primer trimestre, aunque en los meses más recientes se observa un cambio en la tendencia de las importaciones de bienes de capital.

Las exportaciones mostraron un elevado crecimiento durante el primer semestre, con una expansión anual de 17,1% en términos de valor. Destaca la evolución registrada por las ventas al exterior de los sectores industriales, con un incremento de un 17,5% en el primer semestre y minero, con un crecimiento de 24,6% en igual período.

Por su parte, las importaciones diferentes de petróleo siguen en una trayectoria de aumento, con tasas de crecimiento anual de 16,3% en el primer semestre. En este ámbito destaca el crecimiento de las importaciones de bienes de capital, que alcanzó a un 5,2% en el segundo trimestre del año. Tendencia que revierte la caída de 5,9% observada en el primer trimestre.

La evolución reciente del mercado laboral también refleja la pausada recuperación de la demanda agregada, aunque la información más reciente a nivel nacional, correspondiente al trimestre móvil marzo-mayo, muestra que el crecimiento del empleo que excluye los programas especiales alcanza a un 1,5% anual. Esta cifra es más elevada que la de los trimestres móviles anteriores.

Por su parte, se espera que la política fiscal mantenga una orientación más austera este año, luego de haber registrado una orientación expansiva entre 1996 y 1999. Esta evolución es coherente con la Ley de Presupuesto aprobada para el año 2000 y con la intención señalada por las autoridades de gobierno de recuperar paulatinamente un superávit fiscal de 1% del PIB. La información fiscal del primer trimestre de este año es coherente con el escenario base del Informe de mayo.

En síntesis, se puede concluir que hasta ahora la recuperación de la demanda interna ha estado radicada en el consumo privado y la reposición de inventarios. Las perspectivas de recuperación de la inversión son aún débiles, al menos en lo que resta del presente año, tomando en consideración los excedentes de capacidad instalada y la contracción prevista para la inversión pública. En el lado de la demanda externa se observa un alto dinamismo. El balance de estos factores permite mantener la proyección de crecimiento económico en torno a 6% para los próximos dos años.

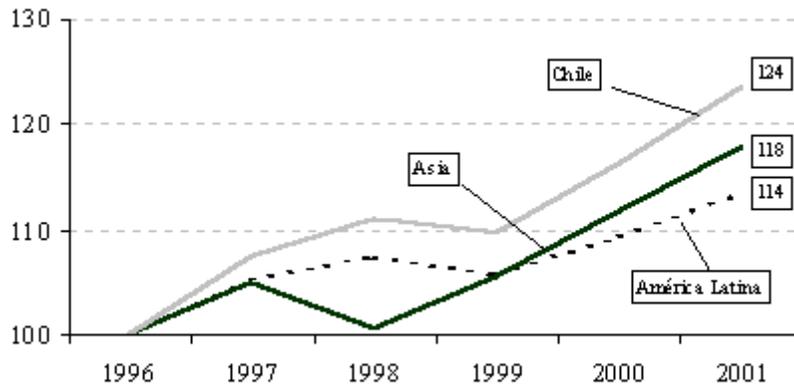
Respecto a la inflación, los precios internacionales de combustibles han oscilado en torno a niveles superiores a los que reflejan los precios internos. Adicionalmente, la evolución reciente del tipo de cambio puede tener un mayor efecto de traspaso hacia los precios de bienes transables, lo que hasta la fecha no ha sido observado en el conjunto de estos precios. En todo caso, estos hechos afectarían principalmente la evolución de corto plazo de la inflación, y no su tendencia representada por la inflación subyacente.

Las expectativas inflacionarias del sector privado, que se obtienen de las encuestas realizadas por el Banco Central, se han movido marginalmente al alza a partir de abril, situándose en julio la inflación esperada para diciembre del 2000 en 4,3%. No obstante esta mayor expectativa de inflación para el año en curso, cabe destacar que hacia el 2001 se mantiene estable en 3,5%.

La recuperación en perspectiva

Para hacer una evaluación de la evolución reciente de la economía chilena con una perspectiva más amplia es posible comparar, en primer lugar, el ritmo de recuperación de la actividad económica después de la crisis financiera de 1997-98 en un conjunto de economías emergentes. Para este efecto en el gráfico 1 se presenta los niveles del PIB efectivo del período 1996-1999 y la estimación más actualizada del nivel esperado para los años 2000 y 2001. (Consensus Forecast)

Gráfico 1. Evolución del PIB (1996=100)



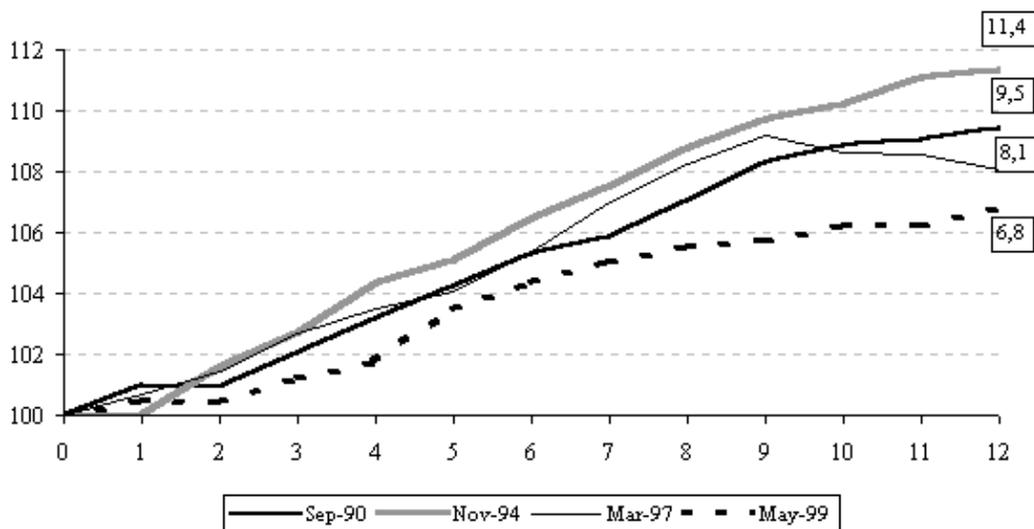
En esta comparación se observa que, en relación a 1996, Chile ha mantenido en todo el período niveles de producto más elevados que el promedio de las economías emergentes de Asia y de América Latina. Los países de Asia tuvieron una caída del PIB en 1998 y luego han experimentado una clara recuperación. 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 14% 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 24% por sobre el nivel de 1996.

La primera conclusión de este análisis es que la economía chilena está en un claro proceso de recuperación de su ritmo 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 la reactivación en una perspectiva más amplia consiste en comparar el actual ciclo de recuperación de la economía chilena con el crecimiento observado en los 12 meses posteriores a los puntos más bajos de los ciclos desde 1990. Como es natural, los períodos de recuperación presentan tasas de crecimiento más elevadas que el promedio de la década. En esta comparación, que utiliza sólo información efectiva, se obtiene que el ritmo de crecimiento en el primer año de recuperación fue entre un 8,1% y un 11,4% en los ciclos anteriores a la crisis asiática. En cambio, luego de un año de la caída de 1999 el ritmo de recuperación alcanza a un 6,8%.

Gráfico 2. Evolución del producto en 12 meses de reactivación

(Imacec promedio trimestral)



De esta comparación se concluye que la reactivación desde mediados de 1999, aunque importante, ha tenido un ritmo algo menor que la de otros períodos de recuperación desde 1990. Si bien la magnitud de la diferencia es reducida cuando se pone en el contexto de las fluctuaciones normales en el ritmo del crecimiento de la economía chilena, es posible considerar el menor ritmo de

recuperación como el resultado del escenario interno y externo que enfrenta la economía. Para ilustrar este hecho, en el cuadro 1 se muestra la evolución de algunas variables que caracterizan este escenario, como son los flujos netos de capital, la variación en el endeudamiento de los hogares, el precio del cobre, la tasa de interés, la variación del tipo de cambio real y el crecimiento del PIB mundial.

Después de la crisis asiática se observa un cambio en las condiciones de financiamiento externo del conjunto de las economías emergentes y, en particular, de la economía chilena. Los períodos de recuperación hasta 1997 se caracterizaron por un significativo y creciente influjo de capitales. Por ejemplo, en la recuperación de 1990-91 los flujos externos netos alcanzaron a un 3,8% del PIB, los que se elevaron en los años siguientes alcanzando a un 8,0% del PIB en la recuperación de 1997-98. En la recuperación de 1999-2000, en cambio, los flujos netos de capitales alcanzaron a un 0,1% del PIB. 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 del dinamismo de la productividad y la inversión en Estados Unidos y la caída en su ahorro, lo que ha empujado el equilibrio de tasas internacionales hacia arriba. Sin embargo, otra parte se debe a la corrección en el ritmo de expansión del gasto interno que antes de la crisis presentaba cifras que a todas luces eran insostenibles.

Esta última observación se refuerza al verificar el significativo aumento en la deuda real de los hogares con el sistema financiero en los tres escenarios de reactivación anteriores a la crisis asiática. La velocidad de expansión de esta deuda en estos episodios constituyó un fuerte factor de estímulo a la demanda interna. En el período más reciente, en contraste, se observa un estancamiento en la deuda de los hogares entre los doce meses anteriores y posteriores al inicio de la reactivación. Este hecho refleja un comportamiento más cauteloso del gasto de este sector.

Otro factor relevante ocurre con el precio de cobre, que refleja la evolución de los términos de intercambio. En los períodos de recuperación de 1990-91 y de 1994-95 el precio del cobre se mantuvo por encima de su promedio histórico. En el período más reciente, en contraste y a pesar de la recuperación respecto de 1999, el precio del cobre ha sido uno de los más bajos de la última década. Las perspectivas de mediano plazo de los términos de intercambio son más favorables.

Cuadro 1. Cuatro escenarios de reactivación

	9/1990 a 9/1991	11/1994 a 11/1995	3/1997 a 3/1998	5/1999 a 5/2000
Flujos de capital (%del PIB)	3,8	5,8	8,0	0,1
Variación deuda hogares (%)	7,5	19,6	21,0	0,5
Precio cobre (centavos US\$/£)	112	133	96	77
Tasa de interés de política (%)	6,5	6,1	7,0	5,3
Tasa de interés colocación (%)	9,4	8,5	9,0	7,6
Variación tipo cambio real (%)	-2,7	-5,4	-7,3	6,7
Crecimiento PIB mundial (%)	1,9	3,7	2,4	4,6

En cuarto lugar, el hecho que las decisiones de gasto, los flujos de capitales externos, la variación en la deuda de los hogares y los términos de intercambio 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 en el último año ha permanecido claramente por debajo de las tasas que prevalecieron en los anteriores períodos de recuperación. El mismo hecho se observa en la tasa de interés real de colocaciones (90 a 365 días). En los tres períodos de recuperación anteriores a la crisis asiática la tasa de interés de colocaciones fluctúa entre 8,5% y 9,4%, mientras que en el período más reciente esta tasa se ha mantenido en un 7,6%.

Otro factor que refleja el mayor impulso monetario es la depreciación real del peso. Los tres períodos de recuperación anteriores a la crisis asiática estuvieron acompañados de una apreciación en el tipo de cambio real.

La más pronunciada de estas apreciaciones se produjo en 1997-98 con un 7,3% entre el período posterior y anterior al inicio de la reactivación. Contrariamente, en la recuperación de 1999-2000 se observa una depreciación real que alcanza a un 6,7%. 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.

Por último, una característica importante del período más reciente es el dinamismo de la economía mundial, que muestra un crecimiento de 4,6% en el último año. En los casos de las recuperaciones anteriores el crecimiento del PIB mundial osciló entre un 1,9% en 1990-91 y un 3,7% en 1994-95. Este hecho refuerza el estímulo de precios que experimentan las actividades de exportación, lo que se refleja en un mayor dinamismo de la demanda externa, frente a una evolución más lenta de la demanda

interna.

En la medida que avanza la recuperación se perfila con mayor nitidez la influencia que ejerce el cambio en el escenario interno y externo. 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 creciente brecha entre demanda interna e ingreso. Por otra parte, el impulso monetario y las señales de tipo de cambio real, al igual que el crecimiento del PIB mundial generan un ambiente que favorece a las exportaciones y a los sectores de bienes transables. Ello significa que la demanda externa ha tenido hasta el momento una mayor influencia en el ritmo de la recuperación.

Considerando este cambio en el escenario interno y externo la flexibilidad en el funcionamiento de la economía se torna una característica indispensable para mantener un crecimiento elevado. Hay dos niveles en los que se aplica el concepto de flexibilidad. Primero, en la medida que los cambios en el escenario interno y externo son asimilados por el mercado y la inflación de tendencia se mantiene dentro del rango de 2% a 4%, es posible que las señales de tasa de interés y tipo de cambio favorezcan la recuperación del crecimiento. El actual régimen de flexibilidad cambiaría y metas de mediano plazo para la inflación adaptan mejor a la economía a esta necesidad de flexibilidad. De hecho, cuando la información sobre la reactivación ha confirmado un ritmo menor, las tasas de interés se han reducido sensiblemente, el tipo de cambio experimenta una depreciación y las perspectivas inflacionarias de mediano plazo se mantienen estables. Estos movimientos generan condiciones monetarias más expansivas, que luego apoyan el crecimiento de la demanda.

El segundo nivel de flexibilidad es el que facilita los necesarios ajustes sectoriales de recursos y los cambios en los precios relativos que son coherentes con las condiciones internas y externas de la economía. Especial importancia tiene en este sentido la flexibilidad en el mercado laboral.

Conclusiones

Dos conclusiones resaltan en el análisis realizado. En primer lugar, el hecho que la reciente recuperación de la economía chilena muestra un ritmo algo menor que otros períodos anteriores de recuperación, especialmente en el primer semestre de este año, se puede explicar por el cambio en el escenario interno y externo de la economía, así como por los ajustes sectoriales que acompañan a la reactivación. Destacan en este sentido los menores flujos de capitales y la moderación en el gasto interno luego que elevado crecimiento que mostró antes de la crisis asiática. Al mismo tiempo, las actuales condiciones monetarias son claramente más expansivas que las observadas en ciclos similares anteriores, lo que constituye un factor de impulso a la demanda.

En segundo lugar, la recuperación de la economía chilena y el crecimiento esperado para este y el próximo año están claramente por encima del promedio de las economías emergentes de Asia y de América Latina luego de la crisis asiática. Además, el crecimiento más dinámico de la demanda externa es una característica compartida por la mayoría de las economías emergentes de Asia y de América Latina.

En síntesis, la evolución reciente y esperada de la economía no altera esencialmente el panorama macroeconómico presentado por el Banco Central en el Informe de Política Monetaria de mayo último. Esto es, una actividad económica que crece a un ritmo en torno al 6% anual por los próximos dos años y una tasa de inflación controlada, que presenta una trayectoria de convergencia hacia el nivel central del rango meta planteado, esto es, 3% a lo largo del año 2001.