

La Economía Chilena, más Allá del Corto Plazo

PRESENTACIÓN DEL SEÑOR JORGE MARSHALL R.,
VICEPRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, EFECTUADA
EN LA UNIVERSIDAD CATÓLICA DE LA SANTÍSIMA CONCEPCIÓN,
CONCEPCIÓN, EL 20 DE ABRIL DEL 2001.

El tema de esta exposición es el análisis del escenario de mediano plazo de la economía chilena. Este período, si bien va más allá de considerar las implicancias de la coyuntura económica inmediata, no entra en una evaluación del horizonte de crecimiento de cinco o diez años. Para comenzar, revisaré los aspectos más destacados del actual escenario de mediano plazo. Luego, analizaré los factores que han generado este escenario y algunos peligros que en él se presentan. Por último, mencionaré las principales conclusiones del análisis.

El escenario de mediano plazo

La evolución de la economía desde mediados de 1999, cuando se inicia la recuperación de los niveles de actividad, y las proyecciones más recientes para el 2001 y 2002 conforman un período con un crecimiento promedio cercano a 5% anual. Este ritmo de crecimiento está claramente por debajo del promedio logrado antes de la

decisiones de consumo y de inversión. En la medida que este hecho es más duradero, se producen, por una parte, efectos en las cuentas externas, la dinámica sectorial y los precios relativos y, por la otra, se limita la capacidad de las políticas fiscal y monetaria para compensar en el corto plazo las variaciones de la demanda agregada.

En efecto, el déficit de la cuenta corriente se ubica en la actualidad en torno a 1,5% del producto interno bruto (PIB), que contrasta con el déficit promedio superior a 4% alcanzado entre 1994 y 1997. Del mismo modo, en este cuadro se ha producido una depreciación real del peso del orden de 10% entre el nivel de 1997 y el promedio de los últimos doce meses, mientras las expectativas de mediano plazo anticipan un tipo de cambio real en el rango más reciente. Esta depreciación estimula la demanda externa y, en particular, las actividades de exportación, lo cual anticipa un escenario de reasignación de recursos desde sectores no transables hacia sectores de bienes transables. Esto 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 su parte, las políticas macroeconómicas están orientadas a afirmar las señales de mediano plazo que facilitan los necesarios ajustes en la economía. Así, la tendencia de la inflación en este escenario de mediano plazo está en línea con el objetivo del Banco Central de mantener estabilidad de precios, la que se expresa en un rango de 2% a 4% para la inflación. En el 2000 se produjo un incremento en el índice de precios al consumidor (IPC) total, debido a la depreciación del peso y al aumento en el precio de los combustibles. Sin embargo, éste fue un fenómeno transitorio, sin vinculación directa con la evolución de la demanda interna. Coherentes con este panorama, los indicadores de inflación subyacente se mantienen dentro del rango de 2% a 4% y las expectativas de mediano plazo anticipan una convergencia hacia el centro del rango meta hacia fines de este año. Todo ello refleja la alta credibilidad que han alcanzado las políticas macroeconómicas.

una caída del PIB en 1998 y luego han experimentado una recuperación. Conforme a estas estimaciones, en el 2002 el PIB de estos países será 24% 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 2002 se espera un nivel promedio del PIB de 16% 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 2002 un nivel del PIB de 28% por sobre el nivel de 1996. La primera conclusión de este análisis es que la evolución del producto 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 evaluar el presente escenario de mediano plazo consiste en compararlo con el crecimiento observado en la década de los noventa. De esta comparación destaca la distancia entre el actual crecimiento en torno a 5% y el promedio de más de 7% que alcanzó la economía entre 1990 y 1997.

Los orígenes del escenario actual

Los eventos económicos tienen habitualmente varias causas. Entre los determinantes del escenario actual se deben destacar tres cambios en el panorama externo desde fines de 1997: la menor demanda de activos nacionales por parte del resto del mundo, la evolución desfavorable de los términos de intercambio y la mayor incertidumbre que ha caracterizado a los mercados internacionales en el período reciente. Ninguno de estos elementos es nuevo, pero su ocurrencia simultánea ha afectado no sólo a la economía chilena, sino también a la mayoría de las economías emergentes. En una economía pequeña y abierta las variables externas tienen una fuerte incidencia en los desarrollos económicos internos, especialmente cuando no se dispone de mecanismos de seguro ante el desempleo y

PIB, los que se elevaron en los años siguientes pasando a 7,8% del PIB entre 1994 y 1997. Esta demanda por activos nacionales se frena con la crisis asiática. En efecto, desde fines de 1997 se observa un cambio en las condiciones de financiamiento externo del conjunto de las economías emergentes, incluyendo a la economía chilena. En el escenario actual los flujos netos de capitales alcanzan a 1,5% del PIB y si bien se espera que tengan un gradual incremento, en ningún caso alcanzarían niveles similares a los observados en la década pasada.

Una parte de los menores flujos de capitales responde a la corrección en el ritmo de expansión del gasto interno, que hacia fines de 1997 presentaba cifras que a todas luces eran insostenibles. Sin embargo, otra parte de este fenómeno se debe a una disminución en la demanda de activos nacionales por parte del resto del mundo, que es común a la mayoría de las economías emergentes. Este segundo componente, que tiene un impacto directo en la demanda agregada, debe ser considerado como más duradero. La economía acomoda este fenómeno con un cambio en los precios relativos, especialmente la depreciación real del peso, que estimula nuevamente la demanda por activos nacionales. Sin embargo, este proceso toma tiempo y la tendencia reciente de la inversión indica que está bien orientado.

El segundo factor relevante en la conformación del actual escenario de mediano plazo es 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. Por su parte, en el escenario actual el precio del petróleo ha permanecido por sobre el promedio observado en la década pasada, en torno a US\$20 por barril. La diferencia en estos precios, entre el escenario actual y el promedio de la década pasada, genera un efecto equivalente a algo más de 3% del ingreso nacional, impactando negativamente el presupuesto de los hogares.

en los mercados específicos. Desde fines de 1997 hemos observado errores importantes en las proyecciones de precios y de crecimiento, especialmente en economías emergentes. Estos errores expresan la relevancia de factores no anticipados por los agentes económicos y que tienen incidencia en los desarrollos de los mercados. A nivel sectorial se observan cambios en la tecnología, en la estructura de los mercados, en la propiedad y en los flujos de comercio.

El aumento en los spreads de riesgo de crédito de empresas medianas en países avanzados y de riesgo soberano en las economías emergentes son una buena medida del precio que el mercado asigna a esta mayor incertidumbre. A este hecho se agrega que las estimaciones de mediano plazo del precio de cobre han estado por sobre los valores efectivos y lo contrario ha sucedido con las proyecciones del precio del petróleo. La dificultad de anticipar lo que va a ocurrir en los mercados, ya sea por el lado de la demanda o de la tecnología, tiene el efecto de postergar decisiones de gasto de los hogares y de las empresas, independientemente de la calidad de los fundamentos de la economía. Es decir, aun cuando existan proyectos rentables, la mayor volatilidad de los escenarios futuros otorga racionalidad a la opción de posponer decisiones.

Hay también una relación entre el crecimiento y la incertidumbre. Por ejemplo, la productividad media en la industria y los costos operacionales en la banca mantienen en los últimos años la misma tendencia de aumentos de eficiencia que se observan desde comienzos de los años noventa. Sin embargo, en un cuadro de bajo crecimiento estos aumentos de eficiencia llevan a desplazamientos de puestos de trabajo, lo que amplifica la incertidumbre y, por tanto, sus efectos.

Una parte del ajuste que hemos observado en los niveles de deuda de los hogares con el sistema financiero expresa este hecho. El rápido crecimiento de esta deuda fue un fuerte estímulo a la demanda durante los años noventa. La percepción de estabilidad y de baja incertidumbre en el

En la medida que esta mayor volatilidad permanece, la economía ajusta los precios relativos de modo de generar una tasa de rentabilidad que apoye las decisiones de inversión, lo que tiene asociado una menor tasa de interés para lograr el mismo estímulo en la demanda agregada. Del mismo modo, un tipo de cambio más depreciado reduce el valor de los activos nacionales en dólares, lo que también hace más atractivo nuevos aumentos de capital, situación que ha estado ocurriendo en los últimos trimestres. Sin embargo, estos son procesos que toman tiempo en lograrse plenamente.

Los peligros en el escenario actual

El análisis anterior ilustra la relación entre los desarrollos económicos recientes y sus orígenes, así como las trayectorias que llevan a acomodar los cambios y reiniciar un proceso de crecimiento sostenido. Este conjunto de antecedentes nos permite afirmar que los sólidos fundamentos de la economía y la tendencia de los precios relativos, incluyendo el impulso monetario y las señales de tipo de cambio real, producen un ambiente que favorece la recuperación de los niveles de empleo y actividad.

Sin embargo, la experiencia de numerosos países y de ciclos anteriores de nuestra economía nos enseña que en períodos de menor crecimiento, especialmente cuando están acompañados de elevado desempleo, se presentan algunos peligros que pueden desviar a la economía de su senda de largo plazo y prolongar un desempeño por debajo del potencial. Tres de estos peligros son: la impaciencia, el pesimismo y la inflexibilidad. Evitar estos peligros es uno de los principales desafíos que enfrentamos en la actualidad.

La impaciencia ha sido una característica frecuente del pasado, que afecta a las políticas económicas cuando se enfrentan episodios difíciles. Se manifiesta en acciones de política que no son sostenibles en el tiempo y que, más temprano que tarde deben ser corregidas. En la mayoría de las ocasiones este peligro se incrementa cuando no se

equivalente a 1% del PIB, y en el 2000 se logró avanzar significativamente en esta dirección, alcanzando un superávit estructural de 0,4% del PIB. Esta regla tiene un efecto de moderación del ciclo económico, y permite que el sector público haga un mayor aporte al ahorro nacional en el horizonte de mediano plazo, posibilitando un mayor crecimiento de la inversión y condiciones monetarias más holgadas.

La política monetaria, por su parte, ha logrado mantener la estabilidad de precios, lo que desde mediados de 1999 ha sido coherente con un mayor impulso monetario a la demanda agregada. Esto se refleja en tasas de interés internas claramente por debajo del nivel observado en la década pasada, lo que está asociado con la depreciación real del peso en el marco de un régimen de flotación cambiaria. Este esquema de política adapta mejor la economía a la necesaria flexibilidad en los precios.

Sin embargo, junto con valorar estos avances en las políticas macroeconómicas, la experiencia reciente nos debe llevar a reflexionar sobre las mejores maneras de administrar la incertidumbre que generan los ciclos económicos, especialmente en el ingreso de los hogares.

El segundo peligro del escenario actual está en el lado de los agentes privados. Se trata del círculo vicioso del pesimismo. Las olas de optimismo y pesimismo suelen tener influencia en diferentes episodios económicos, especialmente cuando existe información imperfecta e incertidumbre. Este es el caso de los mercados accionarios y de las crisis financieras, pero también existe evidencia de que las olas de pesimismo pueden prolongar los períodos recesivos o de bajo crecimiento.

Las percepciones de unos consumidores e inversionistas se reflejan en sus decisiones, pero al mismo tiempo son la fuente de información de otros agentes al formar sus propias percepciones. Las expectativas se alimentan de lo que ocurre en el muy corto plazo, generando situaciones de profecías autocumplidas. Las conductas de manada, el contagio y

horizonte de mediano plazo. En estas condiciones, los eventos negativos de un sector tienden a extenderse a otros sectores y las dificultades transitorias, a perdurar. De hecho, no deja de llamar la atención que las evaluaciones de la economía nacional que se hacen en el exterior propendan a ser más favorables que las que se hacen en el país. Este peligro sólo se puede evitar ampliando el horizonte que sirve de base a las percepciones de los agentes y reafirmando las bases comunes del modelo de crecimiento.

El tercer riesgo del actual escenario se encuentra en las imperfecciones de mercado que obstaculizan los cambios en los precios relativos o las decisiones que de ellos se desprenden. Para acomodar los ciclos externos, que están en el origen de esta fase de menor crecimiento, la economía requiere no sólo de estabilidad macroeconómica, sino también de flexibilidad en los precios y en los mercados, de modo de facilitar los necesarios ajustes sectoriales, coherentes con las nuevas condiciones de la economía.

Nuevamente se debe reconocer que la economía chilena tiene un alto grado de flexibilidad. Sin embargo, el perfeccionamiento de esa flexibilidad permite obtener beneficios adicionales. Desde el punto de vista del funcionamiento de los mercados de bienes y servicios tienen importancia el grado de competencia y la regulación. En los mercados de factores productivos son relevantes la flexibilidad en el mercado laboral y en el mercado de capitales. En cada uno de estos ámbitos existen importantes desafíos que se expresan en políticas estructurales que podrían preparar mejor a la economía para competir en los mercados globales.

Conclusiones

El actual escenario de mediano plazo muestra un crecimiento cercano a 5%, con una trayectoria creciente y una tasa de inflación controlada, que anticipa una convergencia hacia el nivel central del rango de 2% a 4%. Estas cifras son coherentes con las condiciones que enfrenta la economía, como son la menor demanda de activos

requiere de los aportes de todas las instancias de decisión del país, porque se trata de una tarea que está en el centro de nuestros anhelos de desarrollo como nación.

La contribución que hace el Banco Central a este propósito, consiste en mantener una inflación baja y estable, lograr un

buen funcionamiento del régimen cambiario, apoyar la modernización de los mercados financieros internos 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.
