

El Escenario Externo después de la Crisis de Asia

Presentación de Guillermo Le Fort V., Gerente de la División Internacional del Banco Central de Chile, en el Seminario sobre Proyecciones Económicas 1998-1999, organizado por Estrategia en CasaPiedra, el 5 de mayo de 1998. (1)

Introducción

En la presente exposición revisaré las proyecciones para la economía internacional y sus implicancias para la economía chilena en un contexto de creciente integración internacional. En la primera parte, me referiré al desarrollo de la crisis de Asia y sus consecuencias globales, y en la segunda analizaré los efectos de la crisis en nuestras cuentas externas, poniendo énfasis en los factores más importantes que nos permitan limitar sus efectos negativos en nuestra economía. Por último, discutiré las regulaciones cambiarias y de cuenta de capitales, describiendo su evolución durante la presente década, y cómo esta evolución es importante para la mantención de las condiciones de solvencia externa, que a la larga permiten evitar los efectos más nocivos de estas situaciones de crisis.

La crisis asiática: desarrollo y consecuencias

La economía internacional, que desde inicios de los noventa viene registrando una rápida expansión, ha experimentado una desaceleración en el crecimiento del producto interno bruto (PIB) global como resultado de la crisis que afecta a los países del sudeste de Asia, lo que ha generado contagios a nivel global.

La crisis asiática se desató en julio de 1997, cuando Tailandia no pudo seguir defendiendo su moneda y la dejó flotar. Se expandió rápidamente a Indonesia, Malasia y Filipinas, para finalmente afectar a Corea. La inestabilidad asiática produjo turbulencias a nivel global, afectando en especial a los países emergentes, en donde se observó una disminución en el precio de sus activos, en particular los bursátiles, y sufrieron significativos aumentos de sus tasas de interés, fuertes depreciaciones cambiarias, o una combinación de ambos efectos.

La presencia de elementos comunes en los países más seriamente afectados por la crisis, nos permite extraer algunas lecciones para el futuro. En muchos casos, los déficit en cuenta corriente se habían ampliado, alcanzando, como en el caso de Tailandia, niveles de 8% del PIB, y, lo que parece decisivo, éstos eran financiados en forma creciente con endeudamiento externo de corto plazo. Por otro lado, los sistemas financieros eran frágiles, ineficientes en la intermediación del crédito y no sujetos a requisitos de transparencia, mostrando niveles excesivos de riesgo crediticio, muchas veces relacionados con la especulación inmobiliaria. Por último, existieron factores de orden político con debilidades institucionales en lo referente a la separación de las esferas pública y privada, a la relación entre política y negocios y a las formas de reemplazo de los gobiernos, los que incrementaron la incertidumbre asociada con este tipo de crisis. Los factores detrás de la crisis asiática nos permiten subrayar la importancia de que las autoridades se preocupen por la conservación de los equilibrios macroeconómicos, la solvencia del sistema financiero, y el desarrollo y fortalecimiento de las instituciones democráticas.

Muchos de los países directamente afectados por la crisis han avanzado en realizar ajustes en el marco de programas del Fondo Monetario Internacional (FMI), lo que ha significado implementar políticas dirigidas a disminuir el exceso de gasto y a sanear sus sistemas financieros, permitiendo en algunos casos ir recuperando la confianza de los inversionistas internacionales. Así, en la actualidad se aprecia alguna mayor estabilidad de los mercados bursátiles y cambiarios en la mayor parte de los países involucrados, aunque algunos episodios puntuales puedan hacer renacer la preocupación.

En realidad, aunque el espiral de caída de los precios de los activos se ha detenido, todavía hay áreas de preocupación. Es necesario esperar que los programas de ajuste se generalicen y se apliquen sostenidamente hasta que las políticas implementadas muestren, como tendencia, efectos positivos. De discontinuarse la aplicación de las medidas correctivas, es probable que nuevamente se vuelvan a sentir los impactos negativos en los mercados financieros y cambiarios, con la consecuente extensión y profundidad de los efectos reales de la crisis.

Paradójicamente, el mayor foco de preocupación, en el escenario internacional, es un país que no ha estado en crisis: Japón, que es sin duda, pilar de las economías de la región. Los indicadores económicos muestran actualmente que este país se encuentra en recesión, y, aunque sus autoridades se han esmerado en aplicar reformas, éstas aún no han rendido frutos y muchos las evalúan como insuficientes. Sin embargo, no se puede olvidar que Japón posee una sólida base económica y patrimonial, cuenta con elevadas tasas de ahorro e inversión y un permanente superávit en cuenta corriente, que lo han convertido en un acreedor importante del resto del mundo. Todos estos aspectos le dan tiempo a su economía para encontrar formas de superar los problemas. Sin embargo, la demora en lograrlo retarda la recuperación de toda Asia.

La crisis asiática ha tenido un fuerte impacto real que en la actualidad ya se empieza a sentir. El crecimiento mundial durante 1998 tenderá a ser menor al 4% registrado en 1996 y 1997. Recientes proyecciones del FMI indican que la economía internacional crecerá alrededor de 3% durante 1998, es decir, 1,2 puntos porcentuales menos que lo indicado en las anteriores proyecciones para 1998, realizadas antes del agravamiento de la crisis. Es importante mencionar que si bien la crisis provocará una desaceleración del nivel de actividad, la economía mundial continuará expandiéndose a tasas superiores a las observadas a

principios de los noventa.

Se espera que los mayores impactos en cuanto a crecimiento se producirán en las cuatro 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. Sin embargo, para 1999 se espera una cierta recuperación en el ritmo de crecimiento de la economía mundial, conforme se modere la caída del PIB en los países más directamente afectados por ella, y se complete el período de absorción de los impactos en economías emergentes.

La desaceleración en la actividad económica global se ha reflejado en reducciones de los precios de las materias primas en general, y en particular en el cobre, oro y algunas maderas, que son especialmente demandadas en la región más afectada por la crisis. El impacto negativo sobre los precios de las materias primas se acentúa ante la caída de la inflación internacional en dólares, fenómeno que viene ocurriendo a lo largo de la década y que se ha visto reforzado con la crisis.

Consecuencias sobre nuestras cuentas externas

El impacto de la crisis de Asia sobre las cuentas externas de la economía chilena se ha dado por dos vías: primero, el deterioro de los términos de intercambio y la menor demanda por nuestros productos de exportación, y, segundo, por una reducción en la entrada neta de capitales, la que en 1997 ejerció importantes presiones expansivas sobre la demanda interna.

La menor demanda por nuestros principales productos de exportación, implica menores precios para nuestros productos, y también, en algunos casos, caídas en los volúmenes exportados. Esperamos para este año una caída de 10% en los precios de nuestras exportaciones, pero se estima que los volúmenes de las mismas crecerán en 5%.

Debemos hacer presente que la actividad exportadora nacional ha mostrado en muchas ocasiones dinamismo y capacidad de adaptación a nuevas circunstancias. No sólo es importante el grado de diversificación por mercados que han alcanzado nuestras exportaciones (en la actualidad se exporta a 180 países más de 3.500 productos), sino que la flexibilidad de adaptación para redirigir nuestros productos hacia los mercados que ofrecen mejores condiciones. El 35% que iba a Asia va a sufrir readecuaciones, siguiendo el proceso inverso que llevó a nuestros exportadores a aprovechar las ventajas que mostraba la región que, hasta 1997, era la más dinámica del orbe. Debido a ello, deberíamos ver aumentar los envíos a Europa, Estados Unidos y a algunas regiones de América Latina, que, aunque han visto disminuido su crecimiento por la crisis en Asia, aún muestran tasas de expansión muy interesantes.

En nuestro país, el PIB se ha expandido a una tasa extraordinaria durante los años noventa, 8% anual promedio, pero la tasa de crecimiento de las exportaciones ha sido aún mayor. Es conocida la rápida expansión de las exportaciones de cobre, que en la segunda mitad de los noventa se duplicarán en volumen. Pero también ha sido muy significativo el crecimiento de las exportaciones no tradicionales, las que en volumen han crecido a una tasa promedio de dos dígitos durante el mismo período. Hacia el futuro se advierte que las tasas de expansión de las exportaciones no cobre tenderán a normalizarse y que disminuirá su diferencia con la expansión del PIB, ya que no es posible mantener tan altas tasas de expansión que obliguen a conseguir importantes incrementos en la participación de nuestras exportaciones en los mercados internacionales.

Además del incremento en el volumen exportado, la caída en los precios de nuestras exportaciones será también compensada en parte por la caída en los precios de las importaciones, particularmente impulsada por la caída de los precios de derivados del petróleo. De hecho, la estimación vigente señala un deterioro de los términos de intercambio en torno a 5% respecto de 1997, el que debería verse en parte recuperado durante 1999.

Un elemento adicional que se debe tener presente es que la elevada participación de la inversión extranjera en la producción de cobre y otras exportaciones principales implica, en parte, que la caída de los términos de intercambio será compensada por disminuciones en las utilidades devengadas por la inversión externa, limitando el impacto sobre el ingreso nacional de la caída en los precios de las exportaciones. En efecto, aunque se proyecta que un centavo de menor precio de la libra de cobre disminuye las exportaciones en US\$ 78 millones, el déficit en cuenta corriente aumentaría en ese caso en alrededor de US\$ 45 millones, lo que se explica por la disminución de las utilidades devengadas de inversiones extranjeras que se genera cuando cae el precio del cobre. Esto refleja la importancia de la alta participación de la inversión extranjera en el financiamiento de la cuenta corriente.

El deterioro de los términos de intercambio, neto de la reducción de las utilidades de la inversión externa, tiene como contrapartida un menor nivel de ingreso nacional y, por tanto, menor capacidad de gasto con recursos propios y mayor necesidad de financiamiento. Es razonable que una parte del ajuste al menor ingreso nacional se realice mediante una ampliación transitoria del déficit en cuenta corriente, esto es, vía financiamiento, en la medida que la caída del ingreso sea considerada transitoria o de corta duración. Pero como es difícil precisar la duración del período desfavorable, es prudente procurar que el uso de financiamiento se mantenga limitado, dejando un margen respecto de la capacidad de endeudamiento de mediano y largo plazo de la economía.

Con todos estos factores en consideración, nuestro análisis indica que el déficit en cuenta corriente se ampliará frente a este nuevo escenario internacional, a un valor perfectamente manejable entre 6% y 6,5% del PIB en 1998. No obstante, en 1999, tanto como resultado de la recuperación de los términos de intercambio como por el proceso de ajuste de la demanda interna, dicho déficit debería reducirse por debajo de esos niveles.

Debemos destacar el bajo nivel de los déficit de cuenta corriente que la economía nacional ha mantenido durante los noventa, los que, en promedio, han representado sólo 3% del PIB y 8% del comercio internacional chileno según la nueva medición del Banco Central de Chile. Sin embargo, en los últimos años esta cifra ha aumentado llegando a cerca de 5% del PIB y 12% del comercio en 1997. Este aumento no solamente refleja el deterioro de los términos de intercambio, sino también la aceleración del gasto que ha crecido sistemáticamente por sobre el producto desde 1995, y, muy particularmente, en la segunda parte de 1997.

Cabe señalar que para evitar los altibajos que generan las variaciones de los términos de intercambio medimos el déficit para promedios móviles de cinco años. Del mismo modo, para evitar el efecto de la apreciación real, dicho déficit también se expresa como porcentaje del comercio de bienes. Sobre la base de lo anterior, podemos observar que en Chile el nivel del déficit en cuenta corriente se ha reducido desde casi 30% del comercio de bienes a mediados de los ochenta a algo más de 5% a mediados de los noventa. Estos niveles son muy inferiores a los registrados por economías en momentos de crisis. En concreto, Chile, en el período previo a la crisis del año 82, tuvo un déficit de casi 30% del comercio; México, antes del llamado "tequilazo", registró 20%. Sin embargo, también cabe hacer notar que, en los últimos años, se ha manifestado una cierta tendencia del déficit en cuenta corriente a subir, la que es reflejo de las presiones de gasto interno al expandirse éste más rápido que el producto.

Un segundo efecto de la crisis de Asia ha sido reducir la entrada neta de capitales a la economía chilena. Efectivamente, en 1997 la entrada neta de capitales de mediano y largo plazo superó 10% del PIB (US\$ 9.000 millones), por lo que su disminución es un desarrollo más bien favorable que ayudará al ajuste de la demanda interna y, a la vez, resulta necesario para reducir el déficit de cuenta corriente. En 1998 se espera una entrada neta de capitales en torno a los US\$ 5.000 a US\$ 6.000 millones, lo que representa el 7% del PIB. Ello permitirá financiar la cuenta corriente y un cierto aumento de reservas.

Es importante destacar que el déficit de cuenta corriente ha sido financiado en forma creciente por medio de inversión directa. Efectivamente y en contraste con lo que sucedía durante los años ochenta, en la década de los noventa la inversión externa directa es suficiente para cubrir prácticamente la totalidad del déficit de cuenta corriente. Así, la cuenta de capitales muestra una saludable composición, donde los flujos de inversión extranjera han aumentado considerablemente y los flujos de deuda externa se han concentrado en ingresos de mediano y largo plazo. En la actualidad, más de 80% de la entrada neta de capitales corresponde a inversión extranjera neta, lo que se compara favorablemente con el 12% que representaba en el período 1986-1989 y con el 53% del período 1990-1995. A su vez, los flujos de endeudamiento externo se han concentrado cada vez más en el largo plazo, lo que ha llevado a que hoy la deuda externa de corto plazo represente menos de 5% de la deuda externa total de Chile.

El nivel y composición de los flujos del financiamiento externo se manifiestan en los stocks de reservas internacionales y de deuda externa. Efectivamente, la relación deuda externa a PIB ha mejorado sustancialmente, pasando de un nivel inicial superior a 100% a mediados de los ochenta, a un valor de 35% del PIB en la actualidad. Al mismo tiempo, la deuda externa neta de reservas internacionales, que en 1986 alcanzaba a algo menos de 100% del PIB, hoy se sitúa en torno a 10% del PIB. Incluso considerando las proyecciones vigentes para 1998, la relación deuda producto se mantendría en torno a 40% del PIB, mientras que la deuda neta de reservas alcanzaría a 12% del PIB.

Prevención de los efectos de la crisis

Es importante para la solidez del sector externo neutralizar el efecto de los influjos de capitales sobre el gasto interno y enseguida sobre el déficit en cuenta corriente. Creemos que las regulaciones a la cuenta de capitales que existen en nuestro país han contribuido significativamente a este fin. Pero como existen beneficios inherentes a la integración financiera y a la globalización, la solución no es imponer restricciones que impidan la integración financiera y los flujos de capitales. Lo que se debe evitar son los excesos y la volatilidad de los flujos de capitales, que dañan la estabilidad macroeconómica, permitiendo la diversificación y otras ventajas que genera la integración financiera. Este proceso no es sencillo, más aún si consideramos que los instrumentos con que se cuenta para este fin, al igual que otros instrumentos de política económica, tienen efectividad limitada.

El Banco Central ha adoptado una política para lograr una integración financiera amplia, pero que permita preservar algún grado de control sobre la política monetaria y que aisle parcialmente a la economía de los vaivenes del mercado internacional de capitales. Este propósito ha adquirido mayor relevancia luego de las crisis de México en 1995 y la actual que afecta a los países asiáticos. Así, a lo largo de la presente década, Chile ha seguido una estrategia de apertura gradual de la cuenta de capitales, la que en 1997 permitió alcanzar la total libertad para que los residentes tengan acceso a la moneda extranjera en el sistema bancario. Hoy, la cuenta de capitales está mucho más abierta que lo que estaba en 1989, y las restricciones remanentes tienen una justificación macroeconómica: están diseñadas para enfrentar fuertes presiones de entradas de capitales.

Si revisamos las restricciones vigentes hacia fines de 1989, éstas eran, en general, limitaciones a las salidas de capitales, entre las que se podían destacar las siguientes:

- la totalidad de las divisas provenientes del exterior por cuenta de capitales y exportaciones de bienes y servicios tenía ser liquidadas en el sistema bancario, el que debía vender al Banco Central todo el exceso sobre cierto nivel de tenencias.
- se permitía al público comprar divisas sólo para pagar importaciones y realizar el servicio de deuda externa, con un estricto control sobre los usos que podían dar los bancos a las divisas captadas con la emisión de depósitos en moneda extranjera y créditos externos.
- no se permitía realizar inversiones en el exterior.

- existía un plazo mínimo de 10 años para la repatriación del capital de inversión extranjera.
- los exportadores debían liquidar 100% de sus retornos en el mercado cambiario formal (MCF).

El Banco Central ha mantenido una política de liberalización del mercado de cambios y de apertura de la cuenta de capitales gradual y coherente con el cumplimiento de sus objetivos de estabilidad macroeconómica y financiera, lo que ha significado la eliminación de muchas de las restricciones cambiarias existentes al momento que se consagró la independencia del Banco. Hoy, los exportadores pueden disponer libremente de 100% de sus retornos; los inversionistas institucionales han sido autorizados a ampliar sus posiciones de activos externos; los bancos no enfrentan límites referentes a las tenencias de moneda extranjera; el plazo mínimo de repatriación de la inversión extranjera se ha reducido a un año; las personas pueden adquirir divisas sin límites para su libre uso; se ha liberalizado la inversión en el extranjero y el uso de derivados en el exterior por empresas no bancarias.

Siguiendo con esta línea y con ocasión del vencimiento del plazo de vigencia de las restricciones cambiarias el 19 de abril del presente año, el Banco Central acordó reducir las restricciones que afectan a la emisión de títulos de oferta pública en mercados del exterior. En concreto, se eliminaron los requisitos de monto mínimo para la emisión, en el exterior, de bonos y de acciones por el mecanismo de bancos depositarios (ADR), se rebajaron los requisitos de clasificación de riesgo internacional para las empresas emisoras, y el plazo promedio ponderado mínimo exigido para las emisiones de bonos subordinados que efectúen las empresas bancarias y se autorizó la emisión, en el exterior, de bonos denominados en pesos chilenos o en Unidades de Fomento (UF).

Detrás de estas liberalizaciones está evitar el costo microeconómico que generan las restricciones cambiarias, incluyendo las limitaciones al acceso a las fuentes de financiamiento externo de menor costo que tienen las empresas medianas y las con mayores posibilidades de crecimiento. En el mismo sentido, la autorización para denominar endeudamiento externo en UF permitirá refinanciar obligaciones existentes, colaborando a mitigar el problema del descalce cambiario que enfrentan algunas empresas nacionales, especialmente para el riesgo cambiario de largo plazo. Esto contribuye a la estabilidad de la balanza de pagos, en el sentido que un mejor calce de activos y pasivos del sector privado no financiero ayuda notoriamente a disminuir la vulnerabilidad de la economía como un todo.

Las restantes, más que restricciones cambiarias son algunas limitaciones a la entrada de capitales que en alta proporción tienen carácter prudencial. Estas cumplen un importante papel, ya que Chile continúa expuesto a las presiones de los capitales y sigue siendo necesario controlar el crecimiento del gasto interno. Las presiones de gasto interno, ya sea por altas tasas de retorno esperadas, que impulsa la inversión, o por optimismo respecto del crecimiento futuro del ingreso, que impulsa el consumo, obligan al Banco Central a mantener tasas de interés reales bastante más altas que las prevalecientes en el mercado de capitales internacional.

Así, las regulaciones vigentes están dirigidas a moderar la entrada de capitales, para aumentar la efectividad de la tasa de interés sobre el gasto. Entre ellas se distingue principalmente el encaje, que es un instrumento para dar más independencia a las políticas monetaria y cambiaria, y desincentivar los capitales especulativos de corto plazo. Asimismo, a pesar de que el arbitraje de corto plazo más obvio se produce en el mercado de renta fija, la efectividad de los controles de capital supone también establecer barreras para los activos domésticos sustitutos de estos instrumentos. Esto ha llevado al Banco Central a extender el requisito de encaje a las operaciones potencialmente especulativas en renta variable, tales como los ADR secundarios. La ampliación de la cobertura del encaje ha permitido velar por su efectividad y uniformar el tratamiento de las distintas fuentes de capital. Finalmente, el encaje obliga a los bancos a mantener depositados en el Banco Central, un alto porcentaje de los recursos externos captados, reduciendo así los riesgos de iliquidez de corto plazo.

Dado que preocupa que el déficit de cuenta corriente se expanda en exceso, es importante contar con mecanismos que ayuden a limitar la entrada de capitales por el impacto expansivo sobre el gasto que éstos generan. No es posible mantener una situación en la que el déficit en cuenta corriente no exceda 4% del PIB mientras que las entradas de capitales se mantengan sistemáticamente en 8%. A la larga, la presión de los flujos de capitales haría crecer el gasto interno y ampliar el déficit en cuenta corriente. Tampoco es solución bajar las tasas de interés para evitar la entrada de capitales, porque a menores tasas de interés, la expansión del gasto sería todavía más significativa. Si queremos limitar el déficit de cuenta corriente a niveles menores que los indicados por la entradas de capitales en los últimos años, necesitamos mantener las actuales regulaciones prudenciales a la entrada de capitales.

Comentarios finales

La crisis de Asia ha generado efectos a nivel global, reduciendo el ritmo de expansión de la economía mundial, pero sin llegar a poner término a la larga fase de rápida expansión del producto mundial que ha caracterizado a la década de los años noventa. El impacto global de la crisis parece haber alcanzado su máximo este año y se espera que la fase de recuperación empiece a manifestarse en 1999.

La crisis ha significado una caída en la demanda de nuestros principales productos de exportación, resultando en un mercado deterioro en los términos de intercambio chilenos y en una ampliación del déficit de cuenta corriente. La sólida posición externa de la economía chilena hacen perfectamente financiable el déficit que se proyecta para 1998, pero la mantención de esas condiciones de solidez hacen altamente conveniente reducir el próximo año dicho déficit. Muy probablemente el mejoramiento de la condición externa colaborará a ese fin. Sin embargo, lo único definido para conservar la solvencia externa y limitar el nivel de los déficit en cuenta corriente es controlar la expansión de la demanda interna o gasto, evitando que su tasa de expansión supere en forma sostenida a la del producto.

Las fuertes entradas de capitales han contribuido en los últimos años, especialmente en 1997, a la rápida expansión del gasto interno. La crisis de Asia ha significado una moderación de estas presiones, pero tal como el problema del "tequilazo" significó una reducción de las entradas de capitales en 1995, y su resurgimiento en 1996 y 1997, no se puede descartar que dichas presiones se reactiven en el futuro.

Alcanzar el objetivo de limitar la expansión del gasto interno ha sido una preocupación permanente de la política monetaria en el Chile en los noventa. Debe reconocerse que ésta es una tarea que se hace crecientemente difícil en la medida que la integración financiera avanza, y se producen fuertes entradas de capitales hacia las economías emergentes. Por esto, las regulaciones cambiarias y a la cuenta de capitales han buscado fortalecer la política monetaria y eliminar aquellas limitaciones dirigidas a restringir la libre operación del mercado cambiario y el acceso a la moneda extranjera para residentes en el país. En este sentido, se han fortalecido las regulaciones prudenciales de carácter macroeconómico que limitan los flujos de capitales de corto plazo. Perseverar en este camino de contención del gasto interno es importante para limitar los déficit en cuenta corriente y mantener la estabilidad externa de la economía chilena.

(1) El autor agradece la eficiente colaboración en la preparación de esta exposición, de la señora Claudia Varela L., Analista del Departamento de Economía y Finanzas Internacionales del Banco Central de Chile.