

Inversión Externa, Estabilidad Macroeconómica y Crecimiento

Exposición del señor Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, en el "Encuentro de Negocios de la Banca Norteamericana con el Sector Financiero Chileno del Mercado de la Vivienda", organizado por el Ministerio de la Vivienda y Urbanismo, y el Mortgage Bankers Association of America, realizado el 20 de agosto de 1997.

Introducción

La finalidad de la presente exposición es formular algunas reflexiones sobre un tema tan relevante como es la inversión extranjera y sus efectos sobre la estabilidad macroeconómica y el crecimiento. Sin duda, los acontecimientos de los últimos meses en los países emergentes de Asia, y la propia historia de nuestro país y de la región, nos recuerdan la estrecha interrelación de estos temas y su importancia.

En la economía chilena la estabilidad macroeconómica, la inversión extranjera y el crecimiento económico se encuentran en una estrecha relación que genera un círculo virtuoso, que propende a potenciar los efectos favorables de ellas, perpetuando la tendencia de crecimiento, de reducción de la inflación y de mayor solidez externa observada en los últimos años desde que se superó la crisis de los ochenta.

Un antecedente importante para crear las condiciones de este círculo virtuoso es el conjunto de reformas estructurales que le dieron un papel preponderante al mercado en la asignación de los recursos, generaron condiciones de competencia y favorecieron una mayor eficiencia del sector privado: se abrió la economía al comercio internacional, se liberalizó y flexibilizó el mercado del trabajo, se liberalizó el sistema financiero sujeto a regulaciones prudenciales y de transparencia, y se creó un nuevo sistema de seguridad social sobre la base de la administración privada de cuentas individuales, favoreciendo de esta manera el ahorro privado.

La existencia de una línea central de política económica, que en términos generales representa un consenso a través de todo el espectro político, ha favorecido la estabilidad y equilibrio de las principales variables macroeconómicas, tales como la reducción gradual y sostenida de la inflación, la cercanía al pleno empleo de recursos y un déficit externo en cuenta corriente en niveles sostenibles en el mediano y largo plazo. Los esfuerzos del Banco Central y el superávit fiscal han contribuido a potenciar directamente este elemento del círculo virtuoso de inversión externa, estabilidad y desarrollo.

Las condiciones estructurales y la estabilidad macroeconómica han contribuido a atraer a la inversión interna y externa, las que han actuado como una fuente de impulsos para el crecimiento y desarrollo. Las tasas de inversión sobre el producto interno bruto (PIB), en términos reales, han crecido hasta representar 30% del PIB, contribuyendo significativamente a una tasa de crecimiento promedio en torno a 7% que registra la economía nacional en lo que va corrido de la década. La inversión externa ha promediado 2,8% del PIB en el mismo período, generando contribuciones al crecimiento por el incremento del stock de capital, pero también en forma significativa por las externalidades positivas que la inversión extranjera conlleva como, por ejemplo, la transferencia de tecnología, la contribución a la mejor administración de los recursos disponibles y el permitir un acceso más amplio a los mercados externos. A su vez, el crecimiento permite que mejoren las condiciones de vida de toda la población, generando la posibilidad de mantener las políticas de estabilidad y de estímulo a la eficiencia que mantienen este círculo virtuoso.

Sin duda que la economía chilena ha avanzado en los años noventa gracias a este círculo virtuoso. Los datos que avalan esta afirmación son ampliamente conocidos: una tasa de crecimiento promedio que supera el orden de 7% durante los últimos diez años, la reducción de la inflación de 27,3%, a comienzos de la década, a una inflación esperada del orden de 5,5% para este año y que seguirá bajando en los próximos, una tasa de ahorro interno nominal promedio durante los noventa del orden de 25% del PIB, con una tasa de inversión nominal que se acerca a 30% en igual período, requiriendo el uso de ahorro externo de 2% del PIB. A su vez, los volúmenes exportados han crecido a más de 10% cada año, destacando el crecimiento de las exportaciones no principales que ha llegado a casi 14%.

El círculo virtuoso no es resultado del azar, y para mantenerlo es necesario tener en operación los elementos que lo originan. Cuando en una economía falla alguno de ellos, el círculo virtuoso se rompe y es fácil caer en un proceso de inestabilidad macroeconómica, inflación, desempleo, y crisis financiera y cambiaria. Casos hay muchos, y de variada índole e intensidad, como ha sido nuestra propia experiencia a comienzos de los años ochenta, y como lo hemos visto recientemente en países del sudeste asiático y de Europa del Este. El quiebre del círculo virtuoso se caracteriza por la pérdida de la solvencia externa, la salida de capitales y retiro de depósitos, la rápida y drástica reducción de la inversión extranjera con la consiguiente caída en el crecimiento y el surgimiento de una gran inestabilidad macroeconómica.

En la última parte de esta exposición volveremos a comentar algunas cifras sobre los indicadores económicos que se asocian más directamente con las crisis cambiarias, y para comparar la situación nacional con la de otros países emergentes. Así, esperamos mostrar que existen buenas razones para seguir pensando que la economía chilena está en un muy buen pie, y que con las políticas adecuadas se mantendrá dentro del círculo virtuoso de estabilidad, inversión y crecimiento.

Contribución de la inversión extranjera

La contribución de la inversión extranjera ha sido significativa en los últimos años. Como sabemos, el bienestar económico de un país está principalmente determinado por el crecimiento de largo plazo que eleva el ingreso por habitante, la capacidad de consumo y los niveles de vida. El crecimiento depende de una mayor dotación de recursos naturales utilizables, de una mayor cantidad y calidad de capital humano, de la acumulación de capital físico y de la incorporación de nuevas tecnologías. La inversión extranjera contribuye a este proceso de crecimiento económico, precisamente a través de acrecentar la acumulación de capital. En Chile, entre 1990 y 1996, la tasa de inversión nominal promedio ha sido cercana a 30% del PIB, y la inversión extranjera (incluida la de cartera) se ha acercado a 3% del PIB. Esto significa que aproximadamente 10% de la inversión interna total ha sido realizada por extranjeros.

Pero ésta no es la única contribución de la inversión extranjera. Generalmente, los proyectos desarrollados por esa inversión traen nuevas tecnologías que van contribuyendo al desarrollo tecnológico nacional. También, los inversionistas extranjeros descubren nuevas fuentes de riqueza, o traen proyectos que implican la producción de nuevos productos. En el caso particular de Chile, importantes fuentes de riqueza han sido descubiertas y desarrolladas originalmente por inversionistas extranjeros. Por último, éstos inversionistas, con sus contactos y experiencia en el resto del mundo, han abierto nuevos mercados a las exportaciones nacionales.

Las autoridades entienden y reconocen ampliamente la contribución y relevancia de la inversión extranjera en Chile. Pero también entienden que el beneficio de ésta se da en la medida que la inversión sea a un ritmo sostenido, y que permanezca en el país para desarrollar nuestros recursos y potencialidades. No se gana nada con tener grandes ingresos de capitales durante algunos pocos años, si luego, de un momento a otro, todo ese capital busca formas de salir del país. Para que la inversión extranjera se refleje en crecimiento y bienestar, es importante que perdure y aumente en forma estable en el tiempo. De ahí la importancia del círculo virtuoso.

Generando las bases del círculo virtuoso

Una vez lograda cierta estabilidad basada en reformas estructurales apropiadas, la inversión extranjera es atraída hacia la economía chilena y, en general, hacia las economías en desarrollo, por el alto retorno esperado que tienen los proyectos de inversión. Este es el imán que atrae a la inversión extranjera. Los altos retornos son característicos de la etapa de desarrollo en que se encuentra nuestro país y de la rápida tasa de crecimiento que experimenta, y se deben a que aún existen múltiples proyectos que no han sido explotados. Estos retornos son comunes en países en desarrollo, donde tradicionalmente la dotación relativa de capital y trabajo y el nivel de ahorro han sido bajos y limitados por un restringido acceso a los capitales extranjeros y por mercados financieros internos deprimidos o reprimidos.

Sin embargo, los inversionistas extranjeros no sólo miran el retorno de los proyectos. Nosotros sabemos que ellos están mirando cuidadosamente el riesgo o la vulnerabilidad de sus inversiones. El riesgo de estas inversiones, especialmente el sistemático o no diversificable, está directamente relacionado con la estabilidad macroeconómica. En la medida que el país muestra equilibrios macroeconómicos persistentes el riesgo va disminuyendo, y, por ende, los proyectos de inversión se van haciendo más atractivos. Recientemente hemos tenido la noticia de que la clasificadora de riesgo Fitch ha mejorado la clasificación de riesgo de Chile, igualándolo a la efectuada por otras clasificadoras en A-. La deuda en pesos ha sido clasificada en A.

Sin embargo, si se comienzan a generar expectativas de inestabilidad macroeconómicas, el riesgo comenzará a subir, los proyectos se harán menos atractivos y la inversión extranjera comenzará a irse. Por esto, es relevante especificar cuáles son los equilibrios macroeconómicos importantes, y saber cómo la autoridad monetaria entiende el logro de esos objetivos y trabaja para mantenerlos.

Los equilibrios macroeconómicos más importantes son el control de la inflación y la solidez externa. A ellos podemos agregar uno muy relacionado que es la estabilidad del sistema financiero. Estos son parte esencial de los objetivos del Banco Central. Me parece que éstos son los equilibrios que con más celo miran los inversionistas externos, porque aquí se manifiestan los preámbulos de una crisis cambiaria o de balanza de pagos.

Otra condición de equilibrio importante es la del empleo. Ésta se entiende alcanzada cuando la economía trabaja a pleno empleo, lo que en Chile significa entre 6,5% y 7,5% de desempleo en la fuerza de trabajo. Cuando esto sucede, la economía puede realizar con más facilidad ajustes necesarios, en presencia de shocks inflacionarios. Por otra parte, una economía que trabaja a pleno empleo tiene menos presiones políticas, con lo cual se valida más el modelo económico y se genera más estabilidad macroeconómica. En esta materia, también la economía chilena muestra un buen comportamiento, y desde principios de los años noventa ha estado trabajando cercana al pleno empleo. Más aún, durante ciertos periodos hemos tenido la certeza de que la economía ha estado funcionando algo por sobre el nivel de empleo pleno sostenible y el Banco Central en esas ocasiones ha aplicado medidas de política monetaria para corregir la situación.

Para el logro de estos objetivos, el Banco Central administra la política monetaria, cambiaria, la deuda interna y la regulación a la cuenta de capitales, junto con ciertas normas para el sistema financiero. La contribución de la política fiscal ha sido también muy

importante en este sentido. En una economía que, como la chilena, va a cumplir once años con superávit fiscal, que actualmente llega a 2% del PIB, y donde la deuda pública externa se ha reducido drásticamente, se facilita el logro de los equilibrios macroeconómicos.

Para mantener bajo control la inflación y lograr una reducción gradual de ésta hacia niveles internacionales junto con un déficit en cuenta corriente que sea sostenible en el tiempo, se ha requerido un estricto control de la política monetaria, lo que ha conducido a mantener la tasa de interés doméstica en niveles superiores a los niveles internacionales.

En un contexto de libre flujo de capitales, la mayor tasa de interés interna atraería capitales extranjeros, los que producirían una apreciación del tipo de cambio real, un aumento del gasto en bienes transables y un mayor déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Como veremos, éste es un escenario muy riesgoso, y, por ende, no deseado por la autoridad monetaria. Así, la regulación de la cuenta corriente se ha orientado a proveer la autonomía requerida para la política monetaria, es decir, a generar una serie de restricciones, fundamentalmente prudenciales, que impidan el completo arbitraje de las tasas de interés. Entre estas restricciones está el encaje a los créditos externos y a las inversiones, el plazo de un año de permanencia para las inversiones, y otras.

A su vez, la política cambiaria busca que el tipo de cambio tenga la flexibilidad suficiente para que pueda ajustarse a cambios que son de equilibrio, y también para que refleje la volatilidad propia de un precio como éste. Sin embargo, esa volatilidad está acotada relativamente por una banda de flotación para que shocks transitorios muy grandes –en la medida en que son verdaderamente transitorios– no le introduzcan un exceso de volatilidad que podría afectar los equilibrios macroeconómicos. Por otra parte, los shocks de carácter más permanente tendrán que ser reconocidos por la autoridad. En la medida que se desarrollen derivados, se puede disminuir la volatilidad que enfrenta el sector privado.

Quisiera ahora enunciar el criterio fundamental que ha guiado a la autoridad monetaria en el diseño de sus políticas: la sustentabilidad. Siempre hemos privilegiado que los logros obtenidos perduren en el largo plazo, y no nos hemos dejado llevar por la posibilidad de conseguir logros mejores, pero de corta vida, y que se cumplan rápidamente, como serían, por ejemplo, bajar más rápido la inflación apreciando más el tipo de cambio, o acelerar el crecimiento a través de un mayor uso del ahorro externo.

Pienso que esta característica de nuestras políticas, la sustentabilidad, es lo que ha permitido que la economía chilena se mantenga en el círculo virtuoso y no haya caído en el círculo vicioso, al que me referiré posteriormente. Sin duda, el guiarnos por el criterio de la sustentabilidad nos ha hecho menos vulnerables y nos ha permitido salir inmunes de ciertas crisis tanto regionales como externas a la región. Así, por ejemplo, se ha buscado suavizar la caída del tipo de cambio real vía intervención esterilizada en el mercado cambiario. Además, se ha reducido nuestra vulnerabilidad externa con medidas tales como el encaje, el requisito de permanencia de capitales de un año, la autorización previa para efectuar prepagos de deuda externa y la emisión de deuda interna de largo plazo y denominada en unidades de fomento (UF), todo lo cual ha permitido una composición más favorable de los compromisos externos.

En el círculo virtuoso

El círculo virtuoso consiste en la dinámica que se da cuando la estabilidad y los equilibrios macroeconómicos atraen la inversión extranjera impulsando el crecimiento, el cual refuerza, a su vez, la estabilidad, generando un nuevo ciclo de inversión y crecimiento, y así sucesivamente. Como se mencionó, inicialmente son las condiciones de estabilidad, relativamente altos retornos, y el bajo riesgo-país lo que atrae la inversión y favorece el crecimiento. Pero ¿cómo es que este crecimiento genera más estabilidad y se retroalimenta?

Ello ocurre básicamente a través de tres canales:

- el mayor campo de maniobra para conducir la política monetaria.
- el aumento de los ingresos fiscales que, con un manejo prudente de los gastos, aseguran el equilibrio fiscal, y
- el mayor ahorro interno que disminuye la dependencia sobre altos déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que son la otra cara del ahorro externo.

En la medida que una economía crece en torno a su producto de pleno empleo, su tasa de desocupación de los recursos es baja. Esta situación permite mayor holgura a la autoridad monetaria para aplicar políticas restrictivas cuando se requieren, lo que, a su vez, permite mantener la inflación estrictamente controlada: al primer signo de aceleración de la inflación, la autoridad monetaria reacciona con políticas restrictivas, cuya profundidad y alcance dependen de la magnitud de las presiones que se enfrenten.

Desde el punto de vista de la política fiscal, el mayor crecimiento económico a través de diferentes canales facilita la mantención del equilibrio fiscal. Por una parte, el mayor crecimiento económico genera mayores ingresos, los que pueden ser destinados a pagar la deuda pública, con lo cual, a futuro, los gastos fiscales serán menores. Así ha ocurrido en nuestro país. También, el crecimiento económico se reflejará en mayor empleo y salarios, lo que repercutirá en menores demandas sociales sobre el Estado.

Por otra parte, el mayor crecimiento hace aumentar la tasa de ahorro, lo que permite financiar una mayor proporción de la inversión con recursos propios. Esto hace menos vulnerable la economía a los shocks externos. Además, ayuda a que todos los indicadores de solvencia y liquidez externa mejoren. Lo anterior significa que, para el país, es más fácil conseguir financiamiento externo en caso de requerirlo, y, por ende, es menos probable que ante un shock externo negativo, como una caída en los términos de intercambio o un aumento en la tasa de interés internacional, se produzca una crisis de balanza de pagos. Esto obviamente, mejora la calificación de riesgo-país, y, por lo tanto, aumenta el incentivo para la inversión externa. Precisamente ésa ha sido la evolución de la economía chilena en los años noventa.

Habiendo descrito brevemente el círculo virtuoso, veamos ahora su versión negativa: el círculo vicioso.

El círculo vicioso

Se dice que el mismo círculo virtuoso puede generar la semilla del círculo vicioso, porque mucho de algo que es bueno puede terminar por generar daño. A medida que mejoran las condiciones de acceso al financiamiento externo y entran más capitales externos a la economía nacional, comienzan a aumentar los precios de los activos domésticos y a crecer los salarios reales. La otra cara de este proceso de mayores salarios es que se aprecia la moneda y cae el tipo de cambio real. Así, se hacen más baratas las importaciones y se favorece un aumento del gasto interno, en particular el gasto en consumo. A medida que esto ocurre, va aumentando el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, con lo cual los indicadores de solvencia y liquidez externa comienzan a deteriorarse. Si este proceso se acentúa, la percepción de riesgo-país aumenta, llegando a un punto en que se reduce el financiamiento externo disponible y la inversión extranjera. Un uso muy intenso del círculo virtuoso puede llegar a quebrarlo.

El problema es que el empeoramiento de la percepción de riesgo del país es abrupta y el ajuste termina siendo dramático. El país tiene que subir enormemente las tasas de interés domésticas, como ha ocurrido en países que han sufrido recientemente crisis cambiarias, con lo cual cae el precio de los activos domésticos y se deprecia fuertemente la moneda. Esto repercute en la solvencia y liquidez del sistema financiero, cae el precio de las garantías en manos de la banca y aumenta el valor de los pasivos de los clientes, lo que hace finalmente colapsar al sistema financiero en su conjunto o, al menos, a sus instituciones más débiles. Todo esto repercute en un aumento de la inflación y en una reducción de la producción, con el consiguiente incremento en el desempleo. Estamos pues en un círculo vicioso.

¿Qué podemos decir respecto de las posibilidades de seguir en el círculo vicioso? ¿Cuál es la vulnerabilidad de la economía chilena frente a crisis cambiarias o de balanza de pagos?

Chile y los países emergentes

La crisis del sudeste asiático, junto con la de México en los años 1994-1995, han evidenciado que existen ciertas variables que distinguen a los países que pueden sostenerse en el círculo virtuoso, de aquellos que pueden salir de él. Sin duda, la variable más conocida y analizada es el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En los países que recientemente han tenido dificultades en el mundo, un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos del orden de 7% del producto parece detonar la crisis. Lo mismo ocurrió con la economía chilena en los años ochenta.

Pero tanto teórica como empíricamente no se ha podido determinar cuál es el nivel de déficit en cuenta corriente que gatilla una crisis de balanza de pagos. Por ser ésta una variable que depende de los agentes, es muy difícil poder determinarla con exactitud.

México, Filipinas, Malasia y Tailandia presentaron altos déficit en cuenta corriente en el periodo 1990-1995, y, a su vez, fueron los países que enfrentaron crisis cambiarias. México a fines de 1994, y Tailandia, Filipinas, Malasia y, en alguna medida Singapur, durante este año. A diferencia de México, el déficit en cuenta corriente en los países asiáticos, fue mayoritariamente producido por un aumento en la inversión, y, por ende, se podría haber pensado que éste era un déficit saludable. Sin embargo, parece que los agentes no distinguen si el déficit es "bueno" o "malo", si es alto por algún tiempo y no están dispuestos a seguir financiándolo. De aquí que una preocupación permanente por mantener el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos sea una preocupación esencial del Banco Central de Chile. Hemos seguido al respecto una política muy conservadora.

Para el período 1990-1996, el déficit promedio de la cuenta corriente de la balanza de pagos en Chile es menos de 2% del producto. En este año se espera que alcance una cifra que consideramos perfectamente sostenible en el mediano y largo plazo del orden de 3,5% del PIB. Otros indicadores relevantes son la cobertura de las reservas internacionales, la composición del financiamiento externo, la apreciación del tipo de cambio real, la razón deuda externa neta de reservas internacionales sobre exportaciones, la tasa de crecimiento de las exportaciones y la evolución del sistema financiero.

En términos de cobertura e índices de liquidez internacional, Chile se ubica en una favorable posición al compararlo con los principales países emergentes de la región y de Asia. Al medir la cobertura de las reservas internacionales, la economía chilena puede cubrir un año de importaciones, cifra superior a las evidenciadas por México, Filipinas, Malasia y Tailandia. El tipo de cambio real, si bien se ha apreciado respecto del máximo alcanzado en 1990, tiene actualmente un nivel claramente superior al existente tanto a fines de los años setenta como en la primera mitad de los ochenta. Algunos signos de que no hay desalineación del tipo de cambio real con respecto a los fundamentales, son las moderadas magnitudes de los déficit en cuenta corriente y el sostenido

aumento de las exportaciones no tradicionales.

Si analizamos la composición del financiamiento externo durante los noventa, vemos que existen marcadas diferencias entre los países. En el caso de México, gran parte del financiamiento ha sido a través de inversión de portafolio, y en el caso de Filipinas y Tailandia, el financiamiento es a través de créditos de corto plazo. En el caso de Chile, la mayor proporción del financiamiento ha sido a través de inversión directa, y en el año 1996 el financiamiento de corto plazo representó sólo 3% del total del financiamiento. La deuda de corto plazo de Chile está disminuyendo y no incrementándose. Lo mismo ocurre con la deuda pública, y los incrementos principales ocurren en la deuda externa privada la que, con seguridad, es cuidadosamente analizada por los respectivos agentes.

Comentarios finales

Chile se ha mantenido en el círculo virtuoso por el esfuerzo de estabilización que a lo largo del tiempo ha realizado el Banco Central y por la importante contribución del prudente manejo fiscal. Además, está en una muy buena posición para extender en el tiempo los beneficios del círculo virtuoso.

Es importante no dejarse engañar por los cantos de sirena que llaman a que el Banco Central abandone su responsabilidad de ser garante de la estabilidad macroeconómica. Chile es un país pequeño y vulnerable, los flujos de capitales que se mueven en los mercados internacionales son enormes en relación con el tamaño del país, y extremadamente volátiles. Un pequeño descuido puede quebrar las bases de nuestro éxito. De ahí la importancia de mantenerse vigilantes respecto de las condiciones de estabilidad.

El Banco Central mantiene su compromiso con la estabilidad macroeconómica, y usa y usará todos los elementos a su alcance para conservarla, incluyendo sus políticas monetaria y cambiaria y las regulaciones prudenciales y no discriminatorias a la cuenta de capitales. Para hacer menos costosa esta tarea, el Banco espera recibir un continuo y creciente apoyo de parte de una política fiscal continuamente prudente en beneficio de la estabilización, en particular, en lo que se refiere a limitar el crecimiento del gasto interno y el tamaño de los déficit externos, ambos elementos estrechamente relacionados.

El mantenernos hacia el futuro en el círculo virtuoso, con altas tasas de crecimiento, depende esencialmente, hacia adelante, de los esfuerzos de ahorro público y privado en nuestra economía.
