

## Perspectivas del Sector Externo y La Balanza de Pagos Chilena

Presentación de Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, en la Convención Nacional de Bancos '98, organizada por la Asociación de Bancos Argentinos, Buenos Aires, mayo de 1998.

### I.- Introducción

Quiero iniciar esta presentación agradeciendo muy especialmente a la Asociación de Bancos Argentinos por su amable invitación a participar en este encuentro, que me da la oportunidad de analizar, junto a esta distinguida audiencia, las perspectivas del sector externo y la balanza de pagos Chilena. Mi presentación de hoy revisará en su primera parte, la estabilidad macroeconómica como la consecución simultánea de los equilibrios interno y externo, y muy principalmente lo que entendemos por este último. En segundo término revisaré las cuentas externas chilenas, los efectos de la crisis Asiática sobre ellas y las fortalezas que las cuentas presentan. Por último discutiré los fundamentos de nuestras regulaciones a la cuenta de capitales y como ellas han contribuido a la mantención de las condiciones de solvencia externa.

Desde una perspectiva conceptual, la estabilidad macroeconómica resulta de la consecución simultánea de un equilibrio interno y un equilibrio externo. El equilibrio interno se obtiene en la medida que la economía alcanza su potencial productivo sin que se generen presiones inflacionarias más allá de lo programado. Para alcanzarlo, las políticas monetaria y fiscal deben aportar a que el crecimiento de tendencia del gasto o demanda interna se encuentre alineado con el incremento del potencial productivo de la economía, y que las principales variables nominales evolucionen en línea con la inflación programada.

Por otro lado, un país que espera crecer a tasas superiores que la economía mundial, requiere un elevado nivel de inversión que permita aprovechar las oportunidades disponibles, por lo que se hace necesario que el ahorro interno sea complementado por ahorro externo, o, lo que es lo mismo, que la cuenta corriente de la balanza de pagos presente algún nivel de déficit. Un nivel excesivo de déficit en la cuenta corriente, sin embargo, puede generar señales desfavorables sobre la capacidad de pago futuro de la economía nacional a sus acreedores externos, comprometiendo por tanto la sustentabilidad del financiamiento externo. Por ello, se considera fundamental para una economía como la chilena, limitar el déficit en cuenta corriente a un nivel sostenible, definido como aquél que puede ser financiado en condiciones normales en los mercados internacionales. El mantener estos niveles de déficit es lo que entendemos como equilibrio externo.

El crecimiento del gasto interno en línea con el crecimiento del ingreso y del producto potencial apunta tanto en la dirección del equilibrio interno como del equilibrio externo. La principal política que utiliza el Banco Central de Chile para afectar la evolución de dicho gasto ha sido la política monetaria y, en concreto, la fijación de la tasa de interés real. Sin embargo, el vínculo entre la política monetaria y el gasto agregado ha estado en Chile durante la presente década condicionado por la abundancia de capitales externos. Esto ha llevado al Banco Central a buscar fórmulas para encarecer los inlfujos de capitales de corto plazo. Por otra parte, la amplia indización de la economía chilena ha forzado a un enfoque de reducción gradual pero sostenida de la inflación sobre la base de metas explícitas. Este enfoque, unido a la credibilidad de las políticas del Banco Central, ha permitido aminorar los efectos de la política de estabilización sobre la producción y el empleo, dándole a la economía un ancla nominal.

### II.- El equilibrio externo

Para poner en perspectiva las circunstancias del sector externo de la economía chilena en la actualidad es necesario revisar primero los resultados económicos de Chile en los noventa.

Tales resultados constituyen una historia de éxitos. El producto interno bruto desde 1989 ha crecido a una tasa promedio de 8,1% hasta 1997; el desempleo se ha reducido hasta un 5,3% de la fuerza de trabajo. La inflación ha disminuido desde 28% hasta menos de 5,5% en la actualidad, y continua reduciéndose; la inversión bruta en capital fijo alcanza a 33% del producto interno; el déficit promedio de la cuenta corriente no supera el 3% del producto y la deuda externa se ha reducido desde más de 100% del producto en 1990 hasta un 35% en la actualidad, de la cual sólo 1,2% del PIB es deuda de corto plazo pública y privada. Por su parte, las reservas del Banco Central alcanzan hoy a los 17 mil millones de dólares y el Banco no tiene deuda externa alguna: pagó anticipadamente todas sus deudas con el exterior. El gobierno ha registrado un superávit permanente en el conjunto de su presupuesto que alcanza a un promedio del 2% del producto y ha contribuido al ahorro nacional con el equivalente a 4,5 puntos del PIB en promedio.

Es en este contexto de fortaleza en el que se enmarcan la situación actual de la economía chilena y sus perspectivas. Para esta economía es perfectamente razonable aceptar niveles bastante más altos, en el déficit de la cuenta corriente, que aquellos aceptables en el largo plazo mientras sean de carácter transitorio.

Es siempre complejo precisar el nivel aceptable para el déficit en cuenta corriente de largo plazo de la balanza de pagos, pero podemos identificar criterios que ayudan a determinar el rango adecuado. En primer lugar, un déficit sustentable en la cuenta corriente es aquél que permite mantener en torno a valores razonables los indicadores de solvencia externa, tales como el coeficiente de deuda externa neta en relación al PIB, o a las exportaciones. En segundo lugar, el déficit debe ser consistente con el financiamiento externo neto de mediano y largo plazo --de naturaleza más permanente-- que se ofrece al país. Niveles del déficit de cuenta corriente significativamente superiores a los sostenibles, aunque puedan ser financiados durante cierto plazo, a la larga dejan a la economía muy expuesta o vulnerable a los cambios en las condiciones de liquidez, de tasas de interés o de expectativas, que son tan frecuentes en los mercados financieros internacionales.

El nivel sostenible del déficit en cuenta corriente también está determinado por el tipo de financiamiento externo que ha sido obtenido en el tiempo. Es así como el financiamiento sobre la base de la inversión extranjera directa, no sólo asegura un flujo menos volátil de financiamiento externo sino que provee a la economía de mayor flexibilidad para hacer frente a las perturbaciones. El retorno obtenido por la inversión externa depende del éxito del proyecto y también de las condiciones de los términos de intercambio, teniendo implícito un estabilizador automático para el resultado externo. La deuda externa, y en particular la de corto plazo implica que los riesgos y choques externos son completamente transmitidos a las cuentas externas o incluso amplificadas.

Sin perjuicio del nivel del déficit externo sostenible, en el corto plazo pueden presentarse fluctuaciones transitorias en las condiciones externas y los términos de intercambio, las que son absorbidas en parte por aumentos en el déficit en cuenta corriente, y en parte mediante políticas restrictivas, suavizando de esta forma la evolución del gasto interno. Esta es justamente la situación por la que está atravesando nuestro país en el presente año, como resultado de la crisis asiática y sus efectos principalmente sobre los precios de los principales productos de exportación chilenos. Sin embargo, es una tarea primordial del Banco Central de Chile evitar la amplificación de este curso cíclico en los niveles de gasto y actividad. Si no lo hiciera, sufriríamos una ampliación permanente del déficit externo y un deterioro de las condiciones financieras, lo que afectaría negativamente las perspectivas de desarrollo de la economía. Sabemos por experiencia que mantener la estabilidad macroeconómica contribuye a reducir la incertidumbre favoreciendo la inversión interna y mejorando las condiciones del financiamiento externo.

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% de los precios de nuestras exportaciones, pero se estima que los volúmenes de las mismas crecerán en un 5%. Es importante tener presente que la actividad exportadora nacional ha mostrado en muchas ocasiones no solo su dinamismo sino también su capacidad de adaptación a nuevas circunstancias. No sólo es destacable el crecimiento sostenidamente superior al del PIB, sino también la flexibilidad de adaptación para re-dirigir nuestros productos hacia los mercados que ofrecen mejores condiciones. Ello nos permitirá aminorar el impacto negativo sobre nuestro sector exportador. Así, sin duda el 35% de nuestras exportaciones que tenía Asia como destino va a sufrir re-orientaciones, siguiendo el proceso inverso que llevó a nuestros exportadores a aprovechar las ventajas de dirigir sus envíos hacia la región que hasta 1997 era la que presentaba las más altas tasas de crecimiento. Deberíamos ver aumentar los envíos a Europa, los 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. De hecho, debo hacer notar, que en el primer trimestre ya se registró un importante aumento de nuestros envíos de productos no tradicionales a Europa (32%), a los Estados Unidos (16%), y a algunas regiones de América Latina, proceso que debe mantenerse y reforzarse.

El PIB de nuestro país se ha expandido, como señalé, a una tasa promedio anual de más de 8%, 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 90 se duplicarán en términos de volumen. Pero también ha sido muy significativo el crecimiento de las exportaciones no tradicionales, que en volumen han crecido a una tasa promedio de dos dígitos durante esta década. Hacia el futuro se advierte que las tasas de expansión de las exportaciones no cobre tienden a normalizarse y que disminuye su diferencia con la expansión del PIB, ya que no es posible, de no mediar importantes acuerdos internacionales, mantener tan altas tasas de expansión que obligan a conseguir importantes incrementos en la participación de nuestras exportaciones en los mercados mundiales.

De hecho para 1998 esperamos incrementos en los volúmenes exportados de un 5%, con el mayor crecimiento en volumen correspondiendo a las exportaciones no tradicionales (6,2%) y el cobre (5,3%). Las exportaciones no tradicionales, si bien ahora con incrementos en volumen a tasas de solo un dígito, continúan siendo las más dinámicas. Dentro de éstas sobresalen los productos de piscicultura (salmón y truchas) y las distintas variedades de vino. Cabe destacar que si bien el cobre sigue mostrando crecimientos en el volumen exportado, este es menor que la cifra de dos dígitos que nos acostumbramos a ver los últimos tres años, ello pese a que CODELCO aumentará fuertemente su producción. Los productores privados, que representan más de la mitad de las exportaciones de cobre, registran en 1998 sólo un leve aumento en su producción, lo que es simplemente reflejo del calendario de maduración de proyectos, el que muestra nuevos incrementos en 1999. Dada la alta participación del metal dentro de nuestras exportaciones, este comportamiento, más el descenso en su precio estimado en 24%, incide de modo determinante en la dinámica que registrarán las exportaciones este año.

Además del incremento en el volumen exportado, la caída en los precios de nuestras exportaciones (10%) será también compensada en parte por la caída del precio de las importaciones, que se proyecta cercana al 5%, particularmente impulsada por la caída de los precios de derivados del petróleo. Con todo el balance neto de precios externos es negativo, anticipándose una caída en la relación de términos de intercambio en torno a un 5% respecto de 1997.

Un elemento adicional a tener en cuenta es que la elevada participación de la inversión extranjera en la producción de cobre y otras exportaciones principales implica que en parte 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 1 centavo de menor precio de la libra de cobre hace caer las exportaciones en US\$ 78 millones, el déficit en cuenta corriente aumentaría en ese caso sólo 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 caída de las utilidades, tiene como contrapartida un menor nivel de ingreso nacional y, por ende, una 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 por la vía de una ampliación transitoria del déficit en cuenta corriente, esto es por la vía del financiamiento, en la medida que la caída del ingreso sea considerada transitoria. 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 de unos 5 mil millones de dólares, en torno a 6% del PIB en 1998. Estimo necesario destacar el bajo nivel de los déficit de cuenta corriente que la economía chilena ha mantenido durante los 90, los que en promedio han representado solo el 3% del PIB y 8% del comercio internacional chileno. No obstante, en los últimos años esta cifra ha aumentado llegando a cerca del 5% del PIB y 12% del comercio en 1997. Este aumento refleja varios factores incluyendo la aceleración del crecimiento del gasto interno, que ha crecido sistemáticamente por sobre el producto desde 1995, y muy particularmente en la segunda parte de 1997. La política monetaria restrictiva actual busca corregir esta situación. La inversión externa directa también juega un rol en el crecimiento del déficit, como veremos a continuación.

### III.- El financiamiento externo y su composición

Es importante destacar que el déficit de cuenta corriente ha sido crecientemente financiado por medio de la inversión directa. Efectivamente, y en contraste con lo que sucedía durante los 80, en los 90 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. Efectivamente, hoy en día más de tres cuartas partes de la entrada neta de capitales corresponde a inversión extranjera neta, lo que se compara favorablemente con el 10% que representaba en el período 1986-89 y con el 50% del período 1990-95.

En esta parte de mi exposición quisiera detenerme en una idea que he reiterado a lo largo de la presentación, y se refiere a la importancia de que el déficit en cuenta corriente sea crecientemente financiado con inversión extranjera. Este cambio en la composición de la cuenta de capitales, provee al país de una mayor flexibilidad para adaptarse a los choques externos. Efectivamente, en la medida que la inversión extranjera tenga una mayor participación dentro de la cuenta de capitales, el impacto que sobre el déficit en cuenta corriente tendrá una caída términos de intercambio será atenuado por la disminución de las utilidades devengadas por la inversión extranjera.

Sin embargo, esta modificación en la estructura de financiamiento del déficit en cuenta corriente tiene como contrapartida el hecho que a la inversión extranjera de renta variable se le exige una rentabilidad superior que a una inversión de renta fija, como son los préstamos. De hecho, si reconstruimos la tasa de interés implícita en la deuda y se compara con la tasa de rentabilidad de la inversión extranjera se encuentra un diferencial significativo. De ello se desprende que, en la medida que la composición de la cuenta de capitales se mueva hacia una mayor participación de la inversión extranjera, tenderemos a observar déficit estructurales más elevados en la cuenta corriente. Estamos ahora trabajando en estimaciones más afinadas del efecto de este factor sobre el déficit externo.

Este mayor déficit contable, sin embargo, no representa un mayor riesgo de la economía. Por el contrario, por su propia naturaleza, se comporta mucho mejor que el pago de intereses a través del ciclo.

Un segundo efecto secundario 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 el 10% del PIB, por lo que la reducción de la misma es un desarrollo más bien favorable que ayudará al ajuste de la demanda interna, necesario para reducir el déficit de cuenta corriente. En 1998 se espera una entrada neta de capitales más moderada, la que permitirá financiar el déficit de la cuenta corriente y probablemente contribuirá a un nuevo aumento de reservas.

Es importante para la solidez del sector externo el neutralizar el efecto de los inlujos de capitales sobre el gasto interno y de ahí sobre el déficit en cuenta corriente. Creo 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 consideramos necesario 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 no es un proceso sencillo, mas aún considerando que los instrumentos con que se cuenta para este fin, como todos los instrumentos de política económica, tienen efectividad limitada.

El Banco Central de Chile 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 la crisis de México en 1995 y la actual crisis 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, que en 1997 permitió alcanzar la total libertad para que residentes tengan acceso a la moneda extranjera en el sistema bancario. Hoy por hoy la cuenta de capitales está mucho más abierta que lo que estaba en 1989, y las restricciones remanentes tienen justificación macroeconómica: Están diseñadas para enfrentar fuertes presiones de entradas de capitales.

Efectivamente, en la actualidad las regulaciones vigentes tratan de limitar las entradas de capitales a montos digeribles por la economía, esto es, compatibles tanto con la meta de inflación como con niveles sostenibles de déficit en cuenta corriente. En otros aspectos la existencia de regulaciones permite mantener algún grado de independencia de la política monetaria respecto del exterior, reducir la volatilidad de los movimientos de capitales desde y hacia Chile, mantener una situación financiera sana tanto en términos de liquidez como de solvencia, así como reducir el riesgo de contagio que puede generar el no pago de algún compromiso externo privado.

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 su impacto expansivo sobre el gasto. No es posible mantener una situación en la que sistemáticamente las entradas de capitales exceden el déficit en cuenta corriente en 4% a 5 % del PIB. A la larga, la presión de los

flujos de capitales haría crecer el gasto interno y ampliar el déficit 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 externo 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.

#### **IV.- Comentarios Finales**

Quisiera concluir mi presentación retomando algunas ideas que he expuesto a lo largo de ella. En primer lugar, no perder de vista que si bien la crisis asiática ha significado una caída en la demanda de nuestros principales productos de exportación, resultando en una ampliación del déficit de cuenta corriente, la posición externa de la economía chilena alcanzada sobre la base de años de preocupación por el equilibrio externo, hacen perfectamente financiable el nivel de déficit que se proyecta para 1998. Sin embargo, la mantención de esas condiciones de solidez hacen altamente conveniente reducir en el próximo año el nivel de dicho déficit. Muy probablemente la mejoría de la condición externa colaborará a ese fin. Aún así las autoridades económicas mantendrán las políticas de contención del gasto agregado para conseguir que el déficit en la cuenta corriente disminuya.

El financiamiento de los déficit externos en la economía chilena ha sido intensivo en inversión directa. Dada esta composición de financiamiento, es posible observar déficit más elevados en cuenta corriente con similar, o aún menor, nivel de riesgo.

El mantener una tendencia de crecimiento del gasto interno en línea con el crecimiento de tendencia del ingreso y del producto potencial es la única forma de mantener los equilibrios macroeconómicos, cumplir con las metas de inflación y conservar la solvencia externa. Las fuertes entradas de capitales han contribuido en los últimos años, particularmente en 1997, a la rápida expansión del gasto interno. La crisis de Asia ha significado una moderación de estas presiones, pero tal como el "tequilazo" significó una reducción transitoria de las entradas de capitales en 1995, que resurgieron con fuerza 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 de los 90. Debe reconocerse que esta 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 tanto fortalecer a la política monetaria como 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.

Los acontecimientos del Asia encontraron a Chile en una sólida posición externa, a la que no logran debilitar la caída transitoria en los términos de intercambio y la pérdida también transitoria de algunos mercados. El éxito de las políticas aplicadas en el pasado nos permite mirar el futuro con confianza, particularmente cuando se percibe un amplio grado de apoyo a la posición restrictiva que ha adoptado la política monetaria en los últimos meses

---