

Perspectivas de la Restricción Externa

Presentación de Felipe Morandé, Gerente de la División de Estudios del Banco Central de Chile, en el Seminario "Proyecciones y perspectivas al 2000", organizado por el diario de negocios Estrategia, el 27 de octubre de 1998.

Introducción

Quiero agradecer a Estrategia, en la persona de su director, Víctor Manuel Ojeda, su invitación a dirigirme a Uds. en esta ocasión tan especial, como es el presente seminario, el que se ha constituido con el paso de los años en un hito relevante en la discusión económica y política del país. Lamento, sin embargo, que no me hubieran invitado un año atrás. Habría sido más fácil, o al menos más descansado, hablarles en circunstancias bastante más holgadas para nuestro país, las que incluso llevaron a pensar a algunos que había llegado el "fin de la historia" para el debate macroeconómico. El destino nos tenía preparado, no obstante, un desafío distinto al que imaginábamos. No era éste cómo continuar administrando la prosperidad o cómo mantener a la economía creciendo a su máximo potencial. El nuevo desafío era, ha sido y seguirá siendo por un tiempo, cómo administrar la economía en medio de fuertes turbulencias internacionales con sucesivas olas negativas y en un ambiente de gran incertidumbre global. Es el vértigo generado por estas turbulencias, y la retracción de los inversionistas internacionales desde los países emergentes, las que han traído de vuelta el fantasma de la escasez de financiamiento externo para sostener el crecimiento y la estabilidad macroeconómica en dichos países.

Afortunadamente, en el caso de la economía chilena ese fantasma está lejos. Las severas medidas de ajuste implementadas por las autoridades durante este año han preparado el terreno para mirar 1999 con tranquilidad desde el punto de vista de lo que es nuestra restricción externa. Quiero aprovechar esta oportunidad para exponerles las razones de esta confianza. Sin embargo, junto a reconocer los riesgos que enfrentamos en los meses siguientes, haré también algunas reflexiones respecto del futuro más mediato que llaman a una mirada cautelosa.

Evolución de la Balanza de Pagos: Perspectivas para 1999

- Las perspectivas de la balanza de pagos para el próximo año señalan que se observará una situación controlada, con riesgos acotados y de una mínima probabilidad de que se genere una crisis mayor. Esto se sustenta sobre cinco premisas: (a) la reducción del déficit de cuenta corriente; (b) el mantenimiento de un flujo importante de inversión extranjera directa; (c) la menor presión de ajuste de portafolios de monedas en Chile; (d) las acotadas amortizaciones de deuda previstas; y (e), por último, aunque no por eso menos importante, el ingente monto de reservas internacionales que tiene el país. A estas premisas me referiré a continuación.

a) Cuenta Corriente

- En cuanto a la reducción del déficit en cuenta corriente, es claro que el mayor esfuerzo se concentra en la reducción del déficit comercial, el que depende tanto de las perspectivas de los mercados mundiales como de las condiciones de la demanda interna.
- De acuerdo a las últimas proyecciones de organismos multilaterales, las perspectivas para el crecimiento mundial de los próximos años se han reducido considerablemente, tanto por los procesos de ajuste que están experimentando los países directamente afectados por la crisis asiática, donde Japón tiene un peso importante, como por el proceso de desaceleración que tendrá la economía norteamericana durante éste y el próximo año, así como también por la moderación de los crecimientos de las principales economías de América Latina.
- Los efectos adversos de la desaceleración de la economía mundial han impactado directamente a la demanda de los principales productos básicos, incluyendo el cobre. Por ello, frente a este escenario internacional, parece prudente suponer que en lo que resta de este año y durante 1999 el precio del metal no variará significativamente respecto de los valores promedio para este año y se mantendrá en torno a 75 centavos de dólar por libra. De igual forma, hasta fines del próximo año el precio del petróleo no debiera modificarse mayormente respecto de las cifras actuales.
- El enfriamiento de la actividad económica mundial y la trayectoria que han registrado las paridades y precios internacionales durante este año, han significado que la inflación externa en dólares relevante para nuestro país acumule a la fecha un resultado fuertemente negativo (-3,9% a septiembre). Esto debiera comenzar a revertirse pronto en virtud de la fuerte depreciación del dólar frente al yen y al marco desde fines de agosto pasado, de manera que en 1999 se espera una inflación promedio del orden de 2%.
- Respecto del resto de los componentes de la balanza comercial, esperamos que los precios de las exportaciones no cobre se moverán de acuerdo a la inflación internacional en 1999, con la excepción del precio de la harina de pescado que pudiera

tener una caída importante, condicionada a la evolución que tenga la oferta mundial de este producto. Por su parte, los precios en dólares de las importaciones excepto los combustibles se espera que muestren una evolución coherente con las proyecciones de inflación externa.

- Como resultado de lo anterior, para 1999 se proyecta que los términos de intercambio se mantendrán inalterados respecto del nivel logrado en 1998. Es importante señalar que para el presente año esperamos una caída del orden del 10% para este indicador.
- En términos de volúmenes exportados, las perspectivas para el próximo año deben ser consistentes con la desaceleración que tendrá la demanda externa a raíz de la crisis económica mundial, aunque se espera una recuperación importante de los envíos de cobre al exterior (15%) debido a la entrada en operación de nuevos e importantes proyectos del sector minero. La trayectoria del resto de las exportaciones, en cambio, es bastante más moderada e incierta pues es altamente dependiente de la evolución de los mercados mundiales. Con todo, un comportamiento más dinámico de las exportaciones de harina de pescado, fuertemente deprimidas este año, nos permite esperar un crecimiento de las exportaciones diferentes del cobre cercano a 8%, por debajo de su tendencia histórica.
- Como resultado de estas proyecciones, e incorporando la evolución reciente de las exportaciones, se prevé que los valores totales enviados al exterior se ubicarán en torno a US\$17.000 millones en 1999.
- A su vez, como consecuencia de la mayor desaceleración de la actividad económica interna y del alza del tipo de cambio real a raíz de la reacomodación de las paridades, se estima que el crecimiento del volumen de importaciones continúe disminuyendo en lo que resta de 1998 y en 1999, en particular de aquellas relacionadas con bienes de consumo y de capital, conforme se consolide el proceso de desaceleración de la demanda interna.
- Como resultado de un crecimiento de la actividad económica muy moderado y de un incremento del tipo de cambio real mayor al previsto previamente, se estima que el valor de las importaciones FOB durante 1999 se ubicará en torno a US\$18.700 millones. Esto arroja una proyección de un déficit en la balanza comercial de algo cercano a los US\$ 1.900 millones, casi un 40% menos que en el presente año.
- Finalmente, los egresos netos por concepto de servicios financieros se estima que en 1999 mantendrán la moderación presentada durante este año, proyección que es consistente con el ciclo económico y el menor devengo de utilidades extranjeras por la disminución del precio del cobre. Por su parte, la cuenta de servicios no financieros se espera que finalice el año 1999 con un saldo similar al del año en curso.
- En conclusión, creemos que el compromiso asumido por el Banco Central en orden a que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se sitúe en una cifra cercana a los US\$ 4.000 millones durante 1999, esto es, casi US\$ 1.200 millones menos que el presente año, es totalmente alcanzable. Es más, dicha cifra es el reflejo del gran esfuerzo que está haciendo el país ajustando significativamente su demanda interna y el tipo de cambio real en presencia de un escenario externo altamente complejo.
- Vale la pena en este punto insistir en la ineludible necesidad que tiene el país de tomar muy en serio lo que representa un déficit de cuenta corriente elevado, como el que transitoriamente se observará durante el presente año. Nuestra propia experiencia de principios de los años ochenta es muy ilustrativa al respecto, cuando después de un déficit de 14% del PIB en 1981 sobrevino una crisis de proporciones. La experiencia internacional es también de sobra conocida, especialmente los casos de México en 1993 y 94, y Tailandia en 1995 y 96, cuando ambos superaron el 7% del PIB.

b) El financiamiento a través de la Cuenta de Capitales

- ¿Es ese déficit proyectado de US\$ 4.000 financierable en las actuales circunstancias externas? La respuesta es que sí, aunque ciertamente se enfrentarán riesgos.
- El desfavorable escenario externo ha significado para nuestro país una menor disponibilidad de capitales externos, a través de la recomposición de las carteras de los inversionistas internacionales hacia monedas, mercados e instrumentos considerados como más seguros. Esto ha llevado a un incremento generalizado en el costo de financiamiento externo de las economías emergentes y una reducción de los flujos de capital hacia estos países.
- Para el caso de la economía chilena en particular, durante este año se ha observado una reducción de las entradas de capital respecto de los fuertes inlfujos de años anteriores, lo cual no sería más que una normalización de dichos flujos. No obstante esta disminución, nuestra economía ha continuado atrayendo recursos financieros desde el exterior de mediano y largo plazo. De hecho, considerando sólo las entradas brutas, este año vamos a recibir cerca de US\$ 12.000 millones, unos US\$ 2.000 millones menos que en 1997 pero todavía una cifra considerable.
- Para 1999 se espera que la fortaleza de los capitales de mediano y largo plazo sigan siendo una fuente de financiamiento tan importante como lo ha sido hasta ahora, convirtiéndose en un pilar fundamental dentro de la cuenta de capitales. En particular me refiero a las partidas del DL 600 y artículo 14, junto con sus créditos asociados, los que representan aproximadamente un 40% de la inversión total. Dichas inversiones se centran en grandes proyectos de inversión de los sectores Minería, Financiero, Comunicaciones y Electricidad, Gas y Agua, entre los más importantes. En términos brutos, para 1999 proyectamos algo menos de US\$ 10.000 millones brutos de entradas de capitales, de los cuales unos US\$ 4.200 ingresarían como inversión extranjera directa.
- ¿Será eso suficiente?
- Un factor de inseguridad en el financiamiento para el próximo año pudiera estar relacionado con los desembolsos y créditos de la banca internacional hacia el país, respecto de flujos de mediano y largo plazo. Estos flujos, ante una restricción global

de créditos hacia países emergentes, pudieran verse afectados. Sin embargo, ellos no alcanzan una cifra muy significativa. En efecto, las amortizaciones programadas de créditos de mediano y largo plazo desde la banca internacional, alcanzarán unos US\$ 1.500 millones durante 1999, de los cuales US\$ 1.350 corresponden al sector privado nacional, mayoritariamente no financiero. Si sumamos las amortizaciones programadas con respecto a créditos concedidos por organismos multilaterales y gubernamentales, más proveedores, que son mucho más fácilmente refinanciables, las cifras se empujan recién a los US\$ 2.500 millones. Finalmente, si a lo anterior agregamos deuda externa de corto plazo, que a septiembre de este año se sitúa en US\$800 millones, llegamos a que los vencimientos totales de la deuda externa de Chile alcanzarían a una cifra cercana a los US\$3.300 millones durante 1999, ligeramente por encima de la proyectada para el presente año. En forma muy conservadora, se puede estimar que al menos dos tercios de esas obligaciones son refinanciables aún en un período de alta astringencia financiera internacional.

- En 1998 se ha visto un fenómeno nuevo, vinculado a la trayectoria exhibida por el tipo de cambio hacia la depreciación después de varios años en sentido opuesto, y que hemos denominado un ajuste de los portafolios de los privados buscando una mayor cobertura de riesgo cambiario. Este fenómeno, que ha presionado en forma importante los mercados financieros y cambiarios en el país, se ha reflejado también en partidas de la cuenta de capitales de la balanza de pagos que muestran cifras negativas, a pesar que esos activos siguen estando mayoritariamente en manos chilenas. Así, en materia de inversiones de corto plazo asociadas a carteras de inversiones, durante este año hemos sido testigos de una salida importante asociada a las inversiones de las AFP en el exterior, esperándose que a fines de 1998 estas inversiones alcancen al 5% de los activos de los fondos de pensiones. Esta reacomodación de la cartera de inversiones de las AFP se explica en una política de diversificación de portafolio de estas entidades apenas ellas vislumbran la tendencia a la depreciación cambiaria. Se espera que para el próximo año la salida de capitales por este concepto sea bastante inferior a la de este año (de hecho, ya ha habido signos en septiembre en esta dirección) ya que la recomposición de activos fue ya básicamente realizada. Además, y más importante aún, es muy probable que las expectativas de los agentes descarten devaluaciones bruscas del peso en la medida que se consolide el éxito y la credibilidad de las políticas macroeconómicas y que no enfrentemos nuevos ataques especulativos a partir de malas noticias del exterior.
- Pero el fenómeno de reacomodo de cartera también se ha dado en el caso de inversionistas no institucionales (bancos y personas naturales), concepto que se registra como una salida de capitales que alcanzará en 1998 una cifra significativa. Quiero reiterar que estas no son "fugas" de capitales, como las que se asimilan corrientemente a países con problemas serios en sus políticas, sino sólo reacomodos de carteras a partir de los cuales los recursos siguen en manos de residentes en Chile, pero invertidos en el exterior (o en el Banco Central). Para 1999, dada la orientación que se le ha dado a las políticas monetaria y cambiaria durante el presente año, las que han permitido un mayor grado de flexibilidad en sus instrumentos así como también la incorporación de nuevos mecanismos de cobertura cambiaria (PRD), se espera que este ítem de salidas asociadas a las coberturas por fluctuaciones del tipo de cambio, sea sustancialmente inferior al registro de 1998 alcanzando un monto menor a US\$ 900 millones. La mayor confianza y credibilidad de los agentes del mercado sobre el desarrollo de estas políticas, será una clave importante en la evolución futura de estos capitales.
- En definitiva, todo parece indicar que, sumando y restando, el déficit de US\$ 4.000 millones de la cuenta corriente es financiable sin recurrir a las reservas internacionales, aún en circunstancias más complejas que las actuales en materia de financiamiento externo, sobre la base de un flujo importante de inversión extranjera directa y de menores salidas fruto de una mayor tranquilidad en los mercados cambiarios y financieros locales.
- Pero aún si fallaran algunas de estas premisas, un factor adicional de tranquilidad respecto de la evolución futura de las cuentas externas es la sólida posición de reservas internacionales de la economía chilena. En efecto, el stock acumulado de reservas internacionales a la fecha se sitúa en una cifra cercana a los US\$15.500 millones, monto que permite que los indicadores de liquidez y vulnerabilidad externa sean muy favorables para la economía chilena, respecto de otras economías también tocadas por la crisis global.
- En efecto, la relación entre el nivel de reservas internacionales y las necesidades de financiamiento de corto plazo, definidas como el déficit en cuenta corriente más los vencimientos de deuda externa a menos de un año, indican que Chile tiene una posición fuerte, lejos de la vulnerabilidad que muestran otras economías latinoamericanas o las asiáticas en crisis.
- Otros indicadores ampliamente usados para evaluar la liquidez y vulnerabilidad externa, como son la relación entre las reservas internacionales y el dinero más el cuasidinero y los meses de importación para los cuales alcanzan las reservas internacionales, confirman la fortaleza de la economía chilena. En efecto, las reservas internacionales de nuestro país cubren algo más de la mitad del M2 y equivalen a cerca de 10 meses de importación, valores que se comparan muy favorablemente respecto de otras economías de América Latina y de Asia. Un reconocido analista internacional escribió recientemente un artículo en que señala que las reservas son más de cinco veces superiores a lo que sería necesario para que Chile tuviera un esquema cambiario de caja de conversión, similar al argentino, en circunstancias que en el país la política cambiaria es mucho más flexible.
- A modo de conclusión y englobando lo anteriormente expuesto, la sensación que queda al mirar las proyecciones de la balanza de pagos es que la economía chilena enfrentará con tranquilidad sus cuentas externas durante 1999. Sin embargo, no hay que olvidar que nos encontramos inmersos en un escenario externo aún inestable y en constante dinamismo, lo que obliga a una extrema cautela y prudencia en la implementación de las políticas macroeconómicas.

Mirando un poco más allá de 1999

- Un elemento clave en la fundamentación de las proyecciones para 1999 es la reducción del déficit de la cuenta corriente, objetivo que ha obligado a un ajuste muy sustancial de la demanda interna y de la actividad económica. Si el próximo año crecemos cerca de la mitad de lo que ha sido la norma en los últimos dos lustros y conseguimos poner el déficit de la cuenta corriente en algo así como 5% del PIB, cifra considerada como un límite máximo permisible en períodos de

normalidad, ¿cuáles son las perspectivas y las opciones para la primera década del próximo siglo?

- Es evidente que, en el contexto de una economía mundial que se mantiene más bien fría por un par de años, se ve complicado un aumento significativo en nuestros términos de intercambio y se hace más complejo un avance sustancial de las exportaciones liderado por la demanda externa. Esto forzaría a un crecimiento muy moderado de las importaciones por un tiempo y a mantener el crecimiento de la demanda interna bastante contenido. En otras palabras, no parece probable un pronto resurgimiento del crecimiento económico a los niveles que traíamos hasta el año pasado, a menos que: (a) aumentemos el ahorro interno dos puntos del PIB (en orden a sostener tasas de inversión como las actuales, dado el ahorro externo limitado a 4-5% del PIB); o (b) busquemos formas de incrementar la productividad total de los factores productivos, de manera que, aún con una menor inversión, podamos sustentar una alta tasa de crecimiento económico. O una combinación de las dos opciones. En esta reflexión no hay nada muy novedoso. La idea que quiero transmitir es que no debemos asumir como algo automático que, inmediatamente después de 1999, volveremos a una situación igual a la de los siete años previos. No habrán tantos capitales externos disponibles y los que hayan serán más caros. Los términos de intercambio pueden demorar en regresar a niveles más favorables.
- Frente a este panorama cauteloso, es materia de quienes tienen responsabilidades en la conducción del país, tanto en el gobierno como en el parlamento, facilitar que los aumentos en el ahorro se puedan materializar y que el incremento gradual en el tipo de cambio real, que está en curso, se convierta en un impulso a la competitividad nacional. Las palabras claves parecen ser flexibilidad y confianza. Flexibilidad en los mercados de factores, particularmente el laboral, para que se pueda asimilar la reasignación de recursos hacia los sectores transables que se asocia a un tipo de cambio real más depreciado. Y confianza, porque es lo que requiere un ambiente de negocios favorable a la inversión y al ahorro de empresas, la fuente más dinámica del ahorro nacional en periodos de mayor escasez de financiamiento externo. Con estos elementos, la tarea del Banco Central de mantener la estabilidad macro se haría mucho más simple.