

El Déficit de la Cuenta Corriente en Chile

Presentación de Luis Oscar Herrera B., Gerente de Programación Macroeconómica del Banco Central de Chile, en el Seminario Proyecciones Económicas 1998-1999 organizado por Estrategia, en Viña del Mar, 26 de mayo de 1998

I. Introducción

Agradezco a la administración de Estrategia por invitarme a participar en este seminario. Quiero aprovechar esta oportunidad para compartir con ustedes algunas reflexiones sobre un tema que ha despertado el interés de la opinión pública: el déficit de la cuenta corriente. No hay duda que las cuentas externas tienen en la actualidad un rol central dentro del escenario macroeconómico y su evolución será determinante para la trayectoria futura de la economía.

Al primer trimestre del año, el déficit de la cuenta corriente año alcanzó cerca de US\$ 900 millones, con lo cual el déficit acumulado en los últimos cuatro trimestres alcanzó a US\$ 5.100 millones, esto es en torno al 6,5% del Producto Interno Bruto (PIB). Para el año 1998 completo, las proyecciones que presentó el Banco Central hace algunas semanas señalaban un déficit estimado del orden de US\$ 5.000 millones, entre 6% y 6,5% del PIB. La proyección del déficit de la cuenta corriente para el presente año se ve abultada por la coincidencia de la brusca caída de los términos de intercambio con un periodo de fuerte dinamismo en la demanda interna. Además se debe mencionar el ajuste metodológico que se realizó a la Balanza de Pagos con el fin de contabilizar las utilidades de la inversión extranjera en base devengada en lugar de flujos remesados. Esta revisión determinó un incremento de la estimación de las utilidades de la inversión extranjera por el equivalente a casi un punto porcentual del PIB, lo que también incide en la estimación de la cuenta corriente de 1998. Si se corrige la proyección de la cuenta corriente por el impacto del menor precio del cobre, y se reemplaza el supuesto de precio promedio de 80 centavos la libra en la Bolsa de Metales por un supuesto de mediano plazo de un dólar la libra, el déficit estimado se reduce en cerca de US\$ 900 millones, situándose en torno al 5% del PIB. Este resultado es similar a lo observado en 1996 y 1997.

Existe cierto grado de inquietud por el nivel del déficit esperado en la cuenta corriente para el presente año y, en particular, por la ampliación que ha mostrado éste a lo largo de los últimos años. ¿Cuál es el límite prudente para el déficit en la cuenta corriente?. Al respecto no existen recetas precisas, ni de la teoría, ni de la experiencia práctica. Existe gente razonable que estima que los déficit de cuenta corriente no importan, y otros que opinan que son síntomas de desequilibrios de importancia. La experiencia internacional muestra una multiplicidad de experiencias. Algunos países como Canadá, Australia o Nueva Zelandia han logrado sobrellevar déficit sostenidos y relativamente altos en sus cuentas corrientes sin enfrentar mayores problemas. Y, en otras experiencias, como la crisis de México en 1994 o la crisis de Chile en 1982, el déficit de la cuenta corriente aparece como uno de los principales culpables de estas situaciones. Del mismo modo, la reciente crisis en Asia tampoco entrega lecciones claras. En algunos casos como el de Tailandia, uno de los principales síntomas de problemas se encontraba precisamente en el abultado déficit de la cuenta corriente, en torno a 8% del PIB; mientras que en otros casos como el de Indonesia, el déficit de la cuenta corriente no sobrepasaba del 3% del PIB.

La evidencia de estudios econométricos muestra que el déficit de la cuenta corriente por sí solo no es una condición suficiente, ni necesaria para provocar o extirpar una crisis cambiaria. Esto no significa que el déficit de la cuenta corriente no importe, por el contrario es un indicador extremadamente útil, pero debe examinarse en el contexto del resto de las variables macroeconómicas y financieras, no en abstracto.

El objetivo de esta presentación es abordar el tema de la cuenta corriente en el contexto de otros desarrollos de la economía. En mi exposición quiero esbozar algunas hipótesis de porqué se ha venido incrementando el déficit de la cuenta corriente, cuáles son las razones por las cuáles deberíamos o no deberíamos preocuparnos por esta situación, y, finalmente, qué remedios son apropiados para enfrentarla y cuáles no lo son. El mensaje central es optimista, pero no complaciente.

En primer lugar, el destino fundamental del mayor déficit de la cuenta corriente ha sido una expansión de la capacidad productiva del país y sus retornos se han observado con creces en la elevada tasa de crecimiento económico de la última década. En segundo lugar, no existen amenazas serias sobre la solvencia externa de la economía y, por el contrario, se observan mejoras significativas en la composición de los fondos externos hacia inversión y deuda de mediano y largo plazo; de tal forma que podemos mirar con confianza la continuidad del financiamiento de la balanza de pagos. Sin embargo, es necesario tomar una actitud prudente en esta materia. En un entorno financiero volátil, como el que ha caracterizado a los mercados internacionales en el último tiempo, existen riesgos latentes de efectos contagio, aún si nuestros propios fundamentos está en una posición adecuada. Es necesario mantener el déficit de la cuenta corriente dentro de límites acotados y evitar un empeoramiento en los índices de solvencia externa.

II. El déficit de la cuenta corriente desde tres perspectivas.

Me voy a referir a la evolución reciente del déficit de la cuenta corriente en Chile desde tres perspectivas complementarias: la perspectiva macroeconómica, la financiera y la de comercio exterior. Estas tres formas de mirar el tema son correctas, pero cada una de ellas sirve para enfocar el análisis en un conjunto de aspectos diferentes que influyen sobre las cuentas externas. El resultado es un diagnóstico más completo de las causas y consecuencias del déficit de la cuenta corriente.

La perspectiva macroeconómica se refiere a la contrapartida del déficit de la cuenta corriente en la ecuación de ahorro e inversión. Un país que invierte mucho y ahorra poco se transforma en un demandante neto de fondos desde el resto del mundo, lo que da origen a un déficit de su cuenta corriente. La segunda perspectiva es la financiera. El déficit de la cuenta corriente es idéntico a la

oferta neta de fondos externos que recibe el país a través de su cuenta de capitales. Si los extranjeros desean invertir en un país porque sus condiciones de rentabilidad y riesgo son atractivas en términos relativos, entonces el proceso de acumulación de activos sobre esa economía genera un superávit en su cuenta de capitales y un déficit correspondiente en su cuenta corriente. La tercera perspectiva es la de comercio exterior. El déficit de la cuenta corriente es idéntico a la diferencia entre las exportaciones de bienes y servicios (financieros y no financieros) que realiza el país y las importaciones que recibe desde el exterior. Desde esta perspectiva, el énfasis en la determinación de la cuenta corriente está en los factores que afectan la capacidad de las empresas nacionales de competir en los mercados internacionales, y entre estos factores se cuenta el tipo de cambio real. En lo que sigue me voy a referir al tema de la cuenta corriente desde cada una de estas perspectivas, siguiendo el mismo orden: la perspectiva macroeconómica, la financiera y la comercial.

III. La Ecuación de Ahorro e Inversión

En el gráfico 2 aparece la evolución de la inversión geográfica y del ahorro nacional como porcentaje del producto a través de la última década, ambos medidos en precios de cada año. El déficit de la cuenta corriente es idéntico a la diferencia entre la inversión realizada en Chile y el ahorro total de los residentes, dentro y fuera del país.

Hay varios aspectos por destacar respecto de la evolución de la inversión y el ahorro en este período.

a. Inversión

En primer lugar, la tasa de inversión total, que incluye maquinaria, equipos, construcciones y existencias, muestra un crecimiento marcado y sostenido desde mediados de la década pasada hasta la fecha. En la última década la tasa de inversión pasó desde el 23% del PIB en 1988 al 27% en 1997, medida a precios corrientes. Medida a precios de 1986, la tasa de inversión presenta un incremento aún mayor, porque en este período se ha reducido el precio de los bienes de inversión, "tuercas y ladrillos", en relación al precio del producto global.

En efecto, en 1997 la tasa de inversión fija, excluyendo existencias, alcanzó al 33% del PIB. Existe amplia evidencia internacional mostrando la correlación positiva entre la tasa de inversión y el ritmo de crecimiento económico. En la medida que los recursos financieros fluyen a través de un mercado financiero saludable es de esperar que los proyectos individuales de inversión entreguen en promedio tasas de rentabilidad positivas, lo que permite incrementar las utilidades de las empresas, los salarios que éstas empresas están dispuestas a pagar, y en definitiva el crecimiento económico y la capacidad de consumo de la población, así como la disponibilidad de recursos necesarios para el financiamiento del gasto público. En efecto, considerando que la rentabilidad promedio de los proyectos de inversión debe superar al menos el nivel de las tasas de interés de largo plazo, hoy en torno al 7%, y considerando que la tasa de depreciación relevante puede estimarse cerca del 7%, entonces la rentabilidad bruta del capital debe superar al menos el 14%, y por lo tanto el retorno bruto de una tasa de inversión equivalente al 27% del PIB puede estimarse en al menos 3,8 puntos de crecimiento económico por año.

El gráfico 3 se muestra la evolución de la tasa de inversión y la tasa de crecimiento económico a lo largo de las últimas cuatro décadas. Existe una correlación positiva entre ambas variables. En particular, hay que destacar que la última década se destaca por exhibir niveles récord para la tasa de inversión y también para la tasa de crecimiento del producto. Esta es la evidencia a nivel agregado de la alta rentabilidad individual de los proyectos realizados. El incremento en la tasa de inversión se ve reflejado en mayores presiones por fondos en el mercado crediticio local. Si al mismo tiempo no se produce un desplazamiento de la oferta de ahorro nacional, entonces las presiones se resuelven en parte presionando al alza las tasas de interés domésticas y, en parte, a través de la búsqueda de fuentes sustitutas de financiamiento externo.

b. Ahorro Nacional

En segundo lugar, la tasa de ahorro nacional muestra un estancamiento o una leve tendencia decreciente en el mismo período. Desde principios de la presente década la tasa de ahorro nacional promedia cerca del 22% del P.I.B.. En tercer lugar, la tasa de ahorro presenta fluctuaciones año a año como resultado de las variaciones en los precios de exportaciones e importaciones y su impacto sobre el ingreso nacional. En parte, estas variaciones reflejan la operación de mecanismos institucionales de estabilización de ingresos como los Fondos del Cobre y el Petróleo, que acumulan en los años de abundancia, como el año 1995, para los años de mayor escasez, como el actual. Así, para el presente año podemos esperar un deterioro transitorio en la tasa de ahorro nacional como consecuencia de la disminución observada en los términos de intercambio, en torno al 5%.

A continuación quiero referirme en más detalle el estancamiento que muestra la tasa de ahorro nacional a través de la última década. Esta situación es hasta cierto punto contradictoria con la evidencia internacional que muestra que incrementos en la tasa de crecimiento económico normalmente van asociadas con mayores tasas de ahorro nacional (privado).

En primer lugar, la tendencia decreciente en el ahorro nacional refleja principalmente una disminución en la tasa de ahorro privado, mientras el ahorro del sector público presenta una tendencia creciente hasta 1992, que tiende a estabilizarse en los últimos años en torno al 5% del PIB. A su vez, el Fisco es un oferente neto de fondos. Si se descuentan los gastos de inversión que realiza el sector público, el superávit fiscal promedia el 1,8% del PIB en la última década, cifra que le ha permitido al Fisco realizar reducir su deuda externa y efectuar amortizaciones extraordinarias de la deuda que mantiene con el Banco Central. A su vez, el ahorro puede separarse en el componente obligatorio que se realiza a través del sistema previsional, y el componente voluntario. El ahorro que se realiza a través del sistema previsional, los aportes realizados al Fondo y la capitalización de intereses y dividendos, presenta una tendencia creciente que tiende a estabilizarse en el rango de 4% a 5% del PIB en la presente década. En cambio, en el mismo período, el ahorro voluntario presenta una tendencia más marcada de disminución. Esta compensación puede mostrar evidencia de

algún grado de sustitución entre ambos componentes porque, independiente de dónde se realiza el ahorro, el fin es el mismo: financiar el período de jubilación.

Finalmente, el ahorro voluntario puede separarse entre aquella parte que realizan directamente los hogares - ahorro personal- , y el ahorro que realizan las empresas a través de la retención de utilidades. Esta distinción tampoco es absoluta, porque en definitiva son las personas las dueñas de las empresas y, por lo tanto, existe un grado de sustitución entre el ahorro personal y el que se realiza en las empresas. Los antecedentes respecto de la división del flujo de ahorro voluntario entre el ahorro de las personas y el de las empresas son incompletos, pero la información disponible ha llevado a diversos autores a concluir que la tasa de ahorro de los hogares es extremadamente baja e incluso negativa.

Algunas estimaciones indican que desde 1989, el ahorro de las empresas se mantiene relativamente constante, en torno al 15% del PIB, mientras que el ahorro personal absorbe la disminución en el ahorro voluntario. ¿Por qué se ha rezagado el ahorro de los hogares en relación con el ahorro nacional?. Una hipótesis promisoriosa se refiere al fuerte desarrollo que ha experimentado la industria financiera de colocaciones a personas en la presente década y su impacto sobre el ahorro familiar.

El reposicionamiento de la banca hacia este sector se ha caracterizado por un elevado ritmo de crecimiento de las colocaciones, una ampliación de la base de clientes y un alto grado de competencia en este segmento. Como consecuencia de lo anterior, los spreads de tasas aplicables a las colocaciones a personas se han venido reduciendo progresivamente, se han ampliado los límites de crédito, y se han reducido otros requerimientos para acceder a un crédito de consumo o de vivienda, como el porcentaje mínimo de financiamiento propio. Asimismo, el incremento en el nivel general de ingresos de la población ha permitido a nuevos segmentos acceder a los mercados crediticios.

Algunos antecedentes relevantes.

A través de la última década, el porcentaje de la cartera de colocaciones que se dirige hacia los hogares, préstamos de consumo y vivienda, prácticamente se duplicó, desde el 15% a algo menos del 30% de la cartera total. Se observa un fuerte desarrollo entre los años 1989 y 1992, que vuelve a tomar fuerzas a partir de 1994. Dentro de éstas, el principal impulso se observa en las colocaciones de consumo, que se incrementan desde el 3% de la cartera en 1988 al 12% en 1997, con tasas de expansión que hasta mediados del año pasado superaban el 30% anual.

El stock de las colocaciones a personas se incrementa desde un equivalente al 12% en 1988 del consumo anual al equivalente del 26% del consumo anual en 1997. Asimismo, la cobertura de clientes se incrementa notablemente. En los últimos cuatro años, el número de deudores por créditos de consumo se ha incrementado en cerca de un millón de personas, y hoy representan poco más del 40% de la fuerza de trabajo activa. En este mismo período, el saldo promedio de las deudas de consumo aumenta en 44% real. Además, a estas cifras habría que agregar el incremento que han experimentado los préstamos de consumo comerciales. El elevado crecimiento de los préstamos a personas lleva a una disminución de los activos netos que poseen las familias en el sistema financiero, medido en relación al PIB.

Esto es la diferencia entre los depósitos que mantienen en el sistema y los préstamos recibidos disminuye desde el 11% del PIB en 1990 al 8% en 1997. Esta observación reafirma la validez de los antecedentes parciales que señalan un rezago del ahorro personal en relación a la evolución del ahorro nacional. Desde la perspectiva del bienestar del país y de los consumidores, este desarrollo financiero es positivo, y responde a una situación de mayor confianza basados en las mejores perspectivas de ingreso personal, mayor estabilidad laboral y la creciente estabilidad de precios. Sin embargo, a nivel macroeconómico su contrapartida es un menor nivel de ahorro privado.

Las perspectivas futuras, sin embargo, son relativamente optimistas. En la medida que la cobertura del mercado alcanza su madurez y que los consumidores van agotando su capacidad de endeudamiento, el resultado es una estabilización en el tamaño de la deuda privada, lo que libera flujo de fondos e incrementa la tasa de ahorro privado.

En conclusión, a partir de esta breve revisión podemos concluir que las raíces de la ampliación del déficit de la cuenta corriente están en el incremento progresivo en la tasa de inversión, así como a una disminución en la tasa de ahorro personal, compensada parcialmente por el incremento en la tasa de ahorro previsional. La mayor demanda por fondos en el mercado crediticio presiona al alza el nivel de las tasas de interés internas, tanto para proveer los incentivos para generar un mayor ahorro nacional y una moderación de la inversión, como para atraer capitales al país y financiar la brecha remanente con mayor ahorro externo. Es importante destacar que el nivel de las tasas de interés internas responde a estas condiciones fundamentales del equilibrio macroeconómico, y no a la obsesión del Banco Central con la meta de inflación. El esquema de metas de inflación es instrumental a implementar los cambios necesarios en las tasas de interés, pero no es su causa.

Cuando hay presiones excesivas de demanda, la tasa de inflación y sus proyecciones tienden a elevarse respecto de la meta proyectada y en consecuencia el Banco Central responde incrementando las tasas de interés y viceversa. c. ¿Es preocupante el déficit de la cuenta corriente desde la perspectiva macroeconómica? La conclusión del análisis anterior es que el déficit de la cuenta corriente se dirige fundamentalmente a financiar inversiones, ya sea de las empresas o de los consumidores (a través de la compra de vivienda o bienes durables). Esta situación no es preocupante en sí, condicional que los proyectos que se financien con estos fondos sean rentables.

En este último punto es clave el entorno macro-financiero en el que se realizan las decisiones de inversión y financiamiento. En efecto, una de las principales lecciones de la crisis asiática es subrayar la importancia de un ambiente financiero sano, con incentivos bien puestos, por medio de un nivel adecuado de transparencia, supervisión y capitalización, y de un entorno

macroeconómico estable, libre de burbujas en los precios de activos financieros o inmobiliarios. En ausencia de estos requisitos, la calidad de los proyectos de inversión que respaldan los financieros se deteriora y se pueden producir problemas financieros, incluso si el déficit de la cuenta corriente permanece acotado.

La evidencia revisada indica que la inversión realizada en Chile a través de la última década ha sido altamente rentable en término de su impacto sobre el crecimiento económico. Asimismo, el sistema financiero está en una posición saludable. No hay razones para pensar que esta situación no pueda mantenerse en el futuro.

IV. La Perspectiva Financiera: inversión neta del exterior en Chile

Otra forma de mirar el déficit de la cuenta corriente se refiere a su contrapartida en el saldo de la cuenta de capitales, la inversión neta que realizan los extranjeros en Chile. En la última década se ha observado un aumento generalizado de la oferta internacional de fondos hacia las economías emergentes, y dentro de éstas Chile aparece como un lugar atractivo para invertir. Las tasas de retorno son altas, la clasificación de riesgo soberano es la menor de la región, la economía ha mostrado un desempeño de crecimiento récord a lo largo de la última década y el nivel de riesgo cambiario permanece acotado. El resultado es una oferta global de capitales que en lo que va corrido de la presente década ha promediado una cifra en torno al 7% del PIB, en parte compensada por la acumulación de Reservas Internacionales que ha realizado el Banco Central en el mismo período.

En el período se ha acumulado una posición deudora neta con el exterior, pero a una tasa inferior al crecimiento de nuestra capacidad de pagos, definida por la evolución del PIB o de las exportaciones. En el gráfico 7 aparece una estimación del saldo de los pasivos externos netos como porcentaje del PIB entre los años 1990 y 1997. Se aprecia una tendencia decreciente hasta 1995, que se revierte levemente en los dos últimos años.

Desde la perspectiva financiera, lo relevante es evaluar la capacidad de la economía para continuar atrayendo fondos que financien la brecha interna de ahorro e inversión. Es evidente que si el nivel de los pasivos externos es tal que se generan dudas sobre la capacidad actual de la economía de servir estas deudas, se producirá inmediatamente una crisis de confianza. Del mismo modo, si la tasa de acumulación de pasivos externos, es decir el déficit de la cuenta corriente, es tal que se generan dudas sobre la capacidad futura de la economía solventar sus pasivos, entonces el riesgo soberano de la economía aumentará progresivamente y se presentarán dificultades para continuar atrayendo fondos externos, quedando la economía en una situación vulnerable a enfrentar una crisis de confianza.

Para evaluar la sustentabilidad de la tasa de acumulación de pasivos externos es necesario tomar en cuenta el tamaño inicial de los pasivos externos, así como la tasa de crecimiento de la economía en el mediano plazo. En efecto, mientras mayor es la tasa de crecimiento económico, mayor es el déficit sustentable de la cuenta corriente, porque la economía es capaz de generar los recursos necesarios para pagar los pasivos externos y evitar que se produzca un deterioro en sus razones de endeudamiento externo.

En ambos aspectos, la economía chilena se encuentra hoy en mejor pie que hace una década. La posición global de solvencia externa de la economía chilena es hoy día mejor que la que existía a principios de la década y a lo largo de los últimos años se ha mantenido dentro de niveles acotados, inferiores al 50% del PIB. Del mismo modo, las perspectivas de crecimiento económico de mediano plazo son más optimistas que las de hace algunos años, aún a pesar de la moderación esperada en el corto plazo.

Si logramos mantener la tasa de inversión en niveles como los actuales y agregamos el impacto de las mejoras en educación y capital humano, la economía puede continuar creciendo a tasas similares a las de la última década, y no hay razones para esperar un deterioro en la razón de pasivos externos. A modo de referencia se puede señalar que si la tasa de crecimiento económico de mediano plazo se mantiene en torno al 6,5%-7%, y agregando un supuesto razonable de inflación internacional de mediano plazo, 2,5%, y un supuesto conservador de apreciación del tipo de cambio real de tendencia, entonces el PIB en dólares puede continuar creciendo al 9% ó 10% anual, con lo cual el déficit de la cuenta corriente puede mantenerse en torno al 4,5%-5,0% del PIB sin que la razón de pasivos externos a PIB presente un deterioro secular.

Sin embargo, también es necesario evaluar la posibilidad de escenarios más pesimistas. Nuestra economía sufre regularmente variaciones bruscas y significativas en sus términos de intercambio que modifican las perspectivas de la cuenta corriente y de crecimiento de las exportaciones. Asimismo, los mercados financieros internacionales muestran turbulencias por efectos contagio que tienen una incidencia generalizada sobre la oferta de fondos hacia economías emergentes, aún si los fundamentos de la economía son los correctos. Es evidente que la vulnerabilidad de la economía frente a este tipo de riesgos se incrementa a medida que se eleva el peso relativo de los pasivos externos.

Desde este punto de vista la prudencia indica reducir el nivel del déficit de la cuenta corriente, para evitar la posibilidad de una acumulación excesiva de pasivos con el exterior. Asimismo, tan importante como analizar el nivel de los pasivos externos es examinar su composición. En efecto, desde el punto de vista de la estabilidad del ingreso nacional (y de la cuenta corriente) la acumulación de pasivos asociados a la inversión extranjera es menos riesgosa que la acumulación de flujos de deuda externa. Y desde el punto de vista de problemas de liquidez y eventuales crisis de confianza, la acumulación de inversión directa es menos riesgosa que la acumulación de inversión de cartera, del mismo modo que el endeudamiento de mediano y largo plazo es menos riesgoso que el endeudamiento de corto plazo.

En ambas dimensiones, la composición de nuestra cuenta de capitales es altamente satisfactoria. El grueso del financiamiento de la balanza de pagos en los últimos años corresponde a inversión extranjera, y dentro de ésta a inversión directa. En la actualidad, los pasivos externos asociados a inversión directa se calculan en torno al 30% del PIB. Asimismo, la sensibilidad de la cuenta corriente respecto de las variaciones del precio del cobre ha tendido a reducirse por el efecto compensatorio sobre las utilidades devengadas

por los inversionistas extranjeros.

Por otra parte, el peso relativo de la deuda externa ha venido disminuyendo a lo largo de la década representando en la actualidad el 35% del PIB. A su vez, dentro de la deuda, el 95% corresponde a pasivos de mediano y largo plazo, y el saldo restante a pasivos de corto plazo. Finalmente, también hay que destacar la acumulación de Reservas Internacionales que ha realizado el Banco Central, cercana a los US\$ 17.000 millones, equivalente al 22% del PIB. La posición de liquidez internacional de la economía chilena es muy sólida. En efecto, el acervo de Reservas Internacionales excede con creces los vencimientos de corto plazo de deuda sumados al déficit estimado de la cuenta corriente, lo que reduce fuertemente los riesgos de enfrentar eventuales problemas de liquidez externa. Sin embargo, en un escenario externo turbulento como el actual no se puede actuar sobre la base de que no hay riesgos presentes. Por lo tanto, es necesario insistir en la prudencia que debe guiar los criterios de la política macroeconómica y desde esta perspectiva es prioritario mantener el déficit de la cuenta corriente dentro de rangos acotados.

Para mantener la continuidad de los flujos de capitales se requiere mantener la confianza en las perspectivas de la economía, en la solvencia del sistema financiero y en la estabilidad de las principales variables macroeconómicas. Hasta el momento esto ha sido posible, y no hay razones para pensar que no lo será en el futuro.

V. La Perspectiva de Comercio Exterior: ventas y compras de bienes y servicios

En el gráfico 9 aparece la contrapartida comercial del déficit de la cuenta corriente. Dentro de la cuenta corriente destacan dos grandes partidas, la balanza comercial y la balanza de servicios financieros, el saldo entre las remuneraciones a las inversiones de chilenos en el exterior y de extranjeros en Chile. En los últimos tres años la balanza comercial ha pasado a una posición deficitaria que se mantiene hasta la fecha. A su vez, la cuenta de servicios financieros permanece negativa, aunque refleja cambios en su composición hacia una mayor participación de las utilidades devengadas a inversionistas extranjeros y menor participación de los intereses, reflejando la evolución de los stocks correspondientes en la cuenta de capitales.

Al mirar el tema desde la perspectiva comercial, aparecen naturalmente el tema de la competitividad internacional de los productores nacionales y, en particular, el tema del tipo de cambio real. En efecto, uno de los factores que afecta la capacidad relativa de la industria nacional para colocar sus productos en competencia con productores extranjeros, ya sea en terceros mercados o en el mercado nacional, es el tipo de cambio real. Desde esta perspectiva, el déficit de la balanza comercial parece ser el resultado de la trayectoria de apreciación que ha mostrado el tipo de cambio real de los últimos años. El corolario de este razonamiento es que para revertir este resultado y reducir el déficit de la cuenta corriente es necesario procurar una depreciación del tipo de cambio real. Este razonamiento parece ser lógico desde la perspectiva de cada productor individual, pero es erróneo desde la perspectiva macroeconómica. En efecto, la evolución del tipo de cambio real es el resultado de los equilibrios necesarios en el mercado de bienes.

El tipo de cambio real responde a la evolución de factores como la productividad, el nivel de los términos de intercambio, y también a la brecha entre la evolución de la inversión y el ahorro o lo que es lo mismo la brecha entre la presión de demanda interna y la capacidad de producción de la economía. Cuando la economía se encuentra en una situación de equilibrio interno, con una tasa de ocupación normal de los recursos como la que ha caracterizado a la economía chilena a lo largo de los últimos años, entonces las presiones de demanda interna necesariamente se deben resolver por la vía de atraer mayores recursos externos. Estos movimientos se producen a través de una corrección de precios relativos.

En el mercado de crédito se produce un incremento de las tasas de interés, y en los mercados de bienes un encarecimiento de los productos internos en relación a los bienes transables. Esto es, una apreciación del tipo de cambio real más allá de la motivada por los factores que influyen sobre su tendencia de largo plazo como la productividad o las condiciones de acceso a los mercados externos. La solución a esta situación de mayor déficit en las cuentas externas necesariamente debe pasar por una reducción del gasto interno, ya sea por menor consumo o menor inversión.

No se puede reducir el déficit de la balanza comercial por la vía de depreciar el tipo de cambio real, sin hacer nada al mismo tiempo respecto del balance ahorro e inversión. En el corto plazo, las formas de operar sobre esta ecuación son básicamente dos: la generación de mayor ahorro fiscal, ya sea por mayores tributos o por menor gasto público, y un mayor nivel para las tasas de interés. En el mediano plazo se abren otras posibilidades más estructurales, que no es del caso examinar en esta ocasión.

VI. El Rol de las Políticas Monetaria y Cambiaria en el Proceso de Ajuste

Como es bien sabido, la política monetaria ha tomado una instancia más restrictiva con el fin de resolver los desequilibrios entre el crecimiento de la demanda y la producción, mientras la política cambiaria ha operado sin impedir que se manifiesten las tendencias más permanentes del tipo de cambio, pero buscando amortiguar sus movimientos bruscos. Es así como desde octubre a la fecha, se ha acumulado una depreciación del peso en relación al dólar de 9,5%. Y en este mismo período, el Tipo de Cambio Real se ha incrementado en torno a 4%.

Se ha mencionado que en el corto plazo, las políticas cambiaria y monetaria podrían intentar impulsar una depreciación adicional del tipo de cambio nominal, y disminuir el peso del ajuste en las tasas de interés. Sin embargo, si esto ocurre cuando la economía continúa gastando a un ritmo elevado como ha ocurrido en el último tiempo, entonces sólo se conseguirá generar mayores presiones inflacionarias en los bienes importados, las que no se verán compensadas por menores presiones inflacionarias de los bienes internos.

En efecto, si no se alteran las condiciones fundamentales en la brecha entre ahorro nacional e inversión, el resultado final será un impulso inflacionario adicional hasta prácticamente anular el ajuste inicial de precios relativos, con un incremento más permanente en la tendencia inflacionaria producto de los mecanismos de reajustabilidad automática de precios y salarios. Finalmente, es necesario hacer presente que la otra cara del ajuste del tipo de cambio real está en la disminución de los salarios reales. En efecto, existe una correspondencia inversa entre el nivel de tipo de cambio real y el nivel de los salarios reales. Si lo que se desea es ganar competitividad externa por la vía de depreciar el tipo de cambio real, entonces, para que sus efectos sean duraderos, la contrapartida deben ser necesariamente una reducción en la tasa de crecimiento de los salarios reales.

Sin embargo, al examinar la evolución reciente del mercado laboral no existe una percepción de desalineamiento de precios relativos. Salarios reales muy altos o, su contraparte, un tipo de cambio real muy apreciado, llevarían a una situación de desempleo creciente que contrasta con la evolución reciente de la creación de puestos de trabajo. En la actualidad, la tasa de desocupación es la menor de los últimos seis años. Bajo estas condiciones, intentar generar un recorte artificial de las remuneraciones reales por la vía de depreciar el tipo de cambio nominal, sería compensado a corto andar por mayores demandas de salarios nominales y finalmente mayores presiones de costos domésticos. En conclusión, la solución al déficit de la cuenta corriente no pasa sólo por depreciar el tipo de cambio nominal, y aceptar algo más de inflación.

Las acciones adoptadas ya se han traducido en una desaceleración del ritmo de crecimiento de los agregados monetarios, y también de la velocidad de crecimiento del producto y la demanda agregada en sus componentes de consumo e inversión fija, y una desaceleración sostenida del ritmo de crecimiento de las importaciones. Del mismo modo se observa una importante reducción en la velocidad de expansión de los créditos de consumo, y también se observan ajustes en la tasa de crecimiento de las ventas del comercio y de las ventas de bienes durables e inmuebles. Del mismo modo, las acciones decididas de la política monetaria han permitido moderar el traspaso a precios finales de las presiones de demanda y de costos que se observaron entre el cuarto trimestre del año pasado y el primero del presente año. Y, también, han favorecido el traspaso a precios finales de las reducciones observadas en los costos de las importaciones provenientes de Asia. De tal forma que la tendencia inflacionaria permanece bien encaminada.

VII. Conclusiones

Para concluir quiero volver a recapitular las principales conclusiones de esta presentación. Primero, la ampliación del déficit de la cuenta corriente es el resultado de necesidades crecientes de inversión, que contrastan con una tasa de ahorro nacional que permanece estancada. Segundo, a pesar del incremento en el déficit de la cuenta corriente, la economía nacional ha mejorado sus índices de solvencia externa, y no hay perspectivas de un empeoramiento en estos índices. Al mismo tiempo, la composición de este financiamiento, sesgada hacia inversiones de capital y endeudamiento de mediano y largo plazo, reducen las probabilidades de enfrentar problemas de confianza externa. Sin embargo, las mayores turbulencias en los mercados financieros internacionales llevan a tomar una actitud de prudencia y mantener el déficit de tendencia de la cuenta corriente en un rango acotado. Si deseamos mantener el ritmo de crecimiento del producto a una tasa similar a la observada en la última década y al mismo tiempo deseamos reducir el déficit de la cuenta corriente, entonces el único camino disponible es incrementar la tasa de ahorro nacional. Finalmente, la trayectoria del tipo de cambio real debe ser coherente con la evolución del balance entre ahorro e inversión, o con la trayectoria de la demanda interna en relación al producto. Sin modificar las condiciones fundamentales en estos mercados, el tipo de cambio nominal no es un instrumento de política que permita cerrar el déficit de la cuenta corriente.