

Puntos de Referencia

Una Coyuntura Propicia a la Confusión: La Transición 1993-1994

DANIEL TAPIA DE LA PUENTE

- A nivel de cifras globales en 1993 se cumplirán las proyecciones oficiales. Tanto el crecimiento del producto como el de los precios se situará en niveles cercanos a los estimados por el programa macroeconómico.
- En cuanto a la estructura del crecimiento se detecta un menor crecimiento de las exportaciones que el estimado por las autoridades y un mayor nivel de inversión.
- Para 1994 resulta preocupante la tendencia que registran las cuentas externas. El déficit en cuenta corriente podría situarse en niveles cercanos al 7% del PGB, no obstante el bajo nivel que registran las tasas de interés internacionales.
- Para la nueva administración los equilibrios macroeconómicos deberían continuar siendo de primera prioridad. Sin embargo, con igual énfasis es oportuno pedir a ésta el mayor grado de compromiso con el funcionamiento eficiente de los mercados, pues ello aparece como una condición necesaria para sostener el impulso de la economía.
- La economía chilena se encuentra en un proceso de ajuste, el que ha sido liderado por la política monetaria. Revertir la dirección de esta política sería altamente inadecuado, en la medida en que impediría la recuperación del tipo de cambio real.

Daniel Tapia de la Puente es Master en Economía, Universidad de Chile. Decano Escuela de Ingeniería Comercial, Universidad Finis Terrae. Asesor del Directorio del Banco BICE.

Introducción

Esta breve y esquemática presentación pretende, fundamentalmente dar una explicación respecto de la actual situación económica. Las señales han producido una cierta confusión, la que se manifiesta en opiniones contradictorias sobre una misma realidad.

El objetivo es identificar los elementos que están contribuyendo a los resultados que se manifiestan, y a qué obedecen sus tendencias.

1. Expectativas para 1993 y lo efectivo

A nivel de cifras muy globales, se puede aseverar que el programa macroeconómico oficial para 1993 estuvo básicamente en lo correcto.

En lo grueso, se estimaba un crecimiento del producto en torno al 5,5 y una tasa de inflación en torno al 11%. La primera cifra estará aparentemente en el orden estimado, mientras que es más probable que la inflación resulte algo más alta que el 12%, lo que en cualquier caso es un acierto notable.

En cuanto a la composición del crecimiento, sin embargo, no hubo tanto acierto. Se esperaba que las exportaciones no cobre liderarían el crecimiento, con una tasa de 9%, subestimando aparentemente el efecto que podría tener la baja del tipo de cambio en los últimos años. No hubo tanta confianza, en cambio, en el dinamismo de la inversión, ya que se esperaba que esta creciera 11%. Lo efectivo muestra que mientras las exportaciones no cobre solamente crecerán alrededor de 2%, la inversión mostrará un vigoroso crecimiento de 15% en este año.

La tasa de inflación es un notable buen resultado, pues gran parte de la baja de la inflación de 1992 puede haber sido efecto de la devaluación de 2,2% del peso contra una inflación de 12,7%. Pese a que en 1993 el tipo de cambio ha subido 11,8%

en promedio, la tasa de inflación ha logrado mantenerse en niveles de 12%. Esto es un hecho muy positivo.

En las proyecciones de balanza comercial hubo, sin embargo, un error en el vaticinio oficial, ya que el programa presentado al Congreso el año pasado esperaba un superávit de 600 millones de dólares para 1993. En su última estimación la balanza comercial terminará en una cifra del orden de US\$ -900 millones. Si bien hubo un efecto inesperado por la caída de los términos de intercambio que se estima en unos US\$ 800 millones, hubo una gruesa subestimación de las importaciones.

En lo complementario, la economía chilena ha seguido comportándose vigorosamente durante 1993, y en línea con la tendencia que ha llevado prácticamente en los últimos 9 años. Esto también era anticipado por la mayoría de los sectores. Entre los factores más notables destaca la baja tasa de desempleo, la que con cifras del orden de 5% representa una de las más bajas del mundo, algo poco frecuente para nuestra experiencia histórica. Desde el punto de vista de las cifras macroeconómicas se puede evaluar, entonces, que básicamente la situación continúa siendo muy favorable, si bien es posible hacer algunas observaciones que saldrán a luz más adelante.

2. Factibilidad de las proyecciones oficiales de 1994

En sus presentaciones al Congreso, el Banco Central y el Ministerio de Hacienda han elaborado nuevamente un conjunto de proyecciones, las que pueden tomarse como base para emitir algunas ideas al respecto.

En lo básico, dichas estimaciones apuntan a una desaceleración suave de la economía, respecto de la situación de exceso de gasto que estaría representando el déficit comercial y de cuenta corriente.

Se puede observar, en primer lugar, que aun cuando un déficit en cuenta corriente del orden de 4 a 5% del producto como anticipa el Gobierno para 1993 y 1994 sea financiable, es adecuado tomar medidas correctivas para evitar deterioros futuros. Cifras como la indicada son de cierta magnitud. En el grupo de los 7 países industrializados, Estados Unidos es el que tiene un déficit más alto como porcentaje del producto, el que estimativamente alcanzará a 1,8% en 1993 y 2,1% en 1994. El resto tiene desde pequeños déficit inferiores al 1,5%, hasta un superávit, en el caso de Japón, del orden de 3% en forma más o menos continua en los últimos tres años. La OCDE muestra una cuenta corriente prácticamente en equilibrio, con un déficit de solamente 0,1% del producto.

En el aspecto externo pareciera haber una debilidad en las proyecciones oficiales, a la luz de lo que ha sucedido hasta ahora.

Tanto una corrección de las importaciones, mayores a las estimadas, como de las exportaciones, inferiores, hacen pensar que es más probable un déficit comercial de aproximadamente US\$ 1,1 billón y un déficit en cuenta corriente de unos US\$ 2,2 billones en 1993.

Ahora bien, este mayor déficit no significa necesariamente que para 1994 se deba aumentar la proyección oficial actual de las importaciones. Pero sí, debe quedar claro que si ésta se cumple, deberá ser sobre la base de que habría necesariamente una situación más contractiva que la anticipada actualmente.

Otra corrección fácil de hacer para 1994 es que no es aventurado pensar que el precio del cobre se pueda mantener en unos 75¢, que es aproximadamente el precio actual. Si ello sucede, habría que adicionar otros 400 millones de dólares al déficit comercial. Si a ello se sumara en 1994 la posible subestimación de importaciones de 1993, el déficit comercial sería alrededor de US\$ 1.700 millones y

US\$ 3.100 millones el déficit de cuenta corriente.

Una cifra de déficit en cuenta corriente como la indicada ya se aproximaría al 7% del PGB, lo que no es conservador. Más aún, si se considera que las tasas de interés están en los niveles más bajos de los últimos 30 años, y que hace sólo una década eran casi cinco veces mayores.

Este concepto, en el sentido de que estamos en presencia de un importante déficit externo, será un aspecto relevante para los argumentos finales.

3. El cambio cualitativo para la próxima agenda

Acaso lo más relevante del próximo año es que coincide con un cambio de gobierno.

Para la nueva administración, los equilibrios macroeconómicos debieran continuar siendo de primera prioridad. Para ello existe ya una mucho mayor experiencia en su manejo, están los instrumentos adecuados, y existen las personas que saben manejarlos.

Pero con igual énfasis es oportuno pedir a la nueva administración el mayor grado de compromiso con el funcionamiento eficiente de los mercados, pues ello aparece como una condición necesaria para sostener el impulso de la economía ante las actuales circunstancias.

En el aspecto de ahondar en la eficiencia microeconómica se observó un cierto inmovilismo durante la actual administración. Hay que recordar que fueron las innumerables reformas que se realizaron en años pasados en la economía las que permitieron transformar a Chile en un país emprendedor, que ha exhibido indudables progresos. Al margen de las grandes reformas, como la de los Fondos de Pensiones, al mercado de capitales, al sistema tarifario, las reformas tributarias, el impuesto al valor agregado, las reformas portuarias, y otras, hubo también muchas iniciativas en el abordamiento de proble-

mas coyunturales macroeconómicos, con incidencia microeconómica, como lo fueron los prepagos de deuda externa, el mecanismo de los *swaps* mientras funcionó eficientemente, e innumerables otras que pertenecen a distintas esferas de actividad del gobierno.

Evidentemente que las modificaciones ahora necesarias no van en pro de darle más atribuciones al gobierno, sino de permitir que, para quienes es su interés permanente trabajar en un sector, lo puedan hacer de la manera que sus iniciativas puedan ser materializadas, y no coartadas.

La prueba práctica de la huelga docente es clara demostración de las direcciones que no hay que tomar en bien de una estabilidad de largo plazo, donde las modificaciones realizadas al Estatuto Docente fueron detonantes del conflicto. En cambio, la reciente licitación de El Abra por Codelco, así como algunas ideas vertidas por un personero respecto a la descentralización de la educación en el futuro, son clara muestra de la dirección adecuada para este objetivo.

Lo importante para un diseño adecuado de todas las pequeñas reformas que se puedan realizar en los distintos mercados, y que éstas colaboren eficientemente al objetivo final, es que haya grupos de personas en cada área de actividad en el gobierno con las ideas muy claras de qué es lo que se persigue, y los conocimientos técnicos como para llevar a cabo esas reformas, y que busquen la colaboración de personas conocedoras de las áreas respectivas. Es importante, por supuesto, la ausencia de conflictos de intereses entre quienes realizan estas reformas, de compromisos políticos, o de objetivos políticos personalistas de mediano plazo. Es, en cambio, necesaria una gran dosis de desinterés, de rigurosidad técnica, de sacrificio personal y de firmeza.

4. El uso de la imaginación en el diseño de la política

Una agenda de este tipo podría funcionar solamente si se emprende con gran apertura de ideas las tareas a realizar.

Es fácil, probablemente, hacer un listado de distintas regulaciones que perdieron su razón de ser, pero que nunca han sido tocadas.

Muchas cosas son simplemente porque están; poco se cuestiona la necesidad de que existan, o de si acaso permanecen en pie las condiciones que aconsejaron su vigencia en alguna oportunidad.

Por ejemplo, en el mercado monetario, ¿qué sentido tiene mantener plazos mínimos de cuatro días para la transacción de pagarés del Banco Central, o de 90 días para realizar operaciones de depósitos a plazo reajustables, entre otras?

A propósito del reciente fracaso de los ADRs de Chilgener, ¿qué sentido tiene exigir que sean acciones de nueva emisión? Hay quizás en ello una confusión de objetivos en la cual se busca aumentar la tasa de inversión de una manera obligada. ¿O qué sentido tiene mantener tantas restricciones cambiarias, puesto que no son ellas las que están sujetando el equilibrio entre oferta y demanda de divisas, sino que la buena condición de la economía? Con las mismas restricciones actuales, si se produjera alguna desconfianza sobre el manejo económico se podría generar una situación cambiaria delicada. En cada sector de la economía hay, sin duda, innumerables regulaciones que están de más, que no favorecen el funcionamiento fluido o la inversión en esos sectores, sino, por el contrario, la entorpecen.

Es necesario, por supuesto, que los cambios no provoquen algún problema macroeconómico, pero eso es materia de la prudencia con que se lleven a cabo las modificaciones sin provocar tales dificultades.

Entre las cosas que se debiera cuestio-

nar, está por ejemplo la existencia misma de las empresas públicas, tema de gran sensibilidad política.

Si se es objetivo, se observará que ellas no han aportado durante el curso de estos años más allá de 250 millones de US\$ al año al Gobierno y ello es solamente es un 0,5% del PGB, cifra, que si son privatizadas, es posible de recoger en la forma de impuestos por el crecimiento de utilidades que seguramente habrán de tener, al margen de lo que se perciba por la venta de las mismas. Es de esperar que la nueva administración tenga la apertura e independencia para tomar la iniciativa en estos temas, y que no se constituyan, como a veces se ha dicho, exclusivamente en un tema tabú porque significan posibilidades de poder y de empleos.

5. Algún grado de confusión macroeconómica

Si algo caracteriza a la situación después del tercer trimestre de 1993, parece ser un cierto grado de confusión entre los observadores en cuanto al diagnóstico de lo que está sucediendo y a cuáles deben ser los pasos que debe seguir la autoridad.

Resumiendo datos dispersos, se puede observar lo siguiente:

- a) Hasta ahora, la tasa de crecimiento del producto es razonable, esperando que termine entre 5 y 6% en el año, pero se observa que está decreciendo, por lo que algún analista ha llegado a vaticinar a estas alturas un eventual crecimiento de 2% para 1994, si es que no se hace algo por evitarlo.
- b) Se adjudica en parte esta tendencia a una tasa de interés excesivamente alta, lo que como proposición lógica sugiere una reducción de la tasa de interés por parte del Banco Central, para revertir el presunto estancamiento.
- c) Por otro lado, el Gobierno espera que la inversión crezca en aproximadamente 9%, llegando la tasa de inversión a 28% en 1994.
- d) El gasto del Gobierno anticipa crecer en 5,2% en 1994, más que la tasa oficial proyectada del crecimiento del PGB entre y 5%.
- e) La autoridad anticipa el déficit en cuenta corriente en un 5,3% del PGB para 1994, lo que equivale a decir que habrá un exceso de gasto agregado, o ahorro externo, de esa magnitud. Pequeñas correcciones como las anteriormente citadas lo podrían llevar sin embargo a cerca del 7% del PGB.
- f) La tasa de desempleo está muy baja, habiendo aumentado el empleo en 7,0% a septiembre de 1993 (10% Santiago), y la fuerza de trabajo en 6,6% en igual período, con un gran aumento de la ocupación y la fuerza de trabajo femenina.
- g) El sector de la construcción ha crecido en 15,5% en el primer semestre, y el comercio en 12%, según la estimación de Cuentas Nacionales.
- h) El crecimiento del empleo y de las remuneraciones reales explica que los últimos indicadores de gasto, según el Banco Central, sigan creciendo a tasas de 6% —tercer trimestre—, no guardando relación con la anticipada desaceleración. ¿Cómo se concilia la supuesta detención del crecimiento con todos los indicadores reseñados que va más bien en sentido contrario? Si se redujeran las tasas de interés, ¿no se estaría echando más combustible al exceso de gasto? En el cuadro reseñado faltan aún dos elementos que acaso sirvan para agregar más confusión al diagnóstico.
- i) Las exportaciones, excluyendo cobre, celulosa, frutas y harina de pescado, han

bajado su tasa de crecimiento desde 14%, hace un año, a 3% en los últimos 12 meses al 1º semestre de 1993.

- j) La cantidad de dinero ha caído en 3,5% en términos reales en los últimos doce meses, tendencia que no es puntual, sino que se ha venido incubando desde marzo de 1993.

¿Por qué estos dos últimos factores son importantes, y ayudan a la confusión?

El punto i) indica que, mostrando altas tasas de crecimiento el consumo público y privado y la inversión, son las exportaciones el factor que está declinando, así como que unido al aumento de las importaciones, significa que por primera vez desde 1982 una balanza comercial negativa está produciendo un efecto contractivo en la economía. Lo lejano del fenómeno hace que quizás se subestime su importancia.

El punto j), un crecimiento del dinero inferior a la inflación, cuando el producto sigue mostrando una tasa de crecimiento de 5,6% real, indica una caída en la relación dinero a producto. Todavía hay algunos que consideran que el gasto tiene una relación con el crecimiento de la cantidad de dinero, y ello podría ser la explicación para la tendencia a la desaceleración en el gasto que se ha observado.

Es especialmente notable la caída en la relación dinero a producto, por cuanto el costo de mantener dinero ha caído respecto a 1992.

¿Por qué agrega esto confusión al diagnóstico?

Porque una caída en la cantidad de dinero puede ser interpretada como política monetaria contractiva, y su sentido es el mismo que el de las tasas de interés altas. Si bien la situación 1993-1994 no es la de 1981-1982, no se puede dejar de observar ciertos comportamientos similares en el aspecto monetario, que en ese caso

eran exagerados, pero que tienen la misma esencia.

También en ese momento la balanza comercial producía una sustracción de recursos a la economía, si bien en forma bastante más importante.

También en 1981-1982 se observó una caída en la cantidad de dinero, bastante más exagerada y claramente con elementos de fuerte incertidumbre que no están presentes en la actualidad, y se sugería (palabra, quizás, muy débil) que el Banco Central debía aumentar la cantidad de dinero.

Sin pretender que ambos períodos sean similares, pues las condiciones de manejo macroeconómico son fundamentalmente más favorables en la actualidad, hay un elemento que es común a ambas situaciones. Tal elemento es que la tendencia natural de la economía a superar el problema del momento —por cierto de muy distinta envergadura en ambos casos— es a un alza del tipo de cambio real. Hay que enfatizar la palabra “tendencia” para lo que viene a continuación.

Pensemos qué significa eso, volviendo a lo más elemental. Significa básicamente mejorar la relación de precios de bienes transables a no transables, única forma de restaurar el elemento dinámico que está debilitando la trayectoria de la economía, esto es, lograr una balanza comercial que signifique exportaciones netas positivas y no negativas.

Para que suba el precio relativo de los transables, deben subir más que los no transables. El mecanismo más directo es la devaluación, que es en general cuestionada en cuanto a su eficiencia, y porque suele ser anulada, al menos en parte, por aumentos transitorios en la tasa de inflación.

El otro mecanismo lo constituye la recuperación gradual, por un crecimiento en el tiempo menor en el precio de los no transables que de los transables, o directamente una caída en el precio de los no transables.

Hay también dos formas a través de las cuales se pueden corregir por esta vía.

La caída en el precio de los no transables evidentemente sólo se puede producir con una caída en la demanda interna por los mismos, y ello atraviesa por un menor gasto. Es por ello que una de las medidas correctivas que se sugiere es que el Fisco baje su gasto; es un fundamento económico y no político. Si aquel no lo hace, el sector privado deberá bajar su gasto y esto lo hará junto con menor inversión y más desempleo, ninguno de los cuales se produce aún. Un elemento que ayuda a esta desaceleración del exceso de gasto es la caída en la cantidad real de dinero, y es por ello que sugerir que el Banco Central debe llevar una política expansiva (bajar la tasa de interés o aumentar el dinero) —al margen que como se sabe no controla la demanda de dinero— sería una maniobra autodestructiva para la corrección de la trayectoria de mediano plazo en el tipo de cambio real.

Los principales afectados por la situación de deterioro del tipo de cambio real, que es agravada en algunos casos por fuertes caídas en sus precios de exportación —la caída en los términos de intercambio— son diversas industrias de exportación o sustitutos de importación.

Hasta ahora muchas de ellas —por sus grandes inversiones y ser su actividad principal— no han reducido sus niveles de actividad ni sus proyectos de inversión, si bien el agregado del sector exportaciones no tradicionales ha bajado al 3% señalado.

Lo anterior significa que los menores ingresos han afectado hasta ahora principalmente al capital. Pero es evidente que si la situación proyectada fuera de permanente deterioro, se notaría en las inversiones, en primer lugar, y en la directa reducción de los niveles de producción —desempleo— en segunda instancia.

Hay una forma a través de la cual estas industrias pueden revertir su situación: elevar la productividad, labor que por cierto

se debe estar realizando, y que significa, en definitiva, o producir más con la misma cantidad de gente, o lo mismo con menos personal, lo que significa una caída en el empleo.

A ello apunta también la sugerencia de que en esta coyuntura cobre gran relevancia el papel del Gobierno en facilitar los aumentos de productividad, a través de preocuparse por eliminar las fricciones microeconómicas que provocan regulaciones innecesarias que puedan estar entorpeciendo los.

¿Cuál es la condición a la que apunta esta cantidad de argumentos expuestos? Básicamente a tratar de identificar los elementos del juego, con el objeto de interpretar lo que está pasando, y anticipar lo que pueden ser las líneas por las que se mueva la economía en los meses futuros. En primer lugar, no parece prudente luchar abiertamente contra las tendencias de corrección que tiene la economía, pues entonces éstas se dilatan y es más alto el costo de ajuste.

No es adecuado, por ejemplo, pedir al Banco Central que abandone su política antiinflacionaria.

En esta materia, si no cambian los precios de exportación, es posible anticipar que continuará la tendencia a un bajo crecimiento en la cantidad de dinero, pues sumado al déficit comercial habrá menores vencimientos de papeles del Banco Central que en 1993. Ello puede ser anulado por un mayor financiamiento externo —una cuenta de capitales excesivamente próspera— la que sólo colaboraría a la mantención o a la ampliación del déficit comercial, anulando la tendencia correctora de un sector monetario contractivo.

Es poco probable, además, que se observe una mejora en el tipo de cambio real —al menos de alguna magnitud— si el resto del mundo sigue dispuesto a financiar esta economía, y a invertir en ella. Si por algunos años se va a sufrir de un exceso de financiamiento externo —un déficit en cuenta corriente de cierta permanencia—

la tendencia podría ser más bien al deterioro del tipo de cambio real. Ello dará, evidentemente, una señal a los sectores transables de aumentar su productividad, al menos en línea con su eventual deterioro, o superior si precisa recuperar posiciones. Lo que es importante distinguir es que no es una caída de la demanda interna lo que está provocando una tendencia a la desaceleración del gasto, sino el déficit comercial. Si eso es lo que se diagnostica, ¿qué sentido tiene una eventual baja en la tasa de interés, que lo único que provocaría es un aumento adicional en la demanda interna? La única lógica que se ha planteado es que se desestime el ingreso de capitales, y que de ese modo se mejore el tipo de cambio real, pues el exceso de financiamiento externo estaría colaborando a una baja. Pero si se juega ese argumento hasta su conclusión lógica, se debe aceptar que si se logra que haya menor financiamiento externo por menor tasa de interés, se debe aceptar que haya una situación interna más estrecha, pues el ya mencionado déficit comercial colaboraría al menor ingreso de capitales para que haya menor liquidez en el país, y no más. Se lograría así la recuperación del tipo de cambio real a través de una contracción.

Si eventualmente se llegara a ese punto, sería muy probable que cobrarán vida argumentos pidiendo que el Banco Central sea más expansivo en su política monetaria, es decir, que aumente más el crédito interno, lo que llevaría a perder reservas.

Síntesis

En síntesis, si la situación ha sido debidamente evaluada, sería la siguiente:

- El sector transable se está desacelerando, al margen del efecto de menores ingresos por caída de términos de intercambio. Alguna influencia debe haber por la caída del tipo de cambio real, de un nivel 115, en febrero de 1992, a 97 en agosto de 1993, según la medición del Banco Central (base 1986). Un indicador más rústico muestra un alza de 23% en los salarios medidos en dólares en los últimos 24 meses, o de 32% los últimos 36 meses.
- el sector no transable se ha constituido en el dinámico:
 - en precios: su inflación ha sido de 14-15% aproximadamente contra 8% del transable.
 - en producción: los crecimientos ya señalados de 15,5% en la construcción y 12,0% en el comercio, por ejemplo.
- el déficit comercial, sobre todo si resulta superior al anticipado tiene dos efectos:
 - tiende a producir un efecto de iliquidez, pues hay destrucción de dinero por esta vía. Ello es nuevo; desde 1982 que no sucedía, y se ha reflejado este año.
 - da al Banco Central mayor manejo, pues tiene un factor contractivo que no existía
- si el sector externo financia este déficit, vía crédito o principalmente inversión como está sucediendo, no habrá tendencia a la corrección del tipo de cambio, y no se producirá el ajuste de gasto a ingreso en la medida buscada.
- si el efecto de financiamiento es débil o manejado por el Banco Central, se observará una permanente escasez de liquidez, a través de la cual la corrección del tipo de cambio pasa por una caída del dinamismo de los no transables
- si el diagnóstico sobre el sector transable no fuera el correcto y la deceleración observada no fuera una tendencia, se amorrarían los efectos indicados.