

¿ES SOSTENIBLE NUESTRO DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE?*

Juan Andrés Fontaine

El objetivo del presente trabajo es estudiar la sustentabilidad de la cuenta corriente de modo de evaluar el curso de la economía chilena. La proyección de nuestro devenir económico —señala el autor— lleva a la conclusión que para mantener un déficit de cuenta corriente sustentable, el ahorro nacional debe elevarse desde el 21% registrado en 1996-1997 a 22% o 29%, según se aspire a un crecimiento del PIB de 6% o 7%, respectivamente. Estos incrementos en la tasa de ahorro implican caídas importantes en la tasa de crecimiento del consumo a 5,7% o 4,5%, según sea el escenario.

Se concluye que estamos desviándonos de la senda de equilibrio, donde la actual trayectoria de gasto, producto y precios relativos conduce a una acumulación de pasivos internacionales y que deja a la economía chilena con una vulnerabilidad superior a la adecuada.

JUAN ANDRÉS FONTAINE. M.A. en Economía, Universidad de Chicago. Licenciado en Economía e Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile. Ha sido profesor en la Universidad Católica de Chile y en la Universidad de Chile, y profesor visitante en la Universidad de California, Los Ángeles. Ex Director de Estudios del Banco Central de Chile (1984-1990). Consultor internacional e investigador asociado del Centro de Estudios Públicos.

* Texto de la presentación en seminario efectuado el 7 de mayo de 1998 en el Centro de Estudios Públicos.

De pronto, la interrogante acerca de la sustentabilidad de nuestras cuentas externas comienza a perturbar la confianza con que mirábamos el futuro económico chileno. En verdad, si la respuesta a la pregunta que hoy nos reúne es negativa, el curso macroeconómico que llevamos sería puesto en tela de juicio. Adelantándome a la conclusión de esta nota, mi opinión es que efectivamente estamos en presencia de una desviación respecto de la senda de equilibrio que, aunque todavía moderada, nos exige corregir el rumbo.

Como la interrogante se refiere a un tema que compromete la evolución macroeconómica en su totalidad, comienzo mi presentación con un breve repaso de los rasgos sobresalientes de nuestra trayectoria reciente. Luego, discuto a pinceladas gruesas los escenarios que podrían caracterizar el devenir de nuestra economía en los próximos años y sus respectivos requerimientos de financiamiento externo. Escojo aquel sobre el cual parece prudente basar el análisis. Propongo entonces un criterio para evaluar la sustentabilidad del correspondiente déficit de cuenta corriente (DCC). Termino reseñando las recomendaciones de política macroeconómica que fluyen de tal evaluación bajo el escenario previsto.

1. Vistazo retrospectivo

La buena noticia que trajo la revisión de las cuentas nacionales recientemente publicada por el Banco Central es que hemos crecido más de lo que creíamos (a un ritmo promedio del orden de 7,6% anual en los últimos doce años)¹. La mala noticia es que dicho crecimiento tiene bases menos sólidas de lo que pensábamos. Específicamente, el debilitamiento del ahorro interno ha traído consigo una progresiva dependencia del ahorro externo, esto es, de una cuenta corriente deficitaria cuya sustentabilidad es la duda que discutimos hoy.

El Cuadro N° 1 presenta un resumen de las fuentes de nuestro crecimiento económico durante los últimos doce años². Sobresalen los siguientes aspectos de esa trayectoria:

- Hemos mantenido un crecimiento en el Producto Interno Bruto (PIB) de 7,6% al año, más o menos inalterado en los tres cuatrienios

¹ Banco Central de Chile, *Anuario de Cuentas Nacionales* (1998).

² El análisis de fuentes de crecimiento procura separar la contribución al crecimiento de las variaciones en la cantidad y calidad de los distintos factores productivos. Aplicaciones recientes de esta metodología pueden encontrarse en P. Rojas, E. López y S. Jiménez, "Determinación del crecimiento y estimación del producto potencial en Chile: El rol del comercio" (1997), y en J. Roldós, "Potential Output Growth in Emerging Markets: The Case of Chile" (1996). La versión presentada en el Cuadro N° 1 se basa en un trabajo no publicado del autor, disponible directamente.

CUADRO N° 1: FUENTES DE CRECIMIENTO

	1986-1989	1990-1993 (Promedios anuales)	1994-1997
<i>Crecimiento del PIB</i>	7,5	7,7	7,6
<i>Contribución de factores</i>	4,1	4,2	4,0
Contribución del capital	2,0	2,7	3,2
Rentabilidad del capital (% anual)	20,0	20,0	21,2
Inversión fija (% del PIB)	20,0	22,0	24,3
Depreciación (% del PIB)	10,0	9,7	9,0
Capital/Producto	2,7	2,5	2,3
Contribución del trabajo	2,1	1,6	0,7
Participación del trabajo (%)	0,5	0,5	0,5
Crecimiento de la ocupación (% anual)	4,7	3,2	1,5
<i>Productividad total de factores</i>	3,4	3,4	3,6
Crecimiento producto nacional bruto	8,8	8,5	7,1

en los que dividimos el período (aunque los promedios cuatrianuales ocultan oscilaciones cíclicas de consideración). Nótese, sin embargo, que el ritmo de expansión del Producto Nacional Bruto (PNB), que excluye las utilidades de la inversión extranjera y otros pagos a factores del exterior, lleva una tendencia algo declinante, consecuencia de la preponderancia que ha tomado esa forma de financiamiento externo.

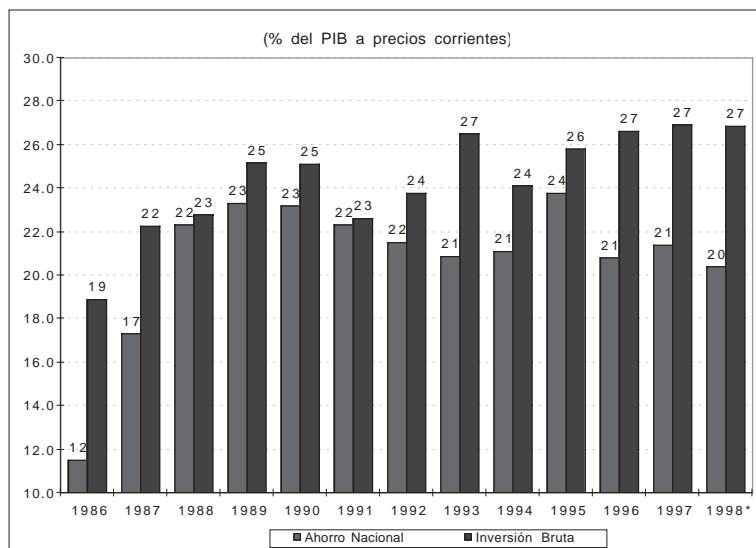
- La principal fuente de crecimiento ha sido el alza de la *productividad total de los factores* (PTF) o ganancia de eficiencia global de la economía, la cual aporta 3,5 puntos porcentuales al crecimiento económico. Este hecho se ha observado también en otras economías de crecimiento rápido³. La PTF engloba factores tan disímiles como la absorción del cambio tecnológico, la elevación de las calificaciones y capacitación de la mano de obra y la mejoría en la asignación de los recursos. Tras reformas estructurales tan vastas y profundas como las experimentadas por la economía chilena, es habitual atribuir a este último factor el grueso de la tendencia observada en la PTF.
- Aunque la inversión ha ido en aumento, y ello ha redundado en una pronunciada recuperación de la dotación de capital por trabajador,

³ El rol de la PTF en el despegue económico ha sido enfatizado por Arnold Harberger, "Reflections on Economic Growth in Asia and the Pacific" (1996).

luego de su bajón en los setenta, ella no ha alcanzado tasas sobresalientes a nivel internacional. Nótese que el cuadro está construido en base a los precios relativos corrientes de los bienes de capital, los cuales son considerablemente inferiores a los precios de 1986, año base de las cuentas nacionales, que suele utilizarse para medir el esfuerzo de inversión. Dicho procedimiento arrojaría una tasa de inversión fija de 30% en 1994-1997. En mi opinión, tal medición es incorrecta porque ignora que son los precios relativos corrientes los que mejor miden la productividad actual del capital⁴. Nótese también que la rentabilidad bruta del capital, que ha sido derivada de las cuentas nacionales, resulta sorprendentemente alta, aún después de descontar depreciación e impuestos. Es posible que ello refleje la rentabilidad alta, pero pasajera, asociada a la explotación de un stock de recursos naturales.

La imagen que deja este cuadro es el de una economía extraordinariamente productiva, de gran dinamismo empresarial. Situación que si hubiera sido acompañada de un esfuerzo mayor de inversión, habría redundado en un desarrollo económico aún más veloz, igualando quizás los récords alcanzados por los tigres asiáticos en sus buenos tiempos.

GRÁFICO N° 1: AHORRO E INVERSIÓN



⁴ El punto ha sido planteado por Harberger (1996).

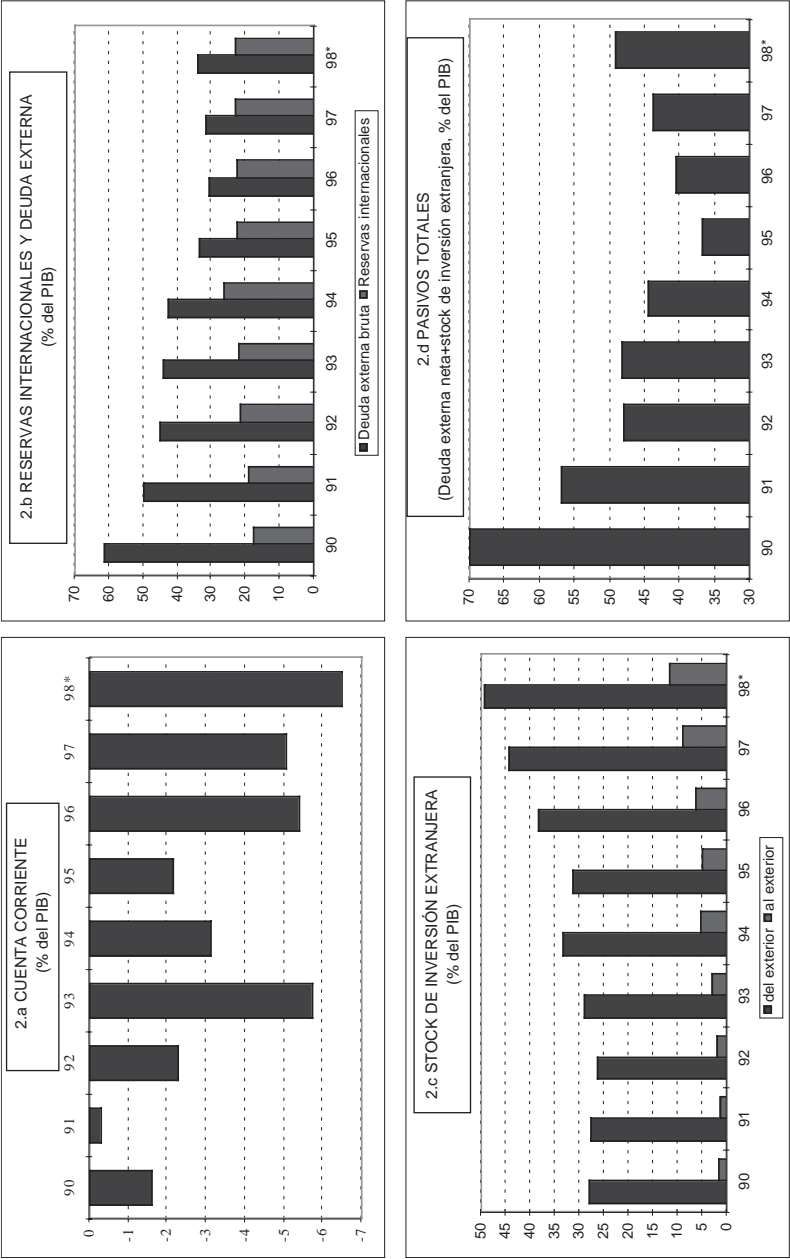
El Gráfico N° 1 explica por qué no hemos llegado tan lejos. Nuestro ahorro nacional creció fuertemente en la segunda mitad de los ochenta. Desde entonces se ha estancado, y lleva a contar de 1995 una tendencia levemente declinante. Por cierto, la contrapartida de esta evolución ha sido el crecimiento del consumo: mientras en 1986-1989 el consumo aumentaba a un ritmo de 6,4% al año (algo inferior al del producto), en 1990-1993 sube a 7,4% y en 1994-1997 al 8%, tasa superior esta última a la del crecimiento del producto. La tasa de ahorro se incrementa cuando los países logran establecer una brecha entre el aumento del ingreso y aquel del consumo. Nosotros no hemos podido hacerlo. Particularmente inquietante es que ello ocurre pese a nuestros eficaces mecanismos de ahorro forzoso, los cuales han mantenido un alto nivel de ahorro fiscal (que pasa desde 3,7% en 1986-1989 a 4,5% en 1994-1997) y de ahorro previsional (del orden de 4% en 1995-1996⁵). La falencia está, por tanto, en el ahorro privado voluntario, aquel que resulta de las decisiones autónomas de los hogares y las empresas, a la luz de los estímulos que reciben y las expectativas que se forjan. La debilidad de nuestro esfuerzo de ahorro habla mal de nuestra vocación para el crecimiento.

Los Gráficos N° 2 (2.a, 2.b, 2.c y 2.d) muestran las implicancias del comportamiento del ahorro sobre nuestra posición financiera internacional. Muestran también cómo la dependencia del ahorro externo se ha traducido en crecientes déficits de cuenta corriente (Gráfico N° 2.a), los cuales ya en 1996 superaron el límite de 4% del PIB, al que prudentemente aspiraba el Banco Central. Cabe destacar que tanto ese año como el pasado exhibieron precios que pueden ser considerados normales en las exportaciones (en particular el cobre, que promedió algo más de US\$ 1 por libra en ambos años). Hay que aclarar además que estos déficits ahora reflejan, como en rigor corresponde hacerlo, el total de las utilidades ganadas por los inversionistas extranjeros en Chile, las cuales son hoy de gran significación.

La preocupación por el déficit de cuenta corriente se refiere en verdad a la posible acumulación de un exceso de pasivos internacionales. El Gráfico N° 2.b muestra que el endeudamiento externo bruto descendió entre 1990 y 1995, y desde entonces lleva una muy leve tendencia al alza. En tanto, las reservas internacionales del Banco Central se han elevado considerablemente, de lo que se desprende que nuestro endeudamiento externo *neto* es hoy extraordinariamente moderado. De más está decir que en

⁵ Para una presentación de las tendencias del ahorro privado voluntario y no voluntario, véase Comisión Nacional de Ahorro, "Hacia un mayor ahorro privado en Chile" (1998). Véase también D. Hachette, "Ahorro privado en Chile" (1998).

GRÁFICO Nº 2: INDICADORES DE SOLVENCIA (% PIB)



* Proyección.

esto descansa la confianza que despierta nuestra economía y que se ha reflejado en nuestra promoción a categoría de “investment grade” por parte de los calificadores de riesgos financieros internacionales.

Pero ello no cuenta la historia completa. El Gráfico N° 2.c muestra la evolución de otro tipo de pasivo internacional, la inversión extranjera acumulada. No hay cifras actualizadas del valor del stock de la inversión extranjera, de manera que hemos construido una aproximación a partir de los *flujos* conocidos y tasas estimadas de rentabilidad. La inversión extranjera acumulada en el país ha subido extraordinariamente y a 1997 superaba el 40% del PIB. La inversión chilena en el exterior, en tanto, también crece, pero sus dimensiones son todavía menores. La afluencia de inversión extranjera es un hecho muy positivo, un voto de confianza internacional, que se explica por las buenas perspectivas de nuestra economía y la favorable coyuntura del mercado de capitales mundial. Hay, sin embargo, razones para pensar que la inversión extranjera ha sido sobreestimada por los encajes al crédito externo, lo cual le daría a ésta un cariz menos positivo.

Como pasivo internacional, la inversión extranjera es más segura que la deuda externa: su rendimiento está asociado a la marcha de la economía y su exigibilidad puede ser amortiguada por fluctuaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio. Estas ventajas dieron origen a un conjunto de estímulos regulatorios y tributarios (DL 600, Capítulo XIX, etc.) en momentos en que el endeudamiento externo era alto y escasa la afluencia de inversión extranjera⁶. Pero es necesario tomar en cuenta que la inversión extranjera es un pasivo más caro que la deuda: la creciente divergencia que —comentábamos más arriba— se aprecia entre el PIB y el PNB refleja el uso cada vez más intenso de esta forma “cara” de financiamiento externo. Privilegiar la inversión extranjera por sobre el endeudamiento era razonable unos años atrás, cuando la primera era insignificante y la segunda muy elevada. Hoy que los papeles se han invertido, puede resultar excesivamente costoso. No se trata, por cierto, de detener la inversión extranjera (tan conveniente como fuente de capacidad empresarial y tecnológica), sino de eliminar la ventaja artificial que le confieren los encajes y otros controles a los capitales.

La conclusión la presenta el Gráfico N° 2.d. Se trata de un indicador ácido de solvencia externa, que suma la deuda exterior neta a la inversión extranjera neta. Dicha suma, conviene advertir, trata de igual forma a la deuda y a la inversión externas, lo cual puede no ser apropiado por las

⁶ Acerca de la conveniencia de transformar la deuda en inversión extranjera durante los ochenta, véase J. A. Fontaine, “Los mecanismos de conversión de la deuda en Chile” (1988).

razones antedichas. En cualquier caso, los pasivos internacionales netos, así definidos, se redujeron como porcentaje del PIB entre 1990 y 1995. Nótese que este período coincide con nuestro ascenso a la categoría de “investment grade”, vía continuas reclasificaciones de riesgos. Desde entonces hemos empezado a desandar camino. La evolución de este indicador es el espejo financiero de la trayectoria del déficit de cuenta corriente.

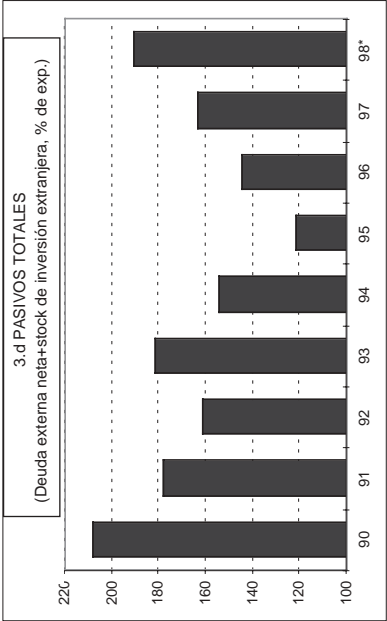
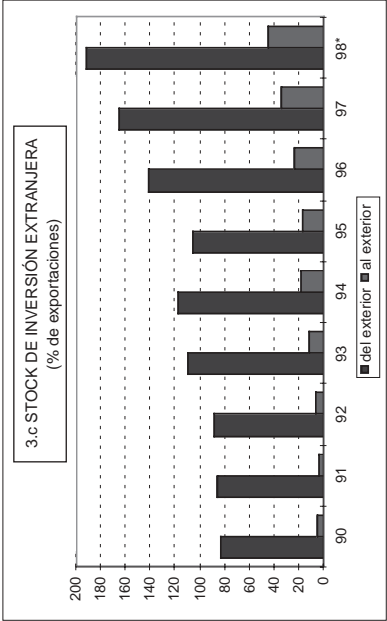
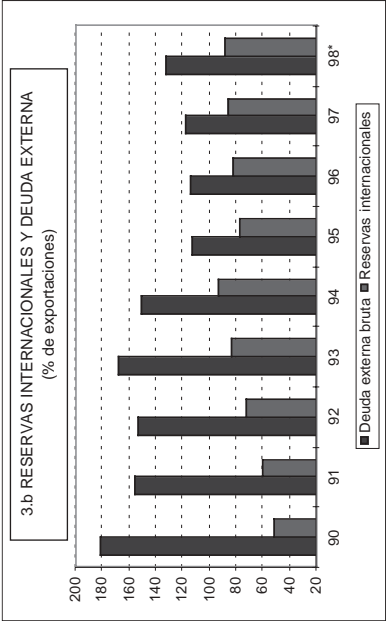
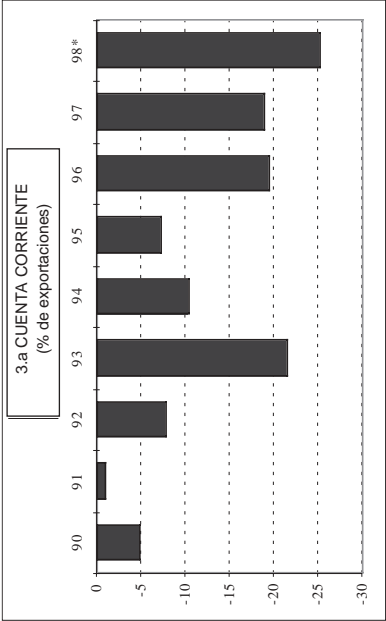
Un último comentario antes de proseguir: los indicadores de solvencia presentados son cuocientes cuyo denominador es el PIB. Pero la medición del PIB en dólares no es independiente del tipo de cambio. Una alternativa que tiene mucho sentido es medir los déficits de cuenta corriente y los pasivos internacionales en relación a las exportaciones de bienes y servicios. Eso hacemos en el Gráfico N° 3. Éste confirma y refuerza las conclusiones de su antecesor: desde una posición extraordinariamente solvente, la economía chilena se ha ido desplazando hacia una de mayor riesgo.

2. Oteando el horizonte

Pero el tema que nos reúne es de carácter prospectivo. Se trata de averiguar si la trayectoria del gasto y del producto que llevamos, y la estructura de precios relativos que les está asociada, nos conducen a DCC y pasivos internacionales de excesivo tamaño. Ello exige que nos detengamos brevemente a considerar la posible evolución del entorno económico mundial, las tendencias probables del crecimiento del PIB, los correspondientes requerimientos de inversión y la evolución previsible para el ahorro interno en ausencia de cambios en el curso de la orientación de la política económica.

La preocupación por el DCC chileno irrumpió con la crisis asiática. Dicho fenómeno rebajó los precios de nuestras exportaciones —el cobre, en particular— y puso en duda la mantención del voluminoso caudal de capitales que había estado fluyendo hacia el país y la región. Pero sería un error circunscribir la preocupación a esa sola circunstancia. En verdad, cabe esperar que la economía mundial, al cabo de algún tiempo, retome un ritmo normal de crecimiento, los precios de los productos primarios se recuperen y se reanime el interés por invertir en las economías emergentes mejor conducidas. Más allá del traspie asiático, la economía mundial está sana. Quizá la principal preocupación es sobre la capacidad de Estados Unidos para mantener su dinamismo sin un rebrote inflacionario o bien aterrizar hacia una trayectoria más moderada, evitando un *crash* bursátil.

GRÁFICOS N° 3: INDICADORES DE SOLVENCIA (% EXPORTACIONES)



* Proyección.

Me parece razonable situar la discusión sobre la base que EEUU no repetirá su brillante desempeño reciente, pero tampoco irá al despeñadero.

Visto desde Chile, esto significa que habrá probablemente uno o dos años con un clima mundial adverso, antes de retornar a la normalidad. El cobre se ha visto afectado por un gran incremento de la oferta (protagonizado, entre otros, por Chile) y el simultáneo debilitamiento de la demanda, a consecuencia de la crisis asiática. Cabe esperar entonces que el precio del cobre se mantenga deprimido mientras se absorbe el exceso de producción resultante. Una vez efectuado ese ajuste, el precio habrá de retornar a un nivel que cubra los costos medios de largo plazo de los productores marginales. Pese a la entrada de nuevos yacimientos y la aplicación de nuevas tecnologías, es probable que ese nivel se sitúe en torno a US\$ 1 por libra, algo inferior al promedio de los últimos diez años (US\$ 1,20 en moneda de 1998). Creo, por tanto, que lo más útil es situar la discusión sobre el futuro de nuestras cuentas externas bajo el supuesto que la actual coyuntura adversa, aunque puede todavía prolongarse, es pasajera. Nuestra buena posición de liquidez (de la que hablamos en el Cuadro N° 2) nos permite enfrentar con calma la tormenta.

Terminada la crisis asiática, ¿qué tan serio puede aparecer nuestro déficit de cuenta corriente? Para responder a esa pregunta debemos visualizar el futuro crecimiento económico, las correspondientes necesidades de inversión y disponibilidades de ahorro interno. En el Cuadro N° 2 caracterizamos (o caricaturizamos) dos escenarios alternativos para 1998-2005, determinados por dos posibles ritmos de crecimiento del PIB, de 7,0 y 6,0% promedio anual. Para simplificar mantenemos inalterados todos los factores que determinan el crecimiento, a excepción de la inversión fija, la cual es derivada residualmente. Para ambos escenarios suponemos que las ganancias de PTF se reducen respecto de lo observado en los últimos doce años. Se trata de un supuesto crucial, cuya consecuencia es elevar los requerimientos de inversión. Me parece prudente basar el análisis sobre ese supuesto, por cuanto es conocido que el ritmo de reformas estructurales, capaces de impulsar la productividad, ha decaído notablemente en los últimos años. Por cierto, si esta hipótesis se probara pesimista, nos sería posible alcanzar con el mismo esfuerzo mejores resultados de crecimiento.

El mensaje del Cuadro N° 2 es que mantener un crecimiento semejante al que hemos experimentado es extremadamente difícil. Bajo los supuestos indicados, el escenario A, que contempla ya una moderación del crecimiento a 7%, exige una inversión fija de 31% del PIB. Si el ahorro nacional mantiene el promedio de los últimos cuatro años —de 22%— la captación de ahorro externo debería saltar al 11%, cifra a todas luces

CUADRO N° 2: FUENTES DE CRECIMIENTO PROYECTADAS

	1994-1997	1998-2005 ^p (Promedios anuales)	1998-2005 ^p
		Escenario A	Escenario B
<i>Crecimiento del PIB</i>	7,6	7,0	6,0
<i>Contribución de factores</i>	4,0	4,5	3,5
Contribución del capital	2,7	3,7	2,7
Rentabilidad del capital (% anual)	21,2	17,5	17,5
Inversión fija (% del PIB)	24,3	31,0	24,5
Depreciación (% del PIB)	9,0	10,0	9,1
Capital/Producto	2,3	2,5	2,3
Contribución del trabajo	0,7	0,8	0,8
Participación del trabajo (%)	0,5	0,6	0,6
Crecimiento de la ocupación (% anual)	1,5	1,5	1,5
<i>Productividad total de factores</i>	3,6	2,5	2,5

insostenible. Sólo sería viable financiar ese esfuerzo de inversión con un drástico aumento del ahorro, a tasas del orden de 29%.

El escenario B es más factible. El crecimiento previsto de 6% en el PIB es —bajo los supuestos indicados— compatible con una inversión fija semejante a la de los últimos años, equivalente a 24,5% del PIB. Si el ahorro nacional recupera el promedio de 22% exhibido en los últimos cuatro años, el ahorro externo necesario sería de 4%, coincidente con el objetivo que se ha propuesto el Banco Central. Pero nótese que el ahorro nacional en 1996-1997, bajo términos de intercambio que podríamos calificar de normales, había descendido a 21% y por tanto el requerimiento de ahorro externo elevado a 5%.

La conclusión es que, bajo los supuestos indicados y con los reparos que merece una metodología tan simplificada, el ahorro nacional debe elevarse desde el 21% registrado en 1996-1997 a 22% o 29%, según se aspire a un crecimiento de 6% o 7%, respectivamente. Hay que destacar que esos incrementos implican un importante cambio de ritmo en el consumo. Como dijimos, el consumo ha venido creciendo al 8,2% anual en los últimos cuatro años. Nuestro escenario A exige recortar dicha tasa a 4,5%, el escenario B, a 5,7%. Tal como se aprecia en el Cuadro N° 3, en ambos casos es un importante quiebre de tendencia, con consecuencias relevantes para la política fiscal y las decisiones privadas de inversión y endeudamiento.

CUADRO N° 3: ESCENARIOS POSIBLES: AHORRO Y ENDEUDAMIENTO

Variables	1994-1997	1998-2005	
		Esc. A	Esc. B
Déficit de cuenta corriente (% PIB)	3,8	4,0	4,0
Crecimiento consumo	8,2	4,5	5,7
Ahorro nacional (% PIB)	21,8	29,0	22,0
Crecimiento producto	7,6	7,0	6,0

3. Sobre déficits sostenibles y endeudamiento externo tolerable

Es sostenible aquel déficit de cuenta corriente (DCC) que conduce a un nivel tolerable de pasivos internacionales⁷. Esto supone que, aunque el país ofrezca muy atractivas oportunidades de inversión, el mercado mundial de capitales actúa con ciertos criterios de diversificación internacional, que se traducen en limitaciones a la exposición de los inversionistas a los riesgos de los países individuales. El enfoque tiene sentido mientras las fronteras mantengan una significación jurídica, imponiendo riesgos ya sea cambiarios, de convertibilidad o de transferencia.

Por cierto, qué constituye un nivel aceptable de endeudamiento externo está abierto a considerable discusión. De partida, cabe destacar que el nivel debe ser relativo al tamaño de la economía (PIB) o quizás a sus exportaciones, lo cual exige considerar las correspondientes perspectivas de crecimiento. Una economía dinámica, como la chilena, es capaz de sostener un volumen mayor de pasivos. En seguida, la evaluación debe hacerse con referencia a la categoría de riesgo, en la cual el país está situado. Chile se ha labrado una posición de “investment grade”, lo cual se traduce en una apreciable rebaja de su costo de capital. Mantener esa posición exige autoimponerse una limitación a la acumulación de pasivos internacionales más estricta que la observada en países de riesgos más elevados. Atención debe ponerse también a la exposición a shocks externos. Por su particular configuración productiva (dependiente de unos pocos productos primarios) y el peso de la historia, Chile parece todavía muy propenso a los altibajos de los términos de intercambio y crisis de confianza. Esto también

⁷ S. Edwards, *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope* (1995). Véase apéndice 9-b, p. 314.

llama a la prudencia. Finalmente, cabe considerar la calidad del endeudamiento externo (estructura de plazos, carácter público o privado, grado de exigibilidad de los pasivos). En esta materia, Chile aparece comparativamente muy fuerte, tema sobre el que volveremos más adelante.

Dadas las complejidades de la determinación del nivel tolerable de endeudamiento, propongo la siguiente metodología: evalúese un determinado DCC, para un determinado ritmo de crecimiento del producto (o de las exportaciones), según la tasa de endeudamiento relativa al producto (o las exportaciones), a la cual la economía converge de mantenerse indefinidamente en esa trayectoria. Llamemos a esa tasa, de deuda permanente (TDP)⁸. En consecuencia, es sostenible un DCC que, dadas las proyecciones de crecimiento del producto a largo plazo (o de las exportaciones), conduce a una TDP compatible con la categoría de riesgos en la que se aspira a estar. El Cuadro N° 4 aplica esta metodología a un conjunto de economías emergentes. Se aprecia allí, por ejemplo, cómo la crisis tailandesa, que gatilló el colapso asiático, puede atribuirse al brusco aumento experimentado por su TDP en 1996, una vez que se percibió que el crecimiento se debilitaba y por tanto su ritmo de endeudamiento se tornaba excesivo. Ello deterioró la solvencia, elevó el riesgo y desató el correspondiente ajuste de portafolio entre los acreedores e inversionistas.

⁸ Sea K_t el cociente de pasivos externos a producto en el período t y C_{t+1} el cociente del DCC a producto en el periodo $t+1$. Como el DCC corresponde exactamente a la acumulación de pasivos internacionales, puede demostrarse que el cociente de endeudamiento evoluciona según la trayectoria descrita por:

$$K_{t+1} = \frac{K_t}{1 + g_{t+1}} + C_{t+1}$$

donde g_{t+1} corresponde al crecimiento del producto nominal entre t y $t+1$.

La TDP es la solución de la ecuación en diferencia anterior para un cociente de DCC constante ($C_t = C_{t+1} = C^*$) y una tasa de crecimiento constante ($g_t = g_{t+1} = g^*$). Entonces:

$$TDP = K^* = \frac{C^* (1 + g^*)}{g^*}$$

Nótese que la TDP responde a la pregunta de cuál es el cociente de endeudamiento al que converge la economía para un DCC constante en relación al producto cuya respuesta es, aproximadamente, equivalente al cociente entre el DCC/PIB y la tasa de crecimiento del PIB.

Nótese que g corresponde al crecimiento del PIB nominal en dólares corrientes (o la moneda en que se expresa la deuda externa y el DCC). En condiciones de inflación internacional y tipo de cambio real constante g es mayor que el crecimiento *real* del PIB.

CUADRO N° 4: TASA DE ENDEUDAMIENTO PERMANENTE
(como % del PIB)

	1991-1995			1996			1997		
	g	DCC	DP	g	DCC	DP	g	DCC	DP
México	1,0	5,2	135	5,2	0,6	9	7,0	1,9	23
Perú	5,5	5,5	70	2,6	5,9	134	7,4	5,2	61
Colombia	4,5	2,2	32	2,1	5,5	140	3,2	5,0	101
Chile	8,7	2,6	25	7,4	5,4	63	7,1	5,0	60
Argentina	6,0	2,0	24	4,3	1,3	22	8,3	3,0	32
Brasil	3,1	0,6	10	2,8	3,1	68	3,0	4,2	88
Filipinas	2,2	3,9	79	5,7	4,7	66	5,1	4,1	62
Tailandia	9,0	6,5	61	6,7	7,9	99	0,5	3,5	144
Malasia	8,7	6,0	57	8,6	5,1	53	8,0	7,4	81
Indonesia	7,1	2,5	27	7,8	3,9	44	7,0	5,0	61
Corea	7,5	1,3	14	7,1	4,7	56	5,5	1,9	27

g: tasa de crecimiento del producto.

DCC: déficit de cuenta corriente como porcentaje del producto.

DP: tasa de endeudamiento a la cual converge la economía en el largo plazo; considere inflación externa de 2,0 para 1996 y 1997.

Tras la metodología propuesta subyace el concepto que, al margen de las fluctuaciones de términos de intercambio, las economías deben aspirar a una trayectoria estable en su DCC, a fin de evitar las costosas alteraciones del patrón de gastos (inversión, ahorro) y precios claves (TCR, tasas de interés) que están comúnmente asociadas a las variaciones del DCC. Por ejemplo, una economía que se encuentra en una situación de endeudamiento externo relativamente bajo (como la chilena de 1995) debería calibrar sus políticas hacia la obtención de un DCC compatible con una TDP más alta. La consecuencia sería un DCC estable y una acumulación gradual de pasivos internacionales hasta su estabilización a la referida tasa. Al contrario, una política que procurase avanzar más rápido debería dar un giro fuertemente expansivo de modo de alcanzar transitoriamente un DCC más alto que el sostenible a largo plazo. El inconveniente de esta opción es que exige un duro ajuste posterior en la estructura de gastos y precios relativos.

CUADRO N° 5: TASA DE ENDEUDAMIENTO PERMANENTE
(como % de las exportaciones)

	1991-1995			1996			1997		
	Δ Exp.	DCC	DP	Δ Exp.	DCC	DP	Δ Exp.	DCC	DP
Perú	11,0	42,7	431	5,5	41,4	795	14,5	38,2	301
Argentina	11,1	22,9	230	13,6	22,0	184	5,9	31,2	560
México	14,3	24,5	196	20,7	1,7	10	15,0	5,8	44
Colombia	7,8	9,9	137	4,1	27,6	701	9,5	32,2	371
Brasil	8,2	6,3	84	2,7	38,5	1.464	11,0	48,7	491
Chile	13,9	8,7	71	-4,3	17,4	∞	10,0	18,1	199
Tailandia	19,5	14,2	87	-2,0	18,2	∞	4,2	4,1	102
Indonesia	12,1	8,7	81	4,9	13,4	287	7,4	8,0	116
Filipinas	16,3	9,9	70	17,7	9,1	60	22,7	9,1	49
Malasia	20,1	6,2	37	7,1	5,3	80	0,9	4,5	500
Corea	14,3	4,0	32	4,1	13,5	343	7,2	5,0	75

Δ : tasa de crecimiento de exportaciones.

DCC: déficit de cuenta corriente como porcentaje de las exportaciones.

DP: tasa de endeudamiento a la cual converge la economía en el largo plazo.

¿Cómo juzgar nuestra situación de DCC a luz de la metodología propuesta? En los últimos ocho años el DCC ha representado 3,1% del PIB y el crecimiento nominal del PIB en dólares ha sido de 13,7% al año. Nótese que éste no sólo obedece al crecimiento del PIB real (de 7,6% anual en el período) y a la inflación internacional (de aproximadamente 3% anual) sino a la fuerte apreciación real del peso. De haberse mantenido, esos parámetros conducían a un volumen de pasivos externos de aproximadamente 25% del PIB. Esta tasa es moderada a nivel internacional y justifica la confianza que ha despertado la economía nacional entre los inversionistas.

En los últimos dos años, sin embargo, el DCC ha representado algo más de 5% del PIB. En el presente, se proyecta un DCC de 6,5%, influido por un precio del cobre anormalmente bajo. Las tendencias que se derivan de la sección anterior, permiten anticipar un DCC del orden de 5,5% del PIB una vez formalizada esa situación. En un escenario más probable de crecimiento —cercano al 6% anual por los próximos cuatro años— y ya terminada la era de la apreciación continua del peso, el crecimiento del

producto en dólares corrientes es difícil que supere el 8% anual. Bajo estas circunstancias, la TDP ascendería a 74%, nivel que parece más bien alto. Nótese que si el DCC se ajustara al 4% del PIB, repetidamente señalado como criterio por parte del Banco Central, la TDP sería de 54%, moderada a nivel internacional y semejante a la que mantenemos hoy (véase Gráfico N° 2).

La conclusión a la que arribo es que la actual trayectoria de gasto, producto y precios relativos conduce a una acumulación de pasivos internacionales que, aunque en ningún caso alarmante, deja a la economía chilena con una vulnerabilidad superior a la adecuada. En mi opinión, es prudente recalibrar las políticas macroeconómicas hacia un DCC menos abultado. Antes de proseguir, debo, sin embargo, reparar en las siguientes observaciones que merecen la conclusión enunciada.

- La conclusión es condicional a la expectativa de crecimiento planteada. Si la economía chilena retomara el dinamismo de los últimos doce años podría sostener un DCC mayor. Ello ilustra una vez más la importancia de reanudar las reformas estructurales e impulsar las ganancias de productividad.
- La calidad de nuestro endeudamiento es excepcional. El sector público es acreedor neto externo (reservas internacionales superiores a su deuda externa) y la deuda del sector privado está mayoritariamente radicada en grandes empresas e inversionistas extranjeros. El endeudamiento externo de nuestro sector bancario es mínimo, lo que nos distingue significativamente de casos como el de Corea o Tailandia. Todo esto conforma un convincente conjunto de atenuantes. Pero el enfoque aquí sugerido es prospectivo. La pregunta entonces es acaso podrá el DCC seguir indefinidamente financiándose de manera tan sana. Si la respuesta es negativa, lo que nuestro análisis sugiere es que de seguir el curso presente, eventualmente la economía chilena acumulará un endeudamiento excesivo y de calidad menos tranquilizadora. Específicamente, en situaciones de desconfianza, los plazos de la deuda suelen acortarse drásticamente y las obligaciones privadas recibir garantía estatal⁹.
- Como señalamos en la Sección 1, la inversión extranjera neta representa hoy aproximadamente el 80% de los pasivos externos netos del país. Se trata de un tipo de obligación cuyo servicio es flexible y

⁹ La lección que nos dejó la crisis de 1982-1983 es que, mientras existan fronteras económicas, es peligroso confiar mucho en la distinción entre deuda externa privada y pública. En condiciones de crisis, los acreedores externos suelen obtener garantía estatal, a cambio de reprogramar sus créditos y evitar ajustes socialmente intolerables.

su exigibilidad limitada por el valor de liquidación de las inversiones. Más de alguien ha sugerido descontar del DCC aquella parte que se financia con inversión extranjera, considerando que ésta es simplemente no homologable con la deuda. Hoy es común oír ese tipo de razonamiento respecto de los países que están recibiendo un alto flujo de inversión extranjera (Brasil, Colombia, Chile, Perú). Para nuestro caso, mis contraargumentos son los siguientes: (a) la inversión extranjera es más segura que la deuda, pero también más cara y por tanto conduce a la larga a un DCC mayor; (b) la gran afluencia de inversión extranjera a Chile está asociada a dos factores extraordinarios: un auge minero, ya en probable declinación, y el estímulo artificial introducido por los encajes; (c) aun si Chile continuara recibiendo gran afluencia de inversión extranjera, cabe considerar que el flujo inverso —la inversión chilena en el exterior— debe adquirir un volumen cada vez mayor, conforme las carteras de inversiones de los residentes adquieren una composición más balanceada internacionalmente. Por las razones expuestas, creo conviene aplicar nuestra metodología de la TDP, bajo el supuesto que eventualmente la totalidad del financiamiento del DCC puede llegar a ser deuda ordinaria.

4. ¿Qué hacer entonces con el déficit?

Mi opinión es que, incluso superados los coletazos de la crisis asiática y restablecidos los precios normales para nuestras exportaciones, nos encaminamos hacia un DCC superior al deseable. Conviene introducir desde ya ciertas correcciones al rumbo macroeconómico. Someramente, el programa ha de incluir las siguientes medidas:

a) *Giro restrictivo fiscal*. El gasto público primario ha crecido a un ritmo anual de 6,8% en los últimos ocho años. Para 1998 se espera un crecimiento del orden de 7%. Esta trayectoria no es compatible con el objetivo de moderar el DCC. Si por razones políticas es poco lo que puede hacerse en esta materia, entonces cabe considerar la opción de alzar impuestos poco distorsionadores (combustibles, por ejemplo).

b) *Promoción del ahorro*. La corrección del DCC exige elevar el ahorro nacional, particularmente el del sector privado. La comisión formada al efecto ha propuesto, entre otras medidas, la rebaja a 35% de la tasa marginal máxima de impuestos a la renta personales, la elevación del tope máximo imponible de UF 60 a UF 90 y la extensión del ahorro previsional

obligatorio a los trabajadores independientes. Desechó lo que en mi opinión sería la medida más fructífera: la rebaja del impuesto de primera categoría. En cualquier caso, urge tomar medidas como las propuestas, u otras. Dado que ellas pueden tener impacto fiscal, es prudente introducirlas en forma gradual.

c) *Rebaja arancelaria*. El tema lleva demasiado tiempo en la agenda y ha sido repetidamente propuesto por consideraciones de estrategia diplomática (NAFTA) y política (sucesivas elecciones). La rebaja permitiría reforzar la competitividad de las exportaciones, que es la contraparte del mejoramiento del DCC. Nuevamente, sería prudente introducir esta rebaja en forma gradual.

d) *Política monetaria restrictiva*. La reducción del DCC exige mantener el gasto agregado con un crecimiento inferior al del producto. El giro fiscal propuesto ayuda, pero probablemente no evita la mantención de tasas de interés relativamente elevadas, aunque posiblemente inferiores a las actuales. Ello implica mantener un ritmo reducido de crecimiento en los agregados monetarios, cuyo comportamiento exige más atención que la que hoy le presta el Banco Central.

e) *Nueva política cambiaria*. La política cambiaria actual es seriamente perturbadora. El Banco Central mantiene un sistema de bandas construidas para una inflación externa de 2,4% anual, en circunstancias que hoy existe deflación, con una canasta que en absoluto representa los mercados relevantes a nuestro comercio y que sugiere una continua apreciación real de 2% al año. En el intertanto, el Banco Central suele efectuar intervenciones cambiarias para administrar un cambio cuasifijo compatible con su meta de inflación. Sólo en Agustinas 1180 se encuentran economistas suficientemente valerosos como para defender un arreglo tan peculiar. Urge una reforma radical. Mi opinión preferida es la flotación libre del tipo de cambio, unido a una regla que limite estrictamente la intervención del Banco Central en el mercado cambiario. Del análisis aquí presentado, deduzco que el tipo de cambio real debería flotar hacia una posición de largo plazo algo superior a la actual. Pero debo agregar que algo que agrava la inquietud actual sobre el DCC es la proclividad mostrada por el Banco Central a detener el alza del tipo de cambio, que es la manera más natural de restablecer el equilibrio. Quizás bajo un tipo de cambio auténticamente flotante, el mercado sería más tolerante frente a un DCC alto.

f) *Apertura financiera*. Termino agregando la necesidad de retomar el camino de la apertura financiera, porque más de alguien puede concluir que mis aprensiones sobre el DCC y el endeudamiento externo validan los controles de capitales (por ejemplo, el encaje de 30% a los créditos externos). El DCC y la acumulación de pasivos internacionales son resultado del

comportamiento del gasto en relación al producto (o brecha entre inversión y ahorro), el cual no se afecta por los controles de capital. La función de éstos es desviar el ingreso de capitales hacia plazos más largos e incentivar artificialmente la inversión extranjera. Ello crea una falsa sensación de seguridad. Como se probó en enero, cuando el mercado pierde la confianza sólo un tratamiento de shock monetario es capaz de evitar una corrida, por estrictos que sean los controles de capitales. Adicionalmente, es posible que los controles hayan facilitado la implementación de una política de revaluación gradual del peso, cuyo efecto sobre el gasto habría sido perniciosamente expansivo. Bajo un esquema de flotación libre del tipo de cambio, es posible combinar la dosis necesaria de restricción monetaria, a fin de mantener el DCC en un rango sostenible, con la apertura financiera completa.

Post Scriptum: A siete semanas de realizada esta presentación, el Gobierno y el Banco Central introdujeron ajustes en su política macroeconómica. Los cambios reconocen que la dimensión alcanzada por el déficit de cuenta corriente es un problema y avanzan en la dirección aquí sugerida en materia fiscal, monetaria y cambiaria. Incluyen también una conveniente reducción del encaje sobre los créditos externos, desde el 30% al 10%. Aunque de signo correcto, queda la duda de si las medidas —adoptadas con notorio retraso y con ciertas fallas— son de la intensidad adecuada. Adicionalmente, la tarea más importante, cual es la de definir un régimen cambiario con la flexibilidad necesaria para adaptarse a las variables circunstancias de la economía global, ha sido propuesta una vez más.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Chile. *Anuario de Cuentas Nacionales*, febrero de 1998.
- Comisión Nacional de Ahorro. "Hacia un mayor ahorro privado en Chile", *mimeo*, marzo de 1998.
- Edwards, S. *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope*. Oxford University Press, 1995.
- Fontaine, J. A. "Los mecanismos de conversión de la deuda en Chile". *Estudios Públicos* N° 30 (otoño 1988).
- Hachette, D. "Ahorro privado en Chile". *Cuadernos de Economía* N° 108, año 35 (abril de 1998).
- Harberger, Arnold. "Reflections on Economic Growth in Asia and the Pacific". UCLA, *mimeo*, agosto de 1996.
- Rojas, P.; López, E.; y Jiménez, S. "Determinación del crecimiento y estimación del producto potencial en Chile: El rol del comercio". *Documento de Trabajo*, Banco Central de Chile, octubre de 1997.
- Roldós, J. "Potential Output Growth in Emerging Markets: The Case of Chile". Fondo Monetario Internacional, *mimeo*, 1996. □