

Un amargo tercer trimestre

Patricio Arrau
Gerente General
Gerens Capital S.A.
(Columna revista Capital, 1 de diciembre de 2006)

Sólo 2,9% creció la economía chilena el tercer trimestre de este año, alcanzando el nivel más bajo desde que rozáramos 7,2% de crecimiento el segundo trimestre del 2005. Desde entonces, cada trimestre ha estado más bajo que el anterior. Parece que topamos fondo y desde aquí podemos esperar un mejor cuarto trimestre y otra moderada aceleración hacia 2007. Este tercer trimestre también hemos sido testigos de las muy altas utilidades que alcanzaron las empresas que entregan sus resultados a la Superintendencia de Valores y Seguros, especialmente aquellas que transan en bolsa, con el consecuente significativo incremento del precio de las acciones de esas empresas. Es cierto, un muy alto porcentaje de esas utilidades se concentra en un puñado de empresas mineras, pero aún limpiando por ese efecto, las utilidades de las empresas de la bolsa en general crecieron muy por encima del crecimiento del PIB. Un tercer aspecto de este tercer trimestre dice relación con la baja en la tasa de interés de los bonos en UF a 10 años desde casi 3,5% a 2,7%, o lo que es lo mismo, del incremento de los precios de estos bonos. Finalmente, hemos escuchado también el lamento de los exportadores que han visto caer el tipo de cambio niveles superiores a los 550 pesos por dólar a mediados de año a 525 pesos por dólar en la actualidad.

En suma, un tercer trimestre con bajo crecimiento del PIB, alza en el precio de los activos financieros, tanto acciones como bonos, y baja en el tipo de cambio. Una economía caracterizada por baja inversión real, abundancia de liquidez que presiona los activos financieros disponibles en el mercado y momentos difíciles para los exportadores marginales, es decir, para aquellos que no reciben los extraordinarios precios de exportación que ven los exportadores de *commodities*.

No es fácil explicar por qué la economía chilena creció tan poco. Compiten las explicaciones coyunturales del gobierno con las estructurales de la mayoría de los analistas. Tampoco cabe duda que una parte de ese menor crecimiento se debe a la baja en el tipo de cambio y el impacto que tiene en la inversión y resultados en el sector transable, especialmente en las empresas de menor tamaño y mayor valor agregado. Pequeños y medianos exportadores y sustituidores de importaciones lo están pasando mal. Si las grandes empresas están bien y el PIB flojo, es obvio que son las pequeñas empresas las que contribuyen por abajo a ese mal promedio de crecimiento. ¿Cómo se compatibiliza la explicación del tipo de cambio con la repetida frase del presidente del Banco Central acerca de que el tipo de cambio real está “en torno al promedio de los últimos quince años”? Muy simple. El tipo de cambio real agregado es una bolsa de gatos. En efecto, entre el cuarto trimestre del 2003, cuando el cobre se encontraba en 99 centavos de dólar la libra, y el tercer trimestre de este año el tipo de cambio real sólo había caído un 3,6%. Pero ese

promedio se compone de un crecimiento de 160% para los exportadores mineros, de 26% para los exportadores de chips de madera y de un 17% para los exportadores de harina de pescado. Por el lado de abajo, los exportadores industriales de mayor valor agregado han visto caer su tipo de cambio real en 9,6% en el mismo período, un 14% los exportadores de vino y un 36% los exportadores de fruta fresca. A estos exportadores no les sirve de nada que el tipo de cambio real se encuentre “en torno a un promedio de quince años”. Para que hablar de la señal que estamos entregando a los nuevos sectores exportadores que queremos promover para que Chile sea una potencia alimentaria. La industria exportadora láctea y pecuaria está emergiendo en Chile, pero a paso canchero y a pesar de este tipo de cambio.

¿Pero hay algo que hacer o es el destino enfermizo de Chile que tiene su origen en los países bajos?. Aquí es donde entran los elementos financieros a los que hacíamos referencia en el primer párrafo. El alto precio de los activos financieros nacionales y el bajo tipo de cambio son espejos uno del otro. Por una parte, la alta liquidez en pesos, especialmente de las AFP, no encuentra válvula de escape pues no se autoriza a los fondos de pensiones a invertir un mayor porcentaje en el exterior. Es asombrosa la pasividad de las autoridades ante una medida tan obvia y saludable. El único actor nacional privado que desea ahorrar en dólares en el exterior por diversificación de portafolio no lo dejamos. Insensato. Los afiliados pagamos el costo al obligar a AFP a presionar el precio de los escasos activos en UF y por ende los afiliados nos quedamos con una tasa de interés ridículamente baja. En segundo lugar, importantes ha sido la decisión del Ministerio de Hacienda de ahorrar en el exterior al amparo de la nueva ley de Responsabilidad Fiscal. Pero estamos lento en la definición de la ingeniería de detalle en el marco de la ingeniería básica que entrega la ley. El Fisco sigue liquidando importantes montos de sus excedentes en dólares para financiar el déficit que tiene su operación en pesos. No se conocen los guarismos concretos pero basta verificar que existe un déficit operacional en pesos y que la deuda en pesos se reduce sistemáticamente para concluir que el Fisco sigue presionando el dólar a la baja. Mala cosa pues la solución es tan sencilla. El Fisco no necesita liquidar dólares puesto que hay una gran escasez de papeles en UF y puede financiar toda su operación en pesos emitiendo UF a largo plazo. Los afiliados se lo agradecerán...y los exportadores también.