

# La Política Monetaria y su Impacto en la Actividad Empresarial y Exportadora Chilena

Exposición de Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, en la conferencia desayuno organizada por la Asociación de Exportadores de Manufacturas (ASEXMA), el 7 de mayo de 1997.

## Introducción

En esta exposición quisiera entregar algunas ideas generales respecto de la política monetaria y cambiaria ejecutada por el Banco Central de Chile, y analizar su impacto sobre la actividad empresarial y exportadora chilena.

En octubre del año pasado, con ocasión de un encuentro similar a éste, tuvimos la oportunidad de referirnos al acelerado desarrollo exportador que ha vivido la economía chilena en las últimas tres décadas, y a la creciente integración financiera observada en los noventa. Ambos hechos nos han llevado a concluir que la mayor apertura al exterior y el objetivo antiinflacionario de la política monetaria no sólo se complementan, sino que se refuerzan. Ahora, quisiéramos fundamentar esta afirmación haciendo algunas reflexiones respecto de la política monetaria y cambiaria llevada a cabo en el transcurso de los últimos años por el Instituto Emisor; política que ha permitido el desarrollo económico y la integración comercial y financiera del país en un contexto de desaceleración inflacionaria y de equilibrio interno y externo. Luego haremos una breve referencia a la evolución reciente de las principales variables macroeconómicas y las perspectivas para lo que resta de 1997.

## Política monetaria y cambiaria

Desde hace más de seis años que el Banco Central de Chile ha centrado su accionar directamente sobre su objetivo final –que no es otro que la reducción gradual de la tasa de inflación– mediante la adopción de objetivos de inflación explícitos y anunciados públicamente. Esto le ha permitido desarrollar una política monetaria más oportuna, basada en toda la información disponible, y que pueda medirse directamente en atención a las perspectivas que presenta la evolución de los precios.

En efecto, desde el punto de vista del Banco Central, lo importante es alcanzar una reducción permanente y sostenida de la inflación, que permita que los contratos y expectativas incorporen las metas de inflación descendente establecidas por la institución y minimicen los riesgos de generar desequilibrios en otros mercados, logrando de esta forma la permanencia en el tiempo de los avances ya obtenidos. A partir de 1991, el Instituto Emisor ha anunciado públicamente, a través del informe que presenta en septiembre de cada año ante el Senado, la tasa de variación anual de la inflación que pretende alcanzar a fines del año siguiente. Es así, como la meta explícita de inflación ha pasado a ser el ancla nominal de la economía chilena, la cual, ante presiones inflacionarias, obliga a las autoridades a hacer los ajustes de política necesarios para compensarlas y poder cumplir la meta anunciada.

Es por todos sabido que desde que se iniciara la política de objetivos de inflación en Chile, las metas han sido cumplidas año tras año. Incluso más, la reducción de la inflación continúa siendo un fenómeno sostenido y perdurable en el tiempo, y permite esperar confiados el cumplimiento de la meta anunciada por la autoridad en materia de inflación para el presente año, que se estima en torno a 5,5%. La credibilidad alcanzada a través del cumplimiento de las metas inflacionarias planteadas en años anteriores ha sido, sin duda, el elemento decisivo que ha contribuido al éxito obtenido por la política de reducción gradual de la inflación.

Por supuesto, aunque podemos estar todos de acuerdo en que el Banco Central ha actuado acertadamente al reducir el ritmo de crecimiento de los precios y coincidir en los beneficios de haber alcanzado tasas de inflación como las que observamos actualmente, aún existen personas que cuestionan la necesidad de continuar bajando el ritmo de crecimiento de los precios, argumentando que la política antiinflacionaria del Banco Central podría constituir un freno para un desarrollo sustentable y acelerado de nuestra economía.

Esta preocupación, aunque razonable, es errónea. Permítanme mencionar algunos factores que confirman esta afirmación. En primer lugar, el logro del objetivo antiinflacionario no se contraponen al objetivo de lograr un mayor desarrollo del país y una mejor calidad de vida de su población; por el contrario, está demostrado, teórica y empíricamente, que la estabilidad de precios favorece el crecimiento económico en el mediano y largo plazo. En otras palabras, los objetivos de inflación baja y crecimiento alto se complementan y refuerzan mutuamente: la estabilidad de precios impulsa mayor crecimiento, y mayor crecimiento facilita la disciplina monetaria y de precios.

En segundo lugar, como lo hemos señalado en otras oportunidades, el control de la inflación no es otra cosa que la búsqueda del máximo ritmo de crecimiento que la economía puede ofrecer, pero en forma sustentable y estable en el tiempo. En efecto, la política monetaria actúa como un estabilizador que ayuda a mantener la economía dentro de un rango de crecimiento coherente con sus capacidades de mediano y largo plazo. Si la actividad económica se expande por encima de su potencial, presionando sobre la capacidad de recursos instalada y amenazando con acelerar el impulso inflacionario por encima de las metas propuestas, el Banco Central restringe las condiciones monetarias con el fin de conseguir su moderación y reencauzamiento hacia niveles sostenibles. Si por el contrario, se percibe un estancamiento de la economía y las proyecciones de inflación de mediano plazo se sitúan por debajo de las metas planteadas, entonces el Banco Central responde relajando las condiciones monetarias. Aun reconociendo que la política monetaria opera con rezagos sobre la economía, dentro de una perspectiva de mediano plazo, este enfoque permite que la producción y el empleo crezcan en forma sustentable, de acuerdo con su potencial, con una tasa de inflación bajo control.

Sobre este punto, es importante destacar el rol de nuestras metas de inflación en la formulación y ejecución de la política monetaria. En una economía dinámica como la nuestra, caracterizada además por fluctuaciones violentas y sorpresivas en sus términos de intercambio, siempre existe un grado importante de ignorancia sobre el potencial de crecimiento de la economía. Por esta razón, nuestro foco principal no está en la tasa de crecimiento del producto en sí misma, sino en la evolución de los precios. Una política monetaria anclada en el cumplimiento de las metas inflacionarias propuestas asegura que el Banco Central no cometa errores sistemáticos en su evaluación del potencial de crecimiento de la economía. Así, si el producto potencial aumenta, y el Banco Central no valida las nuevas condiciones, entonces veremos presiones a la baja en la inflación induciendo un relajamiento de la política monetaria, y lo contrario ocurrirá cuando su crecimiento potencial sea menor al esperado.

Bajo las circunstancias actuales en que todas las condiciones están dadas para lograr una inflación baja y estable, sería un error histórico detenerse en el avance contra la inflación por una falta de voluntad en la ejecución de las políticas económicas. Si hoy nos conformáramos con una inflación de 7%, nada impediría que mañana tasas de 10% ó 12% también pasaran a ser aceptables, y que así en el futuro continuáramos escalando sucesivamente hasta volver al lugar del cual partimos. De este modo, la inflación podría tornarse más volátil y rebelde, aumentando el riesgo de enfrentar un eventual rebrote, y también los costos de controlarlo.

Adicionalmente a los objetivos de control y estabilización de la tasa de inflación, las políticas del Banco Central de Chile buscan actuar sobre las expectativas de los agentes económicos e imprimir a esta variable una trayectoria descendente que converja gradualmente hacia niveles menores, como los que prevalecen en economías tradicionalmente estables. Este objetivo de reducción adquiere particular importancia en una economía como la chilena, acostumbrada a vivir con tasas de inflación altas y con cláusulas de reajustabilidad según inflación pasada, que generan inercia y volatilidad en la tasa de inflación. En consecuencia, la consolidación de los avances logrados en el curso de los últimos años requiere continuar sin vacilación hacia objetivos de inflación cada vez menores, pues tanto la persistencia de inflaciones bajas como la credibilidad del compromiso de la autoridad con este objetivo son condiciones necesarias para avanzar en la desindización de la economía.

Por último, nuestra meta prioritaria de reducción de la inflación refuerza el objetivo de un mayor grado de apertura al exterior, y, por ende, un mayor desarrollo exportador. En particular, el proceso de ajuste monetario llevado a cabo a partir del tercer trimestre de 1995, y que se mantiene hasta la fecha, aunque en menor medida, apunta precisamente a proteger la competitividad externa de mediano plazo de nuestra economía, moderando los incrementos de salarios y precios internos, que no guardan relación con la evolución de la productividad y la inflación meta. En efecto, en el mediano y largo plazo, los salarios reales sólo pueden incrementarse en forma permanente y sustentable mediante una mayor productividad laboral. Si los aumentos son excesivos en relación con ésta, sólo llevan a una aceleración inflacionaria, mayor desempleo y pérdida de competitividad internacional.

Sin embargo, el Banco Central no sólo debe velar por la estabilidad de precios. También tiene la obligación de cautelar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Esto último, se entiende como el deber del Instituto Emisor de cuidar del equilibrio intertemporal de la balanza de pagos, evitando de esta forma que se produzcan déficit insostenibles de la cuenta corriente que se traduzcan en un endeudamiento externo excesivo.

Concretamente, el rol de la política cambiaria consiste en mantener el tipo de cambio real en un rango coherente con el objetivo externo. En consecuencia, la política cambiaria no mantiene objetivos explícitos sobre el tipo de cambio real, ni tampoco busca una estabilización excesiva de éste, sino que intenta evitar desviaciones importantes que pudieran alejarlo de su trayectoria de tendencia. En efecto, el Banco Central no puede pretender fijar el tipo de cambio real en una economía como la chilena, puesto que el creciente proceso de integración comercial y financiera, la volatilidad de los términos de intercambio, los cambios en la percepción y clasificación de riesgo del país, la inversión en el sector productor de bienes transables y el desigual desarrollo tecnológico de los sectores transables y no transables, llevan a que el tipo de cambio real de equilibrio varíe. Esto significa que, a medida que se van consolidando estos cambios estructurales, se modifica el tipo de cambio real que asegura el equilibrio externo en el mediano plazo y, por tanto, el Banco Central tiene que permitir el necesario ajuste. Lo mismo ocurre con las tasas de interés.

No obstante, no todas las fluctuaciones en el tipo de cambio responden a movimientos de largo plazo, sino que muchas veces derivan de especulaciones infundadas de tipo financiero que alteran su valor. En este caso, se justifica intervenir en el mercado cambiario, tanto mediante la compra de moneda extranjera como por la vía de restringir el financiamiento externo de corto plazo, de manera de mantener el valor de la divisa en torno a su tendencia de mediano y largo plazo.

Adicionalmente, el Banco Central hace un esfuerzo importante para inducir niveles de tipo de cambio real en paralelo con factores que definen productividad y competitividad externa. Así, por ejemplo, el déficit de la cuenta corriente se ha mantenido, en promedio, muy moderado, se han adoptado las medidas necesarias para encarecer los flujos de capitales de corto plazo y asegurar la sustentabilidad del financiamiento de la balanza de pagos, y se han ido tomando las decisiones tendientes a promover en forma ordenada una plena libertad para la diversificación internacional de la cartera de activos de los inversionistas nacionales no financieros. A su vez, en los últimos años el gobierno ha mantenido una situación fiscal superavitaria, y el Banco Central, por su parte, ha realizado un significativo esfuerzo de acumulación de reservas internacionales. No debemos olvidar que la defensa del tipo de cambio tiene su costo, pues en el proceso de esterilización, el Banco Central emite una deuda interna cuya tasa de interés es superior a la que recibe por las reservas internacionales acumuladas. Por esta razón, el Instituto Emisor tiene una capacidad limitada para defender el tipo de cambio, especialmente si los movimientos de éste responden a factores fundamentales. En síntesis, hemos sido extremadamente cuidadosos en cautelar una evolución sustentable del tipo de cambio y el financiamiento externo. Por lo demás, una tasa de inflación baja y estable contribuye a la estabilidad de los precios relativos claves.

Así, la variación real del tipo de cambio observada en los últimos años no ha sido otra cosa que el reflejo de la tendencia a la mejoría en el saldo de la cuenta corriente, resultado del vigoroso y sostenido crecimiento de las exportaciones, además de la profundización del proceso de internacionalización, tanto en el ámbito comercial como financiero. En efecto, si bien desde 1990, el peso se ha venido apreciando en términos reales, en forma gradual pero sostenida, a una tasa similar al incremento de la productividad media de la economía, es necesario recalcar que los indicadores de tipo de cambio real sólo entregan una visión

parcial de los factores que inciden sobre la rentabilidad del sector transable, y del exportador en particular. No incorporan, por ejemplo, el impacto de las fluctuaciones de los precios de exportaciones, de la productividad específica, de los costos laborales, o de mejoras en el acceso a los mercados externos por disminución en las barreras arancelarias o en el costo del transporte y comunicaciones, factores que han incidido favorablemente sobre su rentabilidad.

No cabe duda de que existe una diversidad de experiencias en los distintos rubros de la economía. Las ganancias de productividad, por ejemplo, no se distribuyen homogéneamente a través de los distintos sectores. El crecimiento de la productividad puede quedar más rezagado en algunas actividades, las que se ven desmejoradas en términos de su competitividad internacional y también nacional. En efecto, dichos sectores se ven perjudicados, porque no pueden enfrentar los salarios y precios de factores que están pagando los sectores más dinámicos, o porque el progreso de los sectores líderes se refleja en mayor competencia directa o indirecta en sus mercados. Sin embargo, es decisivo comprender que no pretender acomodar los instrumentos de política macroeconómica a las necesidades de sectores específicos, significa imponer un elevado costo al resto de la sociedad. Por lo demás, a medida que el proceso de apertura al exterior se profundiza, la capacidad del Banco Central para afectar la evolución del tipo de cambio real a través de sus intervenciones en el mercado cambiario o de graduaciones en la velocidad de liberalización financiera disminuye progresivamente, y éste pasa a quedar determinado, en lo fundamental, por las condiciones reales como la productividad de la economía comparada con el exterior. En consecuencia, lo adecuado es buscar soluciones que aumenten la productividad en los sectores rezagados, que eviten incrementos de costos o que faciliten su ajuste a las cambiantes condiciones de mercado, y no la realización de políticas macroeconómicas compensatorias. Lo reiteramos: productividad y costos son las palabras claves.

### **Evolución reciente de la economía chilena**

El desempeño de la economía chilena durante 1996 y lo que va corrido de este año es altamente satisfactorio. Al igual que en años anteriores, la inflación mostró una tendencia descendente y coherente con las metas propuestas por las autoridades económicas durante el año pasado, al tiempo que el crecimiento de la economía fue vigoroso y el déficit de la cuenta corriente se situó en un nivel moderado.

En los últimos años hemos sido testigos de un avance notable y continuo en materia de reducción de la inflación. La tasa de variación de 6,6% anual que registró el índice de precios al consumidor (IPC) en 1996, es la más baja observada en la economía chilena desde 1960, completando el tercer año consecutivo en que la inflación se ubica en niveles de un dígito. Asimismo, mirando hacia el futuro las condiciones son favorables para continuar esta trayectoria. Ya están a la vista niveles de inflación como los que prevalecen en las principales economías industrializadas.

Los resultados macroeconómicos de 1996, y los del primer trimestre de 1997, también se inscriben dentro de la tendencia de crecimiento no inflacionario que se ha observado a lo largo de la presente década. La tasa de inflación medida en doce meses ha presentado rápidos progresos en los dos últimos meses y en la actualidad se ubica levemente por encima de 6,0%. Este favorable comportamiento se ha visto corroborado por la sostenida trayectoria a la baja de las distintas medidas de inflación subyacente. Basta señalar que la inflación subyacente que calcula el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), corregida para suavizar el comportamiento errático de los bienes perecibles, se encuentra en torno a 5,7% anual. Asimismo, cabe destacar que los progresos alcanzados en la disminución de la tendencia inflacionaria se concentran en los bienes y servicios no transables, mientras la tendencia de los productos transables se ha mantenido relativamente estable. Por su parte, la variación de las remuneraciones nominales se incrementó levemente durante el primer trimestre de 1997, manteniéndose en torno a 10%, lo que resulta favorable desde el punto de vista inflacionario.

Junto con la caída en la tasa de inflación subyacente, durante el primer trimestre de 1997 la producción y la demanda interna retomaron la trayectoria de moderación que exhibieron hasta el tercer trimestre de 1996. En efecto, luego del fuerte crecimiento de la economía en el cuarto trimestre de 1996, los antecedentes preliminares disponibles para el primer trimestre del año indican que el crecimiento interanual del producto se ubicaría por debajo de su tendencia, y lo mismo ocurriría con el gasto. Esta situación permitirá que la economía retome gradualmente una trayectoria de expansión con tasas y niveles sostenibles y no inflacionarios.

El crecimiento de la producción en el trimestre refleja, particularmente, el aporte de la demanda externa neta. En efecto, de acuerdo con información preliminar, la balanza comercial del primer trimestre de 1997 presenta un superávit de US\$ 428,1 millones. Estos resultados se explican en gran medida por la significativa expansión que presentó el volumen exportado durante el trimestre, que alcanzó una variación por encima de 15% con respecto a igual período del año anterior, lo cual más que compensó la caída de los precios. Las importaciones FOB, por su parte, aumentaron 5,8% en los tres primeros meses del año, comparado con igual período de 1996, lideradas, al igual que en los meses anteriores, por las internaciones de bienes intermedios. La evolución que presentan las importaciones constituye un factor favorable, por cuanto representa una desaceleración respecto al crecimiento que habían registrado durante el último trimestre del año pasado, lo cual constituía una señal preocupante para la continuidad del proceso de ajuste y de desaceleración del gasto buscada por la autoridad.

### **Proyecciones económicas para 1997**

En relación con las perspectivas para el presente año, el diagnóstico general es que la economía lleva una trayectoria acorde con las metas propuestas. La tendencia de la inflación de precios y salarios se mueve en la dirección correcta y es coherente con el cumplimiento de la meta presupuestada para fines de año, en torno a 5,5%. La confianza expresada en el cumplimiento de la meta de inflación para el presente año está basada en la continuación de las favorables tendencias que ya exhiben la inflación de los bienes no transables y también la de los salarios, y no en una apreciación artificial de la moneda nacional. En efecto, se estima que la reducción de la tendencia inflacionaria descansará en la disminución del impulso proveniente de las fuentes internas, salarios y márgenes de utilidad. Por su parte, el tipo de cambio debe tener un comportamiento acorde con la inflación y la mantención de un

déficit moderado en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Al mismo tiempo, la producción y el gasto llevan una trayectoria de convergencia hacia niveles y tasas de crecimiento sostenibles en el tiempo, compatibles con la reducción sistemática de la inflación y la obtención de un déficit prudente en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En efecto, se estima que el producto mostrará una tasa de crecimiento dentro del rango de 5,5% a 6,0%, que se señalara en septiembre último en el informe al Senado, al tiempo que la tasa de expansión de la demanda interna sería levemente inferior a la del producto. Se espera que durante el primer semestre de 1997 la tasa de crecimiento de la producción y la demanda agregada se sitúen por debajo de su tendencia de largo plazo, pero dentro de una trayectoria ascendente que retomará gradualmente tasas de crecimiento sostenibles en el tiempo hacia fines de año.

Dentro de los componentes de la demanda agregada cabe destacar el dinamismo esperado por la formación bruta de capital fijo y las exportaciones. En efecto, se espera que durante el presente año el coeficiente de formación bruta de capital fijo a producto interno bruto (PIB) alcanzará a 28,5%, nivel récord para este agregado, mientras las exportaciones de bienes y servicios mostrarán un crecimiento por encima del producto. Por su parte, el ahorro nacional mostraría una leve alza respecto a la observada en 1996, situándose levemente por encima de 23,5%.

En relación con las cuentas externas, se proyecta una importante expansión en el volumen de las exportaciones totales, en torno a 10%, explicado por el aumento de aproximadamente 11% en las exportaciones de cobre y de 9% en el resto de las ventas al exterior. Por su parte, el crecimiento de las importaciones se situaría en torno a 7%, evolución que sería concordante con la menor expansión de la actividad económica esperada para 1997. Finalmente, el déficit de la cuenta corriente alcanzaría un valor en torno a los US\$ 3.000 millones, equivalente a una proporción levemente inferior a 4% del PIB. Este valor se encuentra dentro del límite superior del rango considerado como prudente para esta variable, considerando que la situación actual de términos de intercambio y de tasas de interés no es particularmente desfavorable con relación a su tendencia histórica.

Antes de concluir, no quisiera dejar de mencionar una situación latente en nuestra economía que constituye un factor de cautela respecto a las favorables perspectivas económicas que hemos revisado. En particular, quiero referirme a la evolución que se ha observado en el mercado del trabajo.

Durante el trimestre móvil terminado en marzo de 1997, la tasa de desempleo a nivel nacional se ubicó en 5,8%, inferior a la tasa de 6,6% generada en igual trimestre móvil de 1996. La tendencia decreciente de la tasa de desempleo se debió principalmente a la trayectoria también decreciente que ha venido mostrando el crecimiento de la fuerza de trabajo desde principios de 1994, en tanto que la ocupación se ha mantenido creciendo en forma moderada. El menor crecimiento esperado de la producción debiera incidir sobre un gradual ajuste en el comportamiento de la ocupación y en un retorno a tasas de desempleo sostenibles en el largo plazo, algo superiores a las actuales. Sin embargo, este proceso conlleva un rezago, por lo que no se perciben holguras inmediatas que permitan esperar una moderación significativa en el ritmo de incrementos de los salarios nominales. Lo anterior indica que los avances esperados para el resto del año son moderados, limitando de esta manera progresos adicionales en la reducción de la inflación de los bienes domésticos; sin embargo, debieran ir acentuándose conforme el empleo responde, a su vez, a la moderación en los niveles de gasto, el que se mantiene en el límite superior de lo compatible con nuestras metas, empujando levemente el desempleo hacia arriba.

## **Conclusiones**

Las perspectivas generales para la economía son muy favorables. El satisfactorio desempeño del proceso de ajuste, materializado, por una parte, en un favorable ritmo de crecimiento económico y, por otra, en crecientes señales que indicaban que el proceso inflacionario se encaminaba en la dirección de la meta de 5,5% programada, tales como la relativa desaceleración del crecimiento nominal de los salarios y de las diversas medidas de inflación subyacente, motivaron al Banco Central a implementar un suave relajamiento de la política monetaria a principios de febrero de este año. Este proceso fue posteriormente profundizado durante abril.

La plena materialización de las proyecciones revisadas requiere del concurso de una política monetaria vigilante para la consolidación de las tendencias que se observan en materia de precios y salarios, y también de la colaboración de la política fiscal no sólo de gastos bien financiados, sino también mediante una expansión moderada del gasto público, incluyendo las remuneraciones. En este sentido, sólo es posible esperar un futuro relajamiento del proceso de ajuste en la medida que las variables macroeconómicas evolucionen de acuerdo con lo esperado.

La economía chilena ha mostrado resultados muy favorables en el transcurso de los noventa, tales como un crecimiento económico elevado y sostenido, tasas históricamente bajas de desempleo, inflación declinante, altos niveles de ahorro e inversión y una situación externa muy saludable. Aún más, los avances logrados en los años noventa son percibidos como sustentables, y las perspectivas a futuro son favorables. En este sentido, se torna de la mayor importancia asegurar que este proceso continúe dándose en un contexto de bases sólidas y de inflación decreciente en el tiempo, de modo de asegurar que estas positivas perspectivas se concreten. Por lo anterior, el Banco Central reitera su firme compromiso con el objetivo de la reducción y estabilización definitiva de los niveles de los precios.

---