

Exposición del Presidente del Banco Central de Chile al Senado con Ocasión de la Presentación del Informe Anual 1999

I. Introducción

Un año atrás, el escenario económico y financiero global era volátil y altamente incierto debido a la crisis en Asia y el colapso de los mercados tras la moratoria de la deuda rusa. La mayoría de las economías emergentes, y especialmente las economías de la región latinoamericana, enfrentaban fuertes salidas de capital, al tiempo que aumentaba el costo de su financiamiento externo y colapsaba el precio de sus activos y productos básicos. Los organismos internacionales hacían sucesivas revisiones a la baja de sus proyecciones de crecimiento de la economía mundial, y se producían, uno tras otro, diversos acontecimientos negativos en los mercados financieros internacionales.

En los últimos meses la situación en los mercados financieros mundiales ha mejorado muy significativamente y los factores de riesgo externo se han ido acotando, pero han quedado en evidencia las negativas consecuencias sobre la actividad mundial de este período turbulento. La economía internacional ha continuado sobre una trayectoria de lento crecimiento impulsada sólo por el dinamismo de los Estados Unidos de Norte América (EE.UU.), los precios de materias primas recién comienzan a cambiar su tendencia negativa y América Latina ha entrado en un período recesivo.

Debido a este complejo escenario, la economía chilena ha pasado por un período de retracción, aunque más suave que el de la gran mayoría de los países de la región. Hace un año, se había previsto una rápida reducción del crecimiento, inevitable como consecuencia de los costos reales de la crisis internacional tal como se veían entonces. Sin embargo, en la segunda mitad del año pasado, la crisis se intensificó más allá de lo anticipado, observándose una disminución adicional en los términos de intercambio, un encarecimiento mayor del financiamiento externo, mayores salidas de capital y una exacerbación de las presiones especulativas en contra del peso, las que mantuvieron elevadas las tasas de interés internas por un tiempo mayor al que se podía prever. Este conjunto de factores causó un ajuste de la demanda interna mayor al esperado, al que se sumaron los fuertes efectos coyunturales de la sequía sobre la oferta, provocándose una disminución del producto de 2,9% durante el primer semestre del año, un significativo aumento en la tasa de desempleo y un ritmo de desaceleración de la inflación y disminución del déficit de la cuenta corriente que ha ido más rápido de lo anticipado.

Durante 1999, una vez acotados los principales riesgos del frente externo, el conjunto de políticas macroeconómicas ha adoptado una posición expansiva, con el propósito de lograr que se consolide un proceso de recuperación del crecimiento económico en un contexto de estabilidad de la inflación y equilibrio externo. De hecho, los favorables resultados de inflación y cuenta corriente indican que los riesgos en estos frentes son muy reducidos en la actualidad. Por otra parte, diversos indicadores de producción y demanda señalan la estabilización en la trayectoria de la economía durante la primera mitad del presente año y algunos, aunque todavía débiles, apuntan a una recuperación del crecimiento para el segundo semestre. Las proyecciones y metas que se presentan en este Informe se basan en la consolidación de estas tendencias.

Esta exposición está organizada en dos partes. La primera se refiere al contexto económico interno y externo que prevaleció entre la segunda mitad de 1997 y hasta comienzos del presente año, explicando las políticas aplicadas por el Banco Central durante este período y los resultados obtenidos. La segunda parte se refiere a las metas, políticas y proyecciones macroeconómicas para los años venideros.

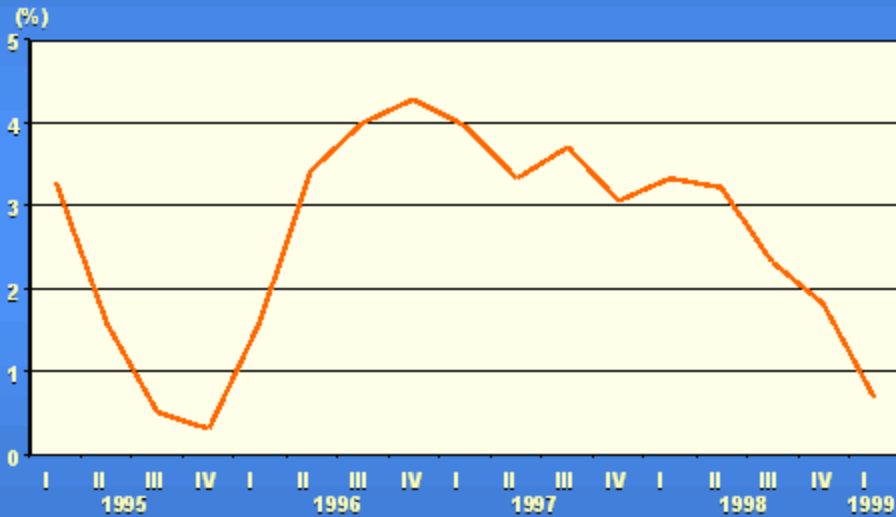
II. Las Políticas del Banco Central Frente a la Crisis Externa

1. La crisis internacional y su impacto sobre la economía chilena

Como se sabe, la crisis que se desató a partir de la devaluación del Baht tailandés en julio de 1997, se había ya extendido a fines de ese año a la mayor parte de los mercados del Asia. Estos países entraron en una profunda crisis financiera y luego en una fuerte contracción de su demanda interna, lo que redujo sobremanera sus importaciones desde otras regiones del mundo, incluyendo Chile. Al mismo tiempo, y como una consecuencia directa, la actividad económica y el comercio mundiales se fueron resintiendo crecientemente, mientras los precios de los productos primarios, incluido el cobre, se ajustaron fuertemente a la baja.

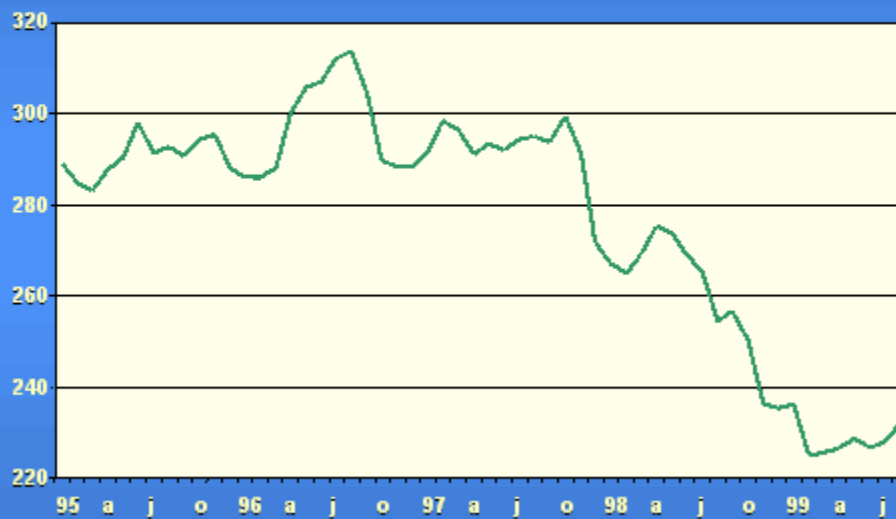
Crecimiento Principales Socios Comerciales

Argentina, Brasil, EE.UU., Japón y Alemania



2

Índice de Precios de Productos Básicos



Fuente: Commodity Research Bureau, EE.UU.

3

Esta crisis fue configurando en la economía nacional la amenaza de un significativo aumento en el déficit comercial y de cuenta corriente, el que además resultaba doblemente preocupante por encontrarse la economía en un ciclo expansivo de su demanda interna al momento de producirse estos impactos. La sobre-expansión inesperada de la demanda interna durante la segunda mitad de 1997 fue originada principalmente por los ingentes ingresos de capitales que se registraron ese año (sobre el 10% del PIB) y, en menor medida, por el estímulo de la política fiscal en ese período. La política monetaria se fue moderando paulatinamente hasta el tercer trimestre de ese año aunque no puede atribuirse principalmente a ello, por su pequeña magnitud, la fuerte expansión de la demanda interna.

El hecho principal es que hacia el último trimestre de 1997 la trayectoria de la demanda interna era claramente insostenible en sí misma y más aún frente al adverso escenario externo que se iba configurando a comienzos de 1998. En estas circunstancias se manifestó el primer ataque especulativo contra el peso y una rápida escalada del tipo de cambio en enero de 1998.

2. Las políticas del Banco Central frente a la crisis

En tal contexto las opciones de política eran esencialmente dos: la primera, permitir una corrección inmediata del tipo de cambio al alza sin endurecer en un principio la política monetaria. Esta opción implicaba que más adelante se debían enfriar las presiones inflacionarias con políticas monetarias y fiscales fuertemente restrictivas. La segunda, enfriar primero la trayectoria del gasto (endureciendo de inmediato la política monetaria), plantear una defensa limitada del peso, y permitir posteriormente un ajuste cambiario ordenado.

El análisis de los diferentes escenarios que se realizó con toda la información disponible en ese momento del tiempo indicaba, por un lado, que aumentos repentinos y descontrolados del tipo de cambio, de acuerdo a nuestra experiencia histórica, tendrían un significativo impacto inflacionario en una economía altamente indizada y coyunturalmente sobre-expandida como la economía chilena hacia fines de 1997. Más aún, un cambio drástico en las condiciones de arbitraje y percepciones de riesgo de los agentes económicos habría alterado abruptamente sus decisiones sobre composición de cartera depreciando aún más el tipo de cambio, en una especie de profecía autocumplida. En estas condiciones de creciente incertidumbre era imposible garantizar que el mercado cambiario no sobre-reaccionaría como ocurrió en las economías de Asia en 1997. Estaba latente el riesgo de pérdida de ancla nominal, hecho que habría creado una sensación de crisis y desconfianza todavía mayores y probablemente habría originado la necesidad de aplicar políticas de tasas de interés aún más restrictivas con el fin de recuperar la estabilidad.

Por otro lado, en este período estaba también en juego la credibilidad del compromiso de las políticas del Banco Central con la estabilidad macroeconómica. De hecho, dicha credibilidad se hubiese perdido si frente al primer cuadro de dificultades serio de la década, se abandonaban con facilidad los objetivos de equilibrio macroeconómico.

No puede dejar de mencionarse que la adopción de esta estrategia tuvo en un principio algunas dificultades vinculadas a la percepción del mercado acerca del compromiso de importantes actores con respecto a ella. De hecho, inicialmente se cuestionó la mantención de la meta de inflación en 4,5% para el año, mientras que, la reducción del ritmo de crecimiento del gasto público se manifestó plenamente sólo en el último trimestre del año. Por último, en este mismo período se anunció un aumento sustancial del salario mínimo en el curso de los siguientes tres años.

En este contexto sobrevino, en junio de ese año, un nuevo ataque especulativo contra el peso. Frente a un cuadro amenazante y con la perspectiva aún vigente de un fuerte rebrote inflacionario, la moderación de las fuerzas que presionaban el peso aparecía nuevamente como la alternativa más inmediata para aplacar la incertidumbre asociada a una alta volatilidad cambiaria. La intervención cambiaria de esos días cooperó al necesario ajuste de portafolio que realizaba el sector privado, proveyendo los instrumentos necesarios para disminuir el aún significativo descalce cambiario que observaba ese sector. Sin embargo, esto no fue suficiente para eliminar las expectativas de una fuerte depreciación del peso, ante lo cual se hizo necesario angostar explícitamente la banda cambiaria con el objeto de dar una señal más robusta.

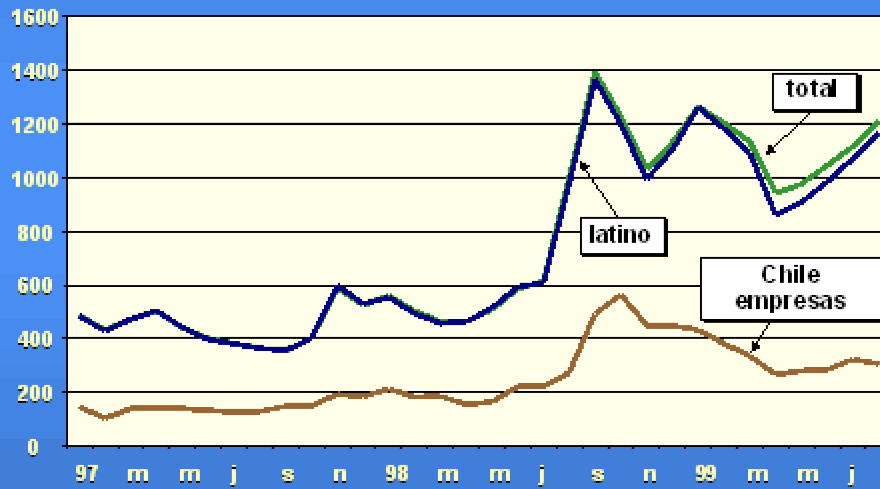
El compromiso más explícito y firme con la estabilidad del peso (dentro de los límites de fluctuación que permitía la nueva banda) fue inicialmente exitoso en aplacar las presiones cambiarias y moderar las tasas de interés de mercado. Pero la situación se hizo más compleja al sobrevenir la moratoria rusa y el enorme revuelo que ella causó en todos los mercados financieros globales, a lo que siguió, como secuela, la caída del fondo de inversión Long Term Capital Management en los EE.UU.

Las consecuencias de esta nueva crisis en lo inmediato fueron: sustanciales aumentos en el costo de financiamiento externo para las economías emergentes, drásticas caídas en las bolsas de valores alrededor del mundo, nuevas bajas en los precios de los productos primarios e indicios de significativas restricciones de acceso al crédito para las economías latinoamericanas.

Spread EMBI

total, América Latina y Chile Empresas

(puntos base)



4

Internamente, el efecto fue, por una parte, un aumento de las tasas de interés por encima de lo previsto, a impulsos de la demanda especulativa por divisas que llevó a algunas instituciones a usar recursos más allá de la prudencia para adquirir dólares y, por otra, un comportamiento más conservador del sistema financiero en sus decisiones de otorgamiento de créditos.

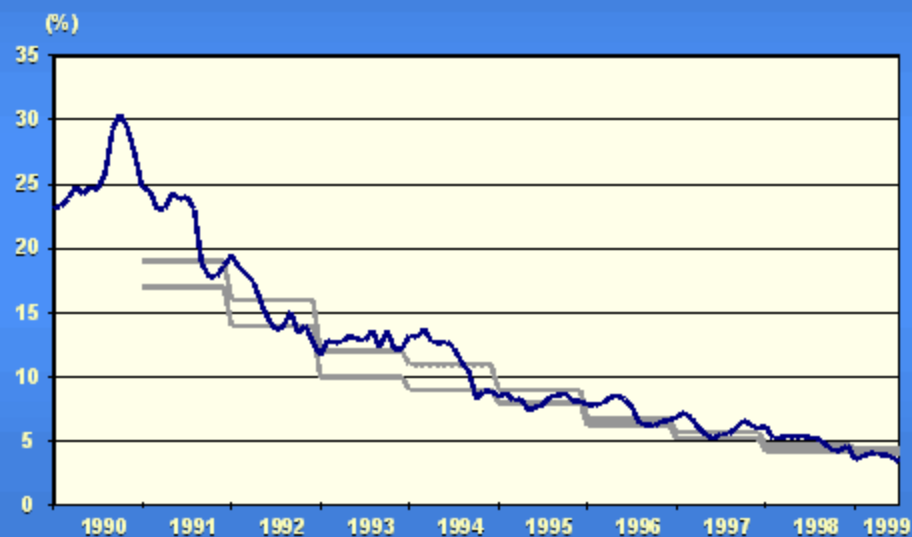
Todos estos desarrollos fueron el resultado de un serio y creciente agravamiento del escenario externo en todas sus líneas. Cabe destacar que, en circunstancias como estas, otras economías donde se permitió mayor variabilidad o ajuste cambiario no evitaron alzas importantes en sus tasas de interés ni fuerte ajuste en el gasto global.

3. Resultados de las políticas aplicadas

La estrategia seguida por el Banco Central ha permitido una depreciación ordenada del tipo de cambio nominal (cercana a 24% entre octubre de 1997 y agosto de este año) mientras que la inflación se ha mantenido dentro de los rangos definidos por las metas anuales.

Inflación Efectiva y Metas de Inflación

tasas de variación en doce meses



5

Por otra parte, a pesar de la crisis financiera internacional, Chile ha mantenido intacta su clasificación de riesgo país

Indicadores de Riesgo País

	julio 98	enero 99	julio 99
Argentina	37	41	47
Brasil	59	63	72
Chile	21	29	29
Colombia	36	40	41
Corea	47	28	24
Filipinas	47	36	40
Malasia	47	32	27
México	46	39	44
Perú	33	35	36
Tailandia	47	33	36
Venezuela	45	47	53

Nota: un número más alto significa un mayor riesgo país. Fuente: J.P. Morgan

6

y los indicadores de solvencia externa sólo han mostrado un cambio marginal, situación que contrasta fuertemente con otras economías emergentes

Ind. Solvencia Ext. y Fragilidad Financiera

	Cartera Vencida 99 (% Total coloc.)	cobertura de intereses 99 (% Exportaciones)	nec. Financ. corto plazo 99 (deuda cp.+Amor/rin)
Argentina	13,3	32	101
Brasil	8,9	32	191
Chile	1,7	7	30
Colombia	12,8	25	83
Corea	12,5	6	113
Filipinas	14,5	7	152
Malasia	13,0	2	38
México	11,5	8	155
Perú	10,3	21	89
Tailandia	47,5	8	127
Venezuela	6,7	10	37

7

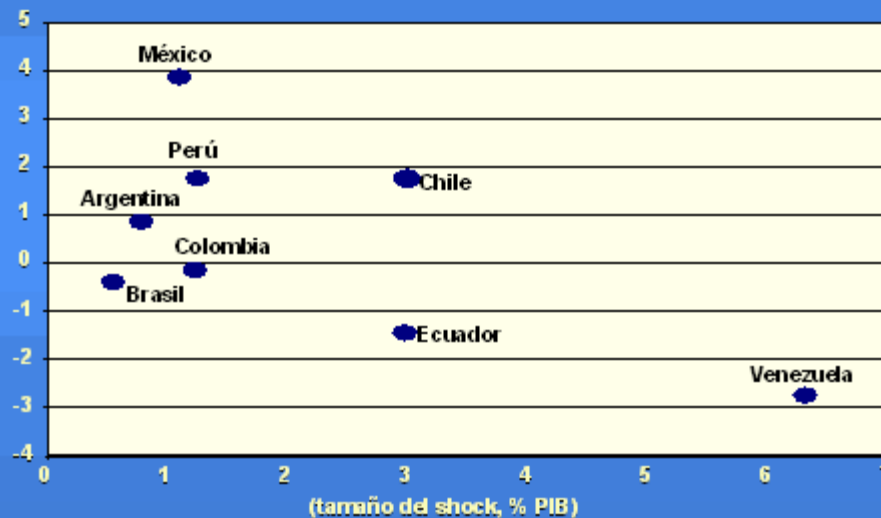
De hecho, el premio exigido a la deuda chilena (soberana y de empresas), si bien se ha incrementado respecto de los niveles previos al inicio de la crisis externa, sigue siendo el más bajo en América Latina y uno de los menores de las economías emergentes. Cabe señalar que 100 puntos base de aumento de dicho premio, representan en un corto plazo un costo adicional de unos 220 millones de dólares anuales para el país; este costo se eleva a unos 340 millones de dólares anuales si el aumento del premio se mantiene por un tiempo prolongado.

Es innegable que la recesión durante los primeros trimestres de 1999 ha sido más intensa que lo anticipado hace seis u ocho meses atrás. Sin embargo, es importante aclarar que el grave empeoramiento del escenario externo entre agosto del año pasado y bien entrado el primer trimestre del presente año, hizo inevitable la contracción económica. De hecho, los efectos de los shocks externos explican la mayor parte de la caída del PIB en Chile en 1999, lo que sumado a otros factores como la prolongación de la sequía, el ciclo del ajuste fiscal en 1998, la crisis brasileña de enero de este año y su impacto recesivo sobre la región, y el aumento de 100% en el precio internacional del petróleo en lo que va corrido de 1999, contribuyen a explicar la retracción vivida durante este año. En efecto, sumando el impacto directo de la disminución de los términos de intercambio y el aumento del costo del financiamiento externo, el tamaño del shock externo alcanzó a cerca de 3% del PIB, siendo sólo superado por Venezuela hasta antes del reciente aumento del precio del petróleo.

La recesión por la que Chile atraviesa, además, es un fenómeno que ocurre en casi toda América Latina. Si se considera el tamaño del shock externo que sufrió Chile, el resultado de crecimiento en 1998-1999, medido en términos relativos a dicho shock, es probablemente el mejor de los países latinoamericanos

A. Latina: Crecimiento Promedio 1998-99

(cres. prom 98-99, %)



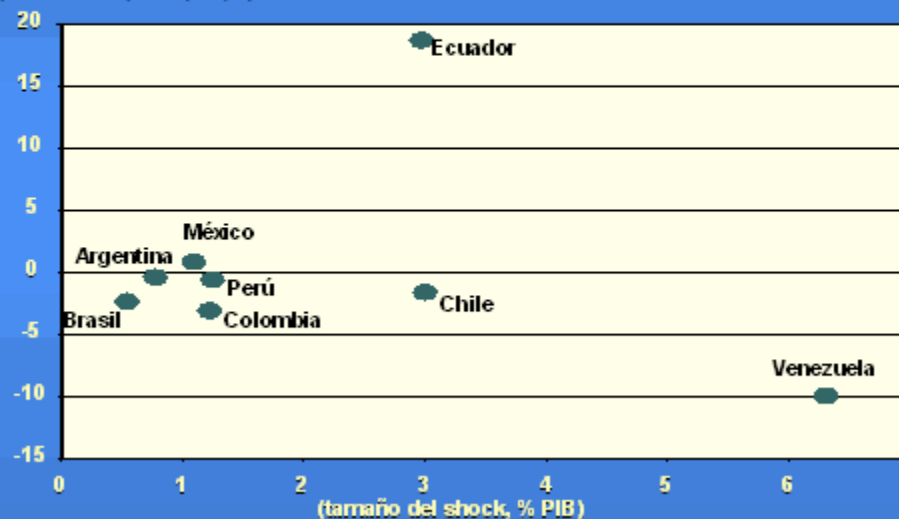
8

Adicionalmente, las tasas de interés prevalecientes en Chile han estado entre las más bajas de la región. Por último, en términos absolutos, el cambio en la tasa de inflación observada en Chile en 1997-1999 es similar al observado en otros países, por lo que no es posible sostener que en Chile haya prevalecido un celo anti-inflacionario excesivo

A. Latina: Cambio en la Inflación

entre 1997 y el promedio 1992-1999

(cambio inf. (99-98)-97,%)

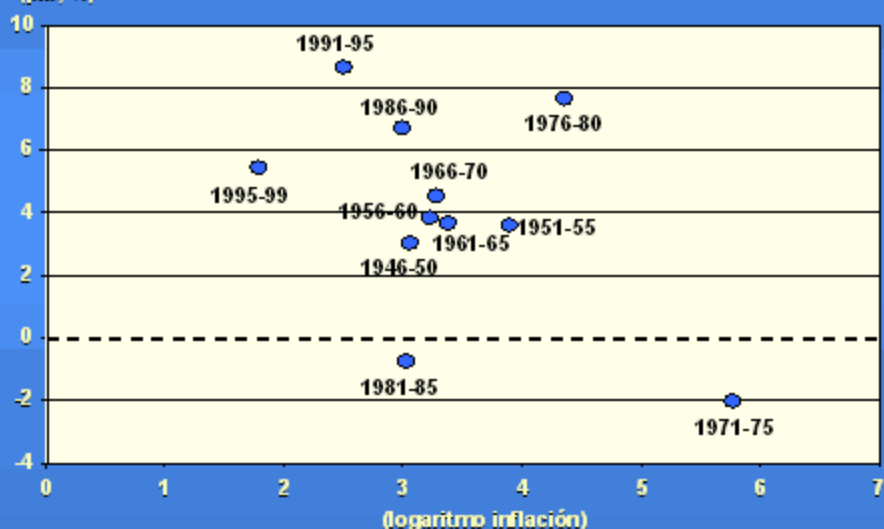


9

Al respecto, quisiera reflexionar brevemente sobre la posibilidad de haber obtenido un resultado de mayor empleo a cambio de un aumento transitorio en la inflación. Este argumento no tiene respaldo teórico ni empírico. La llamada "curva de Phillips" no funciona y menos en un país con indización generalizada como Chile. La historia económica moderna permite estudiar abundantes casos reales en los cuales el intento de aumentar el empleo tolerando una inflación más alta resultó indefectiblemente en fracaso. Por el contrario, en el caso chileno, la evidencia muestra que en el mediano plazo pueden coexistir aumentos en los niveles de empleo con reducciones en la tasa de inflación. Por ejemplo, entre 1990 y 1997 la inflación disminuyó desde 27,3% a 6,0%, mientras que el nivel de empleo aumentó a un ritmo promedio de 2,5% por año

Inflación y Crecimiento Chile 1950-1999

tasa de variación anual del PIB, y logaritmo del incremento anual de la inflación
(piib, %)



10

Por último, en el ambiente de gran incertidumbre vivido en 1998, la posibilidad de perder el ancla nominal de la economía bien pudo haber llevado a una escalada de inflación-devaluación y una crisis de confianza generalizada, lo que habría aumentado tanto el desempleo como la inflación.

En resumen, en el último bienio la economía chilena ha enfrentado el peor escenario externo en más de quince años. En estas condiciones resultó inevitable asumir un costo en términos de producto y mayor desempleo. Las políticas aplicadas eran estrictamente necesarias para mantener un grado de equilibrio global en un contexto de exceso de gasto, menor ingreso y menor financiamiento externo. Es legítimo discutir si existían alternativas y cuáles eran sus ventajas y costos, pero no debe perderse de vista que su impacto habría sido sólo marginal frente a la magnitud del shock externo. Realizados los ajustes necesarios, las perspectivas hacia el futuro son favorables.

IV. Evolución Reciente de la Economía y Perspectivas 1999 y 2000

Me referiré ahora a la evolución reciente de la economía, la meta de inflación y las principales proyecciones macroeconómicas para el período 1999-2000.

Economía internacional

La coyuntura internacional es aún compleja, pero sus perspectivas anticipan un mejoramiento de las condiciones internacionales relevantes a Chile. En efecto, durante el próximo año se observaría un mayor dinamismo de la demanda externa y una mejoría de los términos de intercambio, factores positivos que serían parcialmente atenuados por el incremento en el costo del crédito internacional asociado a la política de ajuste monetario que ha venido aplicando la Reserva Federal en los EE.UU.

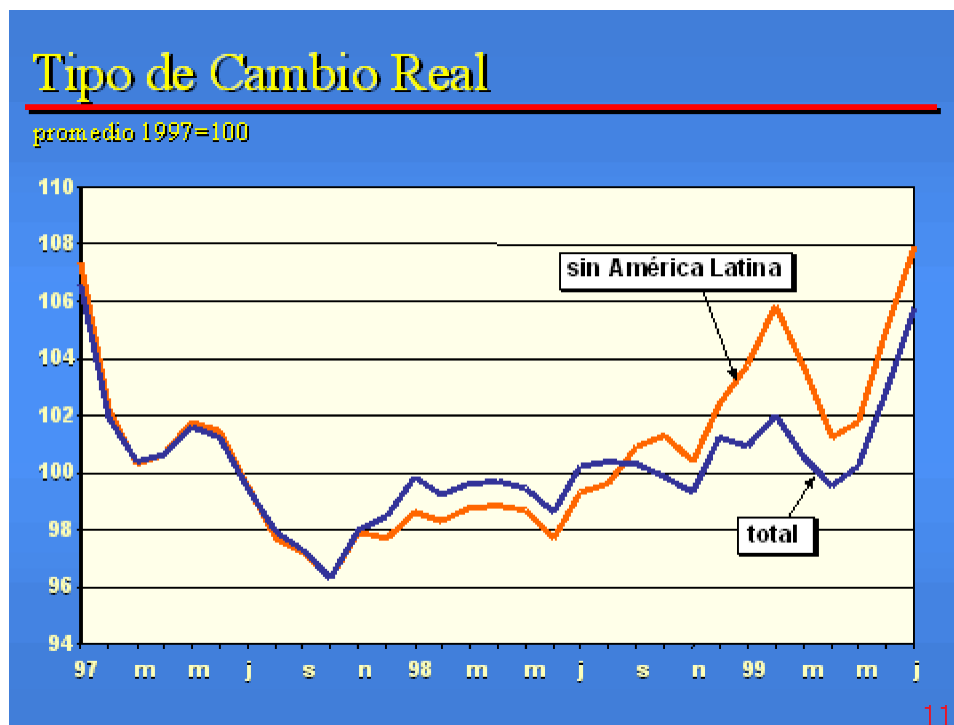
Este mejoramiento en el escenario externo, sin embargo, no está exento de amenazas. Entre los principales factores de riesgo se cuentan la magnitud de eventuales aumentos adicionales de tasas de interés en los EE.UU. y de su impacto negativo sobre el crecimiento de la economía norteamericana y mundial, y la reaparición de turbulencias financieras en los mercados de América Latina como consecuencia de la difícil situación por la que atraviesa la mayor parte de las economías de la región.

Mercados Financieros

En el frente interno, las condiciones financieras se han movido a lo largo del presente año hacia una instancia claramente expansiva logrando crear condiciones financieras apropiadas para impulsar una recuperación gradual de la demanda interna y el crecimiento económico.

Las tasas de mercado se han ajustado en coherencia con la disminución de la tasa de instancia monetaria logrando disminuir el costo del crédito interno, aunque las tasas de interés de largo plazo se han reducido en menor magnitud, evolución relacionada con el reciente incremento en los retornos de largo plazo en los mercados financieros internacionales. El valor del peso ha presentado mayores fluctuaciones a través del último año y en términos netos se ha observado una depreciación del mismo. En efecto, entre

septiembre de 1997 y fines de agosto último, el peso se había depreciado más de 8% en términos reales.



El comportamiento más dinámico de los agregados monetarios también es coherente con la adopción de una política monetaria más expansiva, aunque el volumen de crédito del sistema financiero al sector privado aún muestra señales rezagadas de menor dinamismo.

Finalmente, pese a la situación experimentada por la economía del país durante el primer semestre del presente año, la banca mantuvo una sólida posición. En efecto, el indicador de rentabilidad del capital anualizado alcanzó a julio niveles del orden de 12%; la cartera vencida como porcentaje del total de colocaciones se ha estabilizado en torno al 1,7%, cifra que no representa un factor de riesgo para la estabilidad financiera; y el patrimonio del sistema financiero, medido según el indicador de Basilea, ha aumentado en el período reciente.

En lo que respecta a los eventuales efectos financieros del cambio de milenio, cabe señalar que el Banco Central dispone de los instrumentos y sistemas de información que permiten una administración adecuada y oportuna de la mayor liquidez que pudiera requerir el sector financiero. El Banco Central estima que las medidas adoptadas, tanto por las autoridades como por los propios bancos comerciales bajo la coordinación de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, son suficiente garantía para que los diversos agentes económicos puedan operar con completa normalidad frente al cambio de milenio.

Política Fiscal

La política fiscal ha sido un factor de impulso contracíclico a la demanda agregada durante 1999 y se estima que hacia fines de año las cuentas fiscales mostrarán un resultado deficitario. Este desarrollo está principalmente vinculado a la posición del ciclo económico. Asimismo, el Gobierno ha tomado el compromiso de enviar un Presupuesto para el próximo año con un aumento del gasto con impacto macroeconómico que es 3,3% superior en términos reales al contemplado en la Ley de Presupuesto de 1999, y que es inferior al crecimiento esperado del PIB y de los ingresos corrientes del Fisco en el año 2000. El techo propuesto tiene la virtud de acercar el resultado de las cuentas fiscales hacia niveles más equilibrados, elemento esencial para el desarrollo futuro de las políticas del Banco Central. En efecto, la potencial consolidación de una situación de persistente déficit fiscal llevaría en el mediano plazo a incrementar las presiones permanentes sobre la demanda interna y el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo que en definitiva elevaría el nivel de las tasas de interés e implicaría una merma en el tipo de cambio real.

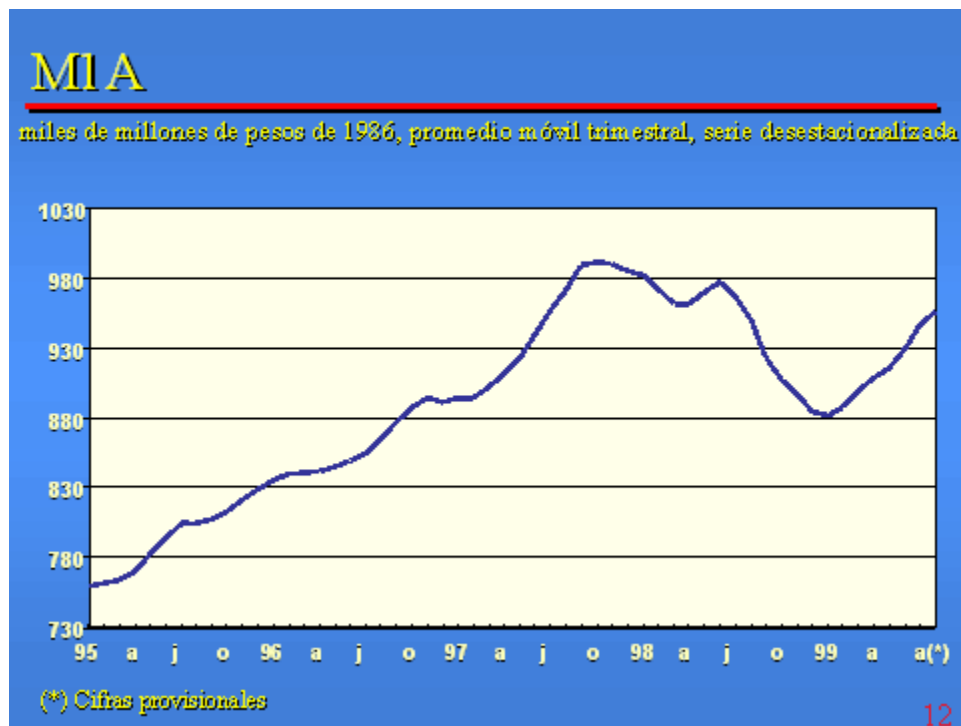
4. Producto, Gasto y Empleo

Los desarrollos en el frente externo, que acentuaron la necesidad de aplicar políticas de ajuste, tuvieron un rol fundamental en la desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía chilena en 1999. El PIB experimentó una contracción de 2,9% durante el primer semestre del año en curso. Sin embargo, también contribuyó a este resultado la aguda sequía que vivió el país durante la temporada 1998/1999 y sus efectos sobre la oferta, estimados en cerca de un punto porcentual del PIB del primer semestre, equivalente a un tercio de la contracción registrada.

El empleo mostró una reducción de 1,5% en la primera mitad del año en relación con igual período del año anterior, mientras que

la tasa de desocupación ha registrado un significativo aumento en el mismo período. Estos desarrollos responden a la concentración del ajuste económico en sectores intensivos en empleo, como son la industria y la construcción; a la lenta tendencia a la moderación que mostró el ritmo de crecimiento de los salarios nominales y reales a través de la mayor parte de 1998 y 1999, y al inusual aumento observado en la fuerza de trabajo. El desempleo en nuestro país alcanza hoy niveles altos, comparables a los de los países de la Unión Europea. Sin embargo, es importante enfatizar que la economía chilena no atraviesa por un problema estructural de desempleo como el que ha afectado a las mayores economías de Europa a lo largo de las últimas dos décadas, sino que se trata de una situación primordialmente transitoria y cíclica.

Las proyecciones respecto de la evolución futura de la demanda y del producto indican una recuperación paulatina del crecimiento en lo que resta de 1999 y el próximo año. Las condiciones internacionales son mejores que en el pasado y se anticipa que continuarán sobre una trayectoria de recuperación hacia el año 2000, al tiempo que las condiciones monetarias y fiscales son expansivas en la actualidad. Los indicadores líderes, como la evolución reciente de los agregados monetarios más líquidos,



los indicadores de ventas industriales y del comercio,

Ventas Cámara Nacional de Comercio (CNC)

efectivas y medias móviles trimestrales, series desestacionalizadas

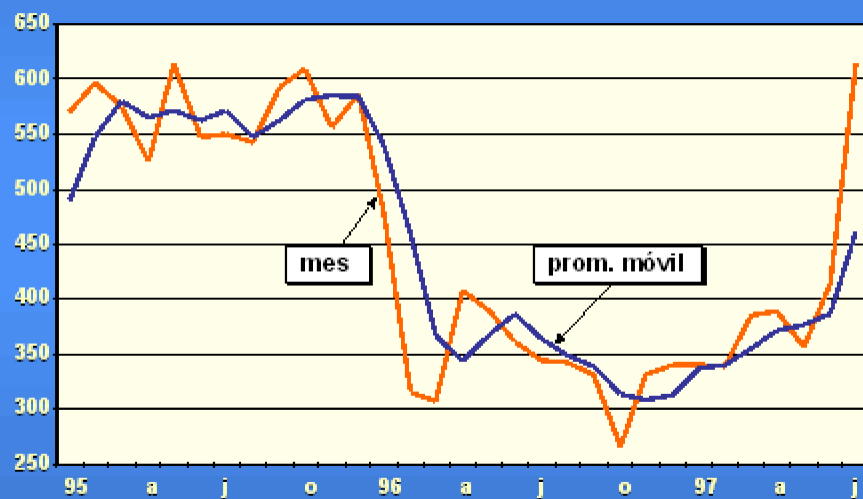


13

apuntan hacia una recuperación del crecimiento económico en el segundo semestre del año. Y las ventas de nuevas viviendas

Ventas de Departamentos

efectivas y medias móviles trimestrales, series desestacionalizadas



14

han recibido el fuerte impulso de las menores tasas de interés y del programa de incentivos tributarios lanzado por el Gobierno en junio último. El avance en el programa de concesiones de obras públicas también debe generar un significativo aumento en las inversiones en obras viales durante el próximo año y se espera un aumento de las inversiones en puertos y empresas sanitarias como consecuencia de la incorporación de capitales privados a estos sectores. Además, se anticipa la recuperación de las inversiones mineras como resultado del inicio o ampliación de una serie de proyectos de explotación del cobre. Finalmente, la ejecución de los programas de empleo municipal anunciados recientemente por el Gobierno contribuirán a incrementar los ingresos del sector privado y mejorar las expectativas de los consumidores.

Los antecedentes revisados señalan que el nivel de actividad comenzaría a moverse sobre una trayectoria de expansión en esta

segunda mitad del año y, hacia el último trimestre, la tasa de crecimiento sería claramente positiva. El crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para el año en su conjunto sería prácticamente nulo, mientras que la demanda interna mostraría una contracción estimada en torno al 7%.

La consolidación de la trayectoria de recuperación permitiría a la economía alcanzar una tasa de crecimiento en torno al 5% durante el próximo año, estimación que es coherente con el rango de previsiones de diversos analistas privados. Esta trayectoria sería liderada por la recuperación de la demanda interna, estimada en torno al 7,5%. La demanda externa neta –esto es, la diferencia entre exportaciones e importaciones reales– mostraría una moderación, como resultado principalmente de la recuperación de las compras al exterior y, en menor medida, de la disminución en el ritmo de expansión de las exportaciones de cobre. El resultado proyectado para la tasa de crecimiento del próximo año es concordante con un proceso gradual pero vigoroso de recuperación de la demanda interna y del empleo, cuya consolidación permitirá que la economía crezca a tasas sustentables y en torno a su potencial en los años venideros.

5. Inflación: Precios y Salarios

Durante 1999 la inflación ha mostrado un descenso más rápido que lo anticipado. Como consecuencia del impacto del ciclo económico sobre la formación de precios y la menor inflación externa. Lo mismo ha ocurrido en el conjunto de las economías del mundo. En efecto, de acuerdo con el Panorama Económico Mundial del Fondo Monetario Internacional, para el conjunto de las economías avanzadas, la tasa promedio de inflación alcanzaría al 1,4% en 1999, cifra que se compara con una proyección del 1,7% realizada un año atrás y con las tasas de 2% que se observaban hasta 1997. Asimismo, para el conjunto de las economías en desarrollo se espera una tasa promedio que alcanzaría a 7%, tasa que se compara con una proyección de 8,3% realizada en octubre de 1998 y con una tasa de inflación de 10,3% registrada ese año. Por su parte, los salarios han continuado desacelerándose paulatinamente, aunque a un ritmo más lento que el resto de los precios, lo que ha redundado en incrementos reales a pesar de la caída del empleo y del ingreso nacional.

La evolución futura de la tasa de inflación debe mantenerse en una trayectoria de relativa estabilidad en los meses que vienen, lo cual implicaría que hacia fin de año se observen tasas anuales similares a la registrada a fines de agosto y por debajo de la meta planteada para este año. Es de consignar que la vigencia desde enero pasado de la nueva canasta usada en el cálculo del Índice de Precios al Consumidor (IPC), que refleja mejor los hábitos de consumo actuales, ha permitido circunstancialmente un cómputo de la inflación más de medio punto porcentual por debajo de lo que habría resultado con la canasta antigua.

Para el próximo año, existen elementos contrapuestos que es necesario considerar para la proyección de la inflación. Por una parte, la baja inflación alcanzada este año mantendrá contenido el impulso inercial habitual en una amplia gama de precios de bienes y servicios. Asimismo, un ritmo de recuperación gradual de la actividad económica y la holgura que existe en materia de empleo y capacidad instalada, debieran contribuir a que presiones de demanda moderadas no empujen la inflación. De otro lado, una inflación externa mayor en un contexto de relativa estabilidad cambiaría, junto a la recuperación de márgenes de comercialización en algunos sectores, especialmente de bienes importados, serán factores de presión al alza de los precios. En particular, cabe consignar el aumento de 6,6% anual que registra el índice de precios al por mayor, en parte como consecuencia de la depreciación del peso, presión que no se ha visto reflejada en los precios finales de comercialización. Con todo, las mediciones de inflación subyacente y las perspectivas del mercado y de analistas se centran alrededor de 3,5%, aunque con una dispersión todavía amplia. Esto último no debe sorprender dada la mayor incertidumbre que se puede asociar a un punto de inflexión de un ciclo tan agudo como el actual.

Las tasas de inflación que se observan en la actualidad y las que razonablemente se proyectan hacia el futuro próximo, son muy cercanas a las que han prevalecido en promedio durante la presente década en el conjunto de países industriales, 2,9% anual en el período de 1990-1998. Puede decirse que el programa de contención inflacionaria que ha animado al Banco Central de Chile en los últimos años está pasando a una etapa distinta. De priorizar una reducción gradual pero persistente de la inflación, año a año, los movimientos serán en la dirección de privilegiar la mantención de un ambiente de inflación baja y más estable, en torno a parámetros como los que se observan en la actualidad. En concordancia con lo anterior, en esta ocasión se ha estimado oportuno avanzar en la consolidación del esquema de metas de inflación mediante el establecimiento de un objetivo explícito con un horizonte mayor a un año y la adopción de un rango preciso dentro del cual debe evolucionar la inflación a partir de fines del próximo año.

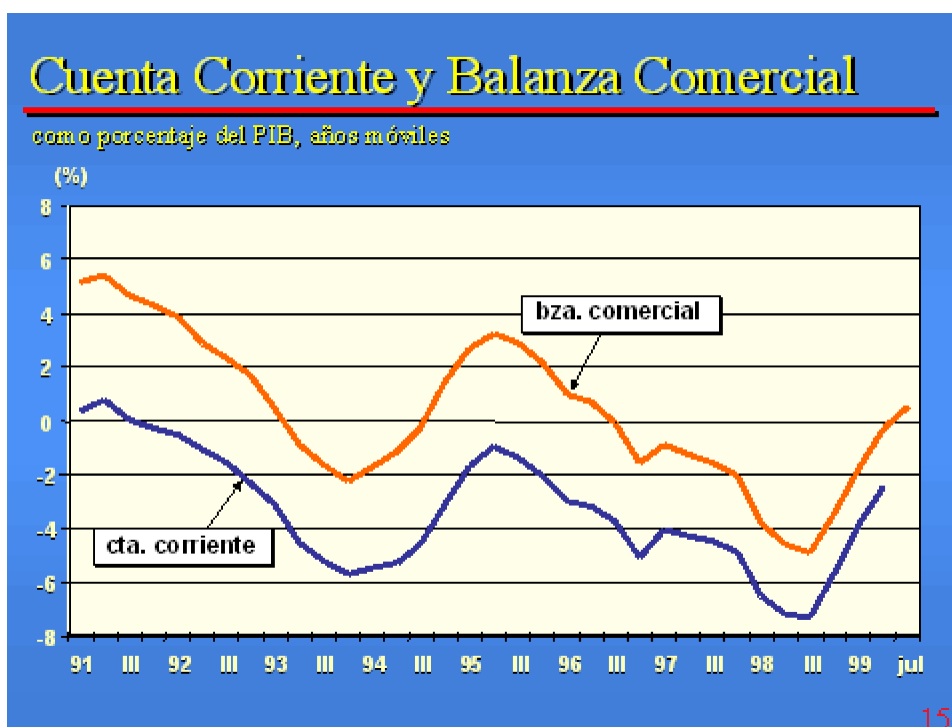
Estas modificaciones obedecen a un conjunto de consideraciones. En primer término, la mantención de un ambiente de inflación baja y estable es el principal aporte que puede realizar el Banco Central al desarrollo del país. Bajo las actuales condiciones, cuando ya se ha recorrido gran parte del camino hacia este objetivo, es oportuno entregar una señal explícita y permanente de compromiso con la estabilidad de precios. En segundo lugar, es conveniente adoptar una meta con una amplitud mayor con el fin de acomodar eventos de alta probabilidad de ocurrencia que afectan la inflación en el corto plazo pero que no alteran su tendencia de mediano y largo plazo. En tercer término, la extensión del horizonte también es apropiada para reflejar adecuadamente los rezagos que caracterizan el impacto de la política monetaria sobre la evolución de los precios y moderar eventuales efectos sobre la actividad. Finalmente, la especificación de la meta inflacionaria debe conciliar el propósito permanente de estabilidad de precios con la operación de un ambiente de mayor flexibilidad cambiaria que puede generar presiones transitorias sobre la inflación, tanto al alza como a la baja.

Concretamente, el Banco Central, con el acuerdo del Ministerio de Hacienda, ha determinado establecer una meta de inflación de $\pm 3,5\%$ para el año 2000 y simultáneamente un rango de 2 a 4% anual como meta de inflación de mediano plazo a regir indefinidamente desde el año 2001. En el futuro, ese rango podrá alterarse, pero siempre respetando el propósito central de mantener un ambiente de inflación baja.

La trayectoria esperada para la inflación durante el próximo año refleja el balance entre las fuerzas enunciadas anteriormente. La inflación se mantendría estable o podría mostrar un leve repunte durante el próximo año conforme crecen las ventas y se recuperan márgenes, pero se estima que estos efectos serían esencialmente transitorios y no afectarían su tendencia más permanente. A su vez, el rango anunciado entre 2 y 4% establece los límites dentro de los cuales debe ubicarse esta variable a partir de diciembre del próximo año y el valor central de este rango, 3%, constituye la meta operacional que guía a la política monetaria a través del tiempo. Las desviaciones transitorias de la tendencia inflacionaria respecto de este valor central son tolerables pero sólo en la medida que no se salgan del rango establecido y que pueda esperarse con razonable seguridad que en un lapso que va entre los 12 y 24 meses, en el cual la mayor parte de los efectos de la política monetaria sobre los precios es visible, la inflación retornaría hacia el 3%. Es decir, tanto el límite superior como el inferior del rango constituyen valores de excepción para la inflación y no metas propiamente tales. Asimismo, las acciones de política monetaria se basarán en la evolución esperada para la inflación y no en su evolución reciente, por lo que incluso si la inflación se encuentra dentro del rango definido, puede ser necesario actuar preventivamente para evitar la acumulación de desviaciones futuras. Al mismo tiempo, movimientos transitorios de la inflación fuera de este rango podrían no requerir de acciones de política si existiera una presunción fundada de que son de muy corta duración.

6. Balanza de Pagos

Finalmente, en relación a las cuentas externas, en la segunda mitad de 1998 y en lo que va corrido del presente año, la balanza comercial y la cuenta corriente mostraron una rápida corrección como consecuencia de la disminución de la demanda interna.



Este resultado se explica principalmente por la significativa contracción de las compras al exterior, mientras que las cantidades exportadas crecieron a una tasa anual superior a 8%. Con todo, se estima que el déficit de la cuenta corriente alcanzaría una cifra en torno a 1,5% del PIB hacia fines de año, esto es, en torno a US\$1.000 millones y se anticipa que durante el próximo año se producirá una ampliación del déficit de la cuenta corriente, principalmente por una fuerte recuperación del valor de las importaciones (16%) para restituir los disminuidos inventarios y responder al crecimiento esperado en la demanda interna.

En el mediano plazo, las políticas macroeconómicas y financieras deben seguir siendo concordantes con la mantención de una adecuada posición de solvencia y liquidez externa de la economía chilena, que asegure el normal desarrollo de los pagos internacionales. Esto se traduce en mantener una adecuada flexibilidad cambiaria que refleje los riesgos y tendencias que están presentes en el mercado, que facilite la consolidación del proceso de integración financiera con el exterior y que contribuya a evitar deterioros no sostenibles en el déficit de cuenta corriente.

7. Orientación Futura de las Políticas del Banco Central

Señor Presidente, Señores Senadores:

El conjunto de metas y proyecciones para el próximo año reflejan la prudencia necesaria para enfrentar un período como el actual. La meta de inflación de $\pm 3,5\%$ para el 2000 y el rango planteado como meta para los próximos años, concuerdan con una previsión realista de la evolución futura del crecimiento de los precios internos en un contexto de recuperación del dinamismo de la

economía a lo largo del año 2000. Si las políticas se orientaran hacia alcanzar un nivel mayor de inflación, sólo se conseguiría elevar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, sin lograr incrementar el ritmo de crecimiento de la economía dentro de una trayectoria sostenible.

Proyecciones Macroeconómicas 1999-2000			
	Efectivo	Proyección	
	1998	1999	2000
	(Variaciones porcentuales)		
Producto interno bruto	3,4		5,0
1er semestre		-2,9	
2do semestre		2,5/3,5	
Ind. Precios Consumidor	4,7	± 3,0	±3,5
	(Porcentajes del PIB)		
Déf. Cta. Corriente	5,7	1,5	3,3
	(Centavos de US\$ por libra)		
Precio por libra cobre fino	75,0	70,0	75,0
16			

El Banco Central estima que no existen obstáculos importantes para que la economía alcance en los trimestres venideros una recuperación gradual de su ritmo de crecimiento, en un contexto de baja inflación y un déficit de cuenta corriente moderado. Una combinación de políticas macroeconómicas de carácter expansivo como la actual, tiene una orientación adecuada para alcanzar estos resultados y el entorno externo es apropiado.

Sin embargo, la realización de este conjunto de proyecciones y metas no está exento de riesgos. Entre los factores de riesgo externo están el proceso de ajuste monetario que ha venido implementando la Reserva Federal en los EE.UU. y la eventual reaparición de turbulencias financieras en los mercados de América Latina. Entre los riesgos internos, cabe mencionar el grado de incertidumbre que existe sobre la velocidad de recuperación de la demanda: en el caso del consumo privado, como consecuencia del mayor nivel de desempleo y del mayor peso de la deuda personal; y en el de la inversión, como resultado de una eventual espera de algunos agentes por definiciones de los programas y equipos del futuro Gobierno. Del mismo modo, un factor de cuidado es la trayectoria futura de las cuentas fiscales. El instrumental de política conservará la flexibilidad necesaria para adaptarse a los eventos antes enunciados y otros que pudieran aparecer en el futuro.

En los últimos meses se han dado pasos importantes buscando perfeccionar el marco de políticas del Banco Central. En primer lugar, cabe señalar los avances hacia una mayor flexibilidad cambiaria. La banda de referencia se ha ido ampliando diariamente en forma pre-anunciada y el Banco Central no ha intervenido en el mercado interbancario a lo largo de los últimos seis meses. Este desarrollo ha sido posibilitado por la disciplina alcanzada en el control de la inflación, un sustancial reacomodo de cartera de los agentes privados no bancarios hacia una situación con menores descalses cambiarios y la ampliación de los mercados de cobertura de riesgos (de monedas, tasas de interés y plazos) a nivel de la industria bancaria.

En las circunstancias actuales, al estimar que están dadas las condiciones para acelerar el programa en marcha de incorporar grados crecientes de flexibilidad cambiaria, el Banco Central decidió recientemente suspender su compromiso formal de intervenir en el mercado cambiario para sostener los límites de la banda cambiaria. En forma complementaria, resolvió que las intervenciones que pudieran realizarse se harán sólo en casos excepcionales, situación en la cual se explicarán las razones que se tuvieron a la vista para tomar la decisión de intervenir. Para facilitar la transparencia de esta política, el Banco Central entregará quincenalmente, pero con algún desfase, información desagregada sobre las tenencias de reservas internacionales y sus cambios. Todo lo anterior permitirá una flotación más libre del tipo de cambio y, como consecuencia, grados de mayor autonomía monetaria que, a su vez, facilitarán en el futuro la administración de potenciales turbulencias externas. De cualquier modo, se continuará calculando y publicando el "dólar acuerdo" según la regla vigente como referencia de mediano plazo para el mercado y para los contratos aún vigentes que lo utilizan.

En segundo lugar, el Banco Central ha continuado en este tiempo el proceso de integración de los mercados financieros y de capitales locales al resto del mundo. Se amplió la gama de operaciones de la banca factibles de efectuar con el exterior y se aumentaron los límites globales de inversión en el exterior de los fondos de pensiones y compañías de seguros. También se redujo a 0% el encaje a los inlfujos de capitales como una forma de aliviar al sector privado nacional del costo del incremento de los

premios por riesgo que ha caracterizado el desfavorable escenario externo.

En tercer lugar, la consolidación del esquema de metas de inflación incorporando características propias de una situación de más largo plazo, como la extensión del horizonte de fijación más allá de un año y la definición de un rango, permitirá enfrentar con mayor eficacia las inevitables fluctuaciones que presentan las condiciones económicas, internas y externas.

V. Palabras Finales

En los diez años que concluirán a fines de 1999, la economía chilena, a pesar de las dificultades actuales, mostrará resultados impresionantes: la tasa de crecimiento económico promedio más alta del siglo, una inflación que converge ya a los niveles de los países industriales, un sistema financiero sólido, un sector externo fortalecido y en orden, reservas externas abundantes e indicadores de desarrollo social que ponen a Chile a la cabeza del continente. Es un buen punto de partida para afianzar la recuperación de la economía y de los niveles de empleo, iniciando así el nuevo siglo.

Sin embargo, nuestra economía, relativamente pequeña y abierta, continuará sujeta a las influencias de la economía mundial. La presente crisis está en vías de superarse, pero vendrán otras en el futuro que pondrán a prueba la solidez de los fundamentos de la economía chilena, imponiendo sobre ella costos inevitables en términos de producto y empleo. Frente a este riesgo, resulta necesario avanzar en el establecimiento de un mecanismo de protección de los desempleados que, sin rigidizar el mercado laboral, distribuya mejor los costos del ajuste entre los miembros de nuestra comunidad nacional. Los esfuerzos que ahora se hacen tienen carácter transitorio, y está pendiente la tarea de buscar un mecanismo más permanente cuya existencia, además, contribuiría a dar un carácter más anticíclico a las políticas públicas.