

## Las Políticas del Banco Central

Exposición de Carlos Massad A., Presidente del Banco Central de Chile, en la Sesión de Clausura del V Encuentro Financiero "Los cambios que vienen en el sistema financiero", organizado por ICARE el 28 de julio de 1999.

### Perspectiva histórica

Una de las mejores contribuciones que el Banco Central puede hacer al país es preservar, en la medida de sus capacidades, un ambiente macroeconómico estable que sea funcional al crecimiento de la economía y al desarrollo de la nación. La sociedad chilena lo ha entendido así y ha otorgado a esta institución un grado importante de autonomía para que pueda tomar aquellas decisiones difíciles y complejas desde un punto de vista político, que corrientemente nos fueron tan esquivas en el pasado, con los pobres resultados económicos y sociales que todos conocemos.

La Ley Orgánica del Banco Central, de manera consecuente con lo anteriormente señalado, consagra como los objetivos generales de la entidad monetaria, mantener la estabilidad de la moneda (baja inflación), y preservar los sistemas de pagos externos e internos, lo cual requiere de la mantención de un sistema financiero sólido. De estos objetivos generales se han derivado, durante la presente década, cuatro principios ordenadores de las políticas del Banco, a saber:

- Reducción gradual y persistente de la inflación hasta alcanzar, en estado de régimen, tasas comparables a las de países desarrollados;
- Mantención del déficit de la cuenta corriente, a precios de tendencia, en niveles financierables y sustentables intertemporalmente;
- Integración gradual y prudente de la economía local a los mercados financieros internacionales; y
- Profundización de los mercados financieros internos.

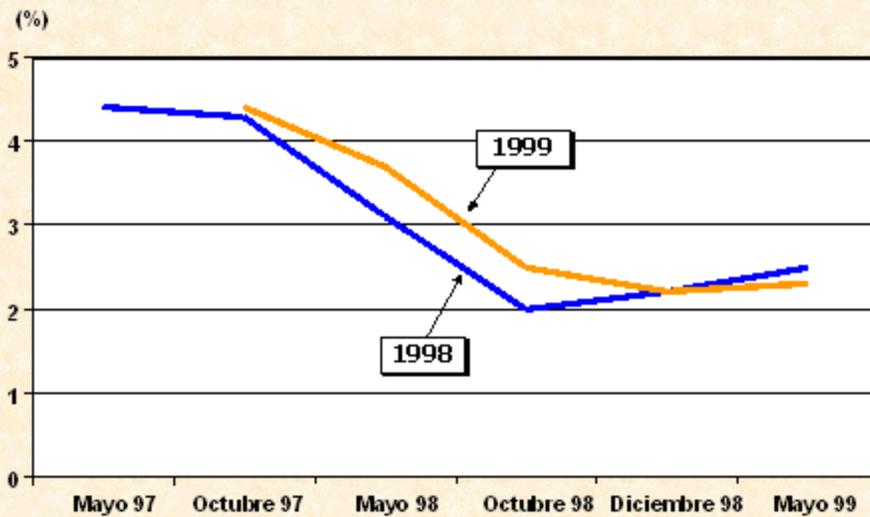
Estos principios ordenadores configuraron un conjunto de políticas monetaria, cambiaria y de regulación de los flujos de capitales, adecuado para los tiempos que caracterizaron a la economía chilena antes de la crisis asiática: fuertes entradas de capital, grandes oscilaciones en el gasto interno, relativa tranquilidad de los términos de intercambio y crecimiento sostenido en la economía y el comercio mundiales. Conviene resaltar los esfuerzos realizados por mantener el crecimiento de la demanda interna dentro de límites sustentables, a través del uso del instrumental monetario, así como los costosos intentos por evitar una apreciación exagerada del tipo de cambio real mediante de la acumulación esterilizada de reservas internacionales. También es útil señalar el propósito de mover la estructura de los pasivos internacionales del país hacia instrumentos de largo plazo por medio de las políticas de regulación de los flujos de capitales.

La sujeción escrupulosa a dichos principios ordenadores permitió notables resultados, todos los cuales han sido muy importantes en la sustentación de los pilares básicos o fundamentales que han hecho progresar la economía chilena y han determinado una positiva evaluación de las políticas a nivel internacional. La disminución de la inflación desde casi 30% anual en 1990 hasta el actual 3,8% (con tasas de un dígito por más de cinco años), en un contexto de alto crecimiento económico y progreso general, no puede dejar de reiterarse como un logro fundamental y permanente, básico para facilitar el camino de la economía chilena hacia el desarrollo. Asimismo, los márgenes acotados permitidos al déficit en cuenta corriente, la progresiva integración financiera con el exterior, la preeminencia conseguida de pasivos de largo plazo en el financiamiento externo y los desarrollos en los mercados financieros locales, son también resultados notables.

### Análisis del período 1997-1999

A partir de la crisis asiática que inicia su desarrollo en el curso de 1997, el escenario externo fue empeorando paulatina y sustancialmente para la economía chilena. Hasta octubre de ese año, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyectaba que la economía mundial continuaría creciendo a velocidad de crucero a pesar de los eventos en Asia; sólo a medida que se revelaba el impacto global de la crisis las proyecciones de crecimiento fueron ajustándose a la baja, hasta alcanzar un mínimo entre octubre y diciembre del año pasado.

## Proyecciones de Crecimiento Mundial



Fuente: World Economic Outlook (FMI)

1

Los mercados asiáticos, que adquieren 35% del total de nuestras exportaciones, entraron en una profunda crisis financiera, después en una fuerte contracción de su demanda interna que afectaron sobremanera sus importaciones desde otras regiones del mundo, incluyendo a Chile. Al mismo tiempo, y como consecuencia, la actividad económica y el comercio mundiales se fueron resintiendo crecientemente, y los precios de los productos primarios, incluido el cobre, se ajustaron fuertemente a la baja.

## Precio del Cobre

centavos de dólar por libra en BML



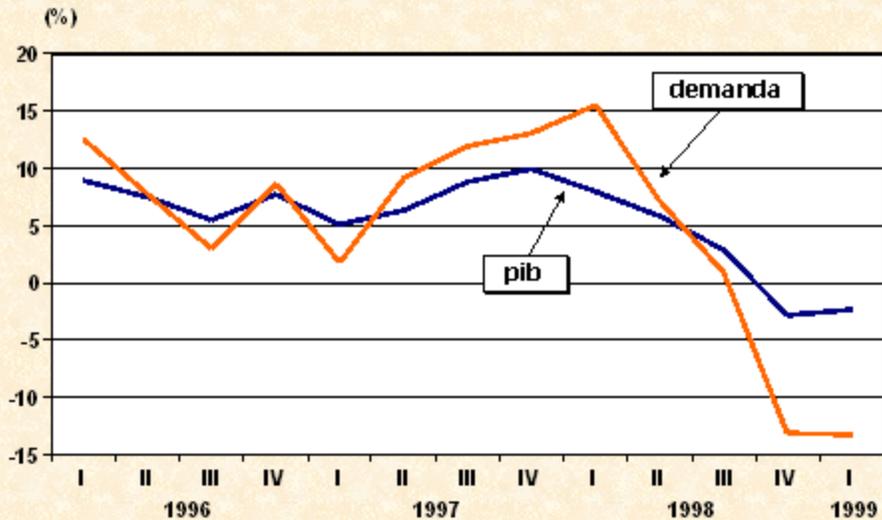
2

Con ello se fue configurando la amenaza de un significativo aumento en nuestro déficit comercial y de cuenta corriente, perspectiva seriamente agravada por el hecho de que las importaciones chilenas adquirirían un ritmo de expansión casi frenético, debido a la súbita y fuerte expansión de la demanda interna en los últimos meses de 1997 y comienzos de 1998.

Conviene detenerse por un instante en este último punto, esto es, en la sobreexpansión de la demanda interna en la segunda mitad de 1997, en y la eventual influencia de las políticas macroeconómicas en el fenómeno.

# Demanda Agregada y PIB

tasas de variación anual, en pesos de 1986



3

Es un hecho que el gasto interno se recuperó mucho más rápido que lo esperado a partir de julio de ese año, luego de haber experimentado un leve crecimiento en el primer trimestre, cuando la tasa de instancia se ubicaba en 7% y varios destacados analistas privados vaticinaban un crecimiento cercano a 4% para el año, de no mediar una sustancial relajación monetaria. Recordemos que el producto interno bruto (PIB) creció 7,2% ese año. Postular que la posterior reducción de la tasa de instancia hasta 6,5% causó, en menos de seis meses, una aceleración de más de 15% del gasto interno, es asignar una potencia desusada a la política monetaria, por lo que hay que descartar ese movimiento de tasas como el argumento central en la sobreexpansión del gasto.

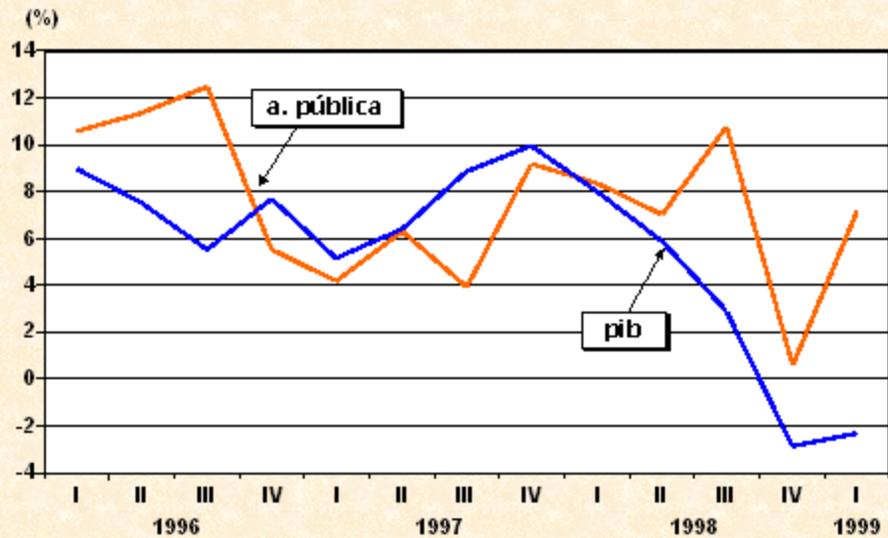
Nuestros estudios señalan que la demanda interna recibió un fuerte estímulo de parte de los ingentes ingresos de capitales que se registraron ese año (sobre 10% del PIB), en parte atraídos por las relativamente altas tasas de interés internas y la estabilidad cambiaria, y además por las favorables expectativas de negocios en el país.

Hacia el último trimestre de 1997 se planteó un dilema entre niveles de tasas relativamente altos (con relación a las tasas internacionales) que atraían capitales externos, a pesar del encaje, y tendían a presionar el piso de la banda cambiaria, y las señales de recuperación rápida del gasto interno que requerían una inclinación al endurecimiento de la política monetaria. Este dilema se originaba en parte en una dualidad de propósitos que mantenía el Banco Central: por un lado, mantener un gasto controlado a fin de cumplir las metas de inflación; y por otro, evitar una apreciación cambiaria más allá de la banda. Finalmente, a comienzos de 1998, ante una cuenta de capitales con menores flujos y con una tendencia cambiaria inversa (a la depreciación), se subió la tasa de instancia privilegiando el mecanismo habitual de transmisión de la política monetaria.

Hay que agregar que la política fiscal mantuvo en el período la instancia expansiva que traía desde 1996, lo que puede haber contribuido al fenómeno. En efecto, los indicadores de impulso fiscal y de efecto cíclico del presupuesto público señalan que 1997 fue un año expansivo, al tiempo que la ejecución presupuestaria muestra un fuerte incremento por el lado del gasto justo en el cuarto trimestre de 1997.

# Absorción Pública y PIB

tasas de variación anual



4

- Ataques contra el peso

Sea cual fuere la causa, lo cierto es que 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. Es en este momento cuando se manifiesta el primer ataque especulativo contra el peso y una rápida escalada del tipo de cambio. ¿Cuáles eran las opciones de política en ese contexto? Una opción, la seguida por varios de los países asiáticos un poco antes, era "soltar amarras", desanclar el tipo de cambio, las expectativas de inflación y eventualmente la inflación misma, sin endurecer en un principio la política monetaria para luego, más adelante, enfriar las presiones inflacionarias con políticas monetarias y fiscales restrictivas. La otra era enfriar primero la trayectoria del gasto (endureciendo de inmediato la política monetaria), plantear una defensa limitada del peso, velar por mantener a raya las expectativas de inflación, para luego permitir un ajuste cambiario más pronunciado.

Ambas opciones tenían inevitablemente un costo real, tanto por el efecto de los shocks reales como por la mayor incertidumbre que comenzaba a instalarse en los mercados financieros. En el Banco Central escogimos la segunda opción de política, porque ofrecía, en el mediano plazo, menores costos para la economía nacional. Ello sobre la base de que, conforme a lo que señalaba la experiencia histórica, los aumentos del tipo de cambio tienen un significativo impacto inflacionario en una economía altamente indizada como la chilena. En efecto, distintas estimaciones muestran un coeficiente de traspaso de 50% luego de un año, lo que significa que una depreciación nominal de 1% se traduce en 0,5% de inflación adicional dentro del período señalado. Existe evidencia, además, de que este coeficiente es procíclico. Por ejemplo, en un período en que la economía está creciendo por sobre su potencial, el traspaso puede llegar a 70%. Así, una depreciación adicional de 10% en enero de 1998 habría generado 7% de inflación adicional, llevándonos de vuelta a inflaciones de dos dígitos.

Pero independientemente de estos cálculos, en las condiciones de creciente incertidumbre que se fueron desarrollando, estuvo latente el riesgo de pérdida de ancla nominal si se permitía una depreciación repentina y significativa. Esto conducía a un incremento en la inflación sustancialmente mayor a los comentados anteriormente. En un ambiente sin ancla nominal, el coeficiente de traspaso se acerca a 100% y, de haber una reacción tardía de parte de las autoridades, las tasas de interés finalmente deben aumentar aún más para evitar una explosión de inflación.

Esta situación se generó, porque soltar el tipo de cambio después de que el mismo había estado en la práctica casi fijo o apreciándose por mucho tiempo podía producir un cambio drástico en las condiciones de arbitraje y percepciones de riesgo en el mercado que alteran las decisiones de composición de cartera y hacen subir artificialmente el tipo de cambio. En otras palabras, se podía maximizar la probabilidad de una abierta y costosa sobre-reacción cambiaria en el contexto de una economía sobrecalentada. Por otro lado, se jugaba también la credibilidad del compromiso de las políticas del Banco Central con la estabilidad macroeconómica si, frente al primer cuadro de dificultades serio de la década, se abandonaban con facilidad los objetivos de equilibrio macroeconómico. Al contrario, lo que se hizo fue seguir una estrategia que minimizaba el riesgo de pérdida de ancla nominal.

No se puede dejar de mencionar que la adopción de esta estrategia tuvo en un principio algunas dificultades vinculadas a la percepción del mercado frente al compromiso de algunas autoridades con respecto a ella. Además, y por dificultades propias de la administración fiscal, los necesarios recortes de gasto público se implementaron mucho más tarde que las fechas en que se anunciaron, por lo que en la práctica la ejecución fiscal fue de carácter expansivo hasta bien entrado el año, contribuyendo así a

una presión adicional sobre las tasas de interés durante los primeros trimestres de 1998.

Hacia comienzos de junio de ese año se gesta un nuevo ataque especulativo contra el peso, sobre la base de proyectar una prolongación del deterioro de los precios de los productos primarios (cobre especialmente) y de la aparentemente baja respuesta de la demanda interna y las importaciones frente a la política monetaria más contractiva. Las perspectivas de un creciente déficit de la cuenta corriente, que analistas privados proyectaban cercano a 8% del PIB, hacían apostar al mercado que el peso debía seguir depreciándose. Esta forma de ajuste encontró eco, además, en varias instancias gremiales, académicas y políticas, incluso dentro del gobierno. Poco antes se había anunciado un aumento sustancial del salario mínimo en el curso de los siguientes tres años. Con este cuadro amenazante en ciernes y con la perspectiva aún vigente de un fuerte rebrote inflacionario, la moderación de las fuerzas que presionaban el peso aparecía como el ancla más inmediata para aplacar la incertidumbre asociada a una alta volatilidad cambiaria y mantener bajo control la expectativa de un escenario descontrolado y de crisis. La intervención cambiaria de esos días cooperó al necesario ajuste de portafolio que realizaba el sector privado, proveyendo las divisas para disminuir el significativo descalce cambiario que observaba ese sector. Sin embargo, no fue suficiente para eliminar las expectativas de una fuerte depreciación del peso. Ante esta realidad, se hizo necesario angostar explícitamente la banda cambiaria de modo de "podar" las expectativas más extremas, incluso al costo de retroceder en cuanto a la tendencia inversa que traía dicha banda desde comienzos de la década.

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, lo cual permitió una moderación de las tasas de interés de mercado que se movieron hacia los niveles de la tasa de instancia. En ese contexto, no obstante, sobrevino la moratoria rusa y el enorme revuelo que ella causó en todos los mercados financieros globales.

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 en el mundo, nuevas bajas en los precios de los productos primarios e indicios de significativas restricciones de acceso al crédito para las economías latinoamericanas. En particular, el recargo en el costo del financiamiento externo para empresas chilenas alcanzó niveles sobre los 500 puntos base, respecto de títulos equivalentes del Tesoro americano. Internamente, el efecto fue un aumento de las tasas de interés más allá 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. En todo momento, la liquidez global fue suficiente para financiar la economía, pero tendió a concentrarse, lo que llevó al Banco Central a modificar las normas de encaje monetario.



Ciertamente, estos desarrollos no se buscaron deliberadamente, sino que fueron el resultado de un serio agravamiento del escenario externo en todas sus líneas. Es un error evaluar la política monetaria sobre la base de su efecto en el gasto y en el crecimiento, sin tomar en cuenta la enorme incertidumbre financiera generada luego de la crisis rusa. El verdadero dilema era cómo administrar esa incertidumbre, si por la vía del tipo de cambio o por la vía de las tasas de interés. El cuadro era tan incierto que en cualquier caso se habría experimentado aumentos extraordinarios y no controlados de los precios financieros. La decisión en el margen fue permitir en un principio una combinación de políticas que puso énfasis en un mayor ajuste en las tasas de interés y un ajuste más controlado en el tipo de cambio, para luego revertir el orden en la medida que la situación externa se despejara y los mercados internos se calmaran. La segunda vía, de dejar todo el ajuste al tipo de cambio, suponía un costo en lo inmediato en cuanto a más inflación y pérdida de credibilidad, pero más aún, el riesgo de una recesión mucho más profunda y duradera hacia adelante para frenar a una economía al borde de una crisis de balanza de pagos y sobrecalentada respecto de sus posibilidades.

## - Reflexiones generales

Se ha señalado que los temores del Banco Central en cuanto a un significativo rebrote inflacionario a partir de un descontrol cambiario el año pasado eran infundados, por cuanto ha habido en definitiva una depreciación nominal cercana a 20%, y la inflación se ha mantenido estrictamente dentro de los rangos definidos por las metas anuales. Esta afirmación es errónea. La depreciación nominal ha sido acompañada de una reducción de las presiones internas de demanda que han evitado su traspaso directo a los precios. Además, los precios internacionales han estado bajando en magnitudes significativas, y más allá de lo anticipado, desde comienzos del año pasado, debido a la apreciación del dólar frente a las monedas principales y la contracción económica en Asia.

De no mediar una contracción de la demanda interna, acompañada de la mayormente fortuita deflación externa, junto al convencimiento del mercado respecto de la firmeza del compromiso de las autoridades de proteger la estabilidad macroeconómica, la inflación sería hoy día sustancialmente más alta. Peor aún, estaríamos en las etapas iniciales de un ajuste mucho más profundo, en conjunto con esa alta inflación y con serias dificultades de acceso a los mercados financieros internacionales. Mirado desde una óptica positiva, el ajuste efectivo de la economía ha permitido avanzar en la dirección de mayor flexibilidad cambiaria y acomodar una depreciación del peso coherente con el nuevo escenario externo. En otras palabras, a la larga no se ha impedido una modificación notoria del tipo de cambio (nominal y real), sino que se ha conseguido que esta modificación ocurra en un momento más propicio.

Nadie puede hoy desconocer que la recesión que recién comenzamos a superar ha sido más intensa y profunda que lo previsto hasta por el más pesimista de los analistas hace unos 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 de este año, hacía inevitable una contracción económica.

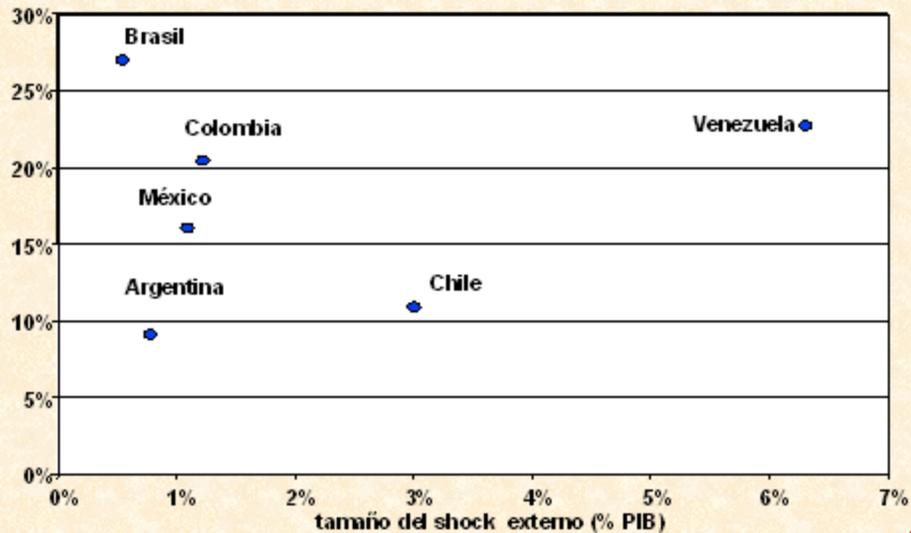
Si se toman en cuenta los efectos directos de los shocks externos y la respuesta promedio que ha tenido la política macroeconómica ante estos shocks, se explica la mayor parte de la variabilidad del PIB en Chile (hasta dos tercios en el caso del PIB sensible a la demanda). De este modo, los shocks externos efectivos y la reacción de política típica o promedio (no la efectiva) indican que el crecimiento en doce meses proyectado para el último trimestre del año pasado y el primer trimestre de 1999 habría sido negativo. Con dos trimestres de crecimiento negativo habríamos estado técnicamente en una recesión de todos modos, de acuerdo con esta proyección, y no en una simple desaceleración como algunos afirman.

La mayor caída efectiva observada respecto de la proyectada, por su parte, se debería a una serie de factores imposibles de ser previstos, dentro de los cuales debemos mencionar: la prolongación de la sequía, la concentración del ajuste fiscal en el último trimestre de 1998, la crisis brasileña de enero y su impacto recesivo sobre la región y un aumento superior a 80% en el precio internacional del petróleo en lo que va corrido de 1999. Sólo los efectos directos e indirectos de la sequía dan cuenta de un punto de crecimiento menos en el primer semestre de este año.

La recesión por la que hemos atravesado, además, no es un fenómeno que ocurra sólo en Chile. Toda América Latina, casi sin excepción, se encuentra en una fase fuertemente contractiva, la que en algunos casos se inició con claridad el año pasado, en tanto en otros comenzó con fuerza sólo en 1999. Sin embargo, el tamaño del shock externo que enfrentó Chile en este período, esto es, la suma de la caída de términos de intercambio y los recargos en el costo del financiamiento externo medidos como porcentaje del PIB, fue muy superior al observado en la mayoría de los países, siendo superado sólo por Venezuela.

## Tasa Interés Real Chile - A. Latina

promedio abril - diciembre 1998



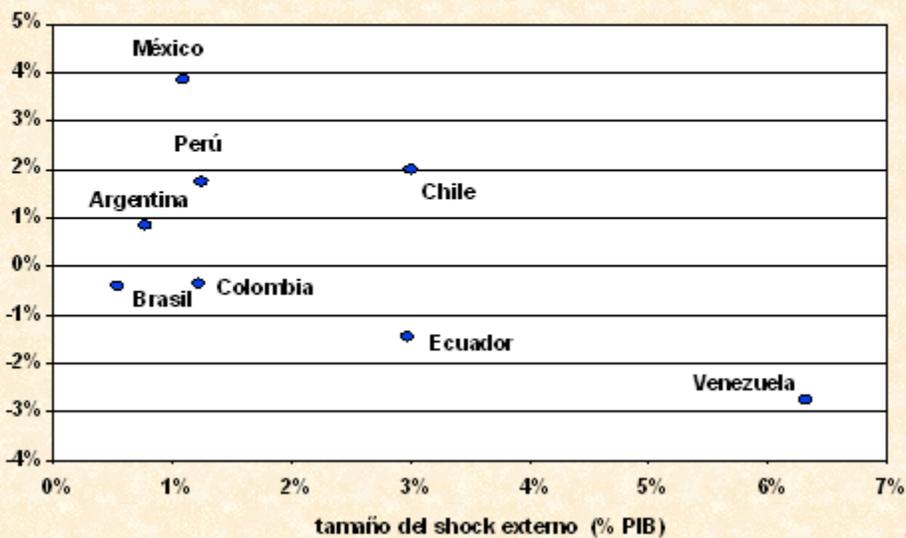
6

En toda la región se observaron incrementos en las tasas de interés a partir del segundo trimestre del año pasado, Chile no fue la excepción, pero el promedio de las tasas de interés reales se ubicó por debajo de lo observado en otros países, a pesar de que el tamaño del shock fue superior.

Si se comparan los resultados en Chile con los de otros países latinoamericanos, se encuentra que nuestro desempeño en 1998-1999, medido en términos absolutos, es uno de los mejores de la región (después de México).

## Crecimiento Económico Chile - A. Latina

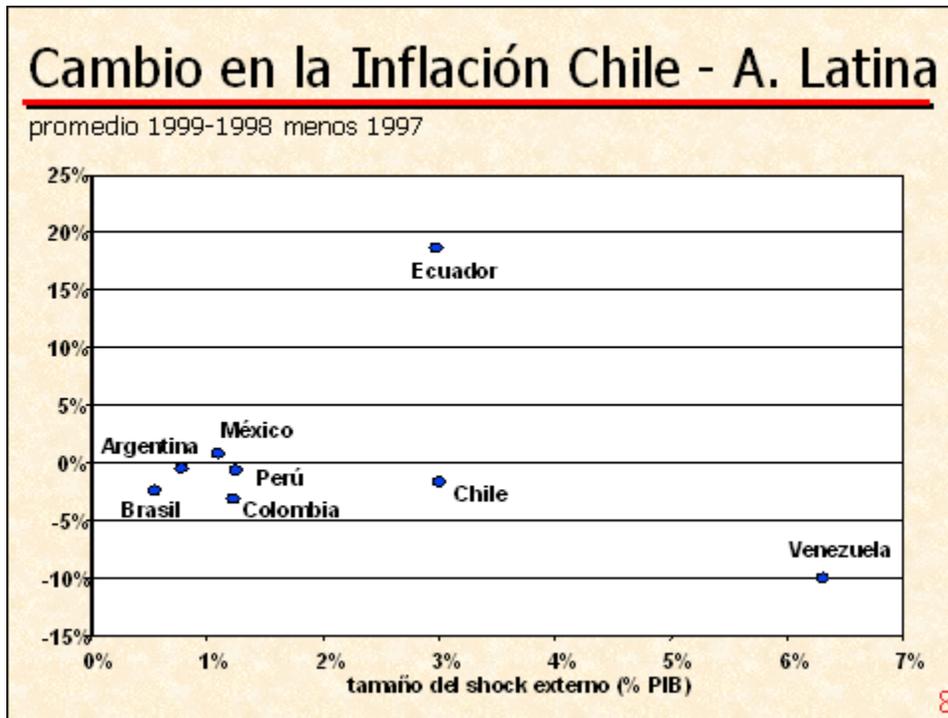
promedio 1998-1999



7

Si se considera el tamaño del shock que sufrió Chile, el resultado de crecimiento en 1998-1999, medido en términos relativos, es probablemente el mejor de los países latinoamericanos.

Además, en términos absolutos, el cambio en la tasa de inflación observada en Chile en 1997-1999 es similar a la observada en otros países, por lo que no ha habido en Chile un celo antiinflacionario excesivo.



A modo de síntesis de este recuento con respecto a lo que hemos vivido en los últimos dos años, permítanme afirmar que la defensa de la estabilidad macroeconómica que se ha hecho frente al peor escenario externo e interno en más de quince años, era la alternativa de menor riesgo abierta al país para aportar al progreso futuro.

Es posible que, con la ventaja que da conocer la historia una vez que se ha producido, hoy algunas de las medidas adoptadas parezcan más discutibles. Hoy sabemos que Estados Unidos y los mercados financieros internacionales no enfrentaron un cuadro de colapso crediticio como se temía tras la caída del fondo de inversión Long Term Capital Management; también sabemos que los impactos financieros de la devaluación del real brasileño fueron relativamente acotados y que Asia ha ido tomando las medidas necesarias, y que probablemente el próximo año veremos una recuperación de su crecimiento. Siempre se podrá especular que tal o cual conjunto de medidas alternativas hubiesen conducido a una menor recesión sin haber caído en una desestabilización de la economía. Las medidas de política que se adoptaron en cada momento fueron las que aparecieron como las más coherentes con esa defensa, de acuerdo con la información con que se contó y a la evaluación de riesgos posibles frente a políticas alternativas.

No hay ninguna duda de que fueron políticas para enfrentar una situación de emergencia. En situaciones como las que hemos vivido, la administración por sintonía fina tiende a perder sentido y se requiere en cambio señales claras y firmes de hacia dónde se camina. La propia Reserva Federal de Estados Unidos reaccionó frente a la crisis rusa cambiando dos veces consecutivas su política monetaria en menos de 60 días, aunque la situación de la demanda interna no lo justificaba, como una manera de enfrentar una situación de convulsión externa.

Como ocurre siempre que se supera una crisis, todos hemos aprendido algo que nos será útil para el futuro. Una de esas lecciones es que el compromiso del Banco Central con la estabilidad macroeconómica no sólo está para cumplirse en las épocas de abundancia, sino también cuando la economía enfrenta severos escenarios externos. La inflación no es una solución para resolver nada y, al contrario, sólo es un obstáculo para el crecimiento y el desarrollo. Más en general, a pesar del crítico escenario externo, las políticas del Banco Central no abandonaron nunca sus principios ordenadores: no sólo se continuó reduciendo la inflación, sino que se preservó una situación de déficit controlado de la cuenta corriente, se continuó el proceso de integración financiera al exterior y se introdujeron nuevas modernizaciones a la regulación financiera.

#### Las políticas del Banco Central. Una visión de futuro

A medida que la incertidumbre generada a raíz del convulsionado escenario externo vivido el año pasado ha ido disminuyendo y que se consolida la estabilidad macroeconómica, las políticas del Banco Central han tomado un curso de mayor normalidad, aunque siempre guiadas por los mismos cuatro principios ordenadores mencionados con anterioridad. Las circunstancias son hoy, sin embargo, distintas a las que había cuando se desencadenó la crisis asiática, por lo que también las políticas se han ido adaptando a los actuales y probables futuros escenarios.

## - Flexibilidad cambiaria

Por ejemplo, se han dado pasos importantes hacia una mayor flexibilidad cambiaria. La banda de referencia se ha ido ampliando diariamente en forma preanunciada, de modo que hoy tiene una amplitud superior a 22% desde el piso al techo, cifra que será aún mayor conforme pasa el tiempo. Asimismo, el Banco Central no ha intervenido en el mercado cambiario desde comienzos de febrero pasado, cuando lo hizo muy marginalmente, de manera de facilitar que sea el mercado quien directamente determine este precio.

Hay tres elementos cruciales que permiten en la actualidad esta dirección de la política cambiaria. Primero, la firme defensa de la estabilidad macroeconómica realizada el año pasado creó el espacio suficiente como para disminuir el riesgo de un fuerte traspaso de eventuales depreciaciones sustanciales del peso a inflación doméstica. La estrategia de una economía más fría como una condición necesaria para una depreciación posterior es coherente con un margen mayor de flotación cambiaria, en el contexto de una administración monetaria guiada por metas de inflación.

El segundo elemento lo constituye la reversión de la tendencia a la apreciación real que traía el peso antes de la crisis, lo que ha implicado un sustancial reacomodo de cartera de los agentes privados no bancarios, muchos de los cuales estaban fuertemente descalzados a enero del año pasado. Esa situación es mucho más balanceada en la actualidad, y en general la expectativa de un tipo de cambio más volátil obliga, hoy en día, a una postura de menor descalce promedio. El Banco Central ha cooperado a este desarrollo impulsando, junto a la Superintendencia de Bancos, una serie de innovaciones regulatorias que profundizarán significativamente, en un cronograma ya iniciado, los mercados de cobertura de riesgos (de monedas, tasas de interés y plazos) a nivel de la industria bancaria. Este esfuerzo se inscribe en el interés del Banco Central en desarrollar mercados financieros lo más completos y fluidos posible. En el último tiempo se ha ampliado la gama de productos derivados que pueden desarrollar las instituciones financieras en el mercado local, entre sí o con terceras partes establecidas en el país o en el exterior. De esta forma, en la actualidad se encuentran autorizados los futuros, forwards, swaps y combinaciones de éstos sobre moneda nacional y extranjera, tasas de interés locales y extranjeras y unidades de reajustabilidad autorizadas.

Asimismo, como respuesta a la demanda de bancos y sociedades financieras por instrumentos financieros a diversos plazos y tasas de interés, en junio del presente año se facultó a las instituciones financieras para que puedan vender o ceder Pagarés Reajustables con Pago en Cupones (PRC) y Pagarés Reajustables en Dólares (PRD) en forma fraccionada, a partir de un cupón o de la parte correspondiente a los derechos del mismo. Recientemente se ha creado un nuevo tipo de documento, el Cupón de Emisión Reajustable Opcional, en UF y en dólares, canjeables por PRD y PRC, con el objeto de facilitar la transacción de los cupones, y así dar mayor liquidez y profundidad al mercado y mejorar la información de la curva de rendimientos. Esto permite profundizar el mercado de derivados de tasa de interés.

En forma complementaria y con el objeto de acotar los diversos riesgos que enfrenta el negocio bancario, el Banco Central introdujo importantes modificaciones a la normativa sobre relaciones activas y pasivas en moneda extranjera y de plazos, en tanto creó el calce de tasas de interés. Se modificaron los límites a los descalces entre monedas extranjeras y se perfeccionó la normativa referida al calce de plazos, con el fin de limitar el riesgo de iliquidez de la banca. Asimismo, se incorporó el calce de tasas de interés que limita el riesgo de las operaciones en moneda nacional y extranjera ante fluctuaciones en las tasas de interés.

Aunque la agenda en esta materia siempre estará en permanente revisión, los avances logrados son notables. Hacia adelante, y en la medida que las recientes reformas se asimilen adecuadamente, se estudiará la implementación de derivados no lineales (opciones) en la industria bancaria. Asimismo, se intentará facilitar que las empresas chilenas puedan emitir títulos de deuda en pesos o UF en el exterior. Es importante resaltar que, como resultado del desarrollo de estos instrumentos más complejos de cobertura de riesgos financieros, disminuye notoriamente el riesgo de que las depreciaciones cambiarias se trasladen con fuerza a la inflación interna. Este posiblemente ha sido el caso de Australia y Nueva Zelanda en los últimos años.

El tercer elemento que queremos destacar se refiere al hecho de que el Banco Central también ha continuado en este tiempo el proceso de integración de los mercados financieros y de capitales locales al resto del mundo. En este campo, en los últimos dos años se han dado los pasos necesarios para facilitar una adecuada diversificación de la cartera de inversiones de la banca e inversionistas institucionales. Con relación a la banca, se amplió la gama de operaciones factibles de efectuar con el exterior, las que, producto de la nueva normativa, se han incrementado en más de diez veces en el período diciembre 1997 a junio 1998, alcanzando en esta última fecha poco más de US\$ 1.800 millones. Al mismo tiempo, se flexibilizó la normativa que regula el financiamiento de operaciones de comercio exterior entre terceros países y se autorizó la realización de operaciones de crédito comercial dirigidas al extranjero. Asimismo, con el fin de favorecer una mayor diversificación del portafolio de los fondos de pensiones y compañías de seguros, se aumentaron los límites globales de inversión de estas instituciones en el exterior. Así, a junio último, el total de inversiones de los fondos de pensiones en el exterior ascendió a 12,4% del valor de los mismos, cifra que se compara con 3,3% que se observaba un año atrás.

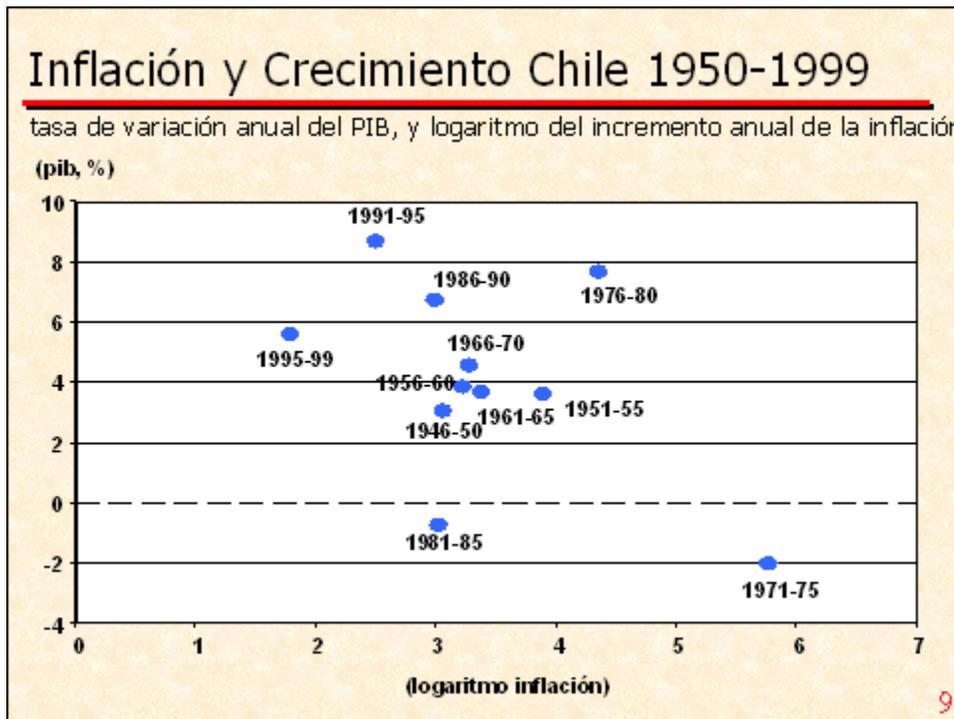
También se redujo el encaje a los inlfujos de capitales a cero, como una forma de aliviar el costo al sector privado nacional del incremento en los spreads que ha caracterizado el desfavorable escenario externo. Hacia futuro, aunque no es del todo descartable que esta tasa de encaje pudiera subir si fuera necesario, creemos que la propia flexibilidad cambiaria y el desarrollo de instrumentos más elaborados de cobertura de riesgo cambiario harán menos probable su utilización.

En síntesis, se han dado pasos muy significativos para hacer viable un esquema de creciente flotación cambiaria. Este enfoque parece hoy como el más adecuado de cara al futuro en orden a contar con el tipo de cambio como una válvula de ajuste sin los riesgos que se enfrentaron el año pasado.

## - Metas de inflación y política monetaria

En este ambiente de mayor flexibilidad cambiaria, queremos reafirmar el rol clave que juega la meta de inflación como ancla nominal de la economía chilena y confirmar el compromiso que tiene el Banco Central con el esquema de metas de inflación como marco de su política monetaria. No obstante, los actuales niveles de inflación (3,8% en doce meses a junio) nos sitúan muy cerca de donde queremos llegar en esta materia o a lo que podríamos llamar un estado de régimen. Esto significa que nos aproximamos a una situación donde, más que requerirse reducir la inflación año a año, se necesita mantener tasas de inflación dentro de los parámetros definidos para este estado de régimen. En este contexto, están en estudio la posibilidad de extender el horizonte de fijación más allá de un año y enfatizar más un rango que una cifra puntual y precisa, aunque aún no hemos tomado una decisión en la materia. Un movimiento en esta dirección sería, además, coherente con la mayor flexibilidad cambiaria.

Debemos dejar en claro que una decisión de esta naturaleza no se debe confundir con la intención de conseguir una reactivación económica más rápida o menores tasas de desempleo aceptando una inflación mayor. La historia económica moderna demuestra una y otra vez que los intentos voluntaristas de aumentar el empleo tolerando inflaciones más altas, han resultado indefectiblemente en fracaso. Sólo han conseguido aumentar la inflación, y la mayoría de las veces han terminado con tasas de desempleo aún mayores cuando los gobiernos reaccionan endureciendo sus políticas macroeconómicas para controlar el rebrote inflacionario. Al final, más tolerancia a la inflación sólo trae menos crecimiento económico, y así lo ilustra nuestra propia experiencia histórica. En nuestro país, la relación entre los promedios quinquenales del crecimiento del PIB y de la tasa de inflación desde 1950 a 1999 es negativa, lo que constituye de alguna forma una evidencia más de que la "curva de Phillips" no funciona, y menos en un país con indización generalizada



En el caso chileno, la idea de aumentar el empleo en cientos de miles de nuevos puestos pagando sólo un costo mínimo de uno o dos puntos más de inflación, es completamente errónea. En primer lugar, esta disyuntiva es totalmente falsa en el mediano plazo. Es más, pueden coexistir grandes aumentos en los niveles de empleo y una reducción en la 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.

Segundo, si se piensa incluso que efectivamente existe una relación positiva entre inflación y empleo en el corto plazo, en un ambiente en que se pierde el ancla nominal, esta relación se puede transformar en negativa. Una escalada de inflación-devaluación es completamente inútil como forma de crear empleos y puede más bien destruirlos. La experiencia de Chile en 1982 y de los países asiáticos en 1997-1998, muestra que una depreciación puede muchas veces ser contractiva. Si el sector financiero ve sustancialmente afectada su fortaleza con una depreciación, no hay manera de generar nuevos empleos.

Por último, en caso de existir esta relación positiva de corto plazo, es importante dimensionarla correctamente. Lo que efectivamente existe es la posibilidad teórica de absorber un shock con combinaciones de política alternativas, en particular, tasas de interés y/o tipo de cambio. Técnicamente se dice que distintas reglas de política generan distintos resultados en cuanto a variabilidad de empleo e inflación. Sin embargo, las posibilidades reales de aprovechar esta relación positiva son muy limitadas, pues ella es inestable, y durante períodos de turbulencia es muy difícil graduar un resultado intermedio de tasas de interés y tipo de cambio. Como ya hemos indicado, en escenarios de crisis normalmente se termina en soluciones gruesas más extremas, donde la autoridad monetaria, como se hizo el año pasado en nuestro país, intenta antes que nada minimizar los riesgos de terminar en una solución de alta inflación, desorden financiero y, finalmente, más desempleo.

De cualquier modo, y dada la trayectoria que muestra la inflación en la actualidad, es perfectamente factible que el próximo año se

observe un incremento sustancial en el empleo conforme se consolida la recuperación económica y, al mismo tiempo, se mantenga la inflación dentro de una trayectoria declinante respecto de la meta planteada para este año. En otras palabras, bajo ningún punto de vista se requiere tolerar una inflación más alta en el año 2000 para conseguir aumentos en materia de empleo. Sólo se necesita un grado mayor de flexibilidad en los parámetros de la meta para acomodar el régimen de creciente flotación cambiaria.

Aunque reconocemos los efectos que tiene la política monetaria sobre el tipo de cambio en las actuales y futuras circunstancias, no quiero que esto se interprete como una renuncia del Banco Central a mantener una actitud extremadamente vigilante frente al comportamiento de la demanda interna. Esto es absolutamente necesario para la estabilidad macroeconómica. Por otra parte, también es importante reiterar que no corresponde al Banco Central un objetivo preciso respecto del tipo de cambio real. La combinación de políticas escogida puede afectar al tipo de cambio nominal, pero su efecto sobre el tipo de cambio real es muy transitorio. Este último, el verdadero parámetro relevante para las decisiones de producción y gasto, puede ser afectado en forma más permanente por otras políticas relacionadas con la administración del Estado, y que se vinculan al ahorro nacional y a la productividad de los factores productivos. La contribución que puede hacer, por ejemplo, un aumento del ahorro público al respecto resulta un elemento importante a considerar. Cualquier medida que se tome en esta dirección a partir del próximo año será positiva para las perspectivas de crecimiento futuro de la economía chilena.

## **Conclusiones**

No quisiera terminar sin reiterar mi convicción de que los análisis que se hagan en el futuro sobre este episodio se realizarán con más información, más tiempo y también menos pasión. Podrán detectarse algunos errores puntuales en algunas medidas tomadas, pero estoy seguro que el eje central de las políticas, la preservación de la estabilidad macroeconómica, no serán puestos en duda. Es este logro el que hoy día nos permite mirar con confianza hacia el futuro, prever una recuperación importante de la actividad económica, la inversión y el empleo el próximo año, con una inflación que se estaciona definitivamente en tasas comparables a las de los países desarrollados y con cuentas externas holgadas. Este requisito básico de progreso es el piso sobre el cual las nuevas autoridades políticas podrán edificar el futuro, continuando o iniciando las modernizaciones en las distintas áreas del quehacer nacional que se requieren para mantener el ímpetu de crecimiento y desarrollo observado en la década que termina.

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, inflación permanentemente declinante que se acerca a los niveles de estabilidad, un sistema financiero sólido, un sector externo fortalecido y en orden, reservas externas más que suficientes, e indicadores de desarrollo social que ponen a nuestro país a la cabeza del continente. Es un buen punto de partida para iniciar el nuevo siglo. El Banco Central de Chile, independiente en estos diez años, está asociado a estos resultados.