

Inflación, Política Monetaria y Nominalización

Exposición de Felipe Morandé, Gerente de División Estudios del Banco Central de Chile, en el seminario "Proyecciones económicas para el segundo semestre de 1997", organizado por el Diario Estrategia el 9 de julio de 1997.

Introducción

El principal objetivo de esta exposición es plantear algunas consideraciones importantes en relación con el tema de la inflación, los mecanismos de indización y su relación con la introducción de los nuevos pagarés nominales del Banco Central. Dado que esta nueva modalidad se inicia precisamente a partir de hoy, miércoles 9, sólo durante el transcurso de los próximos días estaremos en condiciones de tener alguna evaluación preliminar acerca del desempeño de estos nuevos instrumentos de política monetaria. No obstante, creo que es oportuno formular algunos comentarios que nos permitan entender la importancia de esta nueva medida, y su relación con la tarea de reducción de la inflación y el funcionamiento más eficiente de nuestro sistema financiero.

Inflación y mecanismos de indización

La indización es un tema recurrente en la discusión pública, y en el último tiempo ha sido reflatado con mayor fuerza. La economía chilena debe avanzar en un proceso de desindización, esto es, el abandono progresivo de las variadas formas de reajustabilidad de precios, intereses y salarios que prevalecen en el país incluyendo la política monetaria.

La urgencia de este proceso radica en la necesidad de avanzar, de manera más definitiva, en la reducción de la inflación a los niveles que presentan las economías industrializadas, y la introducción de los nuevos papeles nominales del Banco Central permitirá avanzar en esta materia. Para poder explicar de manera más adecuada la relación existente entre la disminución de la inflación y la introducción de estos nuevos pagarés nominales del Banco Central, permítanme referirme previamente a las características del proceso inflacionario en Chile, y los requerimientos actuales que se nos imponen para continuar con su reducción.

La tarea de desindizar la economía chilena no es fácil ni tampoco es un proceso rápido, pues el uso de mecanismos de reajuste de precios está ampliamente difundido y arraigado en las formas de funcionamiento de los diferentes agentes económicos de nuestro país. Este uso generalizado de prácticas de indización ha sido la respuesta de la sociedad al uso abusivo que se hizo en el pasado de la inflación como forma de impuesto. En este sentido, los mecanismos de indización constituyen un instrumento eficiente en el resguardo de la riqueza de las personas frente a sorpresas inflacionarias.

Si tomamos las estadísticas de precios al consumidor publicadas en el Boletín Mensual del Banco Central, se puede constatar que desde mediados de los años treinta a la fecha, los precios nominales se han multiplicado por un factor del orden de 85 millones. Esto significa que si en 1936 alguien hubiese tenido la mala ocurrencia de guardar debajo del colchón el equivalente de \$ 1.000 millones en moneda de hoy, transcurridas seis décadas, su valor real en 1996 sería sólo de \$ 11. Las distorsiones e iniquidades que puede acarrear consigo la inflación son potencialmente enormes. Las fluctuaciones sorpresivas en el ritmo inflacionario generan fricciones económicas y conflictos sociales que en nada contribuyen a la creación de un clima favorable para la inversión y el crecimiento.

Es por ello que no debemos aventurarnos tan fácilmente a eliminar el principal mecanismo de indización que todos conocen, la unidad de fomento (UF). Ella representa una medida de la inflación, pero no es la responsable de ésta. Así, la remoción de la UF no conlleva por sí sola la eliminación de nuestros problemas, pues, en estricto rigor, nuestra tarea fundamental es lograr la estabilidad de los precios, para luego eliminar la UF, pues, simplemente para efectos prácticos, ya no tendrá ninguna utilidad. En términos generales, la UF debiera ir muriendo por causa natural.

Si bien hoy en día la economía chilena presenta condiciones muy distintas a las del pasado, no debemos olvidar que el escenario de estabilidad y crecimiento económico es relativamente nuevo, pues su origen se remonta no más atrás de una década. Los avances recientes en materia de inflación contrastan con la larga tradición inflacionaria chilena, lo que nos debe llevar a tomar acciones de manera cautelosa.

Sin embargo, dada la coyuntura económica chilena actual y el desarrollo alcanzado por el mercado financiero nacional, estos mecanismos de reajuste de precios automáticos actualmente tienen una justificación menor, y, por el contrario, representan hoy en día una traba para el avance en el proceso que Chile ha venido experimentando en la última década de descenso sostenido de la inflación.

En el pasado, el Banco Central ha llamado la atención sobre la importancia de considerar proyecciones de inflación futura en los contratos, en lugar de inflaciones pasadas. Como se sabe, un alto grado de indización, como el que presenta esta economía, conlleva un efecto nocivo de facilitar la propagación del impulso inflacionario, retroalimentando y perpetuando su impacto, lo que en un contexto de inflación decreciente, como el nuestro, introduce costos importantes debido a esta inercia. El esfuerzo que se requiere hoy en día para situar la inflación interna en niveles similares a los internacionales es cada vez mayor. Bajar la tasa inflacionaria de 12% a 11% fue mucho más fácil de lo que es actualmente bajar esta misma tasa de 6% a 5%.

A pesar de que la inflación viene alcanzando cifras de un dígito desde hace tres años, y de que es muy probable que este año

alcancemos una tasa de inflación de 5,5%, sigue siendo importante continuar reduciendo aún más dicha tasa, pues esto no sólo nos llevará a una mayor consolidación de los logros ya alcanzados, sino que, además, resulta un tema clave para el bienestar de la sociedad, sobre todo de las personas que son más pobres y que se ven afectadas regresivamente por ésta. Todos los esfuerzos que se hagan por continuar la lucha contra la inflación, que por cierto aún no hemos ganado, constituyen esfuerzos por promover también una mayor equidad en nuestro país.

Claro está que uno de los esfuerzos necesarios que se requieren para continuar disminuyendo la inflación es iniciar un proceso de desindexación. Sin embargo, este proceso debe ser llevado a cabo de una manera gradual y prudente, pues políticas mal implementadas o establecidas en forma inoportuna, pueden exponer innecesariamente todos los avances logrados en materia de crecimiento y descenso de la tasa inflacionaria durante esta década.

Es en este contexto que el Banco Central ha planteado la desindexación de la economía chilena como un objetivo deseable que contribuiría a afianzar y profundizar los avances logrados en la estabilización de la inflación, y es bajo estos argumentos que se inserta la medida de emisión de pagarés nominales de 42 y 90 días, los cuales no estarán atados a la UF, sino que tendrán una denominación en pesos corrientes. Aunque el paso es aún incipiente y tentativo, es claramente una señal importante.

Adicionalmente, debemos destacar que la evolución positiva que ha tenido la economía y el control de la inflación han sido logros obtenidos en gran medida gracias a la confianza que la gente ha tenido en el desempeño de la política macroeconómica, lo que hace más probable que los esfuerzos de desindexación tengan mayor éxito en la actualidad de lo que hubieran tenido en el pasado reciente.

Esta credibilidad, de la que goza el Banco Central, ha sido conseguida por las autoridades económicas sobre la base de un manejo responsable y, en el caso del Banco Central, a partir de un cumplimiento cabal de los compromisos que se han establecido anualmente en materia de inflación. De hecho, la meta anual se ha cumplido casi sistemáticamente año a año y el público sabe que la autoridad monetaria hará todo lo posible por conseguirla en el futuro.

La credibilidad ganada por las autoridades permitirá alcanzar con éxito un proceso de desindexación de la economía, toda vez que los agentes no se sentirán expuestos al riesgo de ser sorprendidos nuevamente con altas tasas de inflación.

Hasta el momento, la política de gradualidad que ha venido sosteniendo el Banco Central de un tiempo a esta parte, ha permitido reducir la inflación, pero sin pagar un costo en términos de actividad económica y empleo. Aún más, el crecimiento promedio que ha experimentado Chile en la última década ha sido sostenidamente alto, y la tasa de desempleo se encuentra, también, en niveles históricamente bajos, lo que nos permite sostener que existe una clara relación positiva entre la estabilización de los precios y el crecimiento económico, cosa que, por lo demás, también ha sido comprobada por diversas experiencias internacionales. Para los países de la OECD, se ha estimado que la reducción de un punto porcentual de la tasa de inflación podría llevar a un aumento de la tasa de crecimiento en el largo plazo de casi un punto porcentual.

La confianza ganada por el Banco Central permitirá el avance gradual en el establecimiento voluntario de futuros reajustes de precios, salarios y contratos, basados en condiciones microeconómicas propiamente tales, erradicando así los mecanismos de reajustabilidad automática a la inflación pasada.

La introducción de papeles nominales contribuirá a dar un mayor rol al mercado en la determinación de las expectativas de la evolución futura de la inflación y de la estructura de tasas de interés, pues, paralelamente a la introducción de los nuevos papeles nominales, la modalidad de ventas de éstos implica que, a partir de hoy, se discontinúa la práctica de entregar la "señal de inflación", aportando de esta manera a una mayor madurez del mercado de capitales.

La introducción de estos nuevos papeles nominales exige, aún más, una mayor transparencia y claridad en el manejo de las políticas del Banco Central, por lo que esta medida representa una señal del compromiso efectivo que la autoridad monetaria mantendrá con las metas inflacionarias planteadas a comienzos de cada año.

Sin embargo, estos nuevos papeles no pretenden sustituir títulos en UF, al menos en el corto plazo, sino que se agregan a los ya existentes, esto es, los PRBC a 90 días y los PRC de madurez superior a un año. Esta medida apunta más bien a una ampliación del abanico de instrumentos que el Instituto Emisor puede usar para una implementación más eficiente de la política monetaria, y no constituye un cambio radical de la manera como ésta se instrumentaliza actualmente.

Aún más, la coexistencia de papeles nominales junto a títulos reajustables del Banco Central, le permitirá a este Organismo implementar ajustes parciales en su política de tasas de interés, toda vez que exista una diferencia justificada entre las expectativas de inflación que se formen los privados, las cuales se revelan en la licitación de estos nuevos títulos nominales, y aquella que proyecta el Instituto Emisor como meta para el año.

Evolución reciente de la economía chilena

El desempeño de las principales variables macroeconómicas, en lo que va corrido de este año, es altamente satisfactorio. Al igual que en años anteriores, hemos sido testigos de un avance notable y continuo en materia de reducción de la inflación, mientras que la evolución reciente de la actividad económica se mantiene en línea con lo proyectado para el presente año.

En efecto, la tasa de inflación en junio alcanzó una variación en doce meses de 5,3%, cifra que corresponde al menor registro de la década. Cabe destacar que el indicador de inflación subyacente que calcula el INE (ajustado por estacionalidad de once productos agrícolas) mostró a junio una tasa de variación anual de 5%, con lo cual, en lo que va corrido de este año, este indicador ha anotado un descenso de 2,5 puntos porcentuales. Además, los avances observados, no sólo se refieren a las variaciones en doce meses, por cuanto se verificaron también en el margen, toda vez que las variaciones mensuales del IPC se han mantenido en niveles muy moderados, por debajo de 0,3%.

En términos de su composición, los progresos alcanzados en la disminución de la tendencia inflacionaria se concentran en los bienes y servicios no transables, para los cuales se observó en el último mes una tasa de variación anual de 5,5%, lo que promete auspiciosos resultados en el logro de la meta de inflación propuesta para este año. Asimismo, la tendencia inflacionaria de los productos transables se ha mantenido relativamente estable durante los últimos meses.

Por lo tanto, la evolución de los precios ha sido satisfactoria y coherente con la meta propuesta para el presente año, de 5,5%. Estamos confiados en que podemos continuar sobre esta trayectoria de evolución de la inflación y, en un plazo relativamente cercano, llegar a niveles de inflación como los que prevalecen en las principales economías industrializadas.

En relación con la evolución que han tenido los salarios, durante mayo el índice nominal de remuneraciones anotó un incremento en doce meses de 8,9%, mientras que el índice de costo de la mano de obra registró una variación de 8,8% respecto a igual mes del año anterior. Esto significó, en ambos casos, un descenso respecto de los valores registrados en el primer trimestre del año, confirmando la transitoriedad en el aumento de las remuneraciones nominales que se observó en el primer trimestre de este año. Este resultado consolida una tendencia de los salarios coherente con la disminución que experimenta la inflación. Asimismo, estas cifras también son concordantes con el crecimiento de tendencia de la productividad y, por lo tanto, no representan presiones inflacionarias adicionales para los bienes cuyos precios se determinan primordialmente por factores internos.

Por su parte, de acuerdo con las últimas cifras disponibles para el mercado laboral, la tasa de desempleo nacional alcanzó un nivel de 6,3% en el trimestre móvil marzo-mayo de 1997, no experimentando variación respecto de igual período del año pasado. Esta cifra representa un aumento de 0,3 puntos porcentuales respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior, lo que se explica principalmente por el incremento en la tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo, no obstante que esto ha sido acompañado por un aumento sostenido en la tasa de creación de puestos de trabajo. En efecto, la tasa de desempleo se mantiene por debajo de su promedio histórico. Sin embargo, este dinamismo que ha mostrado la tasa de crecimiento de la ocupación no ha implicado presiones salariales inconsistentes con los objetivos inflacionarios.

Junto con la caída en la tasa de inflación, 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, el crecimiento interanual del producto se ubicó en torno a 3,8% durante el primer trimestre del año, en tanto que el gasto mostró una leve caída respecto de igual período de 1996. Estos registros se encuentran por debajo de lo que se había presupuestado anteriormente, debido principalmente al impacto negativo que tuvo la sequía sobre la agricultura y la electricidad.

El crecimiento del primer trimestre fue sustentado por el significativo dinamismo que mostró la demanda externa. La contraparte de estos resultados fue la contracción del gasto interno, la cual obedece a un proceso de desacumulación de existencias y de moderación en el consumo, mientras que la inversión fija presentó un crecimiento sostenido de 7,4%. No obstante, tanto la producción como la demanda interna han dado señales de reactivación en los últimos meses, lo que nos lleva a pensar que los registros observados durante el primer trimestre no marcan una pauta respecto de la tendencia de la actividad económica del año, sino que corresponden al punto más bajo de lo que será la evolución de la actividad y el gasto durante 1997.

Para el segundo trimestre del año se espera un repunte en la producción y en la demanda interna, lo que llevará a la economía a retomar gradualmente una trayectoria de expansión con tasas y niveles sostenibles y no inflacionarios. Para el año en su conjunto, se espera un crecimiento global de la economía en torno al rango proyectado de 5,5% a 6,0%, con una evolución creciente dentro de la segunda mitad del año.

Cabe destacar que el repunte esperado en la dinámica de crecimiento de la economía no estará basado en un comportamiento anormalmente dinámico de la demanda agregada que pudiese poner en riesgo el éxito del proceso de ajuste, y, por lo tanto, el éxito en el logro de la meta inflacionaria fijada para 1997.

Por el contrario, se espera que el factor primordial en la expansión del producto para este año, provenga del dinamismo de un conjunto de factores de oferta, como lo son el desempeño del sector minería, comunicaciones y transporte, y generación de energía hidroeléctrica, siendo, este último, producto del impacto de las recientes lluvias. Sin embargo, el principal sustento del crecimiento de este año será el desempeño del sector exportador, liderado, en lo fundamental, por el dinamismo en las exportaciones de cobre producto de la maduración de importantes proyectos mineros. Esta evolución se ve acompañada por perspectivas optimistas de crecimiento mundial, en especial de los países latinoamericanos que comercian con Chile, junto con proyecciones positivas de términos de intercambio.

En síntesis, nuestra percepción es que la economía lleva una trayectoria acorde con las metas propuestas. 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, la producción y el gasto se sitúan en niveles 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. Los indicios de una recuperación en el transcurso del segundo trimestre permiten esperar que la tasa de crecimiento del producto mostrará una trayectoria al alza coherente con el rango programado.

Por otro lado, la evolución reciente de los términos de intercambio y las perspectivas ligeramente optimistas que se esperan para éstos durante el resto del año, permiten proyectar un déficit en la cuenta corriente menor a lo estimado inicialmente, situándose en un rango considerado razonable.

Conclusiones

En consideración a los avances recientes en la reducción de la inflación y en la evolución de sus determinantes más cercanos, el Banco Central ha reducido la tasa de interés interbancaria en tres oportunidades, desde 7,5% a 6,75% anual en junio último.

La plena materialización de las metas del Banco Central, tanto para el presente año como para 1998, requiere del concurso de una política monetaria vigilante para la consolidación de una inflación decreciente. Se ha avanzado mucho en esta materia en los últimos años, por lo que es crucial mantener estas conquistas para colaborar al crecimiento de la economía y al bienestar de la población.