

## Políticas, Condiciones y Perspectivas Macroeconómicas

Versión editada de la exposición del señor Guillermo Le Fort V., Gerente de la División Internacional del Banco Central de Chile, en el seminario "Proyecciones Económicas 1997-1998", organizado por Estrategia, el 13 de marzo de 1997. (\*)

### Introducción

Esta exposición tiene como propósito formular algunas reflexiones acerca de la situación macroeconómica. En particular, trataremos de explicar los fundamentos de las políticas macroeconómicas del Banco Central de Chile, y de cómo la evolución de la coyuntura ha sido favorable al logro de los objetivos del Instituto Emisor. En segundo lugar, comentaremos los principales resultados macroeconómicos, distinguiendo los que son reflejo de tendencias sostenidas de aquellos que se derivan de elementos circunstanciales. Luego analizaremos las perspectivas futuras de nuestra economía, en términos de las condiciones internacionales que deberá enfrentar y los principales desafíos para las políticas vigentes. Como es habitual en estas exposiciones, cerramos con comentarios que resumen sus principales contenidos.

### Las políticas macroeconómicas del Banco Central de Chile

El marco de políticas macroeconómicas del Banco Central de Chile es bien conocido, pero es importante reiterarlo para aclarar ciertas dudas que surgen de la interpretación, a veces errada, de las acciones de política.

*Marco macroeconómico: asociación entre objetivos e instrumentos*

El conjunto de las políticas del Instituto Emisor, esto es, las políticas monetaria, cambiaria y de regulaciones a la cuenta de capitales, deben contribuir al logro de los objetivos que la ley le ha asignado al Banco Central: la estabilidad de la moneda, y por tanto, de los precios; la preservación del sistema de pagos externos, lo que exige la mantención de una posición externa sostenible; y la preservación del sistema de pagos internos, lo que requiere de un sistema financiero sólido. De estos objetivos generales se derivan metas concretas que se definen para un momento o período de tiempo y que representan pasos que conducen al logro de esos objetivos. Las metas vigentes se refieren en primer lugar a la inflación –planteada en 5,5% para 1997– y a su convergencia, en el mediano plazo, hacia los niveles de inflación de los países desarrollados. En segundo lugar, se plantea una meta para el déficit en cuenta corriente, en el rango de 3% a 4% del Producto Interno Bruto (PIB) para el mediano plazo (Cuadro 1)

Cuadro 1

### INDICADORES MACROECONOMICOS

(Tasa de variación anual)

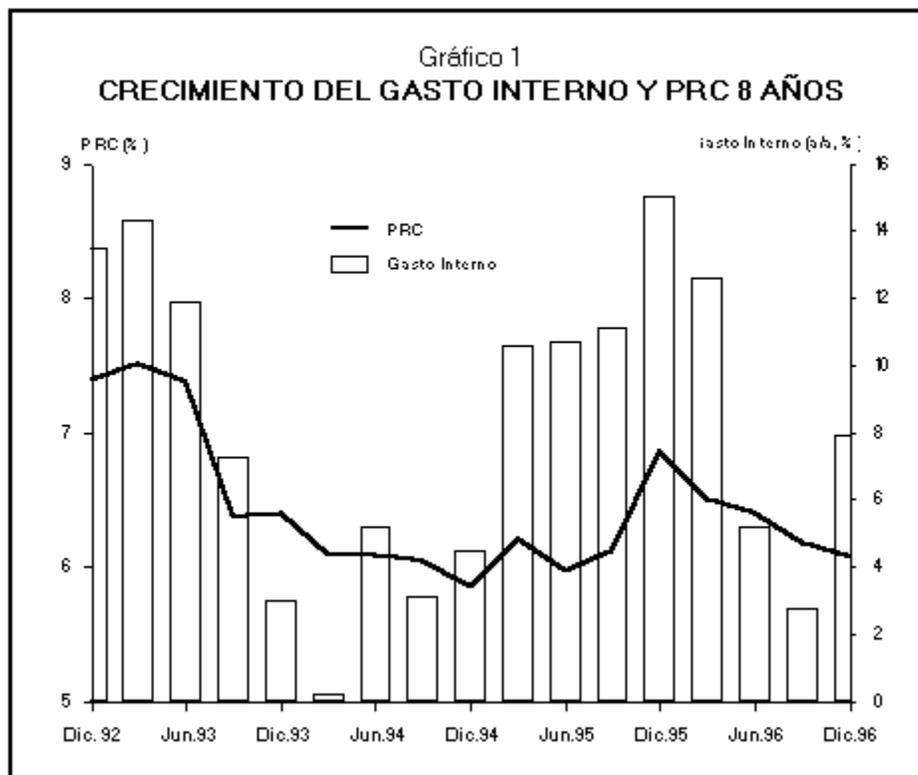
Especificación	1992 - 96	1993 - 97	1997 (p)
Inflación	9,7	8,3	5,5
Crecimiento del PIB	7,4	6,7	5,5 - 6,0
Tasa de desempleo (porcentaje)	7,0	6,7	-
Ahorro interno (% del PIB)	25,4	25,2	24,0
Inversión (% del PIB)	27,6	27,8	28,0
Ahorro externo (% del PIB)	-2,1	-2,6	- 4,0

(p) Cifras proyectadas.

Para que la obtención de estos objetivos sea sostenible en el tiempo, es importante el marco de condiciones en que se logran. Entre estas condiciones destacan mantener un crecimiento del PIB y del gasto interno a tasas estables y cercanas al potencial de la economía, desempleo bajo, y un tipo de cambio real estable en un rango compatible con el equilibrio externo. Estas condiciones hacen posible que la estabilización sea más efectiva y se prolongue en el tiempo.

*Política monetaria*

La política monetaria ha buscado como objetivo intermedio regular la expansión del gasto agregado interno. Desde mediados de 1995 esta política se ha operacionalizado sobre la base del control de la tasa de interés real diaria, la que, a su vez, transmite efectos a las tasas de interés reales de mediano y largo plazo, dejadas al control del mercado. La evolución reciente de las tasas cortas muestra que el período de aumento de tasas se cerró a fines de 1995, y durante 1996 éstas se mantuvieron en un nivel elevado, iniciándose el descenso en febrero de 1997. Las tasas largas, en cambio, habían alcanzado un máximo en torno al segundo trimestre de 1996, e iniciaron su descenso a partir de entonces. Cabe destacar que, comparado con ciclos previos, este proceso de ajuste ha sido más moderado en términos de los niveles alcanzados por las tasas de interés reales largas. La tasa de los PRC a ocho años alcanzó un máximo de 6,6% en el segundo trimestre de 1996, comparado con el máximo de 7,7%, alcanzado por la misma tasa en igual trimestre de 1993, y de 9,7 % en el primer trimestre de 1990, que fueron los máximos en los ajustes anteriores (Gráfico 1)



La continuación del proceso de reducción gradual de la tasa de interés corta está condicionada a la mantención de la tendencia a la baja de la inflación subyacente y a la desaceleración del gasto interno, de forma de asegurar, por un lado, el cumplimiento de la meta anual de inflación de 1997, y, por otro, la convergencia gradual de nuestra tasa de inflación con la registrada en los países desarrollados.

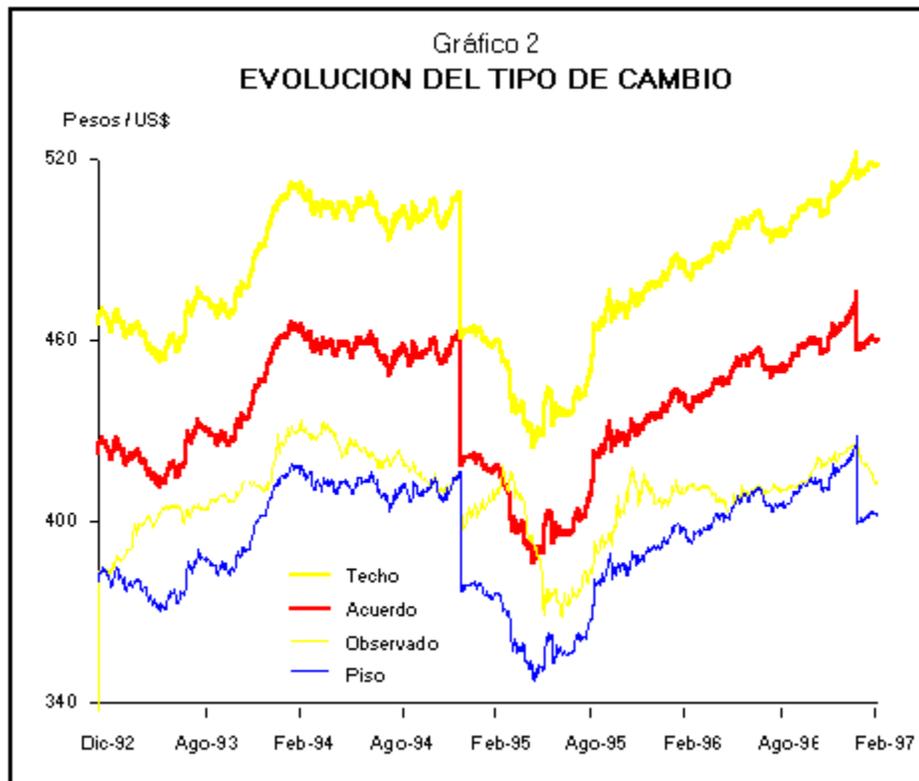
*Política cambiaria*

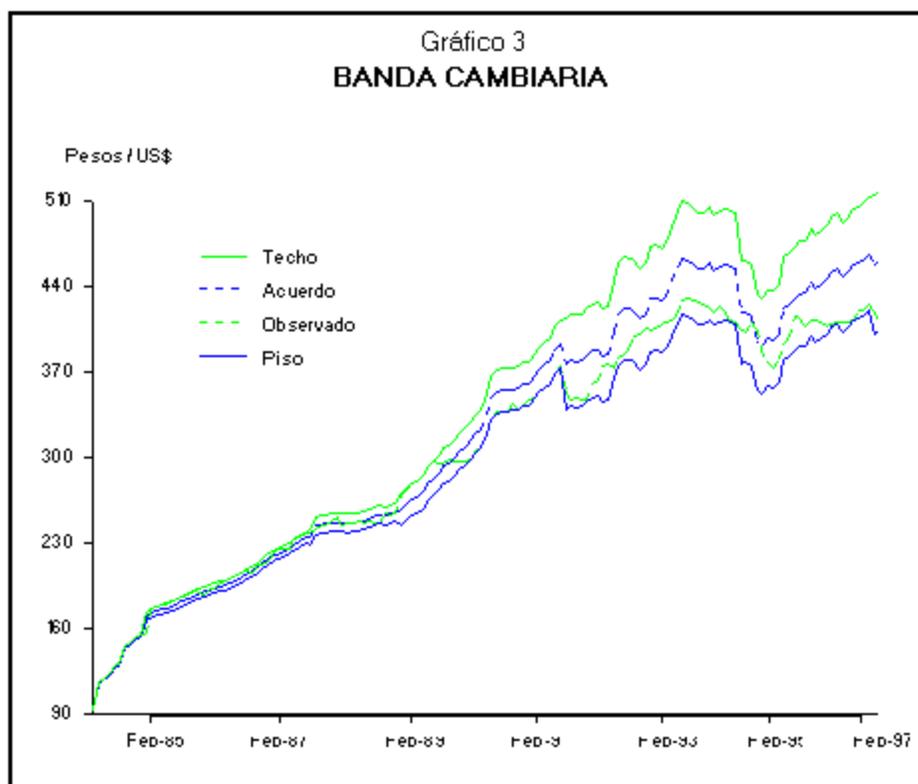
La política cambiaria ha tenido como objetivo intermedio evitar que cambios bruscos en el tipo de cambio nominal (TCN) saquen al tipo de cambio real (TCR) de una trayectoria consistente con el equilibrio externo y una posición externa sostenible. El instrumento principal de esta política ha sido la definición de una banda cambiaria, la que orienta al mercado sobre los valores de la divisa que el Banco Central considera compatible con sus objetivos. La relación entre dicha banda y los objetivos del Instituto Emisor ha estado sujeta a cambios. Su más reciente modificación respondió al hecho de que este mecanismo no había sido construido para una apreciación sistemática del dólar respecto de las otras monedas de la canasta, lo que hizo subir el piso de la banda hasta llevar

al TCN fuera del rango compatible con los equilibrios interno y externo. Como se ha señalado, por la depreciación del marco y del yen en los mercados internacionales, el piso aumentó inusitadamente, alterando el tipo de cambio de mercado, por lo que la redefinición de la banda sirvió para realinearla y eliminar el sesgo proinflacionario derivado del cambio en las paridades. Se adoptaron, además, márgenes más amplios para precaverse de una situación de mayor incertidumbre y para continuar la tendencia, iniciada hace ya varios años, de dar más espacio al mercado en la determinación del TCN.

En los últimos años, la tendencia de la política cambiaria en nuestro país parece indicar una clara opción por la flexibilidad cambiaria, favoreciendo con ello la independencia y la efectividad de la política monetaria. Como podemos ver, ha habido una cierta continuidad respecto de la forma de hacer política cambiaria, la que se caracteriza por la flexibilidad y la intervención del Banco Central, a base de bandas explícitas que sirven de guía para las expectativas y las intervenciones en el mercado. El centro de la banda cambiaria se ajusta en el tiempo de acuerdo con determinados parámetros, los que siempre se han modificado apuntando a darle al mercado un papel más preponderante en la definición del valor de la divisa.

En ese entonces, después de las medidas que modificaron la banda, se señaló que el Banco Central se sentiría cómodo con un TCN entre \$ 418 y \$ 420 por dólar. Hoy, una vez más, reiteramos esa idea. Las presiones del mercado han llevado al TCN hasta \$ 412, y recientemente lo han mantenido en torno a los \$ 413 ó \$ 414, a pesar de los deseos expresados por el Banco Central. Sin embargo, no siempre es conveniente que el Banco Central intente forzarle la mano al mercado. En casos es conveniente esperar para que los esfuerzos para levantar el TCN, tanto en términos de intervención cambiaria como manteniendo las regulaciones a la cuenta de capitales generen su efecto. Una muestra del esfuerzo realizado es que el saldo de la balanza de pagos acumulado en los dos primeros meses de 1997 alcanza a US\$ 1.000 millones (Gráficos 2 y 3).





Para mantener el TCR en torno a un cierto valor se requiere ajustar políticas distintas a la cambiaria, y se necesita, además, una gran flexibilidad de éstas para responder a los choques externos de corto plazo a los que está muy expuesta nuestra economía. Como es bien sabido, la intervención cambiaria, por sí sola, no puede mantener el TCR en un cierto nivel, además de que ella resulta, en sí misma, muy costosa. La toma de posiciones activas en moneda extranjera implica aceptar en la actualidad un diferencial de tasas de interés desfavorable para quien adquiere activos externos.

Se ha planteado que una forma de hacer subir el TCR es aumentando el TCN sobre la base de una mayor intervención cambiaria y de una menor tasa de interés. Sin embargo, en una economía que funciona en condiciones cercanas al pleno empleo, el aumento de la demanda interna, resultante de la menor tasa de interés, generaría presiones inflacionarias que se sumarían a las derivadas del aumento del tipo de cambio nominal. Como consecuencia de lo anterior, se produciría un aumento de los precios internos y de los salarios nominales, de forma que el resultado sería a la larga un deterioro en el tipo de cambio real y un empeoramiento de las cuentas externas. Para poder aumentar el TCR es necesario poder modificar variables reales, de manera que se reduzca la demanda interna o los salarios reales.

#### *Regulación de la cuenta de capitales*

Evitar las oportunidades de arbitraje internacional de tasas de interés permite aumentar el tipo de cambio real. Las regulaciones aumentan el costo del financiamiento externo vía deuda de corto plazo, permitiendo a la autoridad mantener una tasa de interés interna más elevada sin que ello genere mayores entradas de capitales, evitando una apreciación transitoria del tipo de cambio real. El fundamento macroeconómico de las regulaciones en la cuenta de capitales se encuentra en el hecho de que hace posible tasas de interés reales más altas que permitan un control más efectivo del gasto, favoreciendo así un TCR más alto, y mejorando la composición de los capitales externos al limitar su volatilidad. El registro de las transacciones de cuenta de capitales permite, además, recoger información tanto estadística como para investigar operaciones de lavado de dinero, y verificar los límites prudenciales en cuanto a activos externos que deben cumplir los intermediarios financieros. La efectividad de dicha regulación se observa en el diferencial de tasas de interés que existe, particularmente de corto plazo, entre Chile y los países desarrollados. Está claro, además, que no existe una expectativa de depreciación real del peso equivalente al diferencial de tasas, lo que muestra que las regulaciones funcionan.

Las principales regulaciones son a la entrada de capitales incluyendo el encaje para deuda e inversiones de cartera, el período de permanencia de un año para las inversiones en general, y las condiciones mínimas para emisores de bonos y ADR. La salida, en general, es completamente libre a través del mercado cambiario informal, aunque subsisten limitaciones al acceso de personas y empresas al mercado cambiario formal. Por otra parte, bancos e inversionistas institucionales están afectos a montos máximos en sus tenencias de activos externos, pero éstos se derivan de la regulación prudencial y no de la regulación cambiaria.

#### **Resultados**

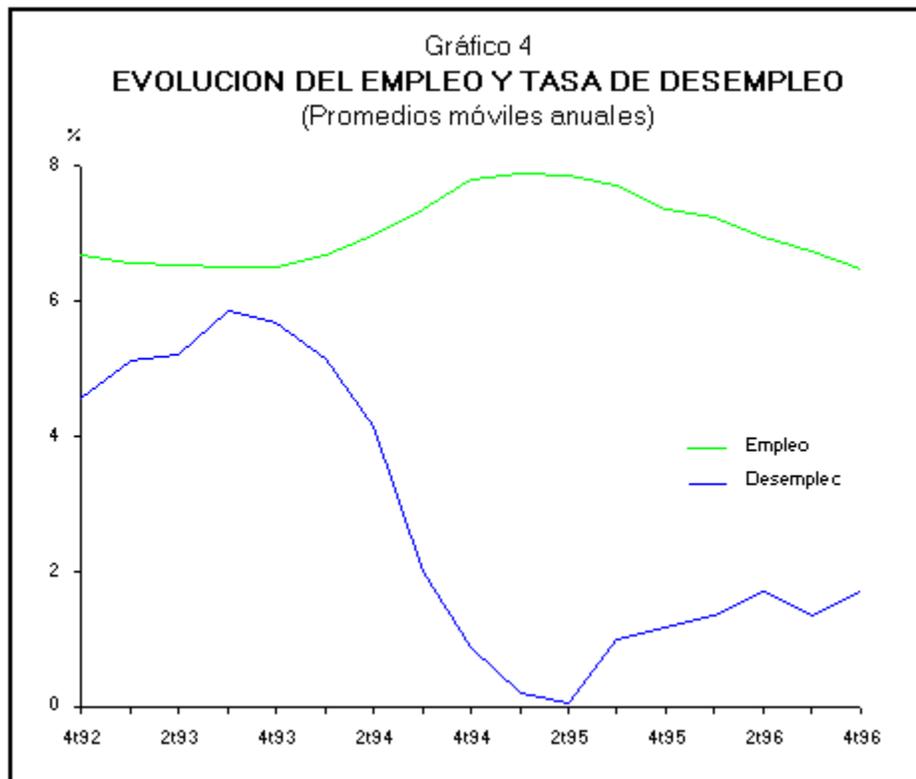
Los resultados macroeconómicos en lo que va corrido de la década y en el último año han sido muy favorables, tanto en términos de reducción de la inflación como de crecimiento sostenido y preservación de los equilibrios externos. Sin embargo, este reconocimiento no implica que existan espacios para la autocomplacencia. Las exigencias siguen siendo muchas y solamente mantener este ritmo de progreso para el resto de la década ya representa un desafío de gran magnitud.

Para algunos, los resultados macroeconómicos alcanzados podrían haber sido significativamente mejores. Aunque superar lo logrado es un desafío permanente, la consideración de vías o políticas para mejorar un resultado particular debe incluir una evaluación tanto de la factibilidad de implementación de lo propuesto, como de los riesgos y costos que ello significa para otras variables. En general, siempre es posible haber crecido más, haber bajado la inflación más rápido, o haber completado la integración financiera más aceleradamente. Pero ello siempre involucra costos, los que rara vez son evaluados. Estos costos se dan en términos de inestabilidad interna, inflación y desempleo, o por la generación de problemas para el sector externo que se reflejan finalmente en déficit excesivos en cuenta corriente. Con los resultados hasta aquí logrados no parece que valga la pena la toma de riesgos adicionales.

#### *El equilibrio interno*

El Banco Central de Chile ha actuado decididamente en el logro de la estabilidad de precios, por las ventajas que ésta representa para un desarrollo sostenido. En siete años se han obtenido avances muy significativos en este sentido, bajando la inflación en más de veinte puntos porcentuales anuales y manteniendo el ritmo de crecimiento en 7% promedio. Considerando que la meta de 1997 se cumple, la inflación en los últimos cinco años alcanzaría a 8,3% anual promedio, lo que la haría la más baja registrada para un quinquenio desde el período 1937-1942. Con estos niveles de inflación estamos muy cerca del objetivo de lograr una inflación similar a la de los países desarrollados.

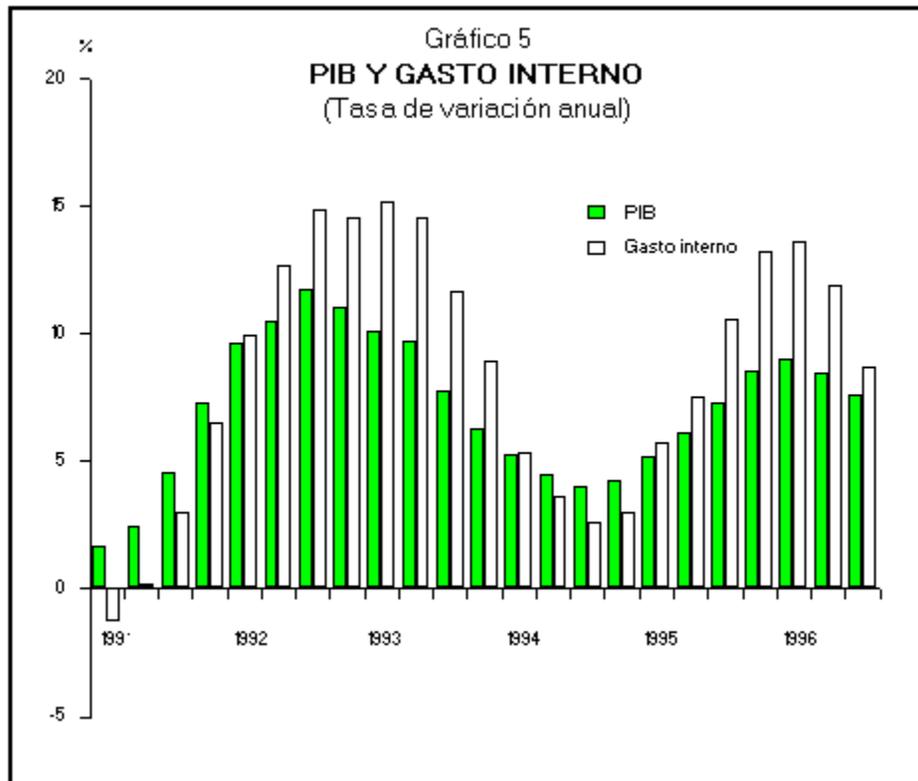
Este importante resultado es más significativo aún si se considera que se ha logrado en el marco de un muy bajo desempleo y elevado crecimiento. En efecto, la tasa promedio de desempleo de los últimos cinco años –ascendente a 6,9%– representa un mínimo histórico para un período quinquenal. Al mismo tiempo con un crecimiento promedio del PIB cercano a 7% anual (Gráfico 4). La estabilización de los precios tampoco ha generado desequilibrios en el sector externo. El déficit de cuenta corriente como porcentaje del PIB y como porcentaje de nuestro comercio externo se mantiene, como promedio, en niveles extraordinariamente razonables desde inicios de la década –en torno a 1,7% del PIB y de 4,1% del comercio internacional en bienes y servicios respectivamente–. Hay quienes insisten en que la reducción de la inflación generaría costos en materia de actividad. La experiencia chilena, vista en una perspectiva de mediano plazo, no parece darles la razón.



También se ha estado sosteniendo que la acción de política del Banco Central de Chile retarda el crecimiento, porque el potencial de la economía es mayor al crecimiento logrado. En lo que va corrido de esta década, la economía ha crecido más de que lo que el Instituto Emisor ha proyectado, lo que muestra que éste, con su política de estabilización de precios, no impide que el PIB crezca más de lo esperado. Lo que el Banco Central hace es buscar el logro de sus metas de inflación, reaccionando ante la manifestación de presiones inflacionarias que muestran que la capacidad productiva no permite el ritmo de expansión a que está impulsando la

demanda interna. Los procesos de ajuste han sido llevados a cabo para cumplir la meta de inflación, haciéndolo sin generar un sobreajuste que se hubiese manifestado en un sobrecumplimiento de esta meta y con tasas de desempleo más altas. Nada de ello ha ocurrido. El crecimiento potencial que se proyecta no limita el crecimiento posible, sino que sólo especifica aquel que es posible presupuestar como base para el diseño de las políticas. No obstante, si la economía presenta un mayor dinamismo que el esperado sobre la base de expansión de su capacidad productiva, ésta terminará creciendo más rápido, al tiempo que se cumple con la meta de inflación.

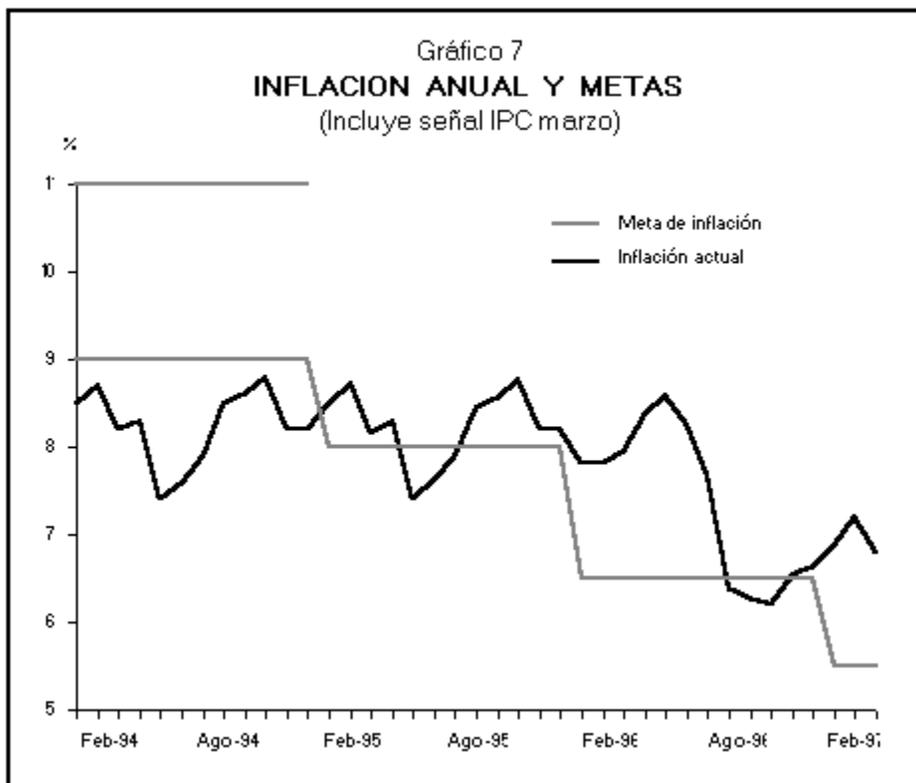
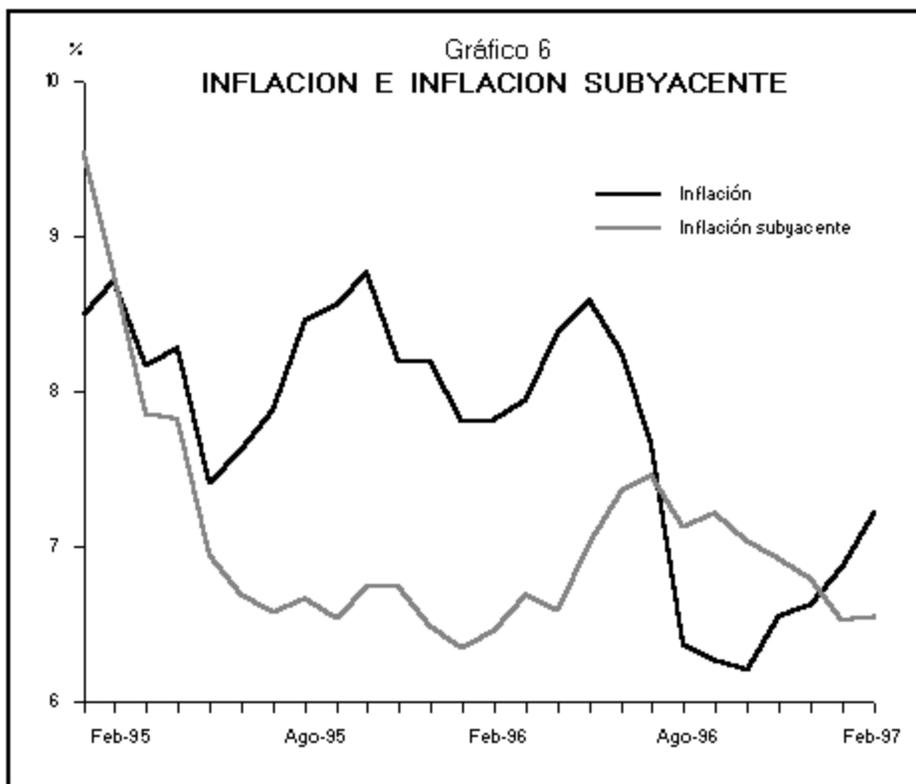
Es posible que a lo largo del ciclo y, en forma transitoria, la economía crezca menos que su potencial, pero esto es una forma de compensar los periodos en los que el crecimiento ha excedido el potencial. Los indicadores coyunturales muestran que el último ciclo de producto y gasto ha sido menos pronunciado que los anteriores. Los puntos máximos en cuanto a crecimiento para años móviles muestran que en el máximo del ciclo anterior se llegó a 14,9% de expansión del gasto y 11,7% del PIB, en el tercer trimestre de 1992. En este ciclo el punto más alto se registró en el primer trimestre de 1996, con 13,6% de expansión para el gasto interno y 9,0% para el PIB (Gráfico 5).



A partir de la segunda mitad de 1996, se ha dado un proceso de desaceleración del gasto que llevará a éste, en el curso del presente año, a caer hasta un mínimo en torno a 5%. La desaceleración ya es evidente, particularmente desde mediados de 1996, y los primeros indicadores para el primer trimestre de 1997 confirman esa tendencia. Se proyecta, además, que el punto mínimo del ciclo actual se dará a un nivel más alto que el mínimo del ciclo anterior. Es decir, de 5,5% a 6% para el gasto y el PIB en 1997, comparado con 4% y 3% en 1994.

Confirma este diagnóstico el crecimiento moderado que se observa en el empleo y la desaceleración de la inflación salarial, que ha pasado a niveles de un dígito por segundo mes consecutivo. El aumento de salarios reales continúa siendo significativo, pero está en línea con el crecimiento de la productividad. Es de esperar que, debido al proceso de ajuste, el aumento que se viene observando en los salarios reales pueda mantenerse, pero en el marco de una tasa de inflación más baja, como la tasa meta establecida para 1997. Para esto es necesario que continúe disminuyendo la tasa de crecimiento de los salarios nominales, o al menos se mantenga en cifras de un dígito, como ha estado sucediendo en los últimos dos meses.

Un reflejo de esta desaceleración del gasto y de la moderación de las presiones salariales es que los indicadores de inflación subyacente muestran importantes avances. El actual nivel de inflación subyacente de 6,5% en doce meses a febrero de 1997, claramente inferior a 7,7% de febrero de 1996 y a 7,2% de diciembre de 1996, muestra que la economía avanza hacia el cumplimiento de la meta de inflación de fin de año y que los frutos del ajuste en materia inflacionaria aún no se reflejan plenamente en la evolución del índice de precios al consumidor (IPC) (Gráficos 6 y 7).



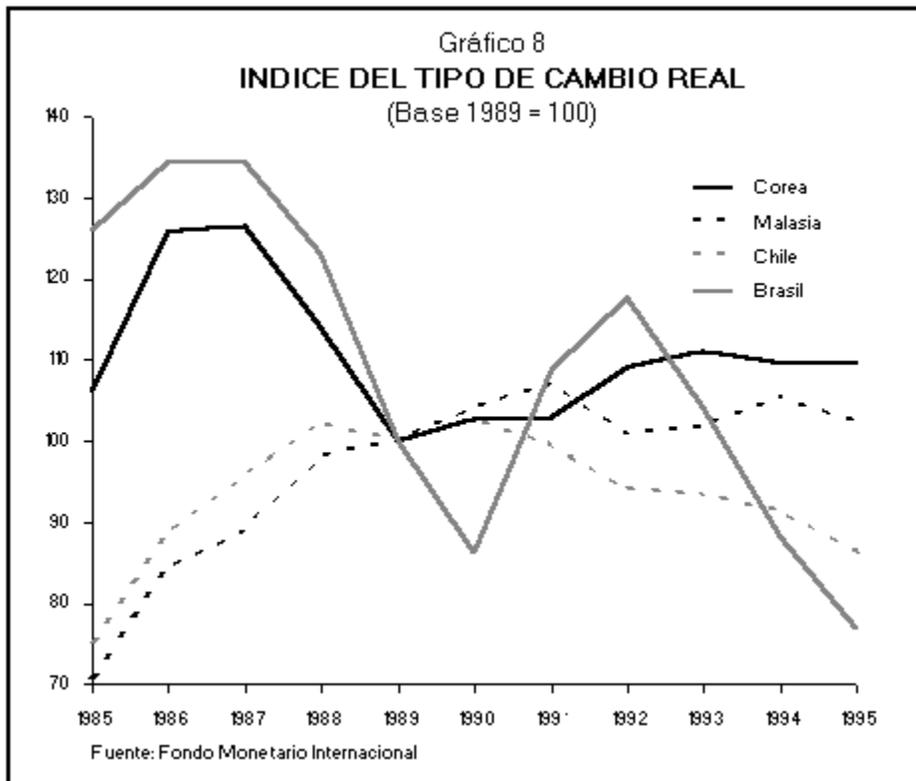
El aumento de la inflación en doce meses medida por el IPC, que alcanzó un máximo de 7,2% en febrero, es sólo reflejo de fenómenos puntuales, en particular, de precios de alimentos perecibles que aumentan por efecto de la sequía y de fenómenos estacionales. Como consecuencia de lo anterior, la inflación en doce meses de los alimentos ha registrado un aumento desde 4% que marcaba en diciembre de 1996 a 8% en febrero de 1997. Lo más probable es que hacia fin de año estos efectos transitorios en la inflación, dados por los alimentos perecibles, se corrijan. También puede esperarse una caída de la inflación en doce meses en los grupos de productos relacionados con el uso de derivados del petróleo, y con la harina de trigo, ya que los precios

internacionales de estos productos básicos se han estabilizado en niveles menores a los registrados en la segunda parte de 1996.

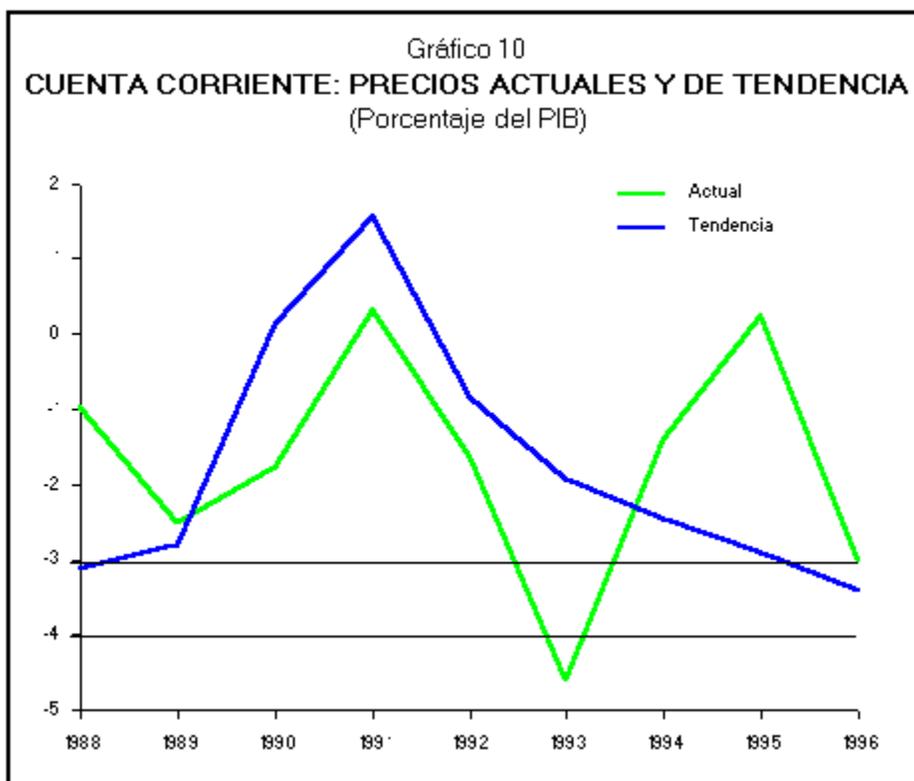
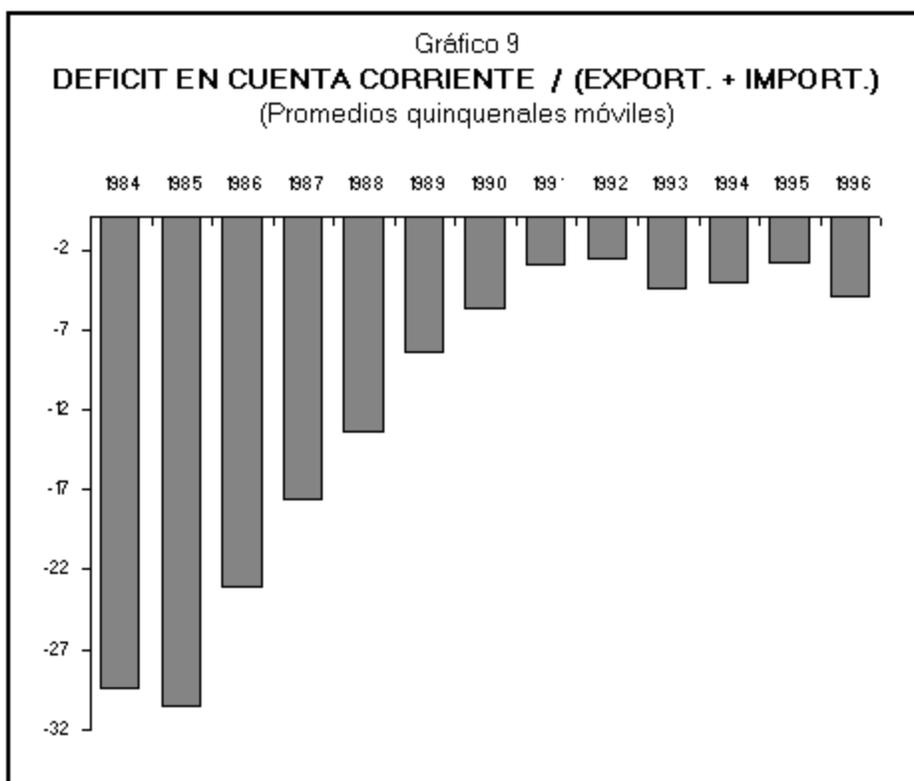
### El equilibrio externo

El tipo de cambio real ha mostrado una reducción a un ritmo de 4% a 5% anual desde inicios de la década. Esta evolución responde a factores tales como un desequilibrio inicial y a la mantención de un incremento de productividad muy significativo en el sector transable chileno. Los efectos de una apreciación real excesiva del peso preocupan, por lo que se ha buscado la forma para limitarla. El temor es que una baja muy pronunciada del TCN pueda generar condiciones de aumento desmesurado de salarios reales, que terminen por reducir el TCR y afectar la competitividad. Este escenario ha sido evitado. No se ha dado una crecida brusca de salarios reales y éstos continúan evolucionando en línea con la productividad.

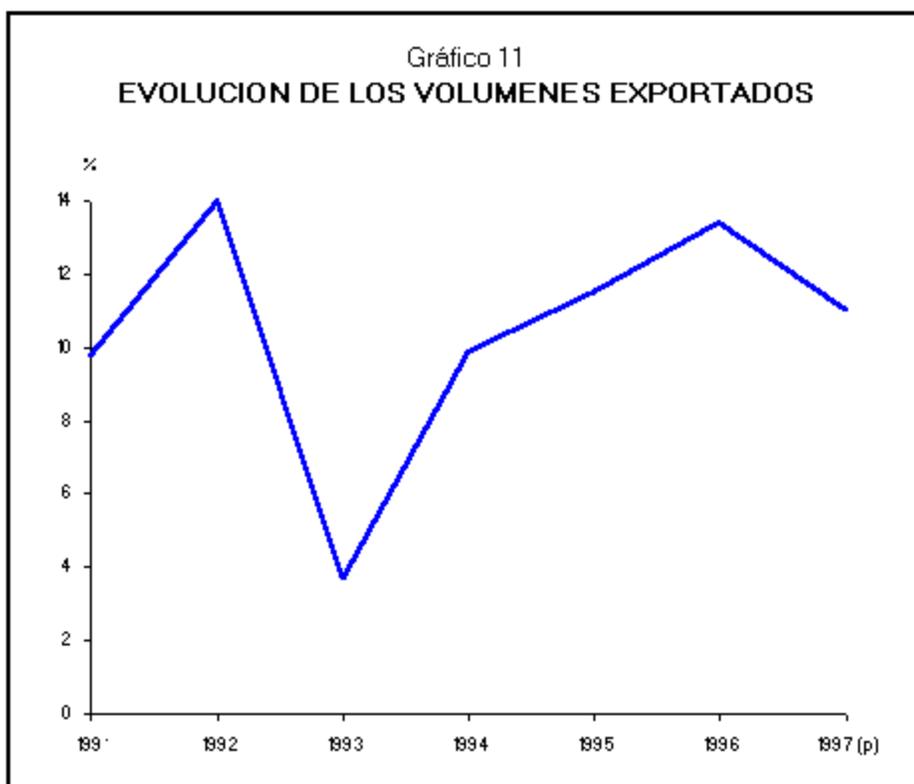
Las formas de intervención para mantener el TCR en rango han dado resultado. La volatilidad de nuestro TCR ha sido menor que la de otros países latinoamericanos en los años noventa. Además, analizando períodos largos de tiempo, la evolución de nuestro TCR no ha presentado una caída sostenida. El nivel del TCR de 1990 corresponde a un máximo histórico que estaba afectado por el desequilibrio de nuestra cuentas externas durante los ochenta y por la desconfianza con que aún nos miraba la comunidad financiera internacional, por lo que su nivel no representa un equilibrio para la realidad de hoy, dada la solidez de la actual posición externa (Gráfico 8).



La cuenta corriente en términos de tendencia se ha mantenido por debajo del rango meta, aunque ha aumentado los últimos años. A precios de tendencia, es decir, corrigiendo el efecto de alzas y bajas en los términos de intercambio, recién en 1996 el déficit en cuenta corriente es igual al nivel mínimo del rango meta. Resulta muy importante hacer la corrección por la variación en los términos de intercambio, ya que una parte sustantiva del deterioro mostrado por la cuenta corriente en 1996 es resultado de pérdidas por términos de intercambio, las que probablemente se reviertan en los próximos años (Gráficos 9 y 10).



El desarrollo del sector exportador ha sido sostenido, los volúmenes exportados han aumentado a 10,5% promedio anual en lo que va corrido de la década, y a una tasa aun mayor en 1996. La caída del valor de las exportaciones de 1996 es sólo reflejo de precios internacionales transitoriamente deprimidos (Gráfico 11).



Por otro lado, los indicadores de solvencia han mostrado grandes progresos. En particular, la deuda externa neta de reservas internacionales alcanza a niveles mínimos de menos de 10% del PIB en 1996. El índice de deuda externa y reservas es sólo comparable con los que muestran países del sudeste asiático.

### **Perspectivas y desafíos para los próximos años**

En esta última sección, más que analizar las proyecciones cuantitativas, se enfocarán los temas que consideramos de importancia estratégica para evaluar las perspectivas macroeconómicas de los próximos años, y, por tanto, los desafíos que deberemos enfrentar para consolidar los logros de esta década. El primero de ellos corresponde al análisis de las perspectivas para la economía internacional y sus mercados más relevantes. De estos mercados se derivan efectos muy importantes para una economía tan abierta como la nuestra. En segundo lugar, analizaremos los posibles efectos de la integración financiera internacional, y las condiciones que se deben considerar para que esta integración sea compatible con la mantención de los equilibrios macroeconómicos. Por último, revisaremos las condiciones que favorecen la mantención de los equilibrios macroeconómicos internos y externos.

#### *Condiciones en la economía internacional*

La economía chilena exporta en bienes y servicios un valor equivalente a casi un tercio de su producto interno (29% en 1995), más aún, el crecimiento de las exportaciones ha sido el principal motor de nuestro reciente desarrollo, y se proyecta que continuará siéndolo en los próximos años. Las proyecciones indican un crecimiento anual en torno a 10% de las exportaciones en términos reales, similar al crecimiento histórico alcanzado entre 1991 y 1996, con la mayor expansión que tuvo lugar en el cobre, en las exportaciones no tradicionales como un todo, y en algunos sectores de exportación tradicional entre los que destaca el del metanol.

Para una economía como la nuestra las perspectivas dependen en gran medida de las condiciones de la economía internacional que determina la demanda por nuestros productos. La expansión de la demanda externa crea las condiciones que afectan la expansión del volumen de nuestras exportaciones y del precio internacional de las mismas.

Afortunadamente, las perspectivas de crecimiento exportador se ven favorecidas por las proyecciones de actividad de la economía mundial. Las cifras de los organismos internacionales, como el FMI, y la opinión de muchos analistas coinciden en que la expansión de la economía mundial se acelerará de 4% de crecimiento para el producto global en 1996 a 4,3% en 1997 y 4,4% en 1998. De por sí eso significa, en general, mejores perspectivas para nuestros productos.

En particular, en 1997, la economía americana, aunque ha entrado durante el año en un proceso de desaceleración, mantendrá un dinamismo suficiente para crecer en el presente año como un todo a tasas similares a las que lo venía haciendo, es decir, 2,5%, o tal vez superiores. La economía alemana muestra signos evidentes de recuperación impulsada por la expansión de la formación de capital y las exportaciones, por lo que se espera que esta economía crezca 2,2% en 1997 y 2,5% en 1998, ayudando con ello a la

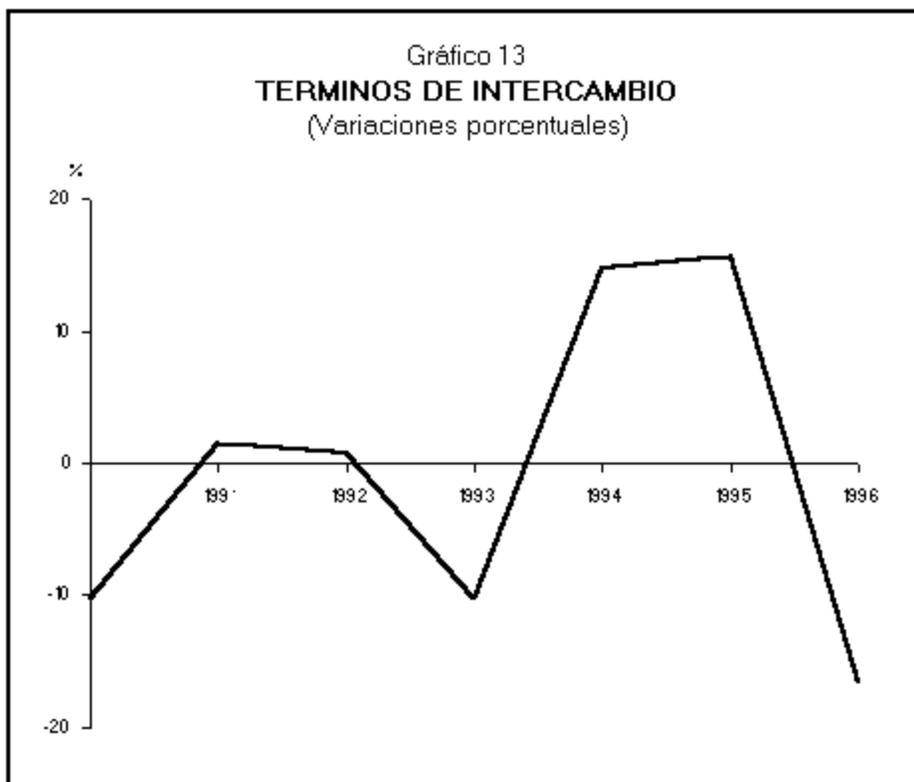
recuperación de Europa. Hay indicaciones muy preliminares de que la economía japonesa empieza a recuperarse y presentará tasas de crecimiento algo mayores a las de los últimos años, alcanzando 2% en 1997 y 2,5% en 1998. Desde luego que las economías del sudeste asiático continuarán siendo las más dinámicas, esperándose una ampliación de su PIB de algo más de 7% anual en 1997-1998. Por último, Latinoamérica continúa su proceso de recuperación posterior al efecto "tequila" y parece aprontarse para años de mayor expansión, con 4,2% esperado para 1997 y casi 5% en 1998, aunque subsisten los riesgos de inestabilidad macroeconómica en los principales países de la región (Cuadro 2).

Cuadro 2

**TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB**  
( Proyecciones de los principales países )

Especificación	1996	1997	1998
<b>País</b>			
USA	2,5	2,5	2,1
Alemania	1,4	2,2	2,5
Japón	3,6	2,0	2,4
<b>Región</b>			
Mundo	4,0	4,3	4,4
Europa	1,9	2,5	2,6
Asia Pacífico	8,0	7,5	7,0
Latinoamérica	3,5	4,2	4,8

La expansión de la economía mundial plantea condiciones favorables para los precios de los productos básicos en general, y, por ende, favorables para los términos de intercambio. Sin embargo, la situación del mercado del cobre, con fuertes aumentos de oferta, nos sugiere que el escenario central será la mantención del precio en torno a los valores actuales, aun en las condiciones de expansión de la economía mundial. Un caso similar es el del petróleo, en que la mayor demanda está siendo compensada por una oferta en expansión conforme se normaliza el abastecimiento desde Irak. En consecuencia, el escenario central es a la mantención, o a una muy moderada mejora, en las condiciones de los términos de intercambio en los próximos años. Sin embargo, como bien sabemos, la proyección de esta variable es muy frágil, y los escenarios pueden cambiar radicalmente (Gráfico 13).



Más difícil aún es precisar proyecciones respecto de las principales monedas. El escenario más plausible parece ser uno en que se observe alguna reversión en la evolución del dólar. Para las autoridades económicas de los principales países se hace crecientemente incómodo un mayor valor de esta moneda. Empieza a preocupar el déficit comercial de los Estados Unidos de América, particularmente con Japón. La devaluación del yen generó un gran impulso de aumento de las exportaciones de este país, particularmente de automóviles, cuyas ventas crecieron 34% en doce meses en enero de 1997. Preocupan también las presiones inflacionarias en Alemania que se derivan de un marco muy depreciado.

En general, las tasas de interés de corto plazo deberían ir al alza en los próximos dos años. En los Estados Unidos la expansión económica y la aparición incipiente de presiones inflacionarias podría obligar a alguna acción por parte de la autoridad monetaria. En Europa, la proximidad de la unificación monetaria y el bajo valor que tiene el marco generan presiones inflacionarias que preocupan particularmente al Bundesbank y podrían crear condiciones en los próximos meses para un alza de tasas. En Japón, un período de tasas extraordinariamente bajas, resultado tanto de la menor actividad económica como de la difícil situación de su sistema financiero, debería llegar a su fin, conforme se ven incipientes indicaciones de recuperación en la actividad y el crecimiento, y se desarrollan otros planes para atender a la banca en problemas (Cuadro 3).

Cuadro 3

**TASAS DE INTERES**  
(Proyecciones principales países)

País	1996	1997	1998
Tasa a 3 meses			
USA	5,5	5,8	5,8
Alemania	3,3	3,3	4,0
Japón	0,6	0,7	1,0
Tasa a 10 años			
USA	6,4	6,6	6,6
Alemania	6,2	6,2	6,6
Japón	3,1	2,7	3,2

*Avances en la integración financiera internacional*

La integración financiera internacional es un proceso en el que nuestro país ha avanzado gradualmente, de forma de evitar que una aceleración del mismo lleve a problemas que fueren una posterior reversión. Uno de las indicaciones de este avance es la convergencia entre las tasas de interés real de largo plazo vigentes en el país y en los principales centros financieros. Por ejemplo, comparando la tasa real implícita en los bonos del tesoro americano a diez años y la tasa del PRC de ocho años, promedios de los periodos 1991-1993 y 1994-1996, es posible comprobar que los márgenes se han reducido de más de 350 puntos bases en el primer periodo a algo en torno a 250 puntos bases anuales en el segundo.

Reconociendo que el avance en materia de integración financiera debe continuar, es importante explorar las condiciones que deben darse para que esta integración no genere desequilibrios macroeconómicos. El encaje, por ejemplo, es un mecanismo que permite aumentar el costo financiero para los flujos de capitales de corto plazo en algo como 300 puntos bases anuales. Debe entenderse entonces que cualquier modificación de éste tiene efectos significativos a la baja en las tasas de interés, particularmente en las tasas cortas, y a la baja en el tipo de cambio. En cualquier caso la reducción del encaje, a la larga, generaría un mayor déficit de cuenta corriente y una apreciación real del peso.

Las condiciones para que el proceso de integración financiera no ponga en riesgo la estabilidad macroeconómica son de dos tipos. Por una parte, se requiere la convergencia de las tasas de interés real de equilibrio en el país al nivel de las tasas en el resto del mundo, con el fin de evitar entradas de capital masivas y la apreciación brusca de la moneda. Por otra parte, se necesita una profundización financiera que permita una mejor absorción de la volatilidad de los flujos de capitales externos, porque los efectos de ésta se disolverían en la amplitud de los mercados financieros.

La integración financiera trae consigo la reducción de las tasas de interés y con ello un aumento de los niveles de inversión en el país. Para que el equilibrio ahorro-inversión se mantenga, se requiere el aumento de algún tipo de ahorro. Puede aumentar el ahorro interno –fiscal o privado– o el externo. En ausencia de herramientas efectivas para aumentar el ahorro privado, para aumentar el ahorro interno se requiere de alguna forma de estímulo o acción de política que haga aumentar el ahorro público, una política de gasto fiscal aún más austera, o un aumento de la recaudación tributaria. Esto implica superávits fiscales aún mayores. Si el ahorro interno no aumenta, entonces deberá aumentar el ahorro externo y habremos aceptado un mayor déficit en cuenta corriente. El problema con este camino es que aumenta la exposición de la economía a los choques externos y puede ponernos en una situación difícil si el déficit se hace excesivo. En nuestra opinión es necesario abordar el problema del déficit límite no sólo considerando la magnitud absoluta de éste sino también la forma de financiamiento que esté disponible para ello y la situación de deuda externa y de reservas. Es posible mantener déficit mayores si el financiamiento de éste proviene de inversión externa y si la deuda externa es baja y las reservas abundantes, y es necesario limitar mucho el déficit si el financiamiento es deuda externa de corto plazo con altos niveles de endeudamiento y bajas reservas.

Una mayor volatilidad de los flujos de capitales es otro efecto que se deriva de una mayor integración financiera. Sin embargo, ésta es más manejable conforme avanza el desarrollo del sistema financiero y se profundizan los mercados. Mercados de mayor tamaño y mejor conectados al resto del mundo permiten diluir el impacto de los choques de entrada o salida de capitales. Mercados financieros más completos, con un mayor desarrollo de los mercados de derivados, y que en general permitan transar mejor el riesgo, favorecen una mejor diversificación y permiten enfrentar un nivel mayor de volatilidad de capitales sin que ello tenga efectos sobre la actividad real (Cuadro 4).

Cuadro 4

**COMPARACIONES INTERNACIONALES DE LAS  
PRINCIPALES VARIABLES ECONOMICAS**

Especificación	Chile	Argentina	Brasil	Corea	Malasia
1996 (E)					
Ahorro interno bruto / PIB (% 1995)	27,6	17,6	18,3	37,1	37,5
Riesgo País (S & P)	A-	BB-	B+	AA-	A+
(Deuda Externa - Res. Int.) / PIB (%)	10,5	29,3	18,3	13,9	12,2
Deuda Externa / Exportaciones (ratio)	1,5	4,4	4,0	0,8	0,5
M2 / PIB (% 1995)	31,7	10,6	14,3	151,2	94,3
Patrimonio Bursátil / PIB (%)	119,0	15,1	27,5	37,5	298,4
N° de empresas en Bolsa	282	149	550	725	565
N° de empresas c/ADR / Empresas en Bolsa (%)	7,4	4,7	1,5	1,9	0,9

(E) Cifras estimadas.

La integración financiera gradual es más manejable, tanto porque la capacidad de ahorro puede verse reforzada en el tiempo, porque la reducción de la tasa de interés real va teniendo impactos menores sobre el gasto conforme la economía se capitaliza, como porque el sistema financiero se desarrolla en el tiempo. La integración debe continuar siendo gradual y de forma que no dañe la estabilidad macroeconómica lograda.

*Hacia la estabilidad de precios manteniendo la solidez externa*

Las herramientas de que dispone el Banco Central, le permiten continuar avanzando en el proceso hacia la estabilidad de precios con crecimiento. Los pasos que siguen para llegar a la inflación de países desarrollados son pocos, pero el ritmo a que se avance debe ser variable, aprovechando las circunstancias favorables, y pausado ante las dificultades derivadas de expansiones cíclicas o de presiones de costos internas y externas. La meta para 1997 no sólo es perfectamente alcanzable, sino que la economía se encuentra plenamente en línea para lograrla y así lo muestran los indicadores de inflación subyacente. Siempre está presente el riesgo de que la continuación de la sequía pueda generar alguna presión de costos que obedezca a factores que el Instituto Emisor no controla y que no se justifica que intente compensar.

Es importante evitar déficit en cuenta corriente muy amplios y sostenidos que lleven a un sobreendeudamiento externo. Los niveles actuales de déficit son perfectamente manejables dado el financiamiento y las condiciones de solvencia externa. El déficit de la cuenta corriente es razonable desde el punto de vista histórico y prospectivo para el mediano plazo, particularmente, considerando los precios externos de tendencia. Pero si esa situación se modificara, y los déficit que enfrentemos a futuro y en forma sostenida parecieran excesivos, la manera de actuar tiene que ser preferentemente con una política fiscal más restrictiva, aunque ello implique un mayor superávit fiscal. La política monetaria deberá crecientemente ceder espacio a la política fiscal como herramienta de ajuste, ya que la integración financiera reduce el rango de operación de la primera.

La efectividad de la política monetaria para moderar el comportamiento de variables nominales y para evitar sobreexpansiones del producto y del empleo no se ven disminuidas. Las tasas de interés son herramientas efectivas para estos propósitos y así lo muestra la experiencia en las economías desarrolladas e integradas financieramente. Sin embargo, la integración financiera reduce el efecto que la política monetaria puede ejercer sobre variables como la expansión del gasto interno y los déficit externos en cuenta corriente. En condiciones de mayor integración financiera, si se enfrenta una sobreexpansión del gasto con alzas en la tasa de interés se genera un impacto contractivo sobre el PIB, pero el impacto es menor, si es que hay alguno, sobre el gasto interno. Con completa integración financiera las tasas de interés altas traen consigo no sólo presiones a la baja sobre el gasto interno, sino que también desvíos de gasto hacia el exterior por baja transitoria en el tipo de cambio real, los que reducen o amortiguan el impacto sobre el gasto, y por tanto, sobre el déficit externo.

**Comentarios finales**

Las perspectivas para la economía nacional siguen siendo muy favorables, y la oportunidad para consolidar la estabilidad macroeconómica está más presente que nunca. La inflación subyacente desciende conforme a lo esperado y la economía está perfectamente orientada para cumplir con la meta inflacionaria para 1997, y continuar con el proceso de convergencia gradual hacia las tasas de inflación de países desarrollados.

La posición de las cuentas externas es sólida, con déficit en cuenta corriente dentro de los rangos aceptables. El nivel de déficit es algo más alto hoy que lo que sería si los precios externos fueran los de tendencia.

Las condiciones de la economía mundial son favorables para una economía pequeña como la nuestra, que crece hacia afuera y busca profundizar su integración al mundo. No obstante, parece poco probable que en los próximos dos años se registre un repunte muy significativo en los términos de intercambio. Más bien, los precios relativos de nuestras exportaciones debieran mantenerse o mejorar muy lentamente.

Para consolidar lo logrado, es necesario mantener el curso de políticas que a lo largo de todos estos años han entregado importantes contribuciones al proceso de estabilización, como lo han sido la política de tasas de interés altas complementada con regulaciones a la cuenta de capitales, la intervención cambiaria en un marco de flexibilidad, y la mantención de un superávit fiscal.

Es necesario ir adaptando la mezcla de políticas a un aumento gradual en la integración financiera, favoreciendo un mayor papel de la política fiscal en el proceso de ajuste e impulsando niveles más altos de ahorro interno.

Las condiciones están dadas para continuar avanzando por el camino de estabilización y de reducción de la inflación a tasas similares a las de los países desarrollados, con un crecimiento significativo y bajo desempleo, y con una posición externa muy sólida. La consolidación de la estabilidad macroeconómica, en la que se ha avanzado significativamente en los últimos años siete años desde que el Banco Central es independiente, es la mejor contribución que la política macroeconómica puede hacer al desarrollo del país.

(\*) El autor agradece los valiosos comentarios de los señores Andrés Reinstein A., Gerente de Análisis Internacional del Banco Central de Chile, y Gonzalo Sanhueza D., Jefe del Departamento de Economía y Finanzas Internacionales de la misma institución. Igualmente agradece la eficiente asistencia en la preparación de esta exposición de la señora María Inés Urbina, economista del Departamento mencionado.