

Perspectivas de la Economía Chilena y las Políticas del Banco Central

Presentación del Gerente de la División de Estudios del Banco Central de Chile, Felipe Morandé Lavín, en el seminario "Crisis o no Crisis", celebrado en el centro de eventos Casa Piedra, el 23 de marzo de 1998.

Introducción

Durante el presente año los resultados económicos estarán muy afectados por el impacto de las turbulencias asiáticas sobre nuestra economía y las respuestas de política que frente a éstas han aplicado las autoridades correspondientes. En esta exposición, nuestro propósito es revisar algunos de los desarrollos recientes en los distintos ámbitos de las variables macroeconómicas, explicar las políticas que se han adoptado en este período, presentar los resultados que ya se han obtenido con éstas y, finalmente, señalar lo que podemos esperar hacia adelante, tanto en el corto plazo –durante 1998–, como en el mediano plazo.

Las dos claves de la coyuntura

Las cifras entregadas recientemente por el Banco Central de Chile revelan que el comportamiento de la economía nacional, durante 1997, fue muy satisfactorio en prácticamente todas las áreas importantes: crecimiento (7,1%), creación de empleos (110.000 nuevos puestos), inflación (6%, y 5,5% en términos de inflación subyacente); crecimiento de las exportaciones (9,9% en volumen) y déficit en cuenta corriente (4% del PIB, calculado con la antigua metodología, y 5,3% con la nueva). Sin embargo, hacia el mes de octubre comienzan a desarrollarse dos fenómenos que han sido determinantes en el comportamiento de la economía desde entonces: una fuerte aceleración del gasto interno y el deterioro en el frente externo como resultado de la crisis del Asia. Más aún, la combinación de los dos fenómenos es preocupante, puesto que, de no mediar una acción decidida de parte de las autoridades, se arriesga un escenario de serio desequilibrio externo.

Respecto a la aceleración del gasto interno, las cifras de cuentas nacionales muestran que en el segundo semestre del año pasado la demanda interna se expandió en 13,4% en relación con igual período del año anterior, y en el cuarto trimestre la expansión del gasto alcanzó a 13,7%. Las importaciones, en este mismo período, que son la contraparte de la aceleración del gasto, se incrementaron en 15,7% en términos de valor, destacándose las compras de bienes de consumo, con una tasa de expansión de 30,1% también en valor.

Es satisfactorio verificar que el crecimiento de la demanda interna para el año en su conjunto fue liderado por la formación bruta de capital, 13,2%, mientras que la tasa de crecimiento del consumo privado alcanzó a 8,4% en el año. Sin embargo, el consumo tuvo un fuerte repunte hacia la segunda mitad del año, sobre 10%, y así se aprecia en todos los indicadores de ventas y en la evolución de las importaciones.

Una pregunta que está latente es por qué se produjo este repunte del gasto interno en la segunda parte del año pasado. A nivel de políticas, el Banco Central mantuvo una política monetaria relativamente restrictiva a lo largo de 1997, aunque dentro de un proceso de moderación, conforme se observaba una favorable trayectoria de la inflación de tendencia y una evolución acorde con los principales agregados macroeconómicos. Este proceso de moderación se realizó en forma gradual, aunque anticipada por el mercado por las tasas de largo plazo. Una vez que comenzaron a aparecer antecedentes sobre una recuperación de la economía más vigorosa que lo esperado, el proceso de moderación de las tasas se detuvo a la espera de nuevos antecedentes que señalaran el curso que tomaría la economía en este punto de inflexión. Es posible, por supuesto, señalar que las tasas deberían haber permanecido más altas por un tiempo mayor, pero eso es sobre la base de la información que se ha recibido en forma posterior a la adopción de las medidas. Por lo demás, la mayoría de los analistas en esa época señalaban que el Banco Central debía ir más rápido en la reducción de tasas. Las tasas de largo plazo se elevaron, a partir de octubre, en coherencia con el mayor dinamismo que mostraba la economía en este período, contribuyendo de esta forma a amortiguar la velocidad de expansión de la economía.

La política fiscal, por su parte, mostró un comportamiento moderado y acorde con el programa macroeconómico para 1997. El crecimiento de la absorción pública, concepto que excluye los intereses de la deuda pública del gasto corriente, alcanzó a 5,8% para el año en su conjunto, en línea con el crecimiento inicialmente proyectado y por debajo del crecimiento de la economía.

Entre los factores exógenos a la política, que se presentaron durante 1997, y que pueden contribuir a explicar la expansión del gasto interno, cabe mencionar las fuertes corrientes de recursos externos que recibió la economía chilena en este período, colaborando a financiar las presiones de gasto por el lado de la inversión y también a sustituir financiamiento interno. Esta capacidad de crédito permite financiar decisiones de gasto mayor en la medida que los agentes económicos perciben un ambiente de mayor estabilidad, o lo que se conoce en la jerga técnica como aumentos en los "ingresos permanentes". A nivel de las empresas, la economía ha mostrado tasas de crecimiento positivas y sostenidas a través de los últimos diez años. En la presente década, la menor tasa de expansión en un período semestral fue de 1,4% anual en el segundo semestre de 1990. Asimismo, a nivel de consumidores la estabilidad en la tasa de ocupación y el crecimiento sostenido de los salarios reales han llevado a mayores niveles de confianza.

Finalmente, también se puede mencionar la evolución de los términos de intercambio como un factor que puede haber introducido presiones adicionales sobre la demanda interna. En 1997 nos vimos favorecidos por un proceso de caídas de precios internacionales

de las importaciones que, si bien fue compensado hasta cierto punto por una caída en los precios de exportaciones principales, como el cobre, sus efectos sobre el gasto pudieron ser expansivos. En efecto, la caída en el precio del cobre afecta principalmente los ingresos fiscales directos e indirectos por la vía de la tributación y los ingresos de las empresas en el sector, en su gran mayoría en manos extranjeras. Su impacto sobre las decisiones de gasto se modera por la existencia del Fondo de Compensación del Cobre a nivel del Fisco y por la capacidad de endeudamiento en el exterior de las empresas de inversión extranjera, que hasta cierto punto independizan sus decisiones de inversión de las situaciones coyunturales. Las caídas de precios de productos importados afectan a un grupo más amplio de empresas y consumidores, para los cuales el efecto ingreso de estas caídas puede ser más importante que las compensaciones por el menor precio del cobre.

Más allá de las causas, es un hecho que la demanda interna mostró un ritmo de recuperación más vigoroso de lo que se había anticipado para el segundo semestre.

El segundo elemento preocupante que apareció a partir de octubre de 1997, fue el deterioro en el escenario externo. No es ésta la ocasión para intentar un análisis pormenorizado de las causas de la crisis asiática, pero es necesario señalar que ésta muy difícilmente estaba dentro de los escenarios que un año atrás se visualizaban como probables. En un primer momento pareció que la crisis económica y financiera que comenzaba a gestarse en el sudeste asiático sería un fenómeno local, sin mayores consecuencias sobre la economía mundial. Sin embargo, las fuertes interrelaciones comerciales y financieras que existen entre las economías de la región y la velocidad con la que reaccionan los mercados financieros internacionales, llevaron a un agravamiento de la crisis, conforme sus efectos se extendían hacia otras economías de Asia, y del resto del mundo.

En la actualidad, la evolución de la economía internacional ha entrado en una fase de estabilización, donde las consecuencias de la crisis parecen estar relativamente acotadas. En efecto, hacia fines de 1997, el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó hacia la baja sus proyecciones de crecimiento para la economía mundial en 0,8%, y es probable que en las próximas semanas se dé a conocer una nueva disminución de esta cifra, pero de carácter menor, una o dos décimas de punto porcentual. En Asia, con algunas importantes excepciones, la situación en los mercados cambiarios y financieros ha tendido hacia una mayor estabilidad, y ya está en marcha un proceso de ajuste en los niveles y composición del gasto que llevará a un vuelco apreciable en la balanza comercial de la región. La economía de EE.UU. continúa en una trayectoria de expansión y crecimiento de la productividad sin que aparezcan presiones inflacionarias, y las tasas de interés de corto plazo han permanecido estables, mientras que las de largo plazo han mostrado una tendencia a la baja. En Europa, se espera una leve aceleración del ritmo de crecimiento de la actividad económica respecto de lo observado en 1997, mientras que la economía japonesa mostraría una desaceleración en su tasa de crecimiento.

Otro antecedente significativo, es que la inflación ha estado declinando en forma importante en el mundo entero, y las perspectivas previas a la crisis eran que esta tendencia se mantuviese. En el escenario actual es probable que se acentúe la caída de la inflación internacional en dólares, debido a las devaluaciones en Asia, la probable caída en la actividad económica global y los menores precios de materias primas que ya se están observando (13% por debajo de los precios en dólares que se observaban un año atrás, de acuerdo con el índice que publica The Economist). En efecto, las proyecciones de inflación externa significativas para Chile señalan una reducción promedio de 2,5% en los precios en dólares durante 1998, continuando la tendencia contemplada en el último año.

Como consecuencia de las menores perspectivas de inflación entre las naciones industrializadas, las tasas de interés internacionales también tenderán a ser menores a las que podrían haberse previsto inicialmente, situación que ha llevado a una corrección a la baja de las tasas de largo plazo en Europa y EE.UU.

A su vez, las menores perspectivas de crecimiento mundial han provocado una menor demanda por cobre y otras materias primas de exportación. Esta situación ya se ha reflejado en una disminución del precio del metal, el que se ubica actualmente en torno a 80 centavos de dólar la libra, por debajo del rango que se había presupuestado para el presente año, en torno a 95 centavos.

Finalmente, el cambio en las percepciones de los inversionistas internacionales llevará a una disminución de los flujos de capital hacia los países emergentes de Asia, la contraparte del vuelco en la balanza comercial de la región. Hasta el momento se ha observado un fenómeno de búsqueda de mercados más seguros en EE.UU. y Europa, pero no podría descartarse que conforme se despeje la incertidumbre, otros países emergentes comiencen a recibir el excedente de flujos de capitales internacionales.

Es evidente que la combinación de los dos elementos antes señalados: un escenario externo más adverso en términos de intercambio y condiciones financieras, y una trayectoria de fuerte aceleración en el comportamiento de la demanda agregada interna, introducen serios elementos de riesgo en la trayectoria de la economía chilena en el presente año que debían ser enfrentados. Entre estos riesgos destacaban la evolución del saldo de la cuenta corriente hacia niveles excesivos dentro de un escenario de mayor volatilidad financiera internacional, y la posibilidad de observar un proceso de repunte en el ritmo de incremento de los precios, tanto por presiones inflacionarias internas como externas, así como de un deterioro en la confianza de los agentes en las metas planteadas. Por esta razón, el Banco Central estimó necesario impulsar una disminución importante en la tasa de crecimiento del gasto global para adecuarlo al escenario externo más complejo, impulsando un fuerte aumento en esta tasa entre enero y febrero, y expresando claramente la determinación de seguir una política monetaria exigente en el futuro, en la medida que fuere necesario.

Entre las principales consecuencias de la crisis en Asia sobre la economía chilena se encuentra su efecto negativo sobre los términos de intercambio, el ingreso nacional y el saldo de la cuenta corriente. A la fecha se ha observado una caída importante en el precio del cobre, y también en los precios de otras materias primas de exportación. En la actualidad, el precio del cobre fluctúa en torno a los 80 centavos de dólar la libra, cifra que se compara con el supuesto de 92 centavos de dólar incluido en el Presupuesto Público y el de 96 centavos de dólar considerado en las proyecciones de balanza de pagos que presentó el Banco Central, en su Informe al Senado, en septiembre último. Cabe señalar que por cada centavo de menor precio del cobre el país deja

de percibir aproximadamente 65 millones de dólares por concepto de exportaciones, por lo que una baja de 12 centavos en este precio representaría un impacto negativo sobre la balanza comercial equivalente a un punto porcentual del producto interno bruto (PIB). Sin embargo, es importante destacar que la vulnerabilidad de la cuenta corriente respecto de este precio se ve reducida por su impacto sobre las utilidades de los inversionistas extranjeros (US\$ 30 millones por cada centavo), que tienen una importante participación en la minería del cobre.

El efecto negativo de la disminución del precio del cobre y de otras materias primas de exportación sobre las cuentas externas se vería parcialmente compensado por la disminución observada en el precio internacional del petróleo, así como por las perspectivas de menor inflación externa relevante. Sin embargo, el balance neto es negativo, y se anticipa una caída de la relación de términos de intercambio entre 5% y 10% respecto del promedio de 1997. La contraparte de la disminución en los términos de intercambio es un menor crecimiento del ingreso nacional, proyectado entre 3 y 4% para 1998, y, por tanto, una menor capacidad de gasto con recursos propios.

Es deseable que una parte del ajuste frente al menor crecimiento del ingreso nacional se realice por la vía de una ampliación transitoria del déficit de la cuenta corriente, pero en las actuales circunstancias es prudente procurar que este impacto se mantenga dentro de límites razonables, en torno a 6% del PIB, según la nueva metodología de balanza de pagos. Esta actitud de prudencia se ve reforzada por las turbulencias que han afectado a los mercados internacionales desde hace algunos meses.

2. Tipo de cambio: ajustes de precios relativos y de portafolio

Un segundo tema de preocupación en este período resultó ser la evolución del tipo de cambio nominal. A fines de octubre se inició un proceso de depreciación del peso, que en buena medida tomó por sorpresa a la mayor parte de los agentes económicos, quienes estaban acostumbrados a la relativa estabilidad de éste en el rango inferior de la banda cambiaria. En efecto, hasta hace unos pocos meses, el principal tema de discusión en relación con el tipo de cambio era precisamente el contrario: la tendencia de apreciación del peso y las fuertes entradas de capital que venía recibiendo el país.

La presión de depreciación que comenzó a experimentar el peso en este período era el reflejo de al menos tres factores principales.

En primer término, la apreciación del dólar en los mercados internacionales, tanto frente a las principales monedas –marco y yen– como en relación con las monedas de países emergentes y, en particular, de Asia, que representan una parte significativa del comercio exterior de Chile. Este es un factor que causa presiones sobre el tipo de cambio nominal peso-dólar, pero que en términos generales no representa una depreciación real del peso en la medida que se ve compensada por una menor inflación internacional en dólares. Asimismo, su efecto sobre la inflación en Chile, es compensado, al menos en el mediano y largo plazo, aunque en el corto plazo no se puede desconocer que la paridad peso-dólar puede ejercer un efecto importante sobre las presiones de costos, y, por su visibilidad, también sobre las expectativas de los agentes económicos, aun si es compensada por otros movimientos de paridades o precios externos.

En segundo término, las turbulencias que afectaron a los mercados financieros internacionales en el último tiempo se transmitieron a la gran mayoría de las economías emergentes, incluyendo a la chilena. En concreto, se observaron menores entradas de inversiones de cartera en el período noviembre-enero, situación que comenzó a normalizarse en el período más reciente. Un tema relacionado corresponde al ajuste en la percepción respecto del riesgo cambiario en la economía chilena, conforme las presiones de depreciación tomaron por sorpresa al mercado. Esta situación llevó a importantes empresas nacionales a comenzar a cubrir sus posiciones en moneda extranjera a través de operaciones forward de compra de dólares, lo cual indirectamente presionó al alza el tipo de cambio spot por la necesidad del sistema financiero de cubrir el riesgo cambiario asociado a estos contratos.

En tercer lugar, las perspectivas de un saldo de la cuenta corriente más deficitario tienen como contraparte un ajuste de precios relativos en el tipo de cambio real que debe acompañar a la reducción en la tasa de crecimiento en el gasto interno. Sobre este último punto suele existir cierto grado de confusión en la discusión pública. Algunos han planteado que existe una estrategia de moderación del déficit de cuenta corriente por la vía de aumentos en el tipo de cambio real que es *sustituta* de la vía de reducción en el crecimiento del gasto a partir de políticas monetaria (y fiscal) más restrictivas. Sin embargo, *esta opción no existe en la práctica, es un falso dilema. No es posible generar un ajuste duradero en el tipo de cambio real, sin que al mismo tiempo se produzca una reducción en la brecha de gasto-producto.*

Cuando la economía se encuentra produciendo casi a pleno empleo, como ciertamente estaba la economía chilena hacia la segunda mitad de 1997, entonces el ajuste entre la reducción del gasto y el aumento del tipo de cambio real debe ser coordinado o, de lo contrario, se producirán presiones inflacionarias que diluyen el ajuste inicial. En efecto, si se produce una depreciación del tipo de cambio nominal, al tiempo que la economía continúa gastando a un ritmo exagerado, entonces se generan mayores presiones inflacionarias en los bienes importados que no son compensadas por menores presiones de los bienes internos. En un plazo mediano es inevitable que se produzca un rebrote inflacionario que, en un contexto de altos grados de indización salarial, anula el ajuste inicial de precios relativos. En ese contexto, las autoridades se verían forzadas a actuar con una combinación de políticas monetaria y fiscal aún más restrictiva que la requerida inicialmente con el fin de aplacar estas presiones inflacionarias.

Del mismo modo, otro falso dilema es *plantear que podría aceptarse algo más de inflación con el fin de lograr un mayor tipo de cambio real*. En una etapa de ajuste de precios relativos y de mayor volatilidad en los mercados financieros, la meta de inflación y la coherencia de las políticas con ésta desempeñan un rol clave para anclar las expectativas de los agentes económicos. *La ambigüedad en esta materia es extremadamente peligrosa, porque erosiona la credibilidad de las políticas y las expectativas que sobre éstas se forman los agentes económicos*. Sin credibilidad en las políticas, la evolución de la inflación y otras variables nominales que se alimentan de las expectativas inflacionarias, como el tipo de cambio y los salarios, y que a su vez influyen sobre la inflación, quedarían desancladas. Asimismo, por su visibilidad, la meta de inflación juega un rol clave para concertar políticas que

aseguren una trayectoria coherente con los equilibrios macroeconómicos básicos.

Esta postura del Banco Central, que enfatiza el rol de la meta de inflación como ancla nominal de nuestra economía, no es obstáculo para que ocurran ajustes en precios relativamente importantes. En particular, el tipo de cambio nominal se ha depreciado en alrededor de 10% desde octubre hasta la fecha, en abierto contraste con su gran estabilidad previa. *Es importante señalar que no se pretende frenar aumentos en el tipo de cambio real. Sólo se busca que los aumentos del tipo de cambio real, si corresponden a un necesario ajuste, sean sólidos y no absorbidos por una mayor inflación. En otras palabras, se busca hacerle espacio a la depreciación real por la vía más efectiva de contener la inflación interna.*

3. Respuestas de política monetaria y cambiaria

Frente al nuevo escenario internacional y sus consecuencias en la economía chilena, ha sido necesario reacomodar el instrumental de política para impulsar una moderación en la tasa de crecimiento del gasto, y adecuarlo al menor crecimiento esperado del ingreso nacional.

En una primera etapa, hacia fines de 1997, el Banco Central permitió un ajuste pasivo de las condiciones del costo del crédito, observando la coherencia del incremento de las tasas de largo plazo con el dinamismo con el que comenzaba a perfilarse el ritmo de actividad y la demanda agregada.

En una segunda etapa, los ajustes de política monetaria se hicieron explícitos. Entre enero y febrero, la política monetaria se movió doscientos puntos base hacia una orientación más restrictiva, buscando dar un golpe a las expectativas del mercado en coherencia con la evolución del escenario externo.

En el área cambiaria, las acciones del Banco Central han buscado amortiguar los movimientos bruscos del tipo de cambio nominal, pero sin impedir que se manifiesten sus tendencias más permanentes. Este accionar se tradujo en una mayor presencia del Banco Central en el mercado cambiario entre los meses de diciembre y enero, realizando intervenciones ocasionales con el fin de ordenar los ajustes de precios y evitar que se produjeran movimientos erráticos y no compatibles con la evolución de los fundamentos de la economía.

Con el fin de facilitar los ajustes de cartera que se estaban generando en la economía y evitar un proceso de sobre-reacción en el tipo de cambio, se optó por intervenir en el mercado cambiario vendiendo reservas internacionales en los mercados spot. Asimismo, se tomó la decisión de permitir mayor flexibilidad de la tasa de interés de corto plazo para que absorbiera parte del impacto de las decisiones de portafolio, en lugar de concentrar su impacto exclusivamente sobre el tipo de cambio. *El estricto control de la liquidez y la mayor flexibilidad de las tasas de interés constituyen instrumentos adecuados para enfrentar un escenario de mayor volatilidad financiera y cambiaria como el observado en ese período.*

4. Evolución reciente de la economía

La respuesta de los mercados financiero y cambiario, con posterioridad a las medidas de política monetaria, ha sido altamente satisfactoria. En efecto, se ha observado una recuperación generalizada de la confianza en las perspectivas de la economía para el presente año, y una reafirmación de la credibilidad en las metas planteadas. En el mercado cambiario, la paridad peso-dólar ha tendido a estabilizarse en valores en torno a los \$ 450 por dólar, con una presencia mínima del Banco Central en este período. El spread vendedor-comprador del dólar en el mercado interbancario se ha estabilizado, lo que refleja el asentamiento de las expectativas en torno a los niveles actuales. En el mercado del crédito, las tasas de interés de corto y mediano plazo han mostrado un alineamiento con la tasa objetivo de la política monetaria, mientras que las tasas de largo plazo han descendido en el curso del último mes y medio, mostrando una mayor confianza en el éxito del proceso de ajuste que se lleva a cabo. Del mismo modo, los precios de la Bolsa han mostrado una recuperación sostenida en las últimas semanas, y en la actualidad se encuentran en niveles 5% superiores a los de principios de año.

En relación con la inflación, en febrero se produjo la esperada normalización de los precios de alimentos perecibles y la inflación anual se ha corregido a la baja hasta alcanzar los niveles que con anterioridad marcaba la inflación de tendencia, 5,2%. A su vez, las expectativas de inflación para marzo, estarían en torno a 0,4%, según lo que se deduce de las licitaciones de papeles nominales.

La información disponible respecto a la evolución de la actividad y gasto en el primer trimestre es todavía escasa para poder extrapolar tendencias. La tasa de 6,4% de crecimiento anual del índice mensual de actividad económica (IMACEC) para el mes de enero, es un antecedente valioso para poder señalar que la economía comienza a encaminarse en la dirección deseada. En el mismo sentido apunta la evolución de los agregados monetarios, que han mostrado una desaceleración en su tasa de crecimiento anual durante este primer trimestre, desde tasas en torno a 17% nominal en el último trimestre de 1997, hasta alcanzar tasas en torno a 12% nominal en lo que va del primer trimestre.

Sin embargo, los antecedentes disponibles sobre la evolución del gasto agregado aún señalan que éste se mueve dentro de un rango preocupante. Entre enero y febrero las compras al exterior se incrementaron en 13,7% nominal, con las consecuentes presiones sobre la balanza comercial. En efecto, en el primer bimestre del año, el déficit de la balanza comercial alcanza a US\$ 486 millones, en comparación con US\$ 365 millones de superávit en igual período del año anterior. La diferencia en los resultados se debe, por una parte, al mayor nivel de importaciones y, por otra, al impacto sobre las exportaciones de menor precio del cobre y otras materias primas, así como también al efecto de la crisis en Asia sobre los volúmenes de ventas al exterior.

5. Perspectivas de corto y mediano plazo

En este contexto, ¿qué se puede esperar en los meses venideros y más allá del presente año?

En relación con la inflación, el Banco Central ha reafirmado la meta propuesta para el presente año, $\pm 4,5\%$, aun reconociendo que en los últimos meses han surgido algunos riesgos que no se visualizaban hacia mediados del año pasado. Sin embargo, estos riesgos han llevado a la adopción de respuestas de política coherentes, de manera de mantener la credibilidad en las metas trazadas.

Por una parte, es claro que la depreciación reciente del tipo de cambio nominal en un escenario de fuerte crecimiento de la demanda y del producto representaba un mayor riesgo de presiones inflacionarias. Hasta el momento estas presiones no se han hecho evidentes en la inflación medida por el índice de precios al consumidor (IPC), aunque sí se han observado en el índice de precios al por mayor (IPM) de productos importados.

En relación con las perspectivas de precios para el resto del año, es necesario precisar algunas consideraciones sobre factores que moderan eventuales riesgos inflacionarios. En primer lugar, los ajustes que ya se han realizado en las tasas de interés y su impacto previsible sobre la demanda interna y las expectativas, llevarán a moderar las presiones inflacionarias internas y las eventuales presiones que se deriven del tipo de cambio.

En segundo lugar, las perspectivas de inflación externa para 1998 son favorables, especialmente para los precios de importaciones provenientes de Asia y para los precios de materias primas. En 1997, la inflación externa, calculada a partir de los IPM y paridades cambiarias, alcanzó un valor negativo de 3,6% promedio; el precio promedio de las importaciones se redujo en 4,5%, y para este año también esperamos cifras negativas. Asimismo, el precio del petróleo se encuentra en los menores niveles de la presente década.

En tercer lugar, los indicadores de inflación subyacente, como el índice desestacionalizado del INE y la medición de inflación que excluye bienes perecibles y combustibles, se encuentran bien alineados con la trayectoria deseada para la inflación.

En cuarto lugar, también es probable que los precios de productos perecibles realicen una contribución a la reducción de la inflación en 1998, considerando que su nivel actual es anormalmente alto. En febrero ya fue posible observar una normalización de precios, y es posible que hacia fines de año se realicen nuevos avances en la inflación anual por este concepto.

Respecto a las perspectivas de crecimiento económico y evolución del gasto, buscamos revertir la brecha entre el crecimiento del gasto y el producto con el fin de limitar el impacto de los menores precios de exportación sobre el saldo de la cuenta corriente. En efecto, se estima que la reducción de términos de intercambio crea una brecha entre el crecimiento del producto y el del ingreso nacional correspondiente a dos puntos porcentuales. Para limitar la expansión del déficit de cuenta corriente a una cifra moderada, no más allá de 6% del PIB, la brecha de crecimiento de la demanda frente al producto debe absorber la diferencia. Esto es, la demanda interna debe crecer cerca de 1% por debajo del producto con el fin de mantener el saldo de las cuentas externas dentro de niveles prudentes.

En relación con el crecimiento económico para el presente año, es probable una moderación respecto a lo presupuestado inicialmente y de lo observado en 1997. Esta moderación sería coherente con lo que está sucediendo en la economía mundial, donde las proyecciones de crecimiento económico de acuerdo con el FMI se han reducido en cerca de un punto porcentual respecto de los niveles anticipados con anterioridad a la crisis asiática.

Conclusiones

Quisiera concluir esta presentación con dos reflexiones. La primera se vincula con la necesidad de no perder de vista, en un año turbulento en el frente externo, que las bases de la economía chilena son lo suficientemente sólidas como para plantear que el deterioro de algunos indicadores, como el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, no es un fenómeno de largo plazo. Por lo pronto, las autoridades económicas tenemos el firme propósito de operar las políticas necesarias en el corto plazo para conseguir que ese déficit de la cuenta corriente *disminuya sensiblemente el próximo año*, a pesar de que los restantes indicadores de solvencia externa (reservas internacionales, relación deuda externa a PIB, razón servicio de deuda a exportaciones, etc.) siguen siendo extraordinariamente positivos. Sin embargo, en una perspectiva de más largo aliento, es indispensable promover la competitividad de la producción nacional en una agenda que es suficientemente conocida, pero donde por ahora son de particular importancia las medidas anunciadas tendientes a promover el ahorro interno y el proyecto de reducción de aranceles de importación. No obstante, es importante recalcar en este último aspecto, que cualquier modificación tributaria debe hacerse con especial cuidado de no contribuir a una expansión adicional del gasto interno, desvirtuando el objetivo perseguido por la política monetaria. Para el Banco Central es clave que las cuentas fiscales sigan mostrando los niveles de ahorro y superávit que han acostumbrado en los últimos años. Sin duda que los anuncios del Presidente de la República y los detalles entregados recientemente por el Ministro de Hacienda, en orden a mantener la responsabilidad fiscal, van exactamente en esta línea.

La segunda reflexión es más bien un llamado de alerta. El éxito final del propósito del Banco Central de llevar la inflación a niveles semejantes a los que prevalecen en los países industriales, depende no sólo de la voluntad de la autoridad monetaria en esta materia, ni de la calidad de sus políticas, ni de su autonomía formal, sino también, en forma muy importante, del grado de acuerdo ciudadano que exista en torno a aquel propósito. Hasta ahora, hemos avanzado un gran trecho, y la población ha comenzado a acostumbrarse a una inflación baja. Pero éste, que es un gran logro, es también la base de una debilidad: la somnolencia colectiva

frente al tema de la inflación. Los falsos dilemas a los que nos hemos referido con anterioridad (como, por ejemplo, creer que subir la inflación un "poquito" es una solución para enfrentar problemas como los actuales), son la principal manifestación de este aletargamiento. A riesgo de ser majaderos, es necesario recordar que la inflación es un asunto peligroso, al que se entra casi sin querer, pero del que cuesta enormemente salir. No puede ser que ya hayamos olvidado nuestra traumática experiencia cuasi hiperinflacionaria de no hace muchos años atrás. Debería estar grabada a fuego en nuestros libros de historia y en nuestras memorias para que nunca más tengamos inflaciones de dos dígitos. Después de todo, la estabilidad macroeconómica es una pieza clave para el desarrollo de largo plazo y su consolidación es el gran aporte que puede hacer el Banco Central al país, pero con la colaboración de toda la sociedad.