

LOS DESAFÍOS DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA Y LA AGENDA PENDIENTE

Patricio Mujica R.
Administrador Público, Universidad de Chile Ph.D. en Economía, Universidad de California, Los Angeles.

Durante los últimos quince años, la economía chilena ha alcanzado importantes logros en materia de crecimiento y estabilidad macroeconómica. En efecto, durante este período la economía chilena creció a una tasa anual promedio de alrededor de un 7 por ciento, superando en más de un 50 por ciento la tasa de crecimiento promedio anual del período 1950-1985. La inflación, por su parte, disminuyó desde un nivel promedio anual superior al 70 por ciento, en el período 1950-1985, a una cifra inferior al 20 por ciento en el período 1986-1999. La tendencia decreciente de la inflación se ha acentuado en los últimos años, alcanzando en 1999 un 2.3 por ciento, que es la más baja desde 1960. Por otra parte, durante este período, se ha logrado mantener el equilibrio de las cuentas fiscales, se ha reducido en forma significativa la deuda externa y

se ha elevado el nivel de las reservas internacionales.

La evolución reciente de la economía chilena sin embargo, ha estado marcada por el impacto de la crisis asiática iniciada en 1997 y por un proceso de recuperación económica más lento de lo que se había anticipado. La crisis asiática tuvo un impacto significativo y no anticipado sobre la economía chilena que se refleja en la caída del producto durante 1999, -la primera recesión en 15 años- en un aumento explosivo de la tasa de desempleo que se ha mantenido persistentemente en niveles de 2 dígitos y en un ajuste a la baja en sus proyecciones de crecimiento de corto y mediano plazo.

La economía chilena ha sido señalada en forma recurrente como un modelo de desarrollo que permite compatibilizar el crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, la evolución reciente de la economía chilena plantea diversas interrogantes respecto de su capacidad de absorber los shocks externos en forma eficiente y de mantener las tasas de crecimiento alcanzadas en los últimos 15 años.

En este trabajo, se argumenta que aún persisten importantes fuentes de volatilidad en la economía chilena y que éstas reflejan la falta de flexibilidad e inconsistencia de la política macroeconómica y factores estructurales relacionados con la segmentación y falta de liquidez del mercado de capitales.

EL IMPACTO DE LA CRISIS

El estallido inicial de la crisis asiática, coincidió en nuestro país, con un período de crecimiento económico acelerado, avances importantes en materia de reducción de la tasa de inflación y equilibrio en las cuentas

fiscales. Al estallar la crisis asiática, la economía chilena había estado creciendo durante una década a tasas cercanas a 7.5 por ciento de promedio anual, el desempleo se había estabilizado en niveles de 6 por ciento, la deuda externa se había reducido a casi un tercio del nivel que tenía a comienzos de la década, la inflación mantenía una tendencia descendente y el sector público llevaba más de 10 años consecutivos de superávit fiscal.

Por otra parte, Chile había logrado superar en forma exitosa el impacto de la crisis del "Tequila", inducida por la devaluación forzada del peso mexicano. La crisis mexicana redujo fuertemente el financiamiento externo en América Latina y afectó negativamente el crecimiento económico de la región. Sin embargo, a diferencia del resto de las economías de la región, y como resultado de la importante mejora de sus términos de intercambio, el dinamismo de la economía chilena se mantuvo prácticamente inalterado, y de hecho, en el peor momento de la crisis, el producto en Chile creció en 10.6 por ciento, cifra que contrasta con una caída del crecimiento en la región, desde un 5.8 por ciento en 1994 a un crecimiento de 1 por ciento en 1995 (ver cuadro 1).

La ausencia de efectos sobre la economía chilena, en la fase inicial de la crisis asiática, parecía confirmar la solidez de la economía chilena, y permitieron justificar la pasividad inicial de la política macroeconómica. Durante el segundo semestre de 1997, la economía comenzó a crecer en forma acelerada, lo que se manifestó con mayor fuerza durante el cuarto trimestre. En este período, la demanda interna creció un 13.7 por ciento, mientras que el PIB creció en un 9.6 por ciento. El crecimiento explosivo de la demanda interna se canalizó, en gran medida, hacia los mercados externos, reflejándose en un crecimiento de las importaciones de 20 por ciento. En el frente interno, el crecimiento de la demanda contribuyó a dinamizar la economía y a ampliar la brecha gasto-producto. Adicionalmente, el dinamismo de la economía presionó sobre el mercado laboral, reduciendo la tasa de desempleo por debajo de su tendencia histórica y generando un crecimiento de los salarios nominales de alrededor de un 8 por ciento.

El desarrollo de la crisis asiática modificó drásticamente este escenario y comenzó a desestabilizar la evolución de la economía chilena, a través de

Cuadro 1
Evolución de los Principales Indicadores Macroeconómicos
(1995 - 1999)

	1995	1996	1997	1998	1999
Producto (Variación %)	10.6%	7.4%	7.4%	3.9%	-1.1%
Demanda (Variación %)	16.2%	7.9%	9.1%	3.9%	-10.0%
Inversión(%PIB)	23.9%	24.9%	25.5%	26.0%	21.9%
Superávit fiscal(%PIB)	2.60%	2.30%	2%	0.40%	-1.50%
Cuenta Corriente (%PIB)	-2.1%	-5.1%	-5.1%	-5.7%	-0.1%
Inflación (Anual)	7.9%	6.4%	5.9%	4.6%	2.3%
Desempleo	7.4%	6.5%	6.1%	6.2%	9.7%
Tipo de Cambio Real (Variación %)	-5.7%	-4.8%	-7.7%	-0.2%	5.6%
Tasa de Interés (1)	6.2%	6.3%	6.5%	7.5%	6.5%

(1) PRC a 8 años
Fuente: Banco Central

diversos canales. Inicialmente, se reflejó en un deterioro de los precios de los principales productos de exportación, como resultado de la caída en la demanda proveniente de los países asiáticos. La caída en el valor de las exportaciones, asociada al deterioro de los términos de intercambio, por su parte, acentuó el deterioro de la cuenta corriente inducido por la aceleración del gasto interno durante el segundo semestre de 1997 (ver cuadro 2).

La segunda etapa del proceso de transmisión de la crisis asiática hacia nuestra economía se canalizó a través de los mercados financieros y se inicia con la reducción del financiamiento externo a América Latina a partir de 1998. La aceleración del gasto durante el segundo semestre de 1997, había sido alimentada por el elevado ingreso de capitales durante 1996 y 1997. En efecto, en 1997 la entrada neta de capitales creció aproximadamente un 50 por ciento, lo que permitió financiar holgadamente el déficit de la cuenta corriente que había alcanzado a fines de 1997, un 5.5 por ciento del PIB. En

este contexto, la fuerte caída del financiamiento externo hacia las economías emergentes, como resultado de la crisis asiática y reforzada posteriormente por la declaración de moratoria de la deuda externa de Rusia, agudizaron las restricciones inicialmente impuestas por el deterioro de los términos de intercambio de la economía chilena en los mercados internacionales.

Como resultado de la reducción del financiamiento externo y el deterioro de los términos de intercambio, el Banco Central implementa a comienzos de 1998 una política de ajuste monetario, con el propósito de reducir la brecha gasto-producto, que eventualmente podía poner en peligro el cumplimiento de la meta de inflación para ese año y era a su vez, la causa del aumento observado en el déficit de la cuenta corriente. A partir de la segunda mitad de 1995, las tasas de interés habían estado subiendo en forma sistemática, reflejando una política de ajuste monetario dirigida a contener las presiones inflacionarias derivadas de

una brecha gasto-producto creciente. La desaceleración de la actividad económica iniciada a comienzos de 1997 permitió al Banco Central relajar en forma transitoria su política de ajuste. La posterior recuperación del gasto interno, acompañada de una meta de inflación relativamente exigente, en un contexto caracterizado por la agudización de la crisis en los mercados internacionales, generó un cambio en la orientación de la política monetaria, implementada a través de sucesivas alzas en las tasas de interés. El alza en las tasas de interés se reflejó en diversos episodios de iliquidez que afectaron la estabilidad del sistema financiero y explica en una medida importante la magnitud del proceso de desaceleración que se inicia en 1998 y que se transforma a partir de 1999 en una recesión.

La evolución del tipo de cambio, por su parte, reflejó en diversos episodios en los últimos 10 años, una política monetaria que priorizó la reducción de la tasa de inflación. Desde 1994 el tipo de cambio se había mantenido

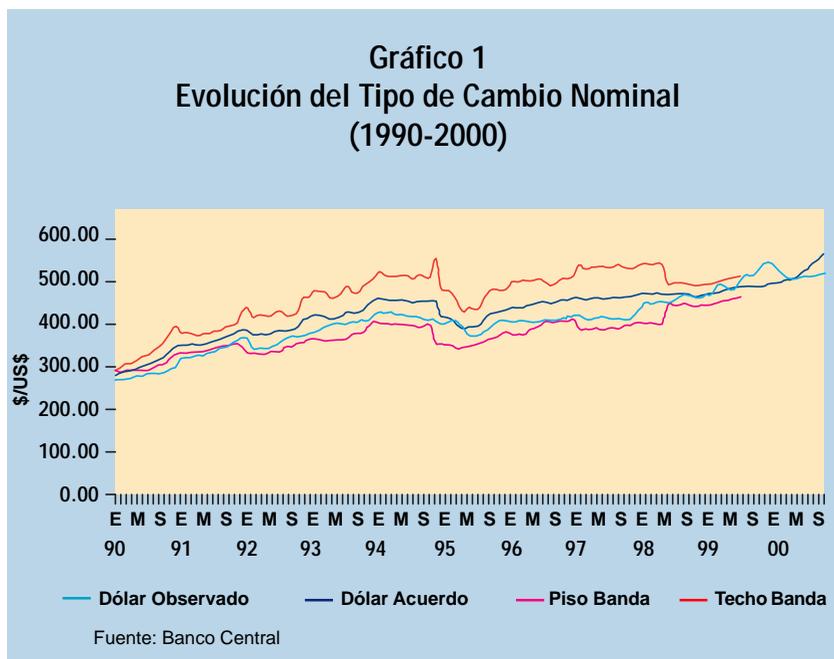
Cuadro 2
Gasto y Producto (Variación % 12 meses)
(1997 - 2000)

	1997				1998			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Demanda Interna	1.6%	9.4%	12.9%	13.7%	18.1%	9.2%	2.8%	-11.6%
Formación Bruta de Capital Fijo	10.2%	10.3%	17.4%	14.5%	16.9%	13.1%	2.6%	-11.8%
Resto	-1.4%	9.0%	11.3%	13.4%	18.6%	7.6%	2.9%	-11.5%
Exportaciones	15.0%	2.8%	8.5%	13.3%	6.1%	10.6%	5.4%	1.7%
Importaciones	7.7%	11.8%	17.5%	21.5%	26.6%	16.1%	3.6%	-19.3%
Producto Bruto	4.0%	5.8%	9.0%	9.6%	8.8%	6.3%	3.4%	-2.5%
	1999				2000			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Demanda Interna		-14.8%	-14.0%	-9.9%	-0.3%	6.0%	12.0%	6.3%
Formación Bruta de Capital Fijo		-17.2%	-18.9%	-19.0%	-14.5%	-5.1%	-1.3%	7.7%
Resto		-13.9%	-12.1%	-6.4%	5.8%	10.0%	7.3%	5.9%
Exportaciones		6.6%	6.3%	5.2%	9.4%	9.0%	2.2%	8.5%
Importaciones		-20.0%	-18.6%	-14.4%	-1.6%	10.3%	15.8%	9.2%
Producto Interno Bruto		-2.8%	-3.7%	-1.8%	4.0%	5.4%	6.1%	5.8%

Fuente: Banco Central

relativamente estable con un margen de variación acotado, tanto por los límites impuestos por la banda de flotación, como por las políticas activas de intervención al interior de la banda. La estabilidad del tipo de cambio comenzó a verse alterada a fines de 1997, iniciándose a partir de ese año un período caracterizado por el surgimiento de presiones al alza en el tipo de cambio, impulsadas fundamentalmente por la agudización de la crisis asiática. Las presiones al alza fueron inicialmente validadas por la autoridad monetaria, al considerarse que no representaban una fuente de presiones inflacionarias debido a la deflación que simultáneamente estaba afectando a los mercados internacionales. Sin embargo, al acentuarse la crisis externa, se intensificaron las presiones al alza en el mercado de divisas, obligando a la autoridad monetaria, en una primera etapa, a intervenir activamente en el mercado de divisas, y posteriormente, endureciendo la política monetaria a través de alzas sucesivas en la tasa de interés (ver gráfico 1).

La política cambiaria estuvo subordinada durante todo este período, al logro de la meta de inflación fijada por el Banco Central. La prioridad otorgada a la meta de inflación impidió que el fuerte crecimiento de la demanda por dólares, inducido por la crisis externa, se reflejara en la evolución del tipo de cambio. Este es un elemento clave que contribuyó a marcar las características del proceso de ajuste macroeconómico iniciado en 1998. La contrapartida de la rigidez de una política monetaria que priorizó sistemáticamente la reducción de la tasa de inflación, fue la volatilidad de las reglas que definían la orientación de la política cambiaria y explica en gran medida el colapso del sistema de bandas que reguló la política cambiaria durante la década de los noventa.



La crisis externa, finalmente, forzó un proceso de ajuste económico en Chile, al igual que en el resto de las economías emergentes, que ha implicado importantes costos en términos de crecimiento económico y empleo. El proceso de ajuste macroeconómico iniciado en 1998, provocó una fuerte desaceleración del producto y el gasto agregado, y se transformó durante 1999 en una recesión. Desde una tasa de crecimiento de 7.4 por ciento en 1997, el crecimiento del PIB se torna negativo en menos de 2 años, con un crecimiento en 1999 de 1.1 por ciento. La evolución del gasto agregado, por su parte, ilustra con mayor fuerza la magnitud del proceso de ajuste. El crecimiento de la demanda agregada se desaceleró en forma progresiva durante el período 1998-1999, pasando desde un 9.1 por ciento en 1997, a un crecimiento negativo de -9.9 en 1999. El desempleo, por su parte, refleja también el proceso de ajuste, aumentando desde un 6 por ciento en 1997, a niveles de 2 dígitos en la actualidad (ver cuadro 2).

La revisión de la experiencia de ajuste experimentada por la economía chilena, sugiere con bastante claridad que los

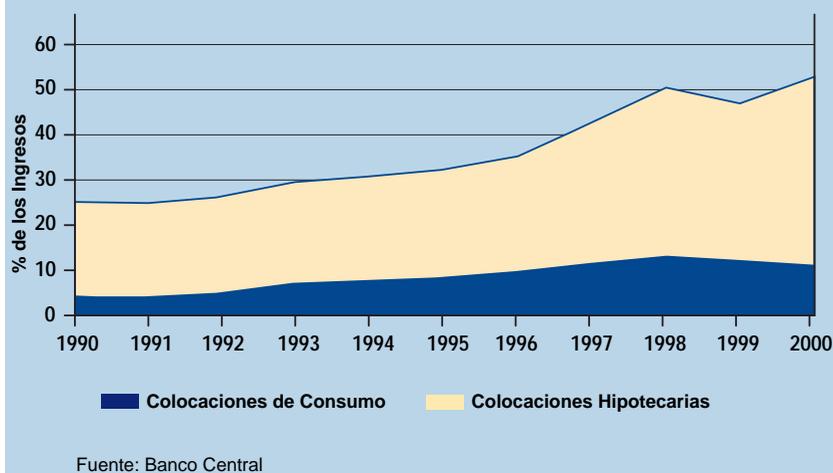
avances logrados en materia de crecimiento y estabilidad macroeconómica, no han eliminado la vulnerabilidad de nuestra economía frente a los cambios que pueda experimentar el escenario externo.

EL PROCESO DE REACTIVACION

Desde el tercer trimestre de 1999, la economía chilena inicia un proceso gradual de recuperación económica. La caída acumulada en los primeros tres trimestres, comienza a revertirse a partir del cuarto trimestre de 1999, con un crecimiento del PIB de 4 por ciento. La recuperación de la actividad económica fue impulsada por el mayor dinamismo de la demanda externa y la recuperación de los términos de intercambio. De hecho, las exportaciones netas lideraron el crecimiento de la demanda total durante el segundo semestre de 1999, y han mantenido un elevado dinamismo durante este año.

El crecimiento de la demanda externa sin embargo, no ha sido acompañado por un crecimiento similar de la demanda interna. La reducción global

Gráfico 2
Indicadores de Endeudamiento
(1990-2000)



de la demanda agregada durante 1999 estuvo asociada a una contracción significativa del consumo y de la acumulación de existencias. Durante el primer semestre, la demanda interna mostró una recuperación significativa. Sin embargo, el repunte de la demanda interna, se concentró principalmente en la variación de existencias. El consumo se ha mantenido prácticamente estancado y la inversión se encuentra aún deprimida.

Las características del proceso de reactivación económica durante este año han marcado la evolución del empleo y explican en gran medida, la mantención de elevadas tasas de desempleo. El crecimiento proyectado para este año de alrededor de 5.6 por ciento ha sido impulsado por el crecimiento de las exportaciones y no por un crecimiento de la demanda interna. Esto ha determinado un rezago significativo de los sectores que dependen principalmente de la demanda interna, y que son adicionalmente los sectores más intensivos en mano de obra. Estas diferencias en las tasas de crecimiento sectoriales y en la intensidad de uso de la mano de obra,

explican la aparente paradoja que plantea la persistencia de tasas de desempleo elevadas, en un contexto de crecimiento y reactivación económica. Por otra parte, la aplicación de políticas de reducción de costos al interior de las empresas ha reducido la creación de nuevos empleos y es otro de los factores que explican la persistencia de las elevadas tasas de desempleo observadas en el mercado laboral. En este sentido, la búsqueda de una mayor eficiencia al interior de las empresas, ha generado un entorno de corto plazo que tiende a independizar la evolución del empleo de la trayectoria del producto.

Por otra parte, la causalidad entre desempleo y demanda interna se expresa en ambos sentidos. El aumento en la tasa de desempleo inducido por la lenta recuperación de la demanda interna, también afecta las decisiones de gasto de los agentes económicos, a través del deterioro de las expectativas que genera la mantención de tasas de desempleo elevadas y persistentes. Desde esta perspectiva, el estancamiento del empleo y la reducción en el crecimiento de los salarios reales, representan las

principales causas de la desaceleración del consumo de los hogares, a partir del segundo trimestre del presente año.

La inversión fija es la que muestra un mayor rezago y de hecho comenzó a recuperarse sólo a partir del primer trimestre de este año. Sin embargo, el crecimiento alcanzado es aún insuficiente para recuperar los niveles de inversión existentes a mediados de 1999. La tasa de inversión fija ha caído, desde niveles superiores al 30 por ciento del PIB a comienzos de la crisis en 1997, a niveles actuales de alrededor de 25 por ciento.

El rezago de la inversión fija durante los procesos de recuperación económica que siguen a un período de contracción de la actividad económica, es un hecho estilizado que está ampliamente documentado. Sin embargo, la lentitud de la recuperación de la inversión durante este ciclo ha sido acentuada por factores específicos asociados a la naturaleza del ciclo, y adicionalmente por un cambio en las expectativas respecto de las perspectivas de crecimiento de largo plazo de la economía chilena. Primero, la rápida recuperación de la inversión en los ciclos previos, reflejaba el optimismo generalizado respecto del potencial de crecimiento de la economía chilena. El rezago que muestra el comportamiento de la inversión en el proceso actual de recuperación económica refleja un ajuste a la baja en las proyecciones de mediano y largo plazo de la economía chilena. Segundo, el inicio de un proceso gradual de reactivación, ha coincidido con el anuncio de reformas que afectan las reglas del juego en algunos mercados claves (reforma laboral), o alternativamente tienen un impacto sobre la percepción de rentabilidad de los proyectos de inversión (reforma tributaria). La falta de precisión respecto del contenido de las reformas introduce un factor de

incertidumbre adicional que posterga el inicio de nuevos proyectos de inversión. Finalmente, la inestabilidad de los mercados internacionales ha reducido la entrada de capitales al país, reduciendo por esta vía los recursos disponibles para el financiamiento de la inversión.

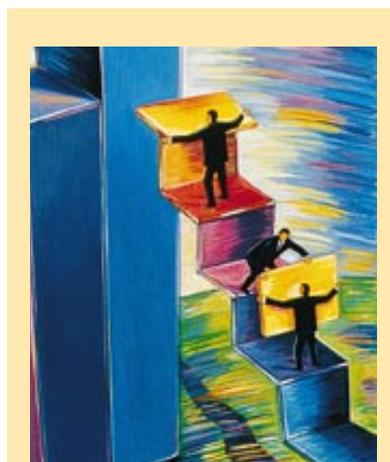
En síntesis, la lentitud del proceso de reactivación refleja las características específicas del ciclo económico que enfrenta nuestra economía caracterizado por la recuperación de los términos de intercambio y la reducción del financiamiento externo. Adicionalmente, el proceso de recuperación se ha dado en un contexto de creciente incertidumbre de los mercados internacionales, y de expectativas deprimidas respecto de las perspectivas de crecimiento de mediano plazo de la economía chilena.

LA VOLATILIDAD DE LA ECONOMÍA CHILENA: UNA EXPLICACION

El espectacular crecimiento económico mostrado por la economía chilena en los últimos quince años, en un contexto de baja inflación, equilibrio fiscal y equilibrio en las cuentas externas, ha transformado el modelo de desarrollo implementado en nuestro país, en el paradigma de una estrategia exitosa, que compatibiliza el crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica. La experiencia reciente sin embargo, sugiere que a pesar de los avances logrados, aún persisten serios problemas de eficiencia y liquidez en el mercado de capitales, que tienden a acentuar la volatilidad de la economía chilena. Por otra parte, la volatilidad de algunos indicadores macroeconómicos durante el proceso de ajuste inducido por la crisis que afectó a los mercados internacionales a partir de 1997, refleja también la falta de consistencia e inflexibilidad que caracterizó el manejo

de la política macroeconómica, durante este período.

A continuación se discuten las principales causas de volatilidad de la economía chilena y explican la magnitud del proceso de ajuste experimentado por la economía chilena en los últimos años, y adicionalmente la lentitud del proceso de recuperación iniciado en la segunda mitad de 1999.



La evolución reciente de la economía chilena plantea diversas interrogantes respecto de su capacidad de absorber los shocks externos en forma eficiente y de mantener las tasas de crecimiento alcanzadas en los últimos 15 años.

El manejo de la política antiinflacionaria

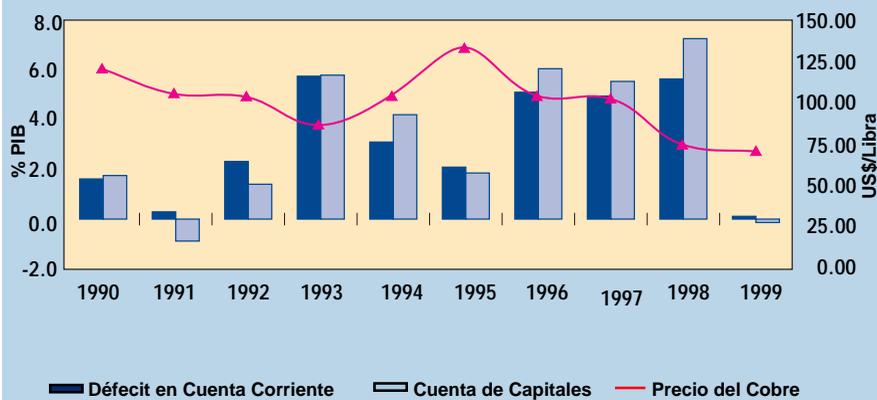
El establecimiento de metas de inflación puntuales fue utilizado como una forma de fijar un ancla nominal para la economía chilena. Sin embargo, esto introdujo un elemento de inflexibilidad en el manejo de la política monetaria y generó a menudo inconsistencia en las reglas que definían la orientación de la política macroeconómica.

La fijación de metas puntuales de inflación le ha otorgado una importancia excesiva a factores coyunturales y limita la flexibilidad de la política monetaria. En este contexto, la posibilidad de adecuar una respuesta que distinga expresamente entre cambios permanentes y cambios transitorios desaparece y la política monetaria en consecuencia deja de ser un instrumento efectivo. Por otra parte, la tendencia a fijar un techo para la inflación efectiva, que premia el sobrecumplimiento de la meta de inflación, y castiga el no cumplimiento le otorga un sesgo marcadamente antiinflacionario a la política monetaria, con el consiguiente riesgo de sobreajuste. La experiencia chilena reciente ilustra con claridad los riesgos de sobreajuste asociados a la existencia metas puntuales para la inflación.

La inconsistencia de la política macroeconómica

La volatilidad de las variables macroeconómicas durante los episodio de ajuste que han afectado a nuestra economía en los últimos años, refleja algunos problemas de consistencia de la política macroeconómica. El diseño de la política macroeconómica en materia de control de la inflación ha estado basado en el manejo de la demanda agregada, a través de una combinación de política fiscal,

Gráfico 3
Cuenta Corriente, Precio del Cobre y Entrada de Capitales
(1990-2000)



Fuente: Banco Central

implementada a través del control del gasto público, y de una política monetaria, que se implementa a través del manejo de la tasa de interés. En la práctica, sin embargo, el peso de la responsabilidad en el control de la inflación ha recaído en la política monetaria. Esto se ha reflejado en una gran volatilidad de las tasas de interés, y en tipos de cambio desalineados respecto de sus valores de equilibrio.

Una fuente adicional de inconsistencia de la política macroeconómica que se implementó en Chile durante la década de los noventa está asociada a la presunción implícita en el diseño de la política económica de que era posible conciliar diversos objetivos a través de una adecuada combinación de instrumentos, y de que no era necesario renunciar a ninguno de los instrumentos tradicionales. Ello le confirió a la política macroeconómica un alto grado de discrecionalidad, e introdujo un elemento de incertidumbre y volatilidad en las políticas implementadas.

La evolución del tipo de cambio nominal ilustra la inconsistencia de la

política cambiaria basada en un esquema de bandas de flotación con un alto grado de discrecionalidad. La estabilidad que había caracterizado la trayectoria del tipo de cambio nominal a partir de 1994 fue el resultado de los límites impuestos por la banda de flotación y políticas deliberadas de intervención activa, al interior de la banda. La estabilidad del tipo de cambio comenzó a verse alterada a fines de 1997, iniciando una escalada alcista impulsada por la agudización de la crisis asiática. La autoridad monetaria enfrentó las presiones al alza en el tipo de cambio, a través de cambios discretivos en los límites de la banda de flotación, el tipo de cambio de referencia y la magnitud de la intervención cambiaria al interior de la banda. Esto introdujo un elemento de incertidumbre en la política monetaria, pérdida de credibilidad de la política cambiaria y finalmente el abandono del sistema de bandas, y la adopción de un sistema de tipo de cambio libre (ver gráfico 1).

El signo de la correlación entre el precio del cobre y el financiamiento externo

A pesar de los avances logrados en materia de diversificación de sus exportaciones, persiste aún un importante grado de dependencia de la economía chilena respecto de las fluctuaciones en el precio del cobre en los mercados internacionales.

Durante la segunda mitad de la década de los noventa, las exportaciones de cobre han representado alrededor de un 40 por ciento de las exportaciones agregadas, lo que es equivalente aproximadamente a un 9 por ciento del PIB.

La fuerte dependencia de la economía chilena respecto del precio de su principal producto de exportación, está asociada a la existencia de una correlación positiva entre los flujos de capitales externos, el déficit de la cuenta corriente, y el precio del cobre. Este fenómeno, refleja a su vez, la correlación inversa entre el precio del cobre en los mercados internacionales y la percepción de riesgo que enfrenta Chile. Desde la perspectiva de la volatilidad de la economía chilena, la implicación asociada a la existencia de una correlación inversa entre el precio del cobre y el riesgo país es obvia. El impacto desestabilizador generado por las fluctuaciones en el precio del cobre, no es suavizado por cambios compensatorios en el financiamiento externo, sino que por el contrario, los cambios inducidos en los flujos de capitales externos tienden a agudizar el impacto desestabilizador inicial. Esto indica que el proceso de integración de la economía chilena a los mercados internacionales es aún parcial, lo que se traduce en flujos de capitales volátiles y que tienden a exacerbar el impacto desestabilizador de los cambios en los términos de intercambio (ver gráfico 3).

Segmentación del mercado de capitales

Uno de los factores que ha contribuido a aumentar la volatilidad de la economía chilena, está asociado a la existencia de un mercado de capitales segmentados, y con diferencias significativas en el grado de liquidez de los distintos instrumentos financieros existentes.

El significativo desarrollo que ha experimentado el sistema bancario durante la década de los noventa, contrasta con el escaso desarrollo alcanzado por el mercado de bonos como fuente de financiamiento de las empresas, y la falta de liquidez del mercado bursátil.

Las empresas chilenas que no tienen acceso a los mercados de capitales externos, dependen crucialmente del financiamiento otorgado por la banca doméstica. Dado el carácter procíclico de las colocaciones bancarias y las restricciones que enfrentan las empresas para financiar sus inversiones a través de la colocación de bonos en el mercado doméstico o de emisiones de acciones, las reducciones de las colocaciones bancarias en los períodos de desaceleración tienden a generar en forma recurrente episodios de iliquidez, que amplifican el impacto contractivo de las políticas de ajuste macroeconómico.

LA AGENDA PENDIENTE

La crisis asiática puso de manifiesto algunos problemas que han estado presente desde hace algún tiempo en la economía chilena, pero que el propio éxito económico se encargó de disimular. La revisión de la experiencia chilena en los últimos diez años señala claramente que uno de los principales problemas que enfrenta nuestra economía, es la volatilidad que caracteriza el comportamiento de las variables macroeconómicas.

La volatilidad que muestran las principales variables macroeconómicas ha sido un reflejo de la volatilidad de algunos de los instrumentos a través de los cuales se ha implementado la política macroeconómica. Concretamente, la volatilidad de las tasas de interés, y de las reglas que definieron la política cambiaria durante la década pasada tuvieron un impacto desestabilizador y en diversos episodios acentuaron la volatilidad de las principales variables macroeconómicas. Por otra parte, la volatilidad de la economía chilena refleja además problemas estructurales asociados a la existencia de prácticas regulatorias deficientes que generan distorsiones en la asignación de recursos y una tendencia marcada a sobrerregular el mercado de capitales.

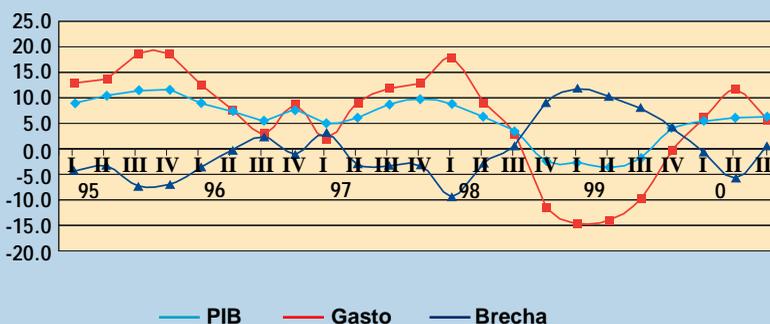
A continuación se discuten las implicaciones de política económica que surgen de la necesidad de reducir la volatilidad de la economía chilena, en el contexto de una política económica que compatibilice el crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica.

El manejo de la política monetaria

Desde la perspectiva de una política de estabilización, la experiencia reciente, plantea diversas interrogantes. ¿Es deseable establecer el objetivo inflacionario en términos de la inflación efectiva? ¿Cuál es la velocidad a la que debería converger la inflación doméstica a una tasa de inflación que refleje la meta deseada?

El establecimiento de metas puntuales de inflación, por parte del Banco Central durante gran parte de la década de los noventa, apuntaba en la dirección de establecer un ancla nominal para la economía chilena, y adicionalmente minimizar el riesgo de eventuales rebrotes inflacionarios. Esta puede ser una característica deseable en una economía marcada por la existencia de desequilibrios macroeconómicos que requieren priorizar la estabilidad de precios, como era el caso de la economía chilena a comienzos de los noventa. Sin embargo, en economías que han logrado restaurar los equilibrios

Gráfico 4
Evolución del Producto y Gasto Agregado (1995-2000)



Fuente: Banco Central

macroeconómicos fundamentales, y que poseen un gran potencial de crecimiento económico, la existencia de un sesgo deflacionario en la política monetaria puede tener un impacto negativo sobre el crecimiento económico. Por otra parte, la fijación de metas puntuales de inflación, le confirió un alto grado de rigidez a la política monetaria, al impedirle discriminar entre cambios permanentes y cambios transitorios en la trayectoria de la inflación. El establecimiento actualmente de metas de inflación expresadas en términos de rangos y para períodos superiores a un año, apunta en la dirección de darle una mayor flexibilidad a la política

subvaluada, ha prácticamente desaparecido. En este contexto, la política monetaria debería incorporar expresamente la posibilidad de ajustar sus prioridades de acuerdo a las características del ciclo económico. La meta de inflación y su velocidad de convergencia, debe necesariamente ser consistente con la evolución que muestren los principales indicadores de actividad económica. De lo contrario, si no se adapta a las características específicas del ciclo económico, la política monetaria puede tener un efecto desestabilizador sobre la economía. Esto no implica necesariamente que el Banco Central deba adoptar una política

experiencia chilena en los noventa plantea diversas interrogantes respecto de la eficacia de una regla este tipo. En primer lugar hay problemas de medición en la estimación del producto potencial que no son triviales. Segundo, la evidencia en Chile durante la década pasada sugiere que la brecha gasto-producto tiende a sobrestimar la magnitud de las presiones inflacionarias subyacentes. Este período se ha caracterizado por la existencia de una brecha persistente, parcialmente atenuada por las políticas de ajuste y sin embargo, esto no ha sido obstáculo para el éxito de las políticas de reducción de la tasa de inflación (ver gráfico 4). Finalmente, la experiencia de la crisis asiática, sugiere que las restricciones externas deben ser incorporadas en la orientación de la política monetaria. La magnitud del déficit en cuenta corriente, sus proyecciones de mediano plazo y su sostenibilidad, son elementos que deben ser considerados en la orientación de la política monetaria. Lo anterior sugiere que es necesario también introducir una cuota de cierta flexibilidad en la selección de los indicadores que se utilizan para definir la dirección de la política monetaria.

La revisión de la experiencia chilena en los últimos diez años señala claramente que uno de los principales problemas que enfrenta nuestra economía, es la volatilidad que caracteriza el comportamiento de las variables macroeconómicas.

monetaria y adicionalmente permite independizar a ésta de factores de naturaleza transitoria.

Respecto de la velocidad de ajuste de las políticas de reducción de la tasa de inflación, es importante destacar que aquí también se requiere introducir una cuota de flexibilidad. El éxito alcanzado en materia de reducción de la inflación, estuvo basado en la existencia de ganancias de productividad significativas y en una moneda subvaluada. Esta combinación permitió una coexistencia exitosa entre una política monetaria restrictiva y una política fiscal relativamente expansiva. Sin embargo, el margen existente en materia de ganancias de productividad es limitado en la actualidad, y la holgura cambiaria asociada a una moneda

de completa discrecionalidad. Lo que interesa aquí, es que exista un criterio explícito que sirva de referencia para el diseño de una política monetaria flexible, consistente y creíble.

El establecimiento de trayectorias para el gasto agregado que sean compatibles con la evolución del producto potencial, representa uno de los componentes claves que han ido configurando la orientación de la política macroeconómica en Chile en los últimos años. Esto refleja la convicción de que la evolución de la brecha gasto-producto, es una de las principales determinantes de la trayectoria de la inflación y por lo tanto, su control, es un requisito indispensable para la estabilidad macroeconómica. La evidencia que surge de la revisión de la

Políticas de profundización financiera

La experiencia chilena en materia de liberalización financiera proporciona varias lecciones de interés desde la perspectiva de la relación entre el grado de profundización financiera, la estabilidad macroeconómica, y la efectividad de las políticas macroeconómicas. En primer lugar, la escasez relativa de instrumentos de largo plazo que actualmente caracteriza al mercado de capitales chileno reduce la efectividad de la política monetaria, al colocar en la práctica un techo a las tasas de interés de largo plazo, lo que ha implicado que las tasas largas hayan mantenido una trayectoria

relativamente independiente de la política monetaria. Segundo, la asimetría de los efectos de la política monetaria sobre las tasas de interés de corto y largo plazo, afecta la distribución de los efectos de las políticas de ajuste y estabilización. Los efectos de las políticas de ajuste monetario tienden a concentrarse en los sectores que no tienen acceso a los mercados de capitales de largo plazo, y al financiamiento externo. Finalmente, la revisión de las experiencias de ajuste reciente, señala que la existencia de un mercado financiero sobrerregulado genera segmentación en el mercado de capitales, reduce la liquidez global del sistema financiero y acentúa la volatilidad de las variables macroeconómicas.

La reducción de la volatilidad de la economía chilena, y la mantención de las tasas de crecimiento económico alcanzada en los últimos quince años, requiere una profunda transformación del sistema financiero chileno. Los ejes de una reforma que promueva la liquidez y eficiencia del mercado de capitales deberían contemplar los siguientes elementos:

Eliminación definitiva de las restricciones de la cuenta de capitales

La existencia de restricciones a los movimientos de capitales es inconsistente con la existencia de un esquema de libre flotación del tipo de cambio, en un contexto de creciente integración financiera. En este sentido la no renovación del régimen transitorio de restricciones de la cuenta de capitales por parte del Banco Central contribuiría a fortalecer la credibilidad del régimen cambiario actualmente vigente, y a reducir la segmentación existente en el acceso al financiamiento externo.

Introducir esquemas de autorregulación

El exceso de regulación preventiva constituye una restricción importante para el desarrollo del mercado doméstico de capitales. La integración a los mercados de capitales internacionales requiere simplificar y flexibilizar la normativa que regula las transacciones al interior del mercado de capitales. La dinámica de los mercados financieros, asociada a la introducción continua de nuevos instrumentos, reduce la efectividad de los esquemas tradicionales de regulación ex ante.

Reducir las restricciones de inversión

La actual normativa impone restricciones a las inversiones que limitan la creación de nuevos instrumentos de ahorro. La flexibilización de los márgenes de inversión por emisor y tipo de instrumentos, para los inversionistas institucionales, permitiría ampliar la oferta de instrumentos de ahorro, y tendría un significativo impacto sobre la liquidez del sistema financiero.

Uniformar la normativa tributaria

La actual normativa tributaria es una fuente de ineficiencia en la asignación de recursos, promueve la evasión tributaria, y reduce la liquidez del mercado de capitales. En este contexto, la eliminación del impuesto a las ganancias de capital a residentes y no residentes, y la reducción de las diferencias en las tasas de impuesto que pagan las personas y las empresas contribuirían a simplificar el sistema tributario y adicionalmente ampliaría la liquidez global del sistema financiero.

Estas reformas pueden contribuir significativamente a ampliar la liquidez del mercado de capitales, y por esta vía, a reducir la volatilidad de la economía chilena. Adicionalmente, pueden contribuir al restablecimiento de una mayor efectividad de la política monetaria y permitirían reducir la asimetría de los efectos asociados a las políticas de ajuste, en presencia de mercados segmentados.

