

El Banco Central de Chile en un Contexto de Apertura de la Cuenta de Capitales

Exposición de Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, en el III Encuentro Financiero organizado por el Instituto Chileno de Administración Racional de la Empresa (ICARE), realizado el 14 de mayo de 1997.

Introducción

El objetivo de esta exposición es formular algunas reflexiones generales acerca de la conducción de las políticas monetaria y cambiaria en un contexto de apertura de la cuenta de capitales y de integración financiera del país con el resto del mundo.

Lejos están los días en que el Banco Central tenía que mirar diariamente su caja con el objetivo de analizar la factibilidad de enfrentar los compromisos externos adquiridos por el país. De hecho, a fines de 1989, los activos externos netos de pasivos se empinaban apenas por encima de los US\$ 390 millones, mientras que, a fines de abril, alcanzaban cerca de US\$ 16.600 millones, lo que demuestra que en la actualidad estamos enfrentando los problemas de administrar una relativa abundancia de divisas.

En la década de los noventa, la economía chilena, al igual que muchas otras economías en desarrollo, ha registrado un importante aumento en la oferta de financiamiento externo disponible, producto del éxito de las reformas estructurales y de la disminución del riesgo-país. Esto contrasta fuertemente con la restrictiva situación de balanza de pagos que se vivió durante la mayor parte de la década de los ochenta, tras la crisis de la deuda externa. Esta mayor abundancia de financiamiento externo, en forma conjunta con un acelerado desarrollo exportador, ha contribuido a relajar la restricción externa, pasando la restricción interna a jugar un rol preponderante. Este cambio en el escenario macroeconómico ha llevado naturalmente a modificar el diseño de las políticas macroeconómicas llevadas a cabo por el Banco Central de Chile.

En efecto, no sólo se ha observado un importante cambio en el entorno macroeconómico que enfrenta el país, sino que se ha modificado la institucionalidad en la que opera la política monetaria y cambiaria. A partir de diciembre de 1989, la responsabilidad sobre esta materia recayó sobre un Banco Central autónomo, cuyo mandato expreso consiste en lograr un nivel de inflación bajo y estable, en un entorno de equilibrio interno y externo.

A partir de esa fecha, el Banco Central de Chile comenzó a centrar su accionar directamente sobre su objetivo final, la reducción gradual de la tasa de inflación, mediante la adopción de objetivos de inflación explícitos y anunciados públicamente. Desde que se iniciara la política de objetivos de inflación en Chile, las metas han sido cumplidas año tras año. Incluso más, la reducción de la inflación continúa siendo un fenómeno sostenido y perdurable en el tiempo y permite esperar confiados el cumplimiento de la meta anunciada por la autoridad en materia de inflación para el presente año, estimada en torno a 5,5%. La credibilidad alcanzada a través del cumplimiento de las metas inflacionarias planteadas en años anteriores ha sido sin duda el elemento decisivo que ha contribuido al éxito obtenido por la política de reducción gradual de la inflación.

Sin embargo, si bien existe un consenso prácticamente generalizado de que el principal objetivo del Banco Central es el control de la inflación, sería extremo suponer que éste es el único fin que persigue el Instituto Emisor. En efecto, a las autoridades monetarias suele exigírseles también el cumplimiento de otros objetivos, tales como el contribuir a la estabilidad del sector externo, asegurar la solvencia del sistema financiero y permitir el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos. Es evidente que estos objetivos no son independientes del objetivo inflacionario, lo cual hace de la política monetaria algo bastante más complejo e interesante de lo que pudiera parecer en un primer instante de reflexión.

Ahora bien, la movilidad internacional de capitales imprime aún una mayor complejidad a la política monetaria. No obstante, en el convencimiento de que la integración financiera internacional es importante para una economía abierta como la chilena, con una estrategia de crecimiento orientada hacia afuera, la autoridad ha privilegiado una apertura gradual de la cuenta de capitales en los últimos años y continuará actuando en esa dirección. En consecuencia, el debate, en vez de centrarse en la conveniencia o no de abrir la cuenta de capitales, debería enfocarse en la estrategia óptima para la integración financiera internacional.

Dado lo anterior, a continuación nos referiremos a las características y restricciones de la política monetaria en un contexto de apertura de la cuenta de capitales. Para ello, parece conveniente comenzar entregando algunas ideas acerca de los beneficios y costos involucrados en una mayor integración financiera. Posteriormente, examinaremos las dificultades que enfrenta el Banco Central en el manejo de su política monetaria bajo el contexto de apertura ya mencionado.

Beneficios y costos de la apertura en la cuenta de capitales

Una cuenta de capitales abierta ofrece importantes beneficios para una economía emergente que ha diseñado su estrategia de desarrollo económico con una clara orientación hacia el exterior.

En primer lugar, una adecuada estrategia de desarrollo implica la necesidad de incrementar el stock de capital de la economía. La apertura de la cuenta de capitales permite aprovechar las altas tasas de retorno al capital, que tiene una economía en desarrollo como la chilena, para obtener en forma más rápida y eficiente el financiamiento requerido por el proceso de crecimiento acelerado.

En segundo lugar, la integración financiera internacional permite alcanzar una más eficiente provisión de servicios de intermediación financiera. En particular, si la economía chilena presenta ventajas comparativas en la producción de servicios financieros, la apertura de la cuenta de capitales podría permitir, incluso, el desarrollo de un sector exportador de dichos servicios. En cualquier caso, la integración financiera significa una mayor competencia para las empresas nacionales del rubro, tanto desde el exterior como desde empresas extranjeras que se instalan en el país. Por lo tanto, los demandantes nacionales de servicios financieros se beneficiarán de esta mayor competencia.

En tercer lugar, la apertura permite una mayor diversificación de la cartera de activos de los distintos agentes económicos residentes en el país. En efecto, cuando la economía es abierta, los chilenos pueden incorporar activos a su cartera, cuyos retornos dependen de flujos de producción que no se generan en el país. En particular, una mayor diversificación en la cartera de activos permite atenuar el impacto de la volatilidad de los precios de las exportaciones sobre el ingreso disponible de los residentes del país. Ingresos más estables permiten, a su vez, independizar en mayor medida las decisiones de consumo de los vaivenes de la producción nacional.

Esta lista de los beneficios de la apertura de la cuenta de capitales, debe ser complementada con una enumeración de los costos asociados con la mayor integración financiera con el exterior.

En primer lugar, como se mencionó anteriormente, la apertura financiera al exterior es una manera de corregir en forma rápida el desequilibrio relativo en el stock interno de capital. Lo anterior, implica necesariamente un ingreso masivo de recursos financieros durante un período de transición, hasta igualar las tasas de retorno marginal –debidamente corregidas por factores de riesgo– del capital interno y externo. Este intenso proceso podría perturbar la estabilidad macroeconómica debido al efecto impacto sobre el consumo, la inversión, el déficit de cuenta corriente y el tipo de cambio real, en la medida que la magnitud del efecto riqueza inicial pueda confundir a los agentes en la percepción que tienen de su ingreso permanente.

Un segundo costo asociado con la apertura de la cuenta de capitales tiene relación con la mayor vulnerabilidad que la economía chilena tendría frente a la extrema volatilidad que los capitales internacionales, especialmente de corto plazo, han mostrado históricamente. Esto implica introducir un factor de riesgo y volatilidad en el mercado financiero y cambiario, y, por lo tanto, en la estabilidad macroeconómica. En especial, cuando el comportamiento de estos flujos de capital de corto plazo responde en muchas ocasiones a problemas que afectan únicamente a otras economías de la región, y que podrían ser transmitidos por la vía del efecto contagio a la economía chilena.

En tercer lugar, no hay que olvidar que las instituciones financieras que operan en el país cuentan con un seguro público explícito para sus depósitos. Esta situación hace necesario regular, por parte de la autoridad, a dichas instituciones con el fin de evitar que éstas asuman riesgos exagerados inducidos por el seguro público. En un contexto de integración financiera internacional, esta labor de fiscalización se torna más difícil y requiere, por lo tanto, de un período de aprendizaje por parte de la autoridad.

Finalmente, algo más importante para un banquero central, una economía abierta a los movimientos de capitales presenta nuevos desafíos desde el punto de vista de la implementación de las políticas monetaria y cambiaria. En particular, las autoridades monetarias ven dificultada su influencia sobre la tasa de interés y su efecto sobre el gasto interno, así como también sobre la estabilidad del tipo de cambio real.

Sin embargo, quisiera enfatizar que el análisis de los costos y beneficios de la apertura financiera, indica que la apertura de la cuenta de capitales es una medida beneficiosa para el desarrollo económico de Chile. No obstante lo anterior, la existencia de costos, especialmente asociados con la transición hacia una economía completamente integrada al exterior, hacen necesario ser prudente en la intensidad y velocidad con que este proceso se lleva a cabo. El éxito de la inserción del país en los mercados financieros internacionales depende, en gran medida, de que no se generen mayores trastornos para la economía nacional, por lo que la apertura financiera debe ser llevada a cabo de forma cuidadosa y gradual.

Restricciones que la apertura de la cuenta de capitales impone sobre la conducción de la política económica en Chile

Como se mencionó anteriormente, un mayor grado de apertura del país al flujo internacional de capitales produce una disminución en la capacidad que la autoridad monetaria tiene para que el sector privado enfrente el costo financiero interno, así como para controlar la tasa de interés, y de este modo frenar el exceso de gasto en la economía.

Esta situación se debe a que en ausencia de trabas mayores a los flujos de capital, dichos fondos se moverán rápidamente para eliminar cualquier oportunidad existente de arbitraje de tasas de interés. Por tanto, aumentos por parte del Banco Central de la tasa de interés doméstica por sobre el nivel mínimo exigido al país por los inversionistas extranjeros, tenderán a producir una apreciación del tipo de cambio real, necesaria para generar las expectativas de posterior devaluación que terminen con la oportunidad de arbitraje.

En ausencia de otras medidas por parte de la autoridad, la apreciación cambiaria inducirá un aumento importante del déficit de cuenta corriente. Lo anterior, es clave para entender las tensiones que la apertura de la cuenta de capitales impone sobre la conducción macroeconómica. La fijación de una tasa de interés compatible con la mantención del equilibrio macroeconómico interno, puede llevar a niveles insostenibles de las cuentas externas. Es importante destacar, sin embargo, que el Banco Central no enfrenta una situación en la que pueda elegir simplemente entre mantener el equilibrio interno o el externo. Si el Instituto Emisor fracasara en sus esfuerzos por mantener el crecimiento de la demanda interna en niveles compatibles con el crecimiento del producto, el exceso de gasto no sólo pondría en peligro la meta de inflación, sino que presionaría el mercado de los bienes no transables, generando una apreciación real excesiva de la moneda, poniendo, además, en peligro la consecución del equilibrio

externo.

Para una economía que, como la chilena, sigue una estrategia de crecimiento basada en el desarrollo del sector exportador, una apreciación sostenida del tipo de cambio real más allá de los niveles permitidos por el incremento en la productividad interna puede tener consecuencias funestas para el desarrollo de largo plazo de la economía. Es por esto que el Banco Central debe coordinar cuidadosamente sus políticas monetaria y cambiaria, en un esfuerzo por mantener los equilibrios interno y externo.

Por lo anterior, el Banco Central debe intervenir en el mercado cambiario con el fin de contener la tendencia hacia una apreciación excesiva de la moneda. En la práctica, esta medida ha consistido en que, el Banco Central ha comprado dólares con cierta frecuencia y en cantidades importantes, defendiendo un tipo de cambio que amenazaba con cruzar el piso de la banda. Este proceso de adquisición de reservas internacionales tiene importantes efectos monetarios que deben ser esterilizados con el fin de mantener la eficacia de la política monetaria. La esterilización consiste simplemente en drenar el dinero previamente inyectado en la economía mediante las compras de divisas, mediante la colocación de pagarés del Banco Central. De esta manera se elimina el exceso de liquidez inducido por la compra de dichas reservas internacionales.

La experiencia internacional, así como nuestra propia experiencia, indican claramente que la intervención esterilizada tiene efectividad limitada. La razón es bastante simple. La intervención esterilizada expande el ingreso disponible del sector privado y perpetúa el diferencial de tasas de interés que incentivó en primer lugar el flujo de capitales. Como consecuencia, el volumen de reservas internacionales que el Banco Central debe estar dispuesto a esterilizar puede ser enorme. Desde comienzos de 1990 hasta la fecha, el Banco Central de Chile ha acumulado reservas internacionales netas por casi US\$ 14 mil millones. El efecto monetario de dicha acumulación ha sido completamente esterilizado como lo demuestra el excelente récord de disminución de la inflación obtenido durante el período.

Estas esterilizaciones masivas se han podido llevar a cabo gracias a la existencia de un mercado de capitales profundo y bien desarrollado, donde actúan inversionistas de largo plazo, como los fondos de pensiones privados y otros inversionistas institucionales. A su vez, el uso de instrumentos indexados, la relativamente baja carga de deuda pública como porcentaje del producto interno bruto (PIB) y los sistemáticos superávits del presupuesto fiscal han sido factores positivos para reducir el costo de la deuda pública.

No obstante lo anterior, el proceso de intervención cambiaria esterilizada tiene un importante costo para el Banco Central y para el país, en términos de pérdidas cuasifiscales. La diferencia significativa y persistente entre la tasa de retorno de las reservas externas y la deuda interna, significa una pérdida económica en el balance del Banco Central. Es por eso que, aunque la acumulación esterilizada de reservas ayuda en el corto y mediano plazo a la consecución de los objetivos de la política macroeconómica, con el paso del tiempo se convierte en una solución insostenible en la medida que la acumulación de reservas internacionales se hace excesiva.

¿Qué opciones tiene el Banco Central para incrementar la eficacia de su política monetaria? Podría relajar parcialmente su política monetaria si los agentes internos moderaran su gasto. En particular, una política fiscal más cooperativa con los esfuerzos del Banco Central en épocas de ajuste podría disminuir en parte la tensión entre los objetivos de inflación y de estabilidad externa. Sin embargo, hay que considerar que, por un lado, no conocemos bien el desempeño de los estabilizadores automáticos del gasto. Por otro lado, dado que el Fisco mantiene hoy en día un superávit, y que existen otros objetivos legítimos, como la superación de la pobreza, en la conducción global de la economía chilena, el margen de maniobrabilidad que la política monetaria puede obtener desde el Ministerio de Hacienda es, probablemente, muy limitado.

Resumiendo, entonces, es claro que la política monetaria enfrenta mayores complicaciones cuando opera en un contexto de movilidad internacional de capitales. Específicamente, la autoridad debe resolver un conflicto entre sus dos principales objetivos de política económica: el control de la inflación y el equilibrio externo.

La principal herramienta que la autoridad económica ha utilizado para ganar grados de libertad en la ejecución de la política monetaria ha sido la gradual apertura a la salida de capitales en conjunto con la aplicación de ciertas restricciones a la entrada. A continuación analizaremos las características principales de la política de cuenta de capitales, así como los resultados obtenidos mediante su uso.

El caso chileno: La política de cuenta de capitales

Debido a los costos involucrados en la política de esterilización, y a que el Banco Central tiene también como objetivo la estabilidad externa, el Instituto Emisor ha optado en forma pragmática por manejar la política monetaria usando tres vías: mediante la intervención esterilizada; permitiendo a la moneda apreciarse en torno a lo que los diferenciales de productividad interna y externa indican, y utilizando medidas de regulación al ingreso de capitales.

Estas medidas regulatorias incrementan el costo de endeudarse en moneda extranjera de manera de desestimular la entrada de capitales. Las más típicas son impuestos o encajes a las fuentes de financiamiento en moneda extranjera. Al incrementarse el costo del financiamiento externo disminuye la diferencia entre la tasa de interés interna y externa, lo que frena la entrada de capitales. De esta manera, se introduce una cuña entre ambas tasas de interés, la que da un rango de manejo de la política monetaria aminorando los efectos sobre el tipo de cambio.

Por otra parte, los controles cambiarios que imperaban en Chile hasta hace poco tiempo, tenían su origen en el período de escasez

de reservas internacionales de los años ochenta. En esos años, las muy escasas fuentes de divisas debían destinarse básicamente a financiar importaciones, de manera de proteger el sistema productivo y las reservas internacionales. En este período, las operaciones en el mercado cambiario informal estaban prácticamente prohibidas.

Hacia fines de los ochenta, el país había logrado gradualmente recuperar su solvencia externa. Al mismo tiempo, como premio al buen desempeño mostrado por la economía chilena, y a la exitosa transición política alcanzada, la percepción que los inversionistas extranjeros tenían acerca del riesgo-país involucrado en sus operaciones en Chile, cambió en forma importante. La disminución del premio por riesgo implicó una caída en la tasa de retorno exigida a las inversiones en nuestro país, y con ello la demanda de activos nacionales por parte de extranjeros comenzó a aumentar y los agentes locales comenzaron a acceder nuevamente al mercado internacional de capitales. En consecuencia, el Banco Central comenzó a acumular reservas internacionales en cantidades importantes.

Con la nueva situación económica se establecieron regulaciones para solucionar los problemas de exceso de entradas de capitales, al mismo tiempo que se daban más libertades para las salidas. Actualmente, la regulación trata de: a) limitar las entradas de capitales a montos "digeribles" por la economía, esto es, compatibles tanto con la meta de inflación como con niveles sostenibles de déficit de cuenta corriente; b) mantener un grado de independencia de la política monetaria respecto del exterior; c) reducir la volatilidad de los movimientos de capitales desde y hacia Chile; d) mantener una situación financiera sana, tanto en términos de liquidez como de solvencia; e) reducir el riesgo de contagio que puede generar el no pago de algún compromiso externo privado, y f) estimular las salidas de capitales.

Las regulaciones vigentes son básicamente el encaje, los montos mínimos y clasificación de riesgo para la emisión de títulos de oferta pública y las restricciones al plazo de repatriación de capitales.

Quisiera referirme brevemente al tema del requerimiento de encaje. Este instrumento logra varios objetivos. Por un lado, compensa, al menos en parte, el diferencial entre las tasas de interés internas y externas, particularmente de corto plazo, reduciendo posibilidades de arbitraje y aminorando así la entrada de capitales, lo que da más independencia a las políticas monetaria y cambiaria.

Además, debido al diseño del encaje, éste reduce principalmente los capitales especulativos de corto plazo. En este sentido es importante mencionar que, a pesar de que el arbitraje de corto plazo más obvio se produce en el mercado de renta fija, la efectividad de los controles de capital supone también establecer barreras para los activos domésticos sustitutos de estos instrumentos. Esto ha llevado al Banco Central a extender el requisito de encaje a las operaciones potencialmente especulativas en renta variable. La ampliación de la cobertura del encaje ha permitido velar por su efectividad y uniformar el tratamiento de las distintas fuentes de ingresos de capital.

Cabe señalar, sin embargo, que los encajes e impuestos a la entrada de capitales también tienen costos. Por una parte, la experiencia práctica de diversos países indica que el efecto de este tipo de medidas es decreciente en el tiempo. Esto se debe a que el mercado busca mecanismos para evadir o eludir, gradual, pero sostenidamente, el encarecimiento de las fuentes de financiamiento en moneda extranjera. Dependiendo de la normativa, esta evasión será más o menos costosa, pero es inevitable que se produzca alguna filtración. A medida que se prolonga la imposición del encaje o del impuesto, más mecanismos para evadirlo o eludirlo van apareciendo.

A pesar de ello, estamos convencidos que el encaje ha sido una medida efectiva para lograr los objetivos perseguidos. Prueba de ello es el éxito en la conducción de la política monetaria, que no hubiera sido posible de no haber mediado esta restricción a los movimientos de capital. Asimismo, este instrumento ha inducido a un cambio en la composición de la cuenta de capitales, desde créditos de corto plazo hacia inversión directa y créditos de largo plazo.

Quisiera destacar las razones que han motivado la política de apertura de cuenta de capitales llevada a cabo por el Banco Central de Chile en años recientes, y, en particular, en las últimas semanas. En concreto, la tendencia observada a liberalizar las salidas de capitales se fundamenta en varios requisitos que el país cumple actualmente. En efecto, las condiciones de solvencia y liquidez externas son muy buenas. Además, Chile cuenta con niveles importantes de reservas internacionales, muy superiores al nivel de deuda externa de corto plazo y los depósitos en moneda extranjera, lo que demuestra una posición muy poco vulnerable en términos de liquidez externa. Por otra parte, el país no tiene desequilibrios macroeconómicos que pongan en riesgo la solvencia externa o fiscal. Los sistemas bancario y previsional están maduros y solventes. Finalmente, la política monetaria y fiscal cuidan de mantener los equilibrios macroeconómicos y el Banco Central tiene hoy día una regulación de cuenta de capitales que desincentiva el endeudamiento externo de corto plazo y cautela que los indicadores de solvencia y liquidez externa se mantengan en rangos razonables.

Las medidas de apertura antes mencionadas se tomaron debido a la conveniencia de continuar avanzando gradualmente en la desregulación de las operaciones de cambios internacionales con el objeto de ampliar y profundizar el mercado cambiario formal, y aumentar la eficiencia y simplicidad de las operaciones cambiarias, así como para propiciar una mayor profundidad y diversificación de las operaciones del sistema bancario, mediante la autorización de nuevas operaciones bancarias en el exterior y estimular la inversión en el exterior de las AFP.

En concreto las medidas que liberan las salidas de capitales incluyeron:

- Eliminar restricciones al acceso a las divisas del mercado cambiario formal. En ese sentido, se amplía el ámbito de operaciones factibles de realizar mediante el acceso a dicho mercado al agregarse como operaciones de inversión

autorizadas la adquisición de activos financieros y reales, la toma de depósitos, el otorgamiento de créditos y la participación en el exterior en contratos para la exploración y explotación de recursos naturales. Además, se pueden adquirir divisas en este mercado libremente y sin limitaciones, lo que significa amplia libertad para decidir la composición de cartera de los agentes. Hay que recordar que se ha eliminado el límite cuantitativo de US\$ 15.000 al mes, liberando el acceso al mercado cambiario formal por conceptos relacionados con gastos de viaje, gastos médicos, aportes y cuotas a organismos internacionales, remesas a estudiantes, pensiones, arriendos de bienes raíces, suscripciones e inversiones en moneda extranjera en el país.

- Reducir los controles administrativos y restricciones que afectan a las operaciones de inversión en el exterior tales como autorización previa, obligación de información periódica, prohibición de ceder, gravar o enajenar.

- Permitir que el capital y las utilidades o beneficios de las inversiones en el exterior puedan ingresar al país exentos de encaje, siempre que se pruebe la existencia de la inversión original y la continuidad de ésta hasta su liquidación.

- Autorizar a los bancos para que, en una primera etapa, financien operaciones de comercio exterior entre terceros países con el estímulo de permitir la deducción del encaje en moneda extranjera y con un límite máximo de hasta 20% del capital y reservas. De esta forma, las operaciones de comercio exterior ya no sólo se limitarán a financiar operaciones desde y hacia Chile, sino que éstas también financiarán créditos cursados en Chile a personas naturales o jurídicas residentes en el exterior, para que efectúen operaciones transfronterizas.

- Ampliar el límite de inversión en el exterior de las AFP desde 9% a 12% del fondo, lo que, a pesar de la escasa inversión directa en el exterior materializada equivalente a cerca de 0,6% de los fondos, permite dar una señal para que los inversionistas institucionales inviertan más en el exterior y otorga mayores libertades en el manejo de cartera que efectúan.

En la actualidad la cuenta de capitales en Chile se encuentra muy abierta. Quizás la prueba más fehaciente de ello es el escaso diferencial cambiario que existe entre el tipo de cambio de los mercados formal e informal. En efecto, desde mediados de 1990, este diferencial ha sido en promedio inferior a 1%, y tiende a desaparecer completamente a raíz de las últimas medidas implementadas por el Banco Central. Además, los mercados financieros están bastante integrados en lo que respecta a los mercados cambiarios y bursátiles, y se ha avanzado de manera significativa en la simplificación de normas y en la creciente liberalización de la cuenta de capitales. En este sentido, no cabe duda que las decisiones tomadas a lo largo de los últimos años demuestran que las autoridades han favorecido una serie de medidas tendientes a facilitar la mayor internacionalización, eficiencia e integración del mercado de capitales.

Conclusiones

Desde finales de los años ochenta, la economía chilena ha ido integrándose gradual, pero sostenidamente a los mercados de capitales internacionales. Este proceso ha ocurrido como consecuencia del mejoramiento de la percepción que los inversionistas extranjeros tienen de nuestra economía, así como de la voluntad de la autoridad económica y de la creciente competitividad alcanzada por el sistema financiero nacional.

Asimismo, los resultados macroeconómicos y del sector financiero indican que la estrategia de política seguida ha sido adecuada y bien equilibrada. El control del gasto permitido por políticas macroeconómicas austeras apoyadas por restricciones sobre la cuenta de capitales han posibilitado el logro de la estabilidad, un crecimiento sostenido, una mejorada composición del financiamiento externo y un sistema financiero que permanece sólido y rentable.

La solidez interna y externa de la economía se ha visto reflejada en los resultados de crecimiento e inflación y en el resultado que presentan las cuentas externas. Durante la década de los noventa, la tasa de crecimiento promedio del PIB ha sido 7,4%, mientras que la tasa de inflación anual ha caído desde casi 30% en 1990 a 6,6% en 1996. Por su parte, la prudencia y preocupación por el control de la expansión del gasto ha tenido buenos resultados, no solamente desde el punto de vista de la baja inflación, sino también del déficit de la cuenta corriente, el que se ha mantenido en torno a 2% del PIB durante la década de 1990.

En definitiva, los niveles históricamente altos de inversión extranjera, la destacada clasificación de nuestra economía otorgada por empresas internacionales de evaluación de riesgo, la buena acogida que han tenido los bonos de empresas chilenas en el extranjero, el alto nivel alcanzado por las reservas internacionales y el moderado déficit de cuenta corriente, han permitido configurar una sólida posición en el sector externo y dan señales concretas de la confianza que el resto del mundo deposita en nuestra economía.

Sin duda que nuestro sistema de encaje va a continuar. Esto no significa que Chile no pueda constituirse en un centro financiero internacional. Por ejemplo, Inglaterra pudo subsistir como centro financiero internacional en conjunto con la vigencia de restricciones cambiarias. En la actualidad, existen varios centros financieros internacionales en países del sudeste asiático que coexisten con restricciones cambiarias y que están segmentados, ya sea por moneda o por residencia del mercado de capitales local.

En efecto, la existencia de encaje y de otras restricciones cambiarias no debe ser excusa para que el país no avance hacia convertirse en un centro financiero de la región. Pueden haber otras razones, por ejemplo, de índole tributaria, que dificulten la obtención de dicho objetivo. De las restricciones cambiarias, el centro financiero internacional puede perfectamente aislarse. De

hecho, el Banco Central ya ha estudiado todo lo que sea necesario hacer en esa dirección para el establecimiento de una bolsa internacional de valores.
