

La economía chilena: evolución reciente y perspectivas

Exposición de Jorge Marshall, Vicepresidente del Banco Central de Chile, en el Seminario Visión Empresarial 2000, de la Universidad del Desarrollo, Santiago, 30 de septiembre de 1999.

Agradezco la invitación de la Universidad del Desarrollo a participar en este Seminario. Hace algunas semanas el Consejo del Banco Central presentó al Senado un completo informe sobre la marcha de la economía, las políticas aplicadas y las perspectivas para el próximo año. Sobre la base de este informe, quisiera aprovechar esta oportunidad para referirme a tres materias. En la primera parte, haré algunas reflexiones sobre la evolución reciente de la economía. En la segunda parte, abordaré las perspectivas y proyecciones macroeconómicas para el corto y mediano plazo. Finalmente, en la tercera parte, haré referencia a las innovaciones recientes en las políticas del Banco Central.

1. Evolución reciente de la economía

La evolución de la economía chilena en los últimos dos años está marcada por dos hechos. El primero es la crisis externa, que se inicia en Asia en el segundo semestre de 1997 y que alcanza su mayor impacto en la actividad económica global entre el segundo semestre de 1998 y el primer semestre de este año. El segundo hecho es la profundidad y prolongación de los efectos de esta crisis en nuestro país.

El cambio en el escenario externo de fines de 1997 se expresó en la contracción de los mercados para nuestras exportaciones, el deterioro en los términos de intercambio, el aumento en el costo del financiamiento externo y la reducción en los flujos de capitales. La magnitud de la caída de los términos de intercambio en 1998 alcanzó al equivalente de un 3% del PIB, cifra que en América Latina sólo es comparable al alcance que tuvo la crisis en Ecuador y Venezuela. El deterioro de las condiciones externas explica la mayor parte de la caída en la actividad económica en Chile, aunque la mayoría de los análisis sobre este período coincide en que la profundidad y prolongación de la recesión no se explican enteramente por la crisis internacional. Determinar qué factores adicionales actuaron para intensificar los impactos externos es importante, especialmente si esto nos permite sacar lecciones en orden a perfeccionar las condiciones de funcionamiento de la economía. En esta oportunidad quisiera explorar las consecuencias que se derivan del aumento en la deuda del sector privado, la subestimación del riesgo cambiario y la escasa diversificación de las carteras del sector privado no bancario antes de la crisis externa.

Uno de los factores que ha estado en la base del buen desempeño de la economía chilena desde mediados de la década pasada es la creciente apertura a los mercados externos. Este hecho significa que la asignación de recursos en Chile es bastante especializada, lo cual ha permitido un crecimiento rápido de las exportaciones hacia todos los mercados del mundo y una mayor integración a los mercados financieros internacionales. Sin embargo, como hemos comprobado desde fines de 1997, los beneficios de la apertura están acompañados de riesgos que se originan en los mercados externos y que es fundamental administrar adecuadamente.

La estrategia seguida por Chile para enfrentar los riesgos de la globalización enfatiza mantener los fundamentos económicos sanos. Esto significa políticas macroeconómicas prudentes, un sistema financiero estable y una posición sólida de solvencia externa. Las lecciones que hasta el momento se obtienen de la crisis en los países asiáticos nos confirman que esta estrategia es la más adecuada. No obstante, estas mismas lecciones nos permiten también reexaminar las fortalezas y debilidades que presentaba el funcionamiento de la economía chilena hacia fines de 1997.

El primer efecto de la crisis se manifestó en la amenaza de un significativo aumento en el déficit de la cuenta corriente, el que resultaba más preocupante por encontrarse la economía en un ciclo expansivo de su demanda interna. Sin embargo, esta expansión de la demanda interna tiene importancia no sólo por su efecto en el déficit de la cuenta corriente y en el peligro de un rebrote inflacionario, sino también porque en las condiciones de deterioro del escenario externo se podía producir un impacto adverso en la posición financiera del sector privado.

La distinción entre los cambios en los flujos de gasto y producto, por una parte, y los cambios en los niveles de deuda y patrimonio, por la otra, parece tener especial importancia para explicar la profundidad y extensión del reciente ajuste en la demanda interna privada. En particular, los cambios en la posición de deuda y las decisiones sobre administración de carteras han acentuado la contracción de la demanda privada. Esto se debe al mayor endeudamiento, escasa diversificación y subestimación del verdadero riesgo cambiario en las carteras del sector privado antes de la crisis.

Con respecto al aumento en el endeudamiento, en los últimos 5 años hay dos períodos en los que la demanda interna se expande por sobre la tendencia del producto. El primero, entre comienzos de 1995 y comienzos de 1996, tuvo como contraparte un mejoramiento en los términos de intercambio, por lo cual no se tradujo en un mayor déficit en la cuenta corriente. El gasto y el ingreso crecieron al mismo ritmo en este período. La segunda fase de expansión del gasto por encima del producto ocurre entre el segundo semestre de 1997 y comienzos de 1998. Este período coincide con una caída en los términos de intercambio, por lo que la demanda interna y el producto crecen más que el ingreso. Gran parte de esta expansión se financió con los fuertes ingresos de capitales, que alcanzaron a más de 10% del PIB en 1997. Considerando que en estos años el sector público presenta un pequeño superávit, la diferencia entre la demanda interna y el ingreso se traduce en un aumento en el nivel de la deuda privada. Esta deuda se incrementa desde un 22% del PIB a comienzos de 1995 a un 31% del PIB en el primer trimestre de 1998.

En el nivel interno, este mayor endeudamiento se expresa en la expansión de las colocaciones tanto a empresas como a hogares. Entre 1995 y fines de 1997 la deuda de los hogares (consumo y vivienda) con el sistema financiero creció desde un 14% al 19% del PIB. En el caso de las empresas el aumento de la deuda con el sistema financiero es algo menor, desde un 37,5% a un 40,4% del PIB en igual período. Por su parte, la razón deuda patrimonio en las sociedades anónimas subió desde 0,32 veces en 1995 a 0,45 veces a fines de 1997.

Junto a este aumento en los niveles de deuda se verifica una escasa diversificación de las carteras del sector privado no bancario, mientras la estructura de activos y pasivos de las empresas tenía un claro descalce cambiario. Estos hechos aumentaron los riesgos implícitos en la situación financiera del sector privado no bancario. Un reflejo de la magnitud de esta situación se desprende de los cambios que han ocurrido en las carteras después de iniciada la crisis. La tendencia ha sido un fuerte movimiento hacia aumentar los activos netos en moneda extranjera. Por ejemplo, los activos externos de las AFP pasaron de US\$225 millones a US\$4.176 millones entre mediados de 1997 y mediados de 1999. Los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario aumentaron desde alrededor de US\$1.600 millones a US\$2.900 millones en el mismo período. Las inversiones acumuladas del sector privado no financiero en el exterior (a través del capítulo XII) aumentaron desde US\$4.302 millones hasta US\$12.132 millones en los últimos dos años. A su vez, el total de operaciones de cambio forward, que permiten una mejor administración del riesgo cambiario, subió desde una posición vendida neta del sector financiero equivalente a US\$1.219 millones a una de US\$4.498 millones en el mismo período. Estas cifras muestran el descalce y el mayor riesgo en las carteras del sector privado antes del inicio de la crisis.

Los incrementos en la deuda privada no representan una dificultad para la estabilidad futura de la economía en la medida que se mantengan dentro de rangos moderados y que vayan acompañados de un crecimiento proporcional en el producto. Con ello, la relación entre deuda e ingreso se mantiene acotada. Por ejemplo, si el producto crece en torno a 7% anual, la inflación internacional es de 2%, el pago neto a la inversión extranjera directa equivale a un 1% del PIB y el nivel de deuda real que se busca mantener es de 35% del PIB, entonces el déficit de la cuenta corriente que mantiene estable la relación deuda a producto puede situarse entre 4% y 4,5% del PIB. Como se señaló, hacia fines de 1997 se produce en la economía un aumento del gasto privado que llevaba a un déficit en la cuenta corriente muy por sobre esta cifra. Adicionalmente, en este período está presente el mayor riesgo por el descalce y la poca diversificación de las carteras del sector privado.

Cabe preguntar cuáles son las razones de la pronunciada oscilación en el gasto del sector privado y del aumento en el riesgo de su posición financiera. Sin duda, los abundantes flujos de capitales y las expectativas favorables tienen un papel fundamental en ambos hechos. Sin embargo, en un examen más detenido de este período se debe reconocer que el diferencial en las tasas de interés y la extrapolación de la tendencia a la apreciación del tipo de cambio redujo el costo esperado del financiamiento externo y, muy probablemente, significó un aumento en los niveles deseados de deuda. En estas circunstancias se produjo una concentración del portafolio privado en pesos y UF, con un descalce en contra de las posiciones en moneda extranjera, el cual fue escasamente cubierto. La política monetaria perdió parte de su capacidad de afectar la evolución del gasto interno y el déficit de cuenta corriente, porque se creó un segmento del mercado que tenía acceso a financiamiento externo barato. Hacia mediados de 1997 la tasa de interés real interna se encontraba en torno a 6,5%, la tasa de interés en dólares en torno a 6,3% y la apreciación del tipo de cambio con respecto a la UF era de más de 4% anual, lo cual significaba un diferencial de intereses que el encaje vigente no alcanzaba a cubrir.

En el debate sobre regímenes cambiarios que ha seguido a la crisis asiática se asigna importancia tanto a las señales para el nivel del tipo de cambio real como para el valor del riesgo cambiario. Cuando el sistema cambiario pretende establecer pautas de mediano plazo para el tipo de cambio real, compatibles con un déficit sostenible en la cuenta corriente, se puede generar un conflicto entre la estabilidad de esta señal y la tolerancia de un riesgo cambiario que refleje las fuerzas del mercado. Puede considerarse que la situación de la economía chilena en 1997 constituye un ejemplo de este conflicto. El resultado fue un ambiente en que el verdadero riesgo cambiario se subestimó, lo cual condujo a aumentar aún más los niveles de deuda, sin adoptar una posición orientada a cubrir dicho riesgo. Por la misma razón, durante este período se produce una escasa diversificación, internacional y por monedas, de la cartera de los inversionistas, lo cual también tiende a generar un mayor nivel de riesgo.

La salida natural de esta situación era una corrección gradual en los niveles de gasto, una moderación del descalce cambiario no cubierto y una diversificación en las inversiones. Con ello, se lograría reponer la evolución de la posición patrimonial del sector privado a una trayectoria sostenible y con un riesgo más acotado. Sin embargo, este proceso de ajuste gradual fue imposibilitado por la crisis externa. Cuando la crisis se extendía y profundizaba, la opción de un retorno gradual hacia niveles sostenibles de gasto y de moderación del riesgo de cartera se hizo crecientemente compleja. En este ambiente se produce no sólo una corrección brusca a la baja de los flujos de gasto por el menor ingreso, sino también un cambio en niveles de deuda que el sector privado desea mantener y una masiva modificación en la composición de los portafolios. La interacción entre estos tres elementos amplió el impacto de la crisis externa sobre el ciclo económico y los precios financieros, como el tipo de cambio y la tasa de interés, y tiene especial importancia para explicar la fuerte caída de la demanda interna en 1999.

Una característica de los mercados financieros es la existencia de fricciones que provienen de problemas de información e incentivos. Por estas razones, el crédito tiende a fluir en condiciones más abundantes y ventajosas cuando los agentes tienen una posición financiera más sólida y hay perspectivas favorables. El debilitamiento de la posición financiera del sector privado se origina en la caída en el ingreso nacional debido a los menores términos de intercambio, en el aumento en el costo del financiamiento externo que afecta a todas las economías emergentes, las expectativas de devaluación, el peligro de una restricción mayor en el crédito externo, los problemas de credibilidad de las políticas y las elevadas tasas de interés domésticas. Con ello, se restringen los flujos de financiamiento disponibles para este sector y también se resiente la demanda por nuevo financiamiento. A su vez, hay efectos encadenados entre la situación financiera de las empresas y de los hogares. La reducción en las ventas y en el empleo reduce el ingreso esperado de los hogares, los que también ajustan su posición financiera y nivel de gasto. Además, la caída en la demanda agregada tiende a reducir el valor de los activos de las empresas y hogares, lo cual tiende a deteriorar aún más su posición financiera y acceso a nuevos créditos.

La amplificación de los efectos de la crisis externa a través de los mecanismos financieros explica también que la reactivación de la actividad económica sea más lenta. Por lo mismo, la recuperación de la posición patrimonial del sector privado es fundamental para la normalización del gasto. Este es un proceso gradual, en el que influyen las perspectivas acerca de las condiciones externas, la orientación de las políticas macroeconómicas y la normalización de los flujos de crédito a las empresas y hogares.

Es importante destacar que a pesar del mayor efecto de la crisis externa en la demanda y actividad interna, el sistema financiero se ha mantenido sólido, al igual que los indicadores de liquidez y solvencia externa. Por esta razón Chile ha mantenido intacta su clasificación de riesgo, situación que contrasta fuertemente con otras economías emergentes.

Respecto a las lecciones que deja este período, uno de los dilemas más complejos de la política macroeconómica en economías pequeñas y abiertas es cómo prevenir las consecuencias de las expansiones de gasto privado que se financian con endeudamiento externo. Normalmente estos episodios elevan los déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y alteran el tipo de cambio real. La visión más tradicional es que los desequilibrios del sector privado tienden a corregirse en forma automática. Sin embargo, la experiencia ha demostrado que este enfoque presenta serias limitaciones. Igualmente, la flexibilidad de la política fiscal para compensar estas fluctuaciones en el gasto privado es limitada. De allí que se ha planteado la necesidad de avanzar en dos direcciones: primero, el perfeccionamiento de los instrumentos de la política macroeconómica para dar más estabilidad a la demanda agregada ante cambios en las condiciones externas, y segundo, perfeccionar el funcionamiento de los distintos mercados de modo que el ajuste frente a los shocks sea más eficiente y menos traumático.

En la primera línea, el perfeccionamiento de los instrumentos de política apunta a lograr un menor grado de pro ciclicidad de la demanda agregada. Esto podría lograrse, por ejemplo, con el establecimiento de metas multi anuales tanto en materia de inflación como de crecimiento del gasto público. La efectividad de estos instrumentos, sin embargo, no es independiente de la institucionalidad imperante. Así, se hace necesario avanzar hacia una mayor transparencia de las políticas monetaria y fiscal, de modo de asegurar la credibilidad de estas políticas. Sólo si el marco institucional garantiza la consecución de las metas multianuales se podrá conseguir que esta mayor flexibilidad de los instrumentos de política no erosione su efectividad.

Pero hay además otros aspectos institucionales que pueden contribuir a alcanzar una mayor estabilidad en la demanda agregada. Por ejemplo, una mejor regulación prudencial y supervisión del sector financiero, destinada a promover la autoregulación del sector, puede reducir el riesgo de formación de burbujas y booms de crédito.

Los avances más interesantes, sin embargo, se encuentran en la segunda línea. Esto es, en conseguir un mejor funcionamiento de los mercados de modo que la economía pueda ajustarse a los distintos shocks en forma menos traumática. Ello incluye mecanismos para permitir una mayor diversificación de las fuentes de ingresos de los sectores público y privado. Además, la promoción del uso de instrumentos de cobertura de riesgos reduciría el impacto de los shocks en el patrimonio de las personas y empresas, limitando así la pro ciclicidad del crédito.

En la misma línea, perfeccionar el funcionamiento de los mercados conlleva disminuir las rigideces de la economía. Quizás el aspecto más trascendente en este caso sea disminuir el grado de indexación de nuestra economía, lo que se logrará en forma creciente ahora que hemos alcanzado niveles de inflación sostenidamente bajos y creíbles. Además, un avance importante en esta dirección se ha logrado recientemente al permitir mayor flexibilidad cambiaria, lo que implicará que en el futuro el sector privado evaluará correctamente este riesgo y se evitarán así los excesos del pasado. Cabe destacar que este avance no hubiese sido posible sin los logros en materia inflacionaria a que me acabo de referir. De igual forma, es importante mejorar la calidad de la información para las decisiones privadas de inversión. Por ejemplo, en la actualidad es bastante difícil conocer la posición de calce cambiario en las sociedades anónimas abiertas. Los riesgos existen y en la medida que se evalúen adecuadamente se pueden administrar mejor, reduciendo las vulnerabilidades que ellos representan.

En la medida que podamos sacar conclusiones de la experiencia reciente podremos dotar a la economía chilena no sólo de mejores condiciones para la reactivación, sino también para el crecimiento de mediano plazo. En el Banco Central estamos trabajando activamente en esta dirección, como lo muestran las importantes innovaciones de política que se han adoptado en los últimos meses.

2. Perspectivas 1999 y 2000

En las actuales circunstancias de la economía chilena, la principal tarea de la política económica es crear las condiciones para retomar la senda de crecimiento. Sin duda éste será el resultado de la acción de los múltiples factores que influyen en las decisiones privadas. Sin embargo, en esta oportunidad deseo analizar cuatro condiciones para afianzar la reactivación y lograr que se enlace con un crecimiento sostenido del producto. Estas condiciones son: mejoramiento del escenario externo, orientación de las políticas macroeconómicas, funcionamiento del sistema financiero y normalización de la demanda interna.

La paulatina mejora del escenario externo es un primer elemento que apoyará la reactivación. Si bien la coyuntura internacional es aún compleja, sus perspectivas anticipan mejores condiciones internacionales relevantes a Chile. En particular, se espera un mayor dinamismo de la demanda externa y una mejoría de los términos de intercambio. Las estimaciones más recientes del FMI anticipan una gradual recuperación del producto mundial, para alcanzar un crecimiento de un 3,0% este año y de un 3,5% en el 2000. En el caso de América Latina esta recuperación significará pasar de un crecimiento prácticamente nulo en 1999 a un 3,9% en el próximo año. El precio del cobre, por su parte, se elevó desde 65 centavos de dólar por libra en el primer semestre a 76 centavos en el tercer trimestre. También el precio de la celulosa ha tendido a recuperarse en los últimos meses. Un menor avance se observa en los márgenes de riesgo país en los créditos financieros, que se han mantenido estables durante este año.

El volumen de exportaciones ha mantenido una substancial expansión durante todo el período de la crisis. Por ejemplo, en el segundo semestre de 1998 y en el primer semestre de este año el índice de cantidad de las exportaciones de bienes muestra un crecimiento anual del orden de 8,2%, algo superior al crecimiento de las exportaciones totales de bienes y servicios. Esta evolución y los movimientos en el tipo de cambio real permiten anticipar que la economía chilena está en condiciones de aprovechar las oportunidades que se presenten con la recuperación de los mercados externos.

Este mejoramiento en el escenario externo, sin embargo, no está exento de amenazas. Entre los principales factores de riesgo se cuentan la magnitud de eventuales aumentos adicionales de tasas de interés en los EE.UU. y de su impacto negativo sobre el crecimiento de la economía norteamericana y mundial, y la reaparición de turbulencias financieras en los mercados de América Latina como consecuencia de la difícil situación por la que atraviesa la mayor parte de las economías de la región.

En segundo lugar, la orientación de las políticas macroeconómicas a lo largo del presente año ha sido claramente expansiva. La política monetaria ha buscado crear condiciones financieras apropiadas para impulsar una recuperación de la demanda interna privada. El comportamiento más dinámico de los agregados monetarios es coherente con la reducción de las tasas de interés. Por su parte, el tipo de cambio ha presentado mayores fluctuaciones, que responden a las tendencias del mercado. El tipo de cambio real promedio del último trimestre es alrededor de un 7% más elevado que el promedio de 1998. Es decir, la política monetaria tiene una orientación expansiva, que es lo que corresponde en las condiciones actuales y mientras no existan amenazas para la inflación.

La política fiscal, por su parte, ha sido un factor de impulso contracíclico a la demanda agregada durante 1999. El superávit fiscal en 12 meses se redujo en forma importante en el segundo semestre de 1998 y se convirtió en déficit durante el primer semestre de este año. Hacia fines de 1999 las cuentas fiscales mostrarán un resultado deficitario, aunque en la segunda parte del año se podría iniciar una tendencia a revertir esta situación. Este desarrollo está principalmente vinculado a la posición del ciclo económico y al papel que debe jugar la política fiscal frente a las fluctuaciones del producto.

Este déficit debiera revertirse cuando la recuperación de la actividad económica y de los términos de intercambio permitan normalizar los ingresos fiscales. El aseguramiento de una tendencia de las cuentas fiscales hacia niveles más equilibrados es un elemento esencial para el desarrollo futuro de las políticas del Banco Central. En efecto, una eventual continuidad del déficit fiscal llevaría en el mediano plazo a incrementar las presiones permanentes sobre la demanda interna y el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo que en definitiva elevaría el nivel de las tasas de interés e introduciría incertidumbre en los mercados financieros. Esto puede retrasar aún más las decisiones de gasto privado. En este sentido, tiene mucha importancia el diseño del presupuesto para los próximos años, de modo de compatibilizar la indispensable credibilidad en una política fiscal prudente, a través del ciclo, con la influencia que las variables de corto plazo tienen en el déficit.

Un tercer elemento que influye en la reactivación es el funcionamiento del sistema financiero. La evolución reciente de los resultados del sistema bancario ha mostrado condiciones de solvencia, a pesar de las dificultades de la economía. La rentabilidad acumulada del sistema financiero antes de impuestos alcanza a 12,7% hasta agosto de este año, lo cual es algo inferior a las cifras históricas, aunque superior a los estándares internacionales. La cartera vencida como porcentaje del total de colocaciones se ha mantenido en torno a 1,7% entre abril y agosto, lo que no representa un factor de riesgo para la estabilidad financiera. El patrimonio del sistema financiero, medido según el indicador de Basilea, ha aumentado en el período reciente. Estas cifras proporcionan confianza en las posibilidades de la reactivación y del crecimiento de mediano plazo, debido al papel que desempeña el sistema financiero en la intermediación y asignación de recursos en la economía.

Por su parte, el crecimiento de las colocaciones se mueve normalmente con cierto rezago respecto del ciclo económico. Por esta razón, el hecho de que las colocaciones muestren un crecimiento real prácticamente nulo refleja la profundidad del ciclo, más que un anticipo de la evolución de la demanda privada. En síntesis, lo que podemos inferir de las cifras del sector financiero es que este sector está sólido y que tiene la capacidad de sustentar la reactivación.

El componente más rezagado para la recuperación de la demanda global es la demanda privada interna. Considerando que las condiciones externas y la orientación de las políticas macroeconómicas tienen directa influencia en la evolución de esta demanda, es posible esperar una recuperación paulatina en lo que resta de 1999 y más marcada en el próximo año. Ambas variables actúan con un rezago en la demanda, la que en este ciclo ha resultado más prolongada que lo esperado. Algunos indicadores, como la evolución de los agregados monetarios más líquidos, la producción y ventas de la industria, las importaciones y las ventas de viviendas nuevas apuntan hacia una recuperación de la demanda y del crecimiento económico. Otros indicadores, en cambio, tienen un mayor rezago en las señales de recuperación. Este es caso de las ventas del comercio, ventas de autos nuevos y permisos de edificación. Sin embargo, considerando los determinantes de la demanda privada, tanto de consumo como de inversión, es posible anticipar que el nivel de actividad comenzaría a moverse sobre una trayectoria de expansión que permitiría a la economía alcanzar una tasa de crecimiento en torno al 5% durante el próximo año, estimación que es coherente con el rango de previsiones de diversos analistas privados. Esta trayectoria sería liderada por la recuperación de la demanda interna, estimada en torno al 7,5%.

El efecto de la reactivación en las cuentas externas llevará a aumentar el déficit de la cuenta corriente, que alcanzará una cifra en torno a 1,5% del PIB hacia fines de año, hasta niveles en torno a un 3,3% del PIB. Esto se debe principalmente a una fuerte recuperación del valor de las importaciones para restituir los disminuidos inventarios y responder al crecimiento esperado en la demanda interna.

Respecto a la inflación, durante 1999 se ha observado un descenso más rápido que lo anticipado, como consecuencia del impacto del ciclo económico sobre la formación de precios y la menor inflación externa. Por su parte, los salarios han continuado desacelerándose paulatinamente, aunque a un ritmo más lento que el resto de los precios, lo que ha redundado en incrementos

reales a pesar de la caída del empleo y del ingreso nacional.

En la evolución futura de la tasa de inflación existen elementos contrapuestos. Por una parte, la baja inflación alcanzada este año mantendrá acotado el impulso inercial habitual en una amplia gama de precios de bienes y servicios. Asimismo, un ritmo de recuperación gradual de la actividad económica y la holgura que existe en materia de empleo y capacidad instalada, debieran contribuir a que presiones de demanda moderadas no empujen la inflación. De otro lado, una inflación externa mayor, junto a la recuperación de márgenes de comercialización en algunos sectores, especialmente de bienes importados, serán factores de presión al alza de los precios. Con todo, las mediciones de inflación subyacente y las perspectivas del mercado y de analistas se centran alrededor de 3,5% para el 2000, aunque con una dispersión todavía amplia. Esto último no debe sorprender dada la mayor incertidumbre que se puede asociar a un punto de inflexión de un ciclo tan agudo como el actual.

3. Políticas del Banco Central

Luego de la crisis internacional y considerando sus repercusiones en la economía chilena, las políticas del Banco Central han tenido algunas modificaciones que buscan mejorar el funcionamiento de la economía, especialmente en su capacidad de adaptarse a los cambios en el escenario externo. Tres son las innovaciones más importantes introducidas en este período.

En primer lugar, se ha abierto aún más la cuenta de capitales a través de la reducción a cero de la tasa de encaje a la entrada de ciertas categorías de capitales. Esto ha permitido aminorar el efecto del aumento en el costo del financiamiento externo para las empresas chilenas y facilitar las decisiones financieras de los agentes económicos en un período de mayores turbulencias en los mercados externos.

En segundo lugar, se ha avanzado en el proceso de flexibilización del mercado cambiario a través de suspender el compromiso formal de intervenir en este mercado para sostener los límites de la banda cambiaria. Este cambio significa que el riesgo cambiario se hace más transparente, lo que es una condición necesaria para una mejor administración financiera en el sector privado. En adelante, el mercado será el agente encargado de determinar el valor de la divisa y el Banco Central sólo intervendrá en casos excepcionales, situación en la cual se explicarán las razones que se tuvieron a la vista para tomar la decisión de intervenir. Asimismo, para dar credibilidad a esta política, se entregará la información desagregada sobre las tenencias de reservas internacionales y sus cambios. Todo lo anterior permitirá una flotación más libre del tipo de cambio y, como consecuencia, grados de mayor autonomía monetaria que, a su vez, facilitarán en el futuro la administración de potenciales turbulencias externas y la correcta percepción de riesgos por parte del sector privado.

En tercer lugar, se ha anunciado un nuevo sistema de metas de inflación, que responde al diagnóstico de que el programa de contención inflacionaria está pasando a una etapa distinta. Por esta razón, el Banco Central definió la meta de inflación de $\pm 3,5\%$ para el año 2000 y simultáneamente un rango de 2% a 4% anual, centrado en 3%, como meta de inflación de mediano plazo a regir indefinidamente desde el año 2001. En el futuro, este rango podrá alterarse, pero siempre respetando el propósito central de mantener un ambiente de inflación baja. De priorizar una reducción gradual pero persistente de la inflación el nuevo sistema de meta privilegia la mantención de un ambiente de inflación baja y más estable, en torno a parámetros como los que se observan en la actualidad.

El aspecto más relevante de este nuevo esquema es que la meta de inflación tiene un horizonte mayor a un año, lo que entrega una señal explícita y permanente de compromiso con la estabilidad de precios. Entre las ventajas de trabajar con un horizonte más amplio está la posibilidad de acomodar eventos que afectan la inflación en el corto plazo pero que no alteran su tendencia de mediano y largo plazo. La extensión del horizonte también es apropiada para reflejar adecuadamente los rezagos que caracterizan el impacto de la política monetaria sobre la evolución de los precios y moderar eventuales efectos sobre la actividad. Finalmente, la especificación de la meta inflacionaria debe conciliar el propósito permanente de estabilidad de precios con la operación de un ambiente de mayor flexibilidad cambiaria, que puede generar presiones transitorias sobre la inflación, tanto al alza como a la baja. Este es un ambiente apropiado para avanzar en disminuir el grado de indexación de la economía chilena, lo que se logrará en la medida que mantengamos niveles de inflación sostenidamente bajos y creíbles

En síntesis, el Banco Central estima que no existen obstáculos importantes para que la economía alcance en los trimestres venideros una recuperación gradual de su ritmo de crecimiento, en un contexto de baja inflación y un déficit de cuenta corriente moderado. Las condiciones externas de la economía están mostrando un escenario más favorable, la orientación de la política monetaria es claramente expansiva y el sistema financiero presenta una situación sólida. Estos hechos deben producir una gradual normalización de la demanda interna privada, que es el componente más rezagado para la recuperación de la demanda global. Las políticas del Banco Central conservarán la flexibilidad necesaria para adaptarse a los desarrollos económicos y apoyar los objetivos de recuperación económica en un marco de estabilidad de precios.