

# La Política Monetaria y Perspectivas para la Economía Chilena

EXPOSICIÓN DE LA SEÑORA MARÍA ELENA OVALLE M., CONSEJERA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, EFECTUADA EN EL ADAM SMITH INSTITUTE, PARÍS, FRANCIA, EL 23 DE NOVIEMBRE DEL 2001.

## Introducción

Quiero agradecer, en forma especial, la invitación de Adam Smith Institute para presentar el tema "Política Monetaria y Perspectivas para la Economía Chilena", en el seminario "The Aftermath: reapraising the world economy and investment strategies" y manifestarles mi especial agrado de estar hoy con ustedes.

En Chile, por un período aproximado de casi dos décadas, las políticas económicas se han desarrollado con un sello de compromiso con la estabilidad macroeconómica y financiera. En este período, se ha acumulado una sólida posición de solvencia y liquidez externa, lográndose una trayectoria de reducción sostenida de la inflación, en un contexto donde el sistema financiero está en condiciones saludables y las cuentas fiscales balanceadas. Todo ello, con el propósito de facilitar la integración del país dentro del contexto de las principales economías del mundo.

Para mayor claridad de mi presentación, la dividiré en cuatro partes. En la primera, me referiré a los fundamentos de la economía chilena; en la segunda, abordaré el esquema actual de política monetaria; luego, analizaré la situación actual de la economía chilena y, por último, las perspectivas y conclusiones.

## I. Fundamentos de la economía chilena

Chile ha orientado sus esfuerzos en materia de políticas macroeconómicas, cambiarias y de cuenta de capitales hacia el desarrollo de una economía que sea reconocida por su solidez y firmeza de sus fundamentos, lo que la ha hecho diferenciarse de las demás economías emergentes.

Un adecuado análisis del nivel de desarrollo actual de nuestra economía es notablemente más fructífero, si se tiene una percepción de los fundamentos o pilares de la economía chilena, los cuales pueden clasificarse en seis grandes grupos: solidez de sus fundamentos macroeconómicos, solidez fiscal, solvencia y liquidez externa, solidez del sector real, solidez del sistema financiero, y solidez de las instituciones y de las políticas (cuadro 1). A continuación, realizaré un conciso análisis de cada uno de ellos.

### a. Solidez de fundamentos macroeconómicos

En los últimos años, el país ha registrado crecimientos sostenidos del producto interno bruto (PIB). El crecimiento promedio entre 1985 y 1993 superó 7%, y entre 1994 y 2000 sobrepasó el 5%. Asimismo, el PIB per cápita promedio anual aumentó desde US\$1.704 en 1985-89, a US\$4.755 en 1997-2001, lo que nos ha permitido pasar a la categoría de países de ingreso medio alto (gráfico 1).

En materia inflacionaria, durante la década del noventa, el alto grado de compromiso con la inflación asumido por el Banco Central, ha tenido sus frutos logrando que se haya reducido desde niveles superiores a 20%, a niveles compatibles con los de una economía desarrollada. La política seguida fue de metas explícitas de inflación, utilizando como principal instrumento las tasas de interés. Actualmente, dado que se han alcanzado niveles bajos de inflación, el objetivo es mantenerse en un rango entre 2% a 4% (gráfico 2).

La adopción de una política de flotación cambiaria, en septiembre 1999, constituye un avance muy significativo, ya que junto con la política monetaria, es una herramienta que ayuda a absorber los *shocks* externos logrando un manejo más eficiente de estos (gráfico 3).

### b. Solidez fiscal

La política fiscal se ha desarrollado con disciplina, manteniéndose superávit fiscal durante gran parte de los años noventa. A fines de esa década, la expansión del gasto

fiscal produjo un deterioro del superávit fiscal; sin embargo, desde el año 2000 la disciplina fiscal se ha recuperado y el objetivo para el mediano plazo es mantener niveles de superávit estructural de 1% del PIB (gráfico 4).

Durante la última década, el manejo de la política fiscal permitió equilibrar y fortalecer las finanzas públicas, alcanzando un superávit global promedio de 1,3% del PIB y disminuyendo substancialmente la deuda pública. Además, el Gobierno ha tenido como objetivo de política fiscal, el logro de tasas altas y estables de ahorro, que en promedio han sido de 4,5% del PIB, y que han convertido el ahorro público en uno de los componentes más estables del ahorro nacional. Este nivel de ahorro público se ha transformado en la principal fuente de financiamiento de la inversión pública, sustituyendo paulatinamente el endeudamiento externo y reduciendo la dependencia financiera de los ciclos externos. Lo anterior, ha sido posible gracias a un adecuado control del gasto corriente, el cual, si bien ha crecido en promedio, por encima del producto, ha sido sanamente financiado, dadas las altas tasas de incremento de los ingresos públicos, especialmente la recaudación tributaria.

### c. Solidez externa

La posición de solvencia y liquidez internacional de nuestro país se fue afianzando, en forma permanente, durante la década del noventa. Lo anterior ha permitido que, en medio de un complejo y turbulento escenario internacional, como el que han debido enfrentar nuestros países en los últimos años, Chile haya logrado consolidar un proceso gradual de internacionalización financiera y comercial de su economía que se venía gestando desde los años noventa. Cambios estructurales como el régimen de flotación cambiaria, la eliminación de las restricciones a los flujos de capital y la reforma al mercado de capitales son pasos importantes dentro de este proceso.

En este período, en que los principales países de nuestra región atraviesan por serias dificultades económicas, Chile ha logrado diferenciarse. Nos hemos mantenido en el mejor nivel de clasificación de riesgo de Latinoamérica (A-) y con un efecto menor sobre los niveles de premio por riesgo soberano, los que bordean los 200 puntos base, muy por debajo de las otras economías de la región (gráficos 5 y 6).

Por otra parte, los flujos de capitales han mostrado una evolución más desfavorable en los últimos años, en comparación con el período 1990-1997, no debilitando

este proceso las bases de solvencia y liquidez externa de la economía chilena.

El país mantiene un adecuado nivel de reservas internacionales, que le permite cubrir casi 10 meses de importaciones. Por otra parte, el peso de la deuda externa para la economía chilena es inferior al del resto de las economías latinoamericanas y al de los países asiáticos. La relación deuda externa, neta de reservas internacionales, a PIB es altamente favorable para nuestro país, a la vez que la estructura de plazos de la deuda externa está concentrada en el mediano y largo plazo (81,2 % del total de deuda al 31 de septiembre de 2001) (gráficos 7 y 8).

La política de comercio internacional del país ha estado orientada a auspiciar una apertura gradual, pero permanente, de nuestros mercados. De esta forma, durante los últimos quince años las tasas promedio sobre las importaciones han disminuido desde 20% en 1986 a 8% actual, programándose que alcance una tasa arancelaria de 6% el 2003 (gráfico 9).

En materia de exportaciones, desde 1975 se ha registrado un incremento importante en términos de volumen. Durante la última década, el crecimiento promedio fue de 9,3%. Cabe destacar que durante las últimas dos décadas se han desarrollado significativos esfuerzos para diversificar nuestras exportaciones. En 1960 las exportaciones mineras eran 80%, aproximadamente, mientras que las industriales no llegaban a 10%. En el año 2000, las mineras caen a 45%, y las industriales se empujan a niveles similares (gráficos 10 y 11).

### d. Solidez sector real

La solidez del sector real constituye otro pilar importante de la economía chilena. Uno de los hechos más destacables de la década de los noventa fue el notable crecimiento de la inversión, el que ha conducido a la economía chilena a niveles de inversión nunca vistos en su historia económica (gráfico 12).

Otro elemento importante de señalar dentro del sector real, es el crecimiento de la productividad. En la década de los noventa, antes de la crisis asiática, el crecimiento de la productividad media del trabajo fue de casi 6%, lo que constituyó un factor clave en el importante incremento de los salarios reales, en una situación de pleno empleo como la vivida hasta 1997. En años más recientes, se ha visto una disminución en el crecimiento de la economía que ha afectado de manera importante la creación de empleo. Sin

embargo, se observa un aumento de la productividad media del trabajo desde 1999, que se concentra en algunos sectores específicos como la industria y el comercio que ha servido como contraparte a la falta de creación de empleo (gráfico 13).

#### e. Solidez sistema financiero

El sistema financiero, durante el transcurso de los últimos años ha tendido hacia una progresiva consolidación y profundización en el mercado interno, incorporando nuevos productos — *factoring*, *leasing*, securitización, entre otros— y una política de internacionalización, apoyados por una regulación que le ha permitido aumentar su nivel de exposición en otras economías. La eliminación de las barreras, tanto a entrada como a salida de capitales, ha sido un elemento esencial al desarrollo del sistema financiero. Por otra parte, el perfeccionamiento del mercado de derivados y de productos de cobertura ha permitido una mayor profundización y flexibilización del mercado cambiario.

Otro punto fuerte del sistema financiero chileno, frecuentemente mencionado por los analistas internacionales, es la fortaleza de su regulación y la calidad de su supervisión. De hecho, los indicadores de solvencia, como son el nivel de capitalización y la proporción de la cartera que está vencida, confirman este aserto. El nivel de capitalización del sistema financiero, medido de acuerdo con el indicador de Basilea, a septiembre de este año es de 12,86% sobre los activos ponderados por riesgo, más alto que el que se recomienda como norma internacional (8%). Un ranking de robustez del sistema financiero, elaborado por Moody's para el año 2000, ubica a nuestro país en el lugar 15 a nivel internacional (gráfico 14 y cuadro 2).

La reciente colocación del bono soberano chileno en los mercados financieros internacionales, bajo excelentes condiciones de precio, es una muestra más de la confianza que existe en nuestro país, más aún, si se considera la difícil situación de la economía mundial.

#### f. Solidez de las instituciones

El prestigio y solidez de nuestras Instituciones y de sus Políticas ha permitido a nuestro país un amplio reconocimiento internacional a lo largo de los últimos años. En particular, la autonomía del Banco Central ha sido un elemento clave tanto en la fijación de las principales metas macroeconómicas como en la recepción por parte del

mercado de las políticas implementadas por la autoridad. El principal compromiso del Banco Central con la economía del país, consiste en velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, siendo de competencia exclusiva de esta entidad la determinación de las políticas monetaria y cambiaria. No obstante, en esta independencia o autonomía de las políticas del Banco Central, se privilegia de manera importante la coordinación con el Ministerio de Hacienda en todas aquellas áreas del quehacer macroeconómico que lo ameriten, buscándose en esas instancias de comunicación el consenso general de las políticas (gráfico 15).

## II. Política monetaria

---

La conducción de la política monetaria en Chile tiene por objetivo velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. En la práctica, el objetivo de estabilidad de precios se traduce en mantener el actual ritmo inflacionario, que es similar al prevaleciente en países desarrollados. El objetivo de un normal funcionamiento de los pagos internos y externos, por otro lado, se interpreta como el funcionamiento adecuado del sistema financiero —es decir, que éste provea liquidez en momentos en que la economía lo requiera— y la mantención de un déficit de cuenta corriente sostenible en el tiempo. El interés por mantener la tasa de inflación en niveles internacionales obedece primordialmente al consenso que existe en torno a las ganancias de eficiencia y bienestar que se consiguen bajo condiciones macroeconómicas estables. La evidencia empírica internacional demuestra que países con tasas de inflación elevadas tienen una menor tasa de crecimiento. De hecho, la inflación elevada, un problema en sí misma, es además un síntoma de enfermedades aún más graves.

En términos históricos, la obtención de tasas de inflación comparables al nivel internacional se logró en Chile sobre la base de dos directrices de política: el uso de mecanismos *gradualistas*, pero persistentes de contención de la inflación, y la *consistencia* en el manejo de los distintos instrumentos de la política monetaria. La gradualidad y persistencia obedecen tanto al reconocimiento, que el alto grado de indización de la economía nacional limita la velocidad a la cual es posible disminuir la inflación, como a los costos de credibilidad en que se incurriría si los logros inflacionarios se revirtiesen (cuadro 3).

La experiencia de los años noventa, fue de un avance gradual y sostenido, en que el control de la inflación no

motivó desequilibrios mayores y que, por su solidez, permite augurar que sus resultados son duraderos. En este período, la reducción de la inflación en Chile se basó en:

- (i) Gran disciplina y convicción para avanzar sostenidamente en la lucha antiinflacionaria.
- (ii) Reconocimiento de las restricciones que impone la existencia de mecanismos de indización en la economía.
- (iii) Implementación de un ancla nominal bien definida y actualizable ante nuevos desarrollos del entorno macroeconómico.
- (iv) Política cambiaria basada en el objetivo de mantener un déficit de cuenta corriente acotado y evitar el uso del tipo de cambio nominal como herramienta antiinflacionaria; y
- (v) Esquema de política macroeconómica flexible y capaz de reaccionar oportunamente ante cambios de las condiciones macroeconómicas.

Al analizar la experiencia chilena con las metas de inflación se pueden distinguir claramente dos etapas. La primera y más extensa, corresponde a la transición desde tasas de inflación altas hacia los niveles de largo plazo que son el objetivo del Banco Central, es decir, el período que va desde septiembre de 1990 a septiembre de 1999. En esta etapa, el Banco Central desarrolló una política monetaria de corte duro, definiendo un horizonte de corto plazo para la meta de inflación (un año), aplicó una meta punto (al menos desde 1994) y utilizó la variación total del índice de precios al consumidor (IPC) como indicador de la inflación. Sin embargo, la reducción de la inflación se planificó para ser materializada de manera muy gradual, reflejando preocupación por el crecimiento económico en el corto y mediano plazo. En este período, como objetivos de carácter secundario, el Banco Central persiguió simultáneamente metas para el déficit de la cuenta corriente y el tipo de cambio nominal, permitiendo a este último flotar dentro de una banda prefijada.

La segunda etapa de la implementación de metas de inflación comenzó en septiembre de 1999, cuando la banda cambiaria fue finalmente abandonada y se estableció un horizonte más largo para la inflación ya que se había alcanzado un "estado de régimen". Lo ocurrido entre 1998-1999 demostró que pretender mantener un tipo de cambio dentro de una banda no ayuda a absorber impactos externos, como el de la crisis asiática, o internos como el exceso de gasto de la economía. Llegar a la flexibilidad en el mercado cambiario requirió de una cuidadosa preparación, la que se venía realizando desde 1997 y que culminó con la flotación del peso en septiembre

de 1999. En esa fecha, se anunció el paso de las metas punto anuales a una meta rango de carácter permanente: habíamos logrado llevar la inflación a niveles que no dañan la economía ni afectan los ingresos de los más pobres, después de 10 años de esfuerzo y por primera vez en setenta años.

En los últimos años, se han registrado también avances significativos en la liberalización de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Ello es consistente con evitar movimientos del tipo de cambio real más allá de lo que se considera razonable para una economía pequeña y abierta al comercio internacional. Entre las desregulaciones más importantes, se encuentra la eliminación del encaje no remunerado a las entradas de capital y los requerimientos de permanencia de al menos un año para algunas formas de capital. La madurez del sistema financiero chileno y la credibilidad en las políticas del Banco Central permitieron eliminar estas regulaciones.

Recientemente, el Banco Central de Chile ha dado pasos para avanzar en la desindización de la economía, al abandonar el uso de tasas reales de política monetaria por instrumentos nominales. Esta política es consistente con la convergencia de la inflación a niveles internacionales y, en particular, con el régimen de flotación cambiaria vigente desde 1999.

La tasa de interés de política se nominalizó a partir del 9 de agosto de este año, con el fin de hacerla directamente comparable con las tasas vigentes en el resto de los países del mundo y regular mejor los movimientos internacionales de capitales. A la vez, nos permite inducir una creciente nominalización de las variables de corto plazo actualmente indizadas; ello permitirá evitar que impactos inflacionarios transitorios se transformen en semipermanentes a través de su traspaso a toda la economía mediante las variables indizadas.

En síntesis, el esquema actual de políticas tiene los siguientes componentes:

1. Tipo de cambio libre flotante.
2. Metas de inflación permanentes (meta rango).
3. Movimientos cambiarios sin restricciones.
4. Movimientos de capital con regulaciones mínimas.
5. Nominalización de la tasa de interés de corto plazo.

Contamos ahora con un esquema de política que nos permite mirar con más confianza nuestra relación económica con el mundo, y avanzar con seguridad en la

negociación de esquemas de apertura e integración que contengan elementos de reciprocidad y beneficio mutuo.

Esto no significa que seamos inmunes a los acontecimientos externos. Sufriremos o nos beneficiaremos de sus consecuencias. Pero sí significa que podremos absorber con menores costos privados y sociales los eventuales efectos negativos de tales acontecimientos. Para minimizar estos costos, se han desarrollado mecanismos de cobertura cambiaria, de tal forma, que la flotación pueda operar eficientemente. También, en ocasiones tendremos que usar políticas transitorias, como la intervención cambiaria que anunciamos en agosto de este año, pero ellas no cambiarán ni la dirección ni el sentido del esquema de política monetaria que está en operación.

Por su parte, una política fiscal basada en reglas, es un apoyo esencial para que este esquema de política monetaria resulte en tasas de interés relativamente más bajas y tipo de cambio relativamente más alto. Una política fiscal errática obligaría a mover de manera también errática las tasas de interés, con las inevitables consecuencias sobre el tipo de cambio, o bien, una política fiscal demasiado expansiva obligaría a tasas de interés más altas para mantener los equilibrios macroeconómicos, trayendo como consecuencia una restricción del campo de operación de la actividad privada y un desincentivo a las exportaciones a través de tipos de cambio más bajos.

### III. Situación actual de la economía chilena

---

Los acontecimientos económicos tienen, habitualmente, varias causas, que generan respuestas de políticas económicas cuyos efectos tardan algún tiempo en manifestarse plenamente. Las causas, las reacciones de política y sus consecuencias en la actual situación pueden resumirse en cinco hechos:

- a. Deterioro del escenario internacional.
- b. Debilidad de la demanda interna, especialmente en el consumo, por incertidumbre en el mercado laboral.
- c. Condiciones monetarias más expansivas.
- d. Estabilidad de precios en un ambiente de tipo de cambio depreciado.
- e. Flexibilización de los mercados.

Algunos de estos hechos están motivados por factores externos, mientras que otros están más determinados por condiciones internas. A su vez, en las razones de la actual coyuntura se manifiestan aspectos del funcionamiento de la economía en el corto y en el mediano plazo, ya que los

estímulos de la demanda van de la mano con cambios en la asignación de recursos.

#### a. Deterioro del escenario internacional

Durante el último tiempo, la economía chilena ha estado sujeta a serias turbulencias provenientes de la economía internacional. Los eventos más importantes han sido la inestabilidad en algunas economías emergentes, especialmente en Argentina, y luego la confirmación de que la economía mundial, en particular la de Estados Unidos, tendrían un desempeño más pobre del esperado después del ataque terrorista del 11 de septiembre. En el ámbito interno, la recuperación ha sido más lenta y la principal variable de ajuste ha sido el tipo de cambio, el cual ha estado en el centro de parte importante de la discusión económica (gráfico 16).

La probabilidad de una recesión en los EE.UU. se ha acentuado. A esto se agrega una mayor incertidumbre respecto de la velocidad y oportunidad con que la economía mundial recuperará tasas de crecimiento de tendencia. El efecto sobre la economía chilena de esta nueva realidad se manifiesta en una contracción adicional en la demanda por los productos de exportación del país y en un deterioro de los términos de intercambio. Aunque se prevén también menores tasas de interés internacionales, su efecto favorable sobre el costo del crédito que enfrenta Chile compensa sólo parcialmente el impacto negativo de un menor crecimiento mundial.

Si bien Chile no se ha visto afectado por incrementos significativos en el riesgo soberano, se produjo un aumento importante del tipo de cambio, con una depreciación acumulada a octubre de 24% en 12 meses. Ello obedece a una combinación de factores, algunos transitorios, otros de carácter más permanente. Hay ciertamente un reflejo en nuestro tipo de cambio de la situación por la que atraviesa Argentina, y que deviene de lo que se llama contagio financiero. Prácticamente todo el efecto se lo ha llevado el tipo de cambio en Chile, que es justamente el propósito cuando se tiene una política de flotación cambiaria. Pero hay también otros factores detrás de la devaluación. La deteriorada situación económica internacional ha impactado severamente el precio del cobre y de otros productos exportados por Chile, trayendo una reducción importante de nuestros términos de intercambio (Gráfico 17).

#### b. Escenario interno

A continuación, haremos una síntesis del escenario interno de la economía chilena (cuadro 4):

- Esta creció a un ritmo de 3,5% en el primer semestre del 2001, después de un crecimiento de 5,0% en el segundo semestre del año 2000. El crecimiento del primer semestre se apoyó en el dinamismo de dos sectores: las exportaciones, que crecieron 9,3% y la formación bruta de capital fijo, que creció 6,7%. Cabe destacar el crecimiento de 18% que experimentaron los cuántum de las exportaciones resto.
  - La demanda interna, en cambio, creció un magro 0,6%, reflejando el reducido dinamismo del consumo, y sobre todo, un nuevo e importante proceso de ajuste de inventarios.
  - El nuevo escenario mundial dificulta que se pueda extender el dinamismo de las exportaciones del 1er. semestre hacia el segundo semestre del año. En cambio, la formación bruta de capital fijo podrá mantener un crecimiento superior a aquel del PIB en el segundo semestre.
  - El consumo, por su parte, sigue afectado por el círculo vicioso entre alto desempleo, inseguridad laboral, y bajo dinamismo del consumo. Por último, la posibilidad de un repunte de la demanda interna en el segundo semestre depende críticamente del término del ciclo de ajuste de inventarios, proceso que aparentemente continuó en el tercer trimestre.
  - La verificación de un escenario internacional menos favorable ha significado una caída en el precio de las exportaciones. Ello sin duda impactará al sector exportador y su dinamismo futuro.
  - El precio del cobre se ha visto especialmente afectado. Su nivel actual es el más bajo de los últimos 14 años. La proyección actual se sitúa en valores (BML) del orden de US\$0,72 (2001), US\$0,74 (2002) y US\$0,80 (2003) (gráfico 18).
  - Paralelamente, el precio del petróleo ha descendido a niveles cercanos a los US\$20 el barril, que no veíamos desde 1999. Ello compensa parcialmente el impacto de la caída en los precios de nuestras exportaciones.
  - El deterioro de los términos del intercambio resultante del nuevo escenario externo (8% en el 2001) provocará una caída en el ingreso nacional disponible de los chilenos durante este año cercano a 3% del PIB (equivalente a unos US\$2.000)
  - La política monetaria del Banco Central ha generado condiciones expansivas para la economía, elemento claramente apreciable en el comportamiento del dinero más líquido.
  - Las condiciones monetarias más expansivas y el alza del tipo de cambio real están incentivando la actividad de los sectores transables de la economía. El sector industrial muestra niveles de actividad superiores a los de comienzos de año, y con una dinámica que contrasta con aquella del 2000. De hecho, hay indicios de sustitución de producción nacional de bienes de consumo y de capital por aquella de origen importado, por el encarecimiento de estas últimas ante el incremento del tipo de cambio (gráfico 19).
  - Las favorables condiciones monetarias también se han reflejado en el comportamiento de la inversión en capital fijo, particularmente la inversión del sector construcción. Las importaciones de bienes de capital, en cambio, permanecen en niveles por debajo de los de comienzos de año (gráfico 20).
  - El consumo, en cambio, continúa mostrando una trayectoria plana. Más aún, tanto las importaciones de bienes de consumo, como las ventas de automóviles, se deterioran a partir de fines del 1er. trimestre. Las ventas del comercio continúan mostrando un comportamiento plano, situación que se ha prolongado a lo largo del 2001.
  - Este comportamiento del consumo está directamente relacionado a la persistencia de la desocupación en niveles elevados, que incide en una mayor inseguridad e inestabilidad laboral (gráfico 21).
  - Más allá de factores puntuales, la inflación continúa en línea con lo esperado. Por ahora el traspaso de la depreciación del peso a la inflación ha sido inferior al histórico, y no se esperan cambios importantes en lo sucesivo.
- e. Flexibilización de los mercados
- En un entorno tan dinámico como el actual, un elemento esencial para enfrentar de mejor forma estos nuevos desafíos, es inyectar flexibilidad en los mercados, de tal forma que la adaptación a nuevos escenarios sea lo menos costosa posible. La economía chilena tiene un alto grado de flexibilidad; sin embargo, es posible perfeccionarla y

obtener beneficios adicionales. Desde el punto de vista del funcionamiento de los mercados de bienes y servicios tienen importancia el grado de competencia y la regulación. En los mercados de factores productivos son relevantes la flexibilidad en el mercado laboral y en el mercado de capitales. En cada uno de estos ámbitos tenemos importantes desafíos que se expresan en políticas estructurales que podrían preparar mejor a la economía para competir en los mercados globales.

Con este fin, se aprobaron recientemente los proyectos de reforma al Mercado de Capitales, y el Banco Central en abril de este año eliminó las restricciones cambiarias y modernizó el Compendio de Normas de Cambios Internacionales. Más tarde, se anunció la “nominalización” de la tasa de política monetaria.

Me gustaría referirme brevemente al alcance de la reforma al mercado de capitales aprobada a comienzos de mes. La reforma acoge desafíos centrales de política económica, y junto a la liberalización de la cuenta de capitales y la ley de oferta pública de acciones constituye un avance trascendental en materia de eficiencia y equidad en cuanto a acceso al financiamiento.

Los ejes centrales de la Reforma al Mercado de Capitales, están compuestos por dos proyectos, el Institucional y el Tributario, los que se complementan y potencian para favorecer mayor ahorro, mayor y más eficiente inversión, y mejores posibilidades de crecimiento y de empleo en el país. El proyecto Institucional se refiere directamente a la desregulación y mayor eficiencia del mercado de capitales, y flexibiliza las inversiones de los fondos mutuos y compañías de seguros; crea la figura de Administradora General de Fondos; facilita la internacionalización de la banca, y perfecciona la Ley de Sociedades Anónimas y Fondos de Inversión. Por su lado, el proyecto Tributario contempla, entre otras disposiciones, la eliminación del impuesto a las ganancias de capital para acciones, la flexibilización del ahorro voluntario, un nuevo tratamiento del impuesto de timbres y estampillas para los bonos de corto plazo, y normativas sobre la bolsa emergente.

#### IV. Perspectivas y conclusiones

---

El turbulento escenario internacional ha afectado a la baja las proyecciones de crecimiento, estimándose que estas se resentirán marginalmente en el presente año y en forma más significativa en el año 2002, ubicándose en un rango entre 3% y 4% en ambos años. Para el año 2003 se estima que el país podrá retornar hacia tasas de crecimiento más elevadas.

La trayectoria proyectada para la inflación es de convergencia hacia el centro del rango meta, 3%, en un horizonte de ocho trimestres. Esta proyección es la misma realizada con motivo del informe de política monetaria del Banco Central de septiembre de 2001, antes de los sucesos mundiales. La mayor depreciación del peso tras estos hechos, junto a un menor dinamismo de la demanda interna y un precio del petróleo más bajo, hacen que, en lo esencial, esta proyección no se modifique (gráfico 22).

En suma, durante los últimos años se ha construido paulatinamente una reserva de estabilidad macroeconómica y credibilidad que nos ha servido para diferenciarnos en medio de estas turbulencias internacionales. Esta diferenciación se ha logrado gracias a la adopción de un esquema de políticas que constituyen un verdadero pilar de la estabilidad económica y financiera de Chile. La economía chilena presenta una serie de fortalezas que la hacen menos vulnerable que otras emergentes. Al respecto se pueden citar: una combinación apropiada de políticas monetaria y fiscal; una política de flexibilidad cambiaria; estabilidad macroeconómica; un déficit en cuenta corriente muy reducido; un sistema financiero sano y bien supervisado; una deuda externa razonable, privada y mayoritariamente de mediano y largo plazo; una deuda pública muy baja; y una economía sin grandes distorsiones, competitiva y de amplio predominio de libertad económica. Adicionalmente, durante los períodos críticos que se han vivido en el último tiempo, el Banco Central ha sido flexible ante los cambios que ha sufrido la economía mundial. Esta combinación de credibilidad y flexibilidad del instituto emisor es uno de los grandes activos que tiene la economía chilena.

---