EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA EN EL AÑO 2001 Y PERSPECTIVAS PARA 2002 Y 2003

Exposición de Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, en el Senado con ocasión de la presentación del Informe Anual.12 de septiembre de 2001

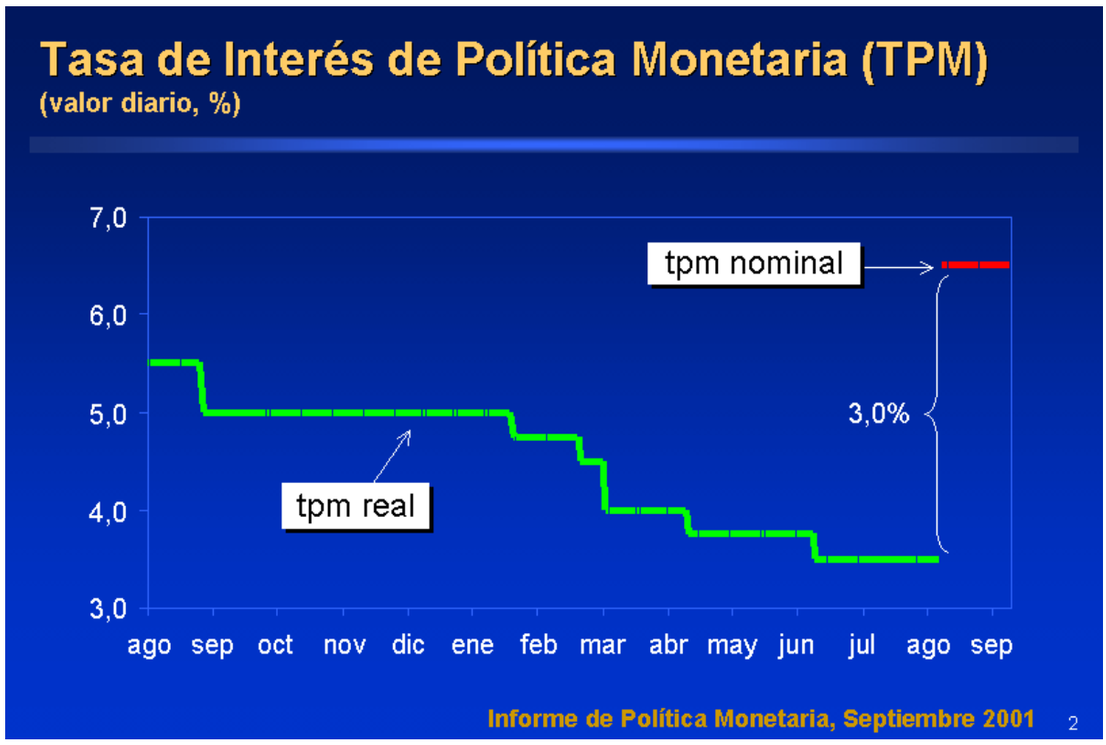
I. Introducción

1. Hemos seguido con consternación las noticias acerca de los trágicos hechos ocurridos ayer en los Estados Unidos. Quisiera antes de presentar ante ustedes el Informe de Política Monetaria de septiembre expresar nuestra convicción de que la paz, la integración y la cooperación entre los pueblos son las únicas bases sobre las cuales la humanidad puede asentar su progreso sostenido. Rechazamos y condenamos este acto terrorista.

2. Nuestro Informe de Política Monetaria fue preparado antes de los eventos de ayer. Es muy temprano para una evaluación acuciosa de las consecuencias de dichos eventos. Pensamos que las líneas centrales de nuestro informe se mantienen, pero que los riesgos se acentúan. Comentaré algo más sobre esto al terminar esta exposición.

3. Los desarrollos de la economía chilena del último año han estado determinados tanto por la inestabilidad de los mercados internacionales, como por la lentitud de la recuperación de la demanda interna. Una economía pequeña y abierta como la chilena, no puede estar ajena a los acontecimientos que suceden en los principales países del globo y de la región.

4. Hacia fines de agosto del año pasado, la sorpresiva desaceleración del producto y de la demanda interna indujeron al Banco Central a iniciar sucesivas reducciones de la tasa de interés de política monetaria. Desde ese entonces hasta la fecha, el Banco Central ha disminuido en seis oportunidades la tasa de interés rectora, lo que ha significado una caída de 200 puntos base.



5. En septiembre del año 2000 el Informe de Política Monetaria sustentó parte importante de sus proyecciones en que la reducción de la tasa de interés de fines de agosto de ese año tendría un efecto positivo sobre la demanda agregada y sobre las expectativas de los agentes, con una recuperación gradual del empleo y de la inversión. Asimismo, un escenario internacional en que se afianzaba la expectativa de un continuado dinamismo de la economía mundial (del orden de 4% anual en 2001 y 2002) y el mejoramiento relativo de las condiciones de financiamiento internacional, auguraban una visión más optimista sobre el desenvolvimiento futuro de la economía chilena.

6. En ese entonces se esperaba que el aumento de los precios específicos asociados a las alzas del precio del petróleo de comienzos del 2000 tuviera un impacto transitorio en la inflación. En base a ello se proyectó para un horizonte de mediano plazo una reducción gradual del precio del petróleo y la persistencia de holguras de capacidad de los mercados internos, ambos elementos conducentes a perspectivas inflacionarias tendientes al centro del rango meta en el horizonte de proyección.

7. El fuerte incremento que ha tenido el tipo de cambio nominal durante el año 2001, como consecuencia del desfavorable escenario externo y las dificultades experimentadas por países vecinos, ha significado que las proyecciones actuales de inflación para los próximos trimestres sean superiores a las previstas en septiembre del 2000. Asimismo, las actuales proyecciones de inflación son coherentes con una economía que aún no presenta signos claros de dinamismo en su demanda interna, con holguras en sus mercados todavía importantes.

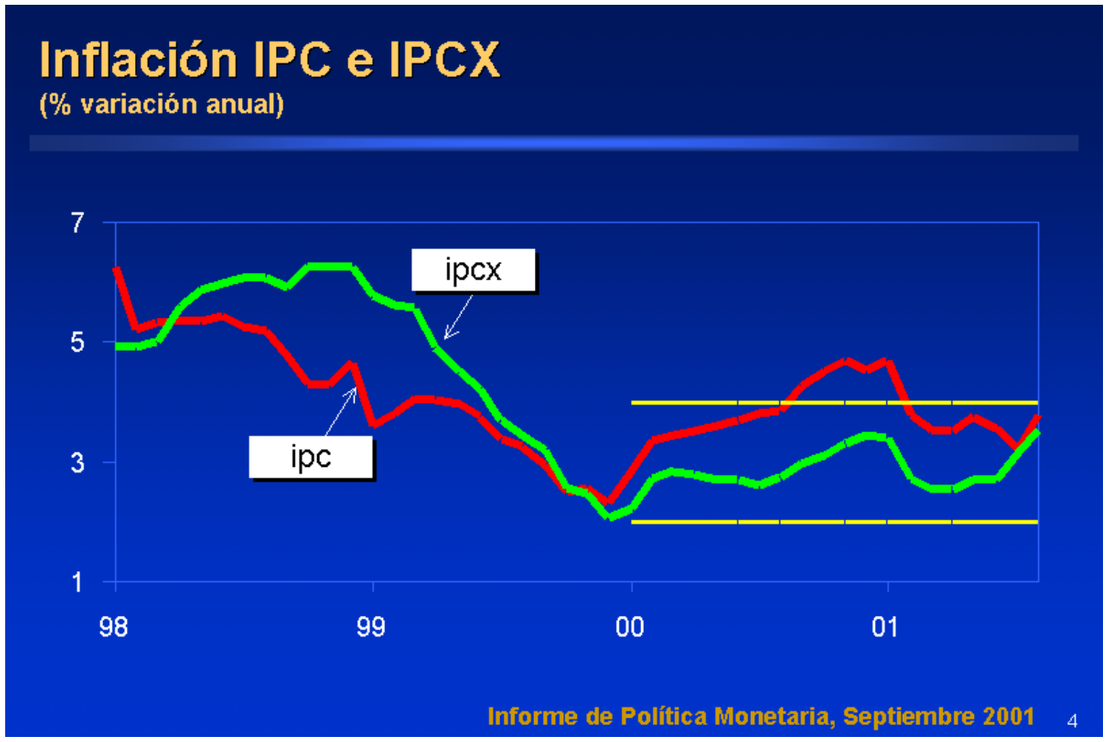
8. Complementariamente con lo anterior, el deterioro del escenario internacional en los últimos meses, en particular de los términos del intercambio, tendrá repercusiones sobre el ingreso y por ende sobre el consumo, lo que tiende a reducir las presiones inflacionarias de mediano plazo.

9. En cuanto a la evolución del PIB, en septiembre del año 2000 se consideraba que era posible esperar un crecimiento promedio durante los siguientes 24 meses en torno a 5,8% anual. Ello bajo el escenario de una política monetaria más expansiva, junto con un marco de consolidación del superávit fiscal estructural en 1% del PIB y un escenario internacional favorable para la economía chilena. Sin embargo, el marcado deterioro del entorno internacional, debido a la no consolidación de la reactivación de la economía de los EE.UU. y del impacto que ha tenido esta situación en las principales naciones del mundo, ha significado un menor crecimiento esperado para los socios comerciales de Chile y una fuerte disminución de los precios de las principales exportaciones chilenas.

10. Este empeoramiento del escenario internacional ha conformado un entorno poco favorable para el crecimiento económico local, que ha significado que las proyecciones recientes estén por debajo de las previsiones realizadas el año pasado.

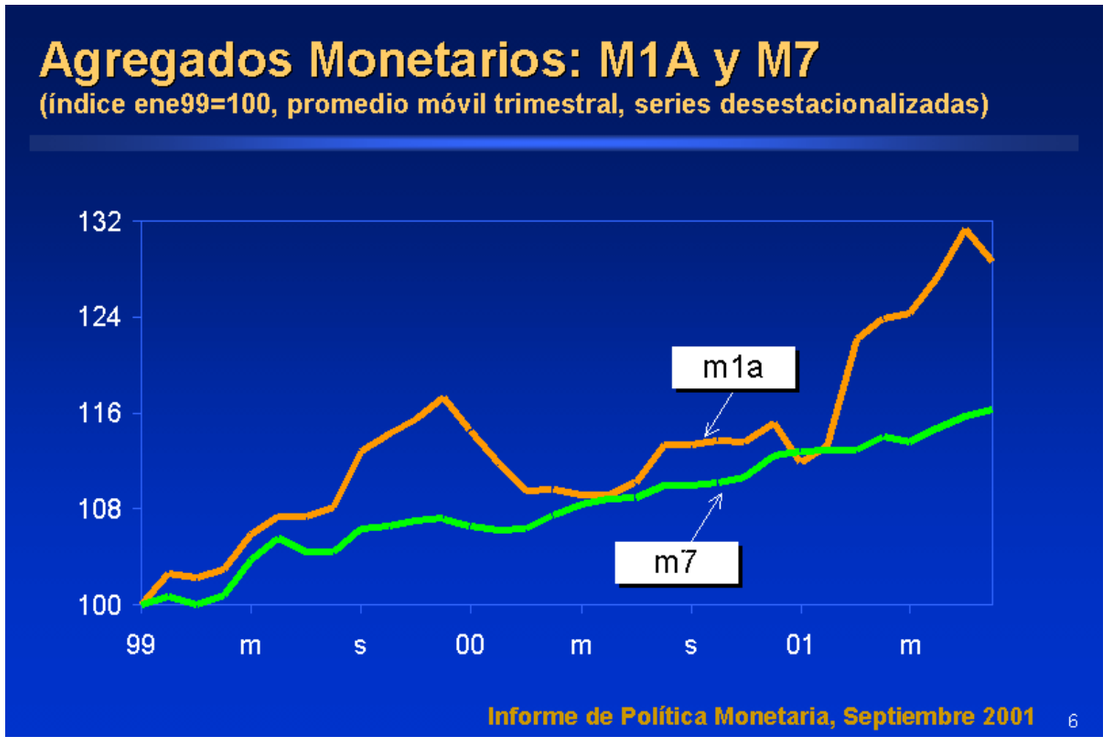
II. Evolución reciente de la economía y sus perspectivas de mediano plazo

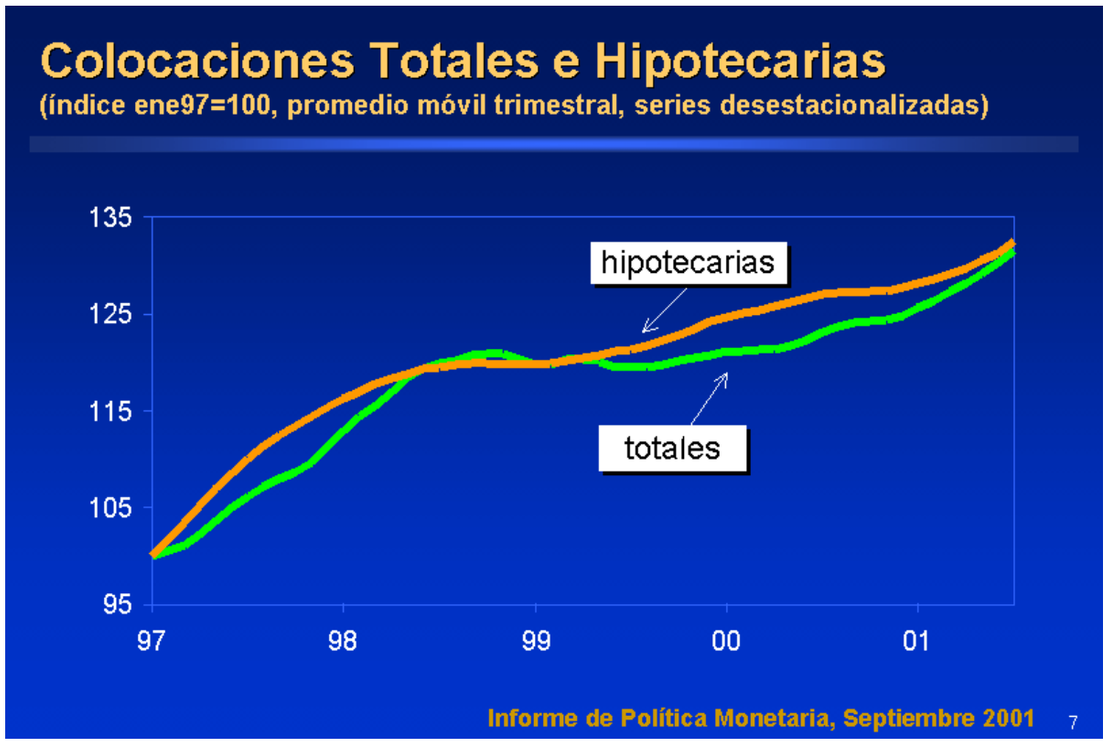
11. En los últimos meses la inflación se ha mantenido dentro del rango meta, aunque con vaivenes pronunciados. Más allá de efectos asociables a productos específicos, el crecimiento de los precios hasta ahora ha sido coherente con la evolución de la actividad y el gasto, la trayectoria de los precios externos en dólares, el ritmo de expansión de los costos laborales y el precio de los combustibles.



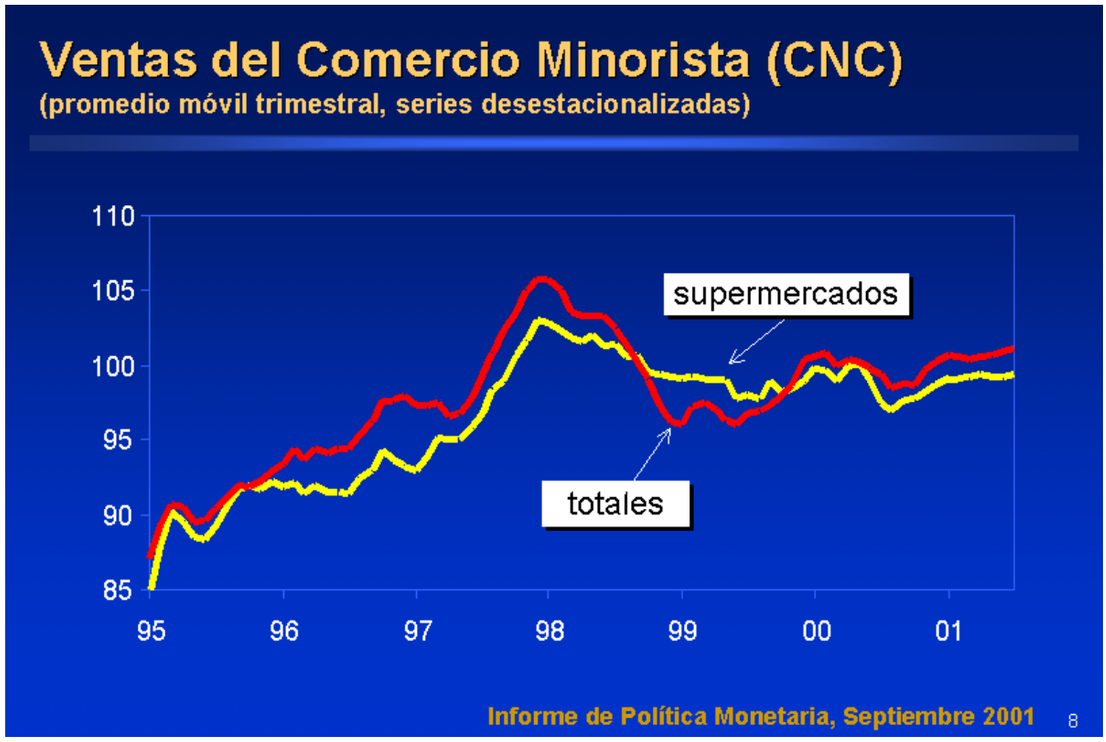
12. Aunque también con altibajos en la información más reciente, en general se aprecian indicios de que la desaceleración del crecimiento de la producción y el gasto observada a partir de mediados del año pasado ha tocado fondo en el curso del primer semestre de este año. Hace varios meses que la producción y las ventas de la industria muestran un mayor dinamismo, a pesar de valores para el mes de julio que parecen menos auspiciosos.

13. Los agregados monetarios más líquidos crecen a tasas anuales muy elevadas, de dos dígitos, algo atemperadas recientemente por los efectos de la nominalización de la tasa de política monetaria y por la mayor efervescencia cambiaria. El mercado del crédito se viene comportando de acuerdo con su patrón histórico, con un dinamismo creciente que sigue con rezago el crecimiento de la actividad. Todo ello hace previsible, para este segundo semestre, un crecimiento de la economía mayor que el 3,5% registrado en la primera mitad del año, junto con una trayectoria de la inflación anual estable en el plazo mediano, pero algo volátil en el corto plazo.

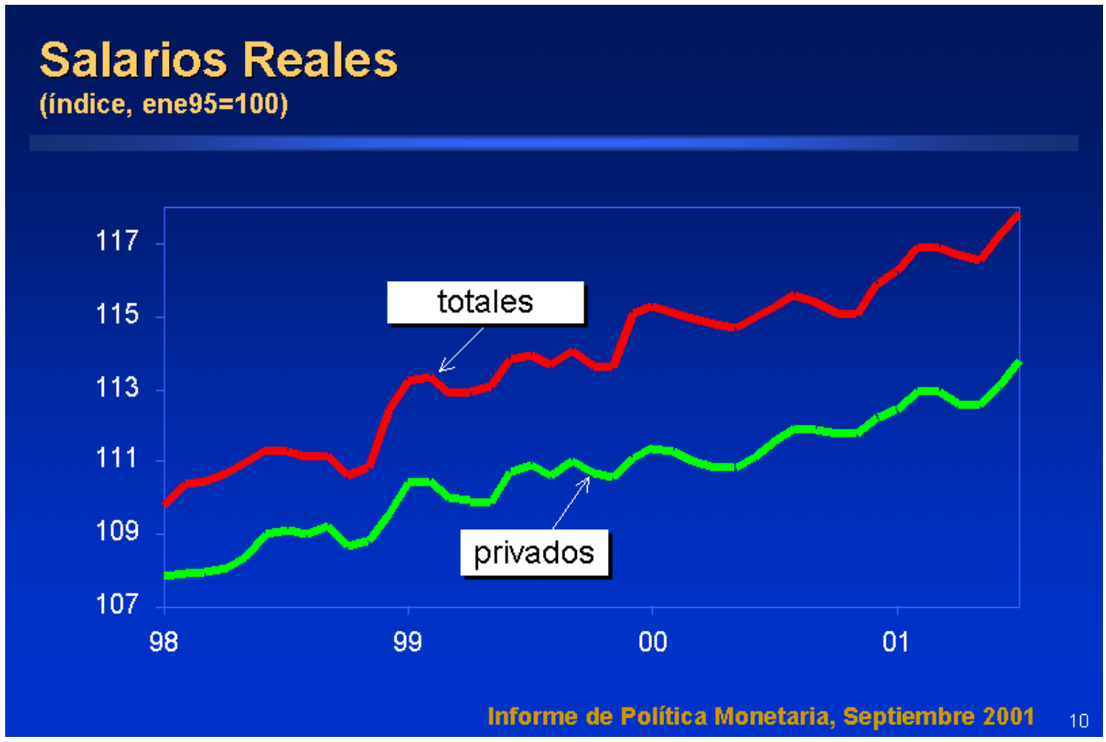




14. La expansión del gasto interno seguirá determinada en los próximos trimestres por el consumo privado, el que continúa entrabado por la incertidumbre que acarrea el elevado nivel de desempleo, induciendo un comportamiento más cauto de los hogares.



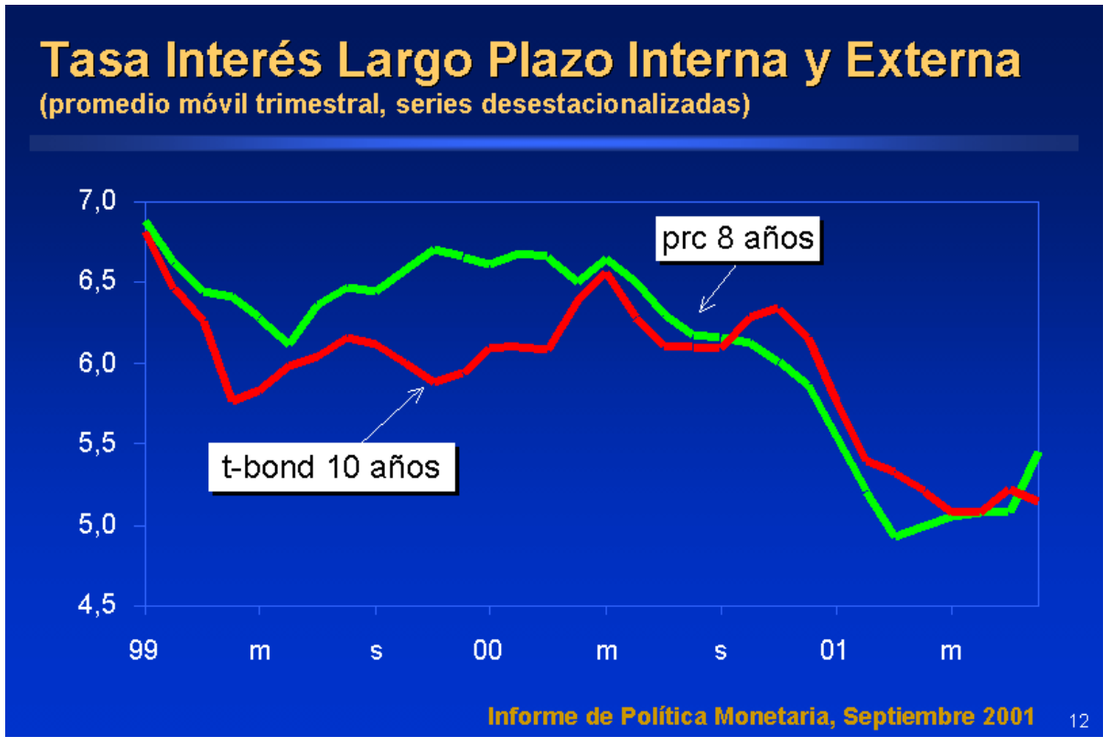
15. Un factor detrás de este fenómeno es que, a pesar del deterioro de la economía mundial y de la persistencia de la desocupación en niveles elevados, el costo de la mano de obra en términos reales no ha cesado de crecer. En forma adicional, los esfuerzos por lograr una mayor eficiencia en las empresas, particularmente en el sector industrial y el comercio, después de un severo ajuste productivo, han impactado en los niveles de ocupación. Ambos factores deberían ser transitorios, por lo que difícilmente se puede argumentar que la desocupación se mantendrá en niveles como los actuales en forma permanente.



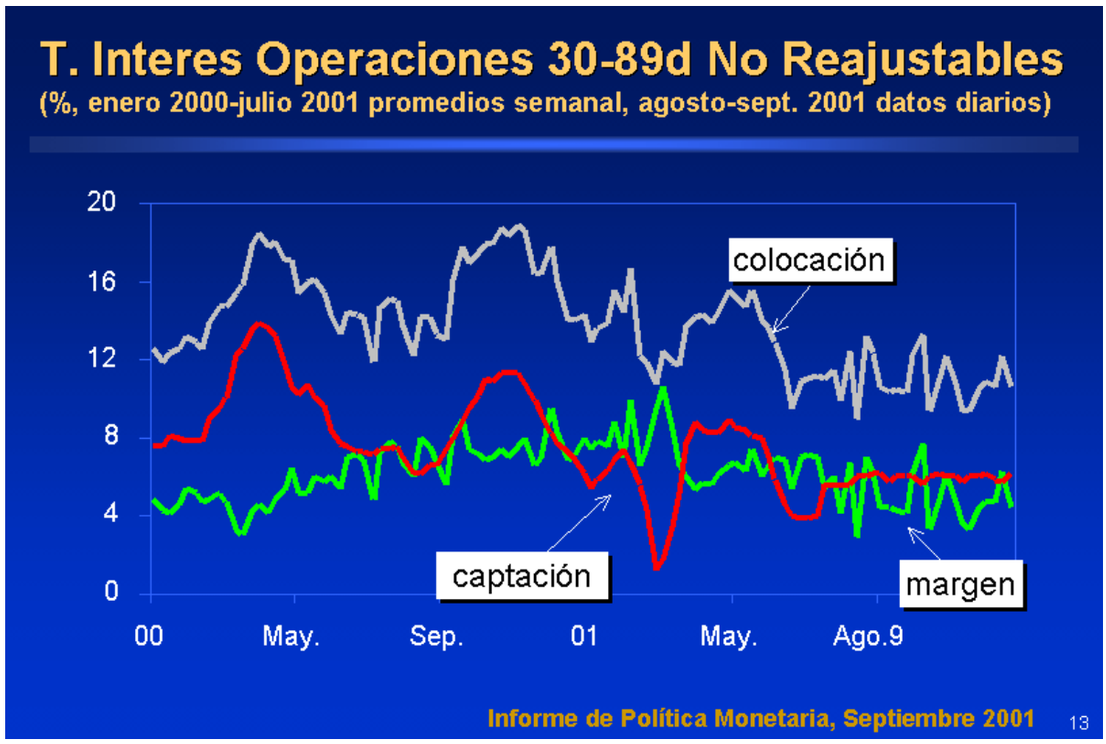
16. Sin embargo, la recuperación de tasas de desempleo bajas requerirá de crecientes grados de flexibilidad en los mercados de factores, como el laboral y el de capitales, y de la remoción de algunas distorsiones regulatorias en los mercados de bienes. Esto será a su vez clave para un rebrote en la confianza de los hogares en cuanto consumidores.

17. La inversión, en cambio, debiera mostrar una recuperación algo más dinámica, especialmente en su componente de construcción. Esto, en parte, debiera ser el resultado de las bajas tasas de interés prevalecientes en lo que va del año.

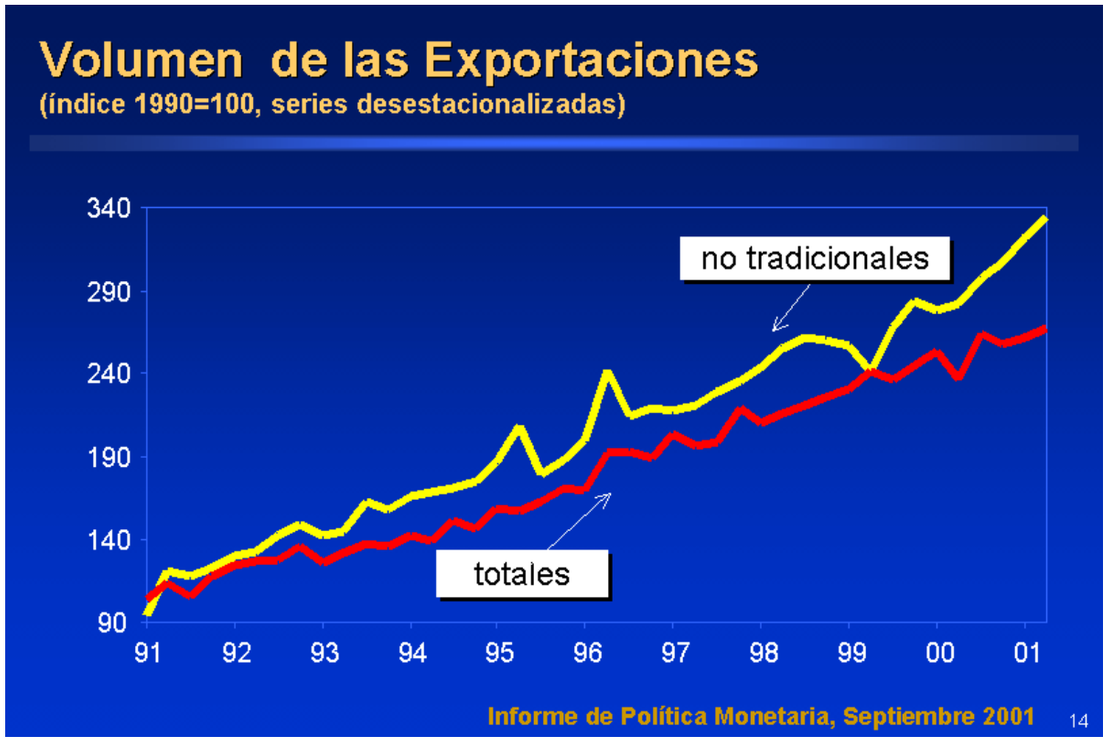
18. En general, la mayoría de las tasas de interés de mercado han reaccionado a las sucesivas reducciones de la tasa de política monetaria desde principios de año. El precio relativo de los instrumentos financieros se determina libremente en el mercado, por lo que su retorno relativo, en circunstancias normales, refleja las expectativas de ganancias o pérdidas de capital asociadas a los movimientos de las tasas de interés de corto plazo y las condiciones de arbitraje internacional.

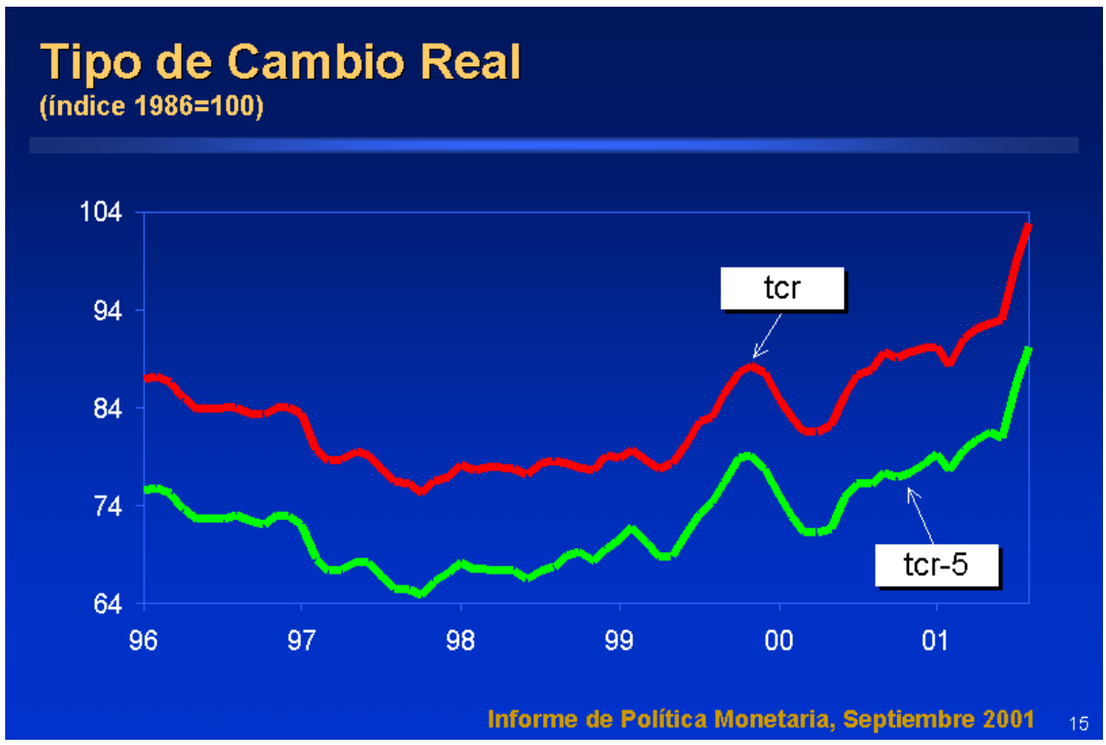


19. Un segmento donde el traspaso de las decisiones de política monetaria fue menos evidente es el de las colocaciones no reajustables a plazos más cortos. El aumento del riesgo de clientes pequeños en el último año, tanto por la situación del empleo como por la corrección de la demanda interna, estaría detrás del aumento en los spreads de estas colocaciones. No obstante, grados crecientes de información y competencia en los mercados, y una mayor flexibilidad en la repactación de las obligaciones, son deseables y apoyan la eficiencia de la economía como un todo. En todo caso, la reciente nominalización de la política monetaria provee, a través de la tasa de política nominal, una referencia para la operación de estos mercados, lo que ya se ha tendido a reflejar en menores spreads en las operaciones no reajustables.



20. El componente más dinámico de la demanda agregada en los últimos tiempos ha sido claramente el de las exportaciones no tradicionales. Durante el primer semestre de este año, el volumen exportado creció un 18%, luego de haberlo hecho en un 9,5% en 2000. Esto ha sido en una proporción importante fruto de la significativa depreciación real que ha experimentado el peso desde 1999 y es doblemente destacable porque ocurre aun cuando en los últimos meses el entorno internacional que enfrenta la economía chilena se ha deteriorado marcadamente.





21. En efecto, a pesar que la desaceleración del crecimiento en los EE.UU. parecía proceder dentro de lo esperado, las últimas cifras indican que el repunte se retrasó; además, su impacto sobre el resto de la economía mundial ha sido mayor. En la zona euro, pero particularmente en Japón, se aprecia una fuerte corrección a la baja en las perspectivas de crecimiento para éste y el próximo año, reduciéndose el crecimiento promedio esperado de los socios comerciales de Chile en torno a un punto porcentual respecto de lo estimado hace unos meses.

Proyección Crecimiento Mundial para el 2001

(%, Consensus Forescast)

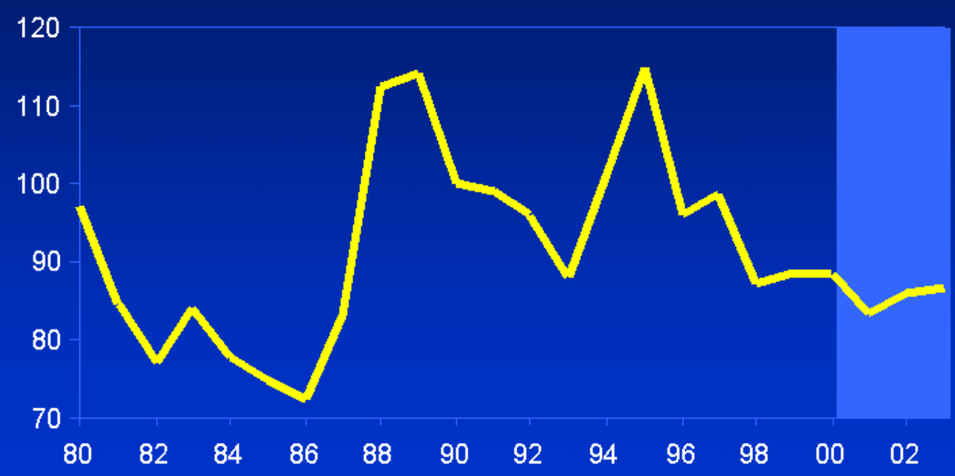
	mayo 2001	sept. 2001
Estados Unidos	1,7	1,7
Europa	2,5	2,1
Japón	0,9	-0,2
América Latina	3,1	1,2
Crecimiento Mundial		
Pond. por PIB	3,3	2,7
Pond. por Exports.	2,5	1,5

Informe de Política Monetaria, Septiembre 2001 16

22. No obstante el crecimiento en cifras de dos dígitos del volumen exportado en el segundo trimestre de este año, la economía chilena no ha estado inmune a la desaceleración del comercio mundial. Dicho fenómeno se ha reflejado en una fuerte caída en los términos del intercambio este año, que se estima cercana a 6%, equivalente para Chile a una pérdida del orden de US$2.200 millones. La caída en los términos del intercambio, aunque parcialmente moderada por el funcionamiento del Fondo de Estabilización del Cobre (FEC), de hecho reduce el ingreso nacional.

Términos de Intercambio 1980-2003

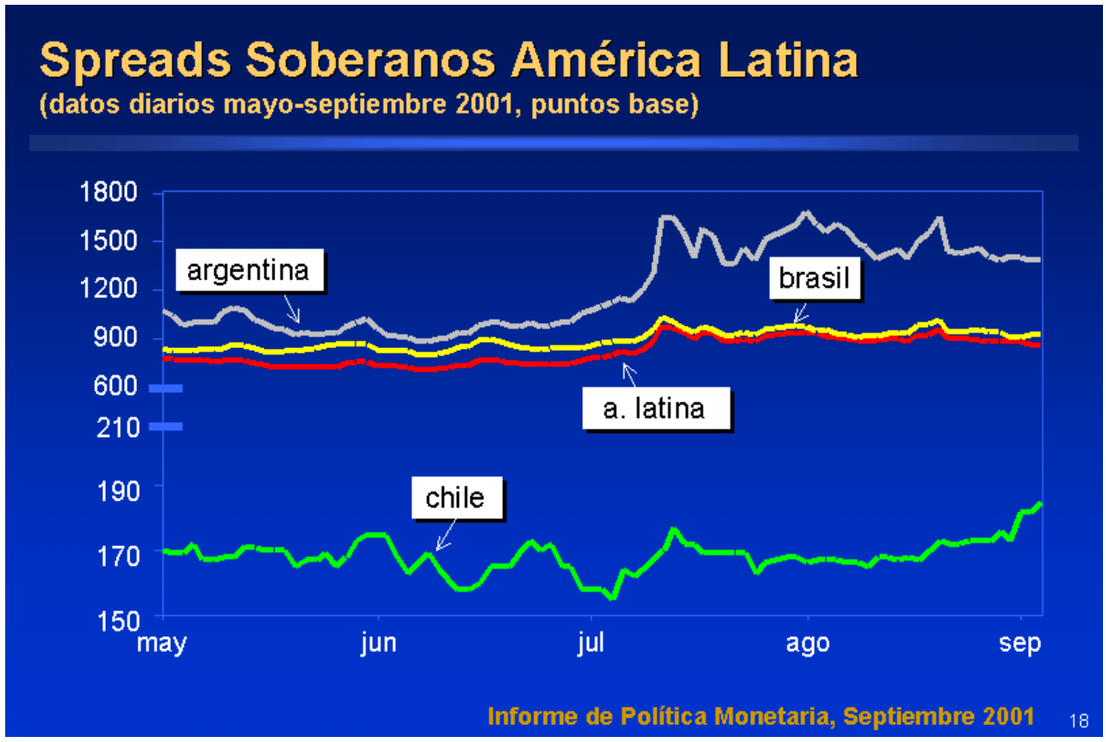
(índice 1990=100)



Informe de Política Monetaria, Septiembre 2001 17

23. La demanda por bienes y servicios no transables también se reduce con la pérdida de ingresos, lo que conlleva una menor demanda por trabajo. Los márgenes de comercialización, al ser procíclicos, acomodan en forma parcial estos cambios en precios relativos. La depreciación real del tipo de cambio obedece en parte a estos fenómenos de ajuste, pero también al empeoramiento en las condiciones financieras de algunas economías emergentes que, de hecho, ha contrarrestado el impulso expansivo sobre la economía mundial de la reducción de tasas de interés en los países industrializados.

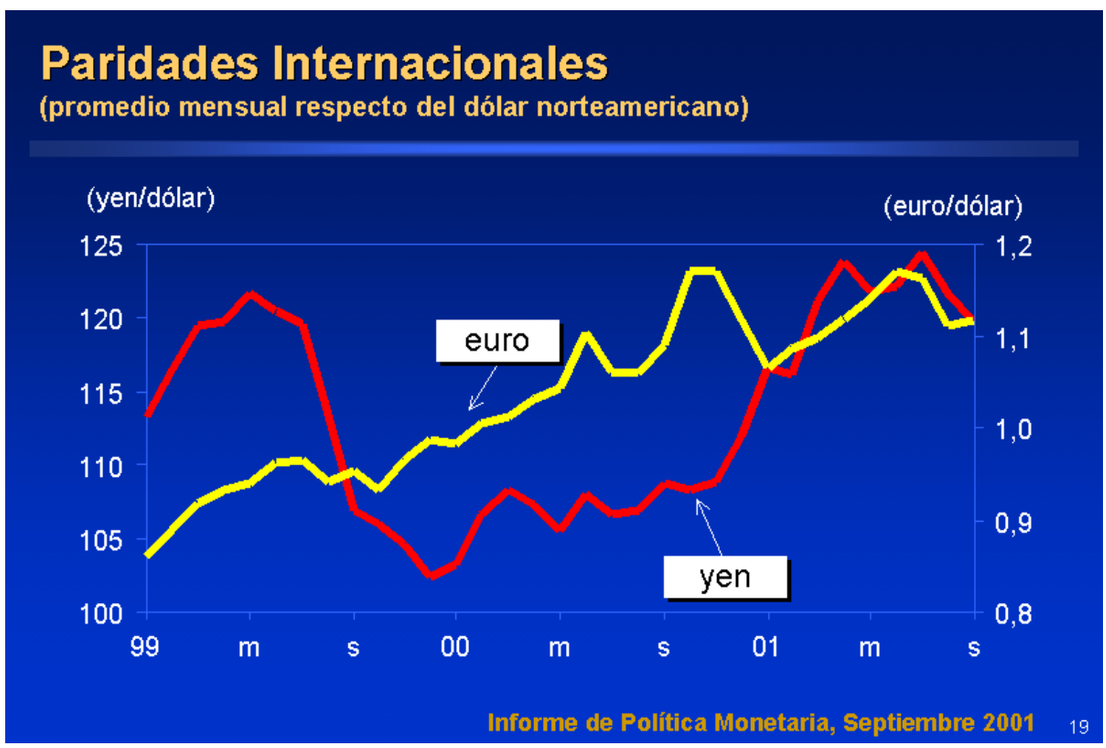
24. El escenario de mayores turbulencias regionales ya no es sólo una posibilidad, sino que forma parte de los supuestos del escenario central en el corto plazo. Tanto Turquía como Argentina han sufrido embates por la incertidumbre respecto de su situación y Brasil ha visto su moneda depreciarse y su riesgo soberano incrementarse. En Chile, el grueso del efecto se ha concentrado en la notoria depreciación del peso, mientras que el premio soberano se ha mantenido prácticamente constante en sus bajos niveles.

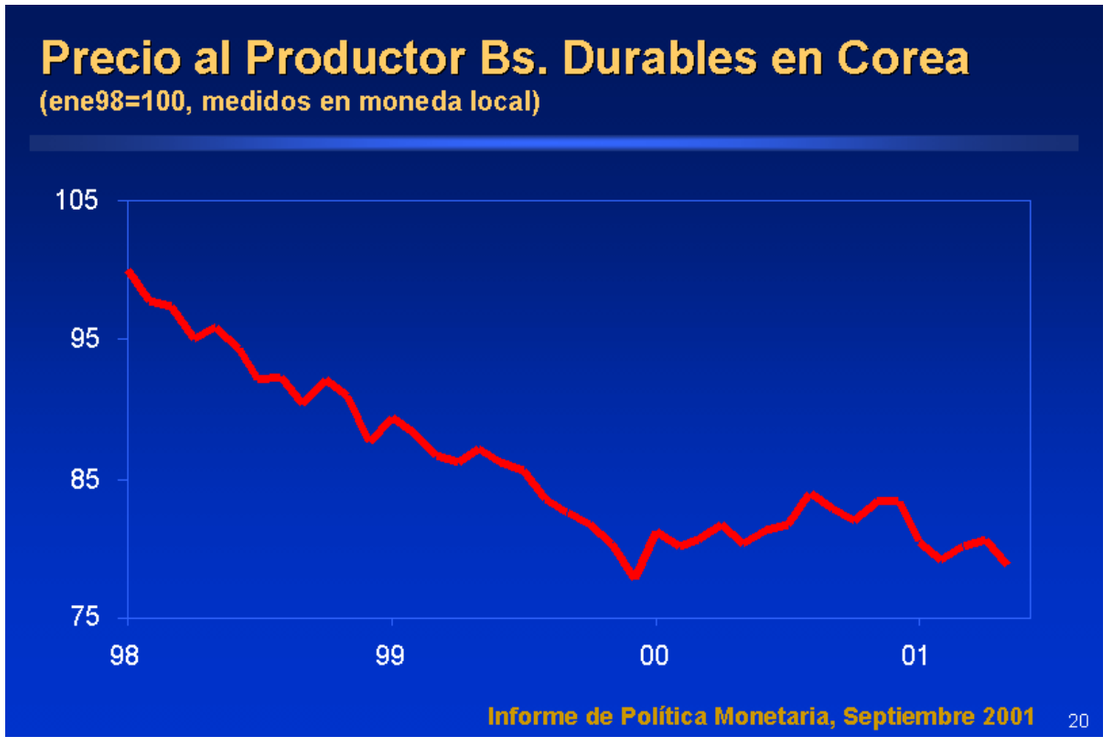


25. Las consecuencias de la depreciación del peso sobre el resto de la economía y sobre la política monetaria deben evaluarse a la luz de desarrollos recientes en la evolución de la demanda interna, el comportamiento de los precios y el marco de las políticas actuales.

26. Respecto del primer punto, la continua inestabilidad en los mercados financieros internacionales incrementa la incertidumbre y posterga las decisiones de inversión y consumo, lo que tiene como contrapartida un reducido déficit en cuenta corriente y menores presiones de demanda interna en el mediano plazo. Ello conlleva que la depreciación acumulada del tipo de cambio real, de más de 35% desde su punto de mayor apreciación a fines de 1997 hasta agosto de este año, tienda a ser más persistente.

27. En segundo lugar, en los últimos años se ha observado un bajo grado de traspaso de los aumentos del tipo de cambio hacia la inflación. Un elemento detrás de lo anterior es la apreciación del dólar en los mercados internacionales, la que se ha traducido en una menor inflación externa en dólares. Además, los precios de bienes durables producidos en Asia, importantes en la canasta de importación, tienden desde hace un tiempo a caer en términos absolutos.

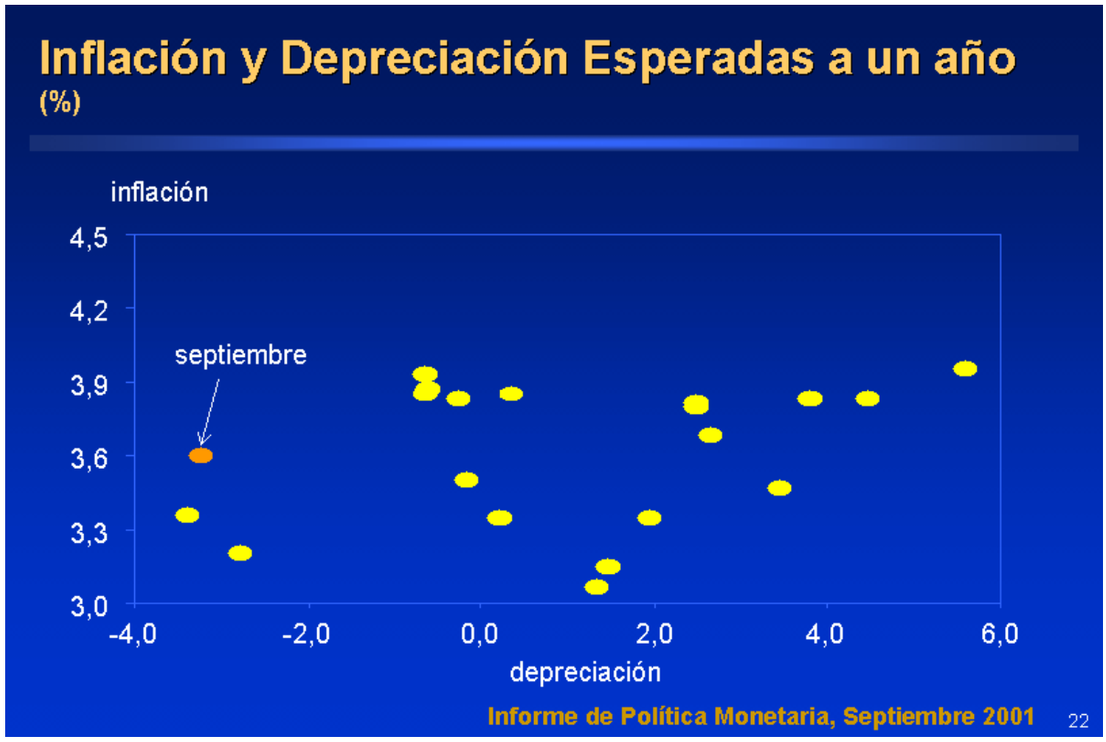




28. En el plano interno, el reducido traspaso a precios del mayor valor del dólar se basa también en la reducción de márgenes de intermediación por mayores presiones competitivas en el comercio detallista local, en el contexto de una actividad económica creciendo por debajo del potencial. A ello se suma la estabilización de la tasa de inflación anual dentro del rango meta, sustentada en la credibilidad de la política monetaria, en un adecuado manejo de las políticas macroeconómicas en general y en la política de flotación cambiaria.

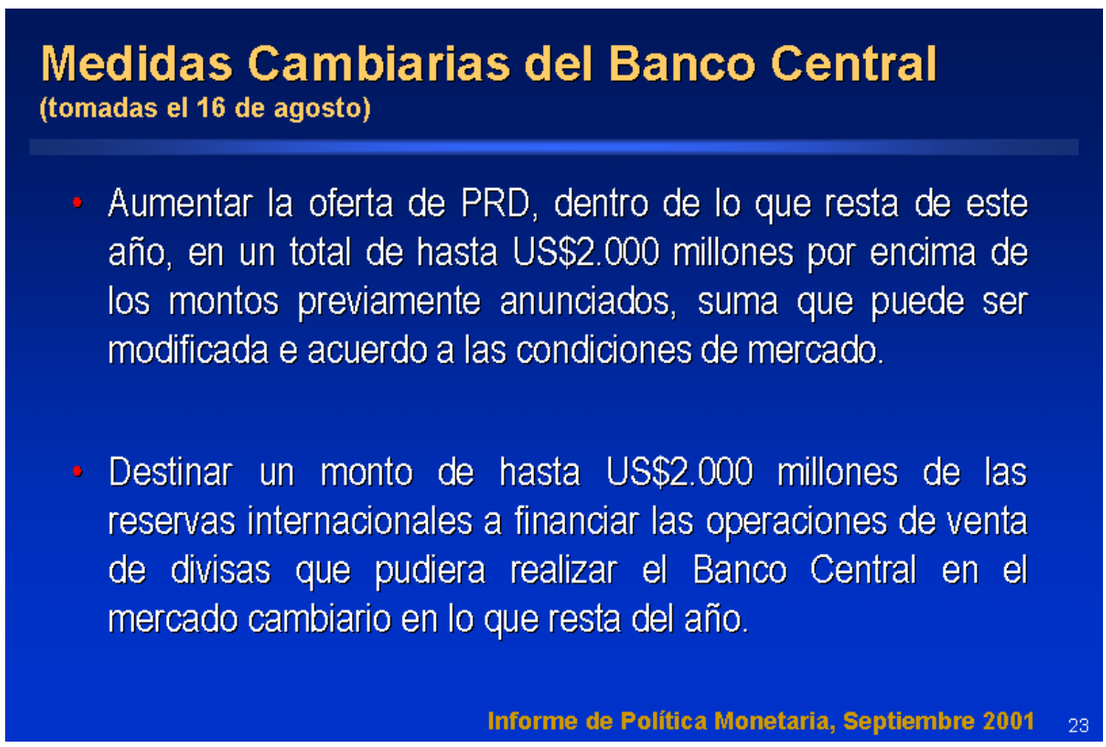
29. En el escenario base de este Informe se considera que, en lo sustancial, se mantienen vigentes estos factores, aunque se supone una reversión gradual y muy parcial de algunos de ellos (como los reducidos márgenes de intermediación y la baja inflación externa en dólares).

30. Finalmente, el bajo traspaso de depreciación a inflación no es una característica exclusiva de la experiencia chilena. Se ha dado también en otras economías con esquemas cambiarios y monetarios similares al chileno, con metas de inflación y flotación cambiaria, como Australia y Nueva Zelandia. La flotación cambiaria, que opera desde 1999, está diseñada precisamente para que el tipo de cambio sea la variable de ajuste frente a las turbulencias financieras o de términos del intercambio que pueda enfrentar una economía pequeña y abierta.



31. Ello permite al Banco Central tener autonomía en la conducción de la política monetaria con el fin de mantener la inflación dentro del rango meta. La credibilidad en el logro de esta meta provee el ancla nominal de la economía, y el comportamiento de las expectativas de inflación en los últimos meses revela que la depreciación del tipo de cambio no la ha afectado mayormente.

32. En este contexto se ubican las medidas adoptadas por el Consejo el día 16 de Agosto, de incrementar la emisión de PRD y de disponer de hasta US$2.000 millones para proveer liquidez al mercado de divisas hasta el 31 de diciembre de este año. Estas medidas tienen por objeto dar mayor estabilidad a los mercados financieros en el país en escenarios de persistencia de las condiciones externas negativas, aumentando la oferta de instrumentos de cobertura de riesgo cambiario y de liquidez en moneda extranjera. Esto se hace sin establecer objetivos para el nivel del tipo de cambio, lo que es congruente con el régimen de flotación.



33. El Consejo estima que el peor contexto internacional explica una parte importante de las variaciones recientes del peso, el que debería tender a fortalecerse gradualmente en el horizonte de proyección.

34. Las proyecciones de crecimiento e inflación en este Informe se elaboran suponiendo que, en el horizonte de ocho trimestres, el tipo de cambio real tiende a apreciarse respecto del promedio del mes de agosto. Esto está en línea con algunas mediciones de las expectativas de mercado, que indican que una parte de la depreciación reciente es de carácter transitorio, así como con el resto de los supuestos del escenario base. No obstante el deterioro reciente del entorno internacional, las perspectivas de una recuperación del ritmo de crecimiento de la economía mundial hacia 2002 y 2003 se mantienen, aunque algo menguadas, en las proyecciones de consenso. Esto lleva a que en el escenario central de este Informe se supongan valores de 2,8% y 3,1% para el crecimiento de los socios comerciales en los próximos dos años.

35. En suma, considerando las perspectivas de recuperación de la economía mundial y un avance gradual en la demanda interna, el escenario central proyecta para el presente año un crecimiento en Chile que llegará a 3,7%, alcanzando 5,0% en 2002 y 5,3% en 2003. A su vez, el gasto interno crecerá a tasas de 2,1% este año pero en torno a 6,5% el próximo bienio. El déficit en cuenta corriente se estima en 2,6% para este año y en 2% durante 2002 y 2003. Las proyecciones de este

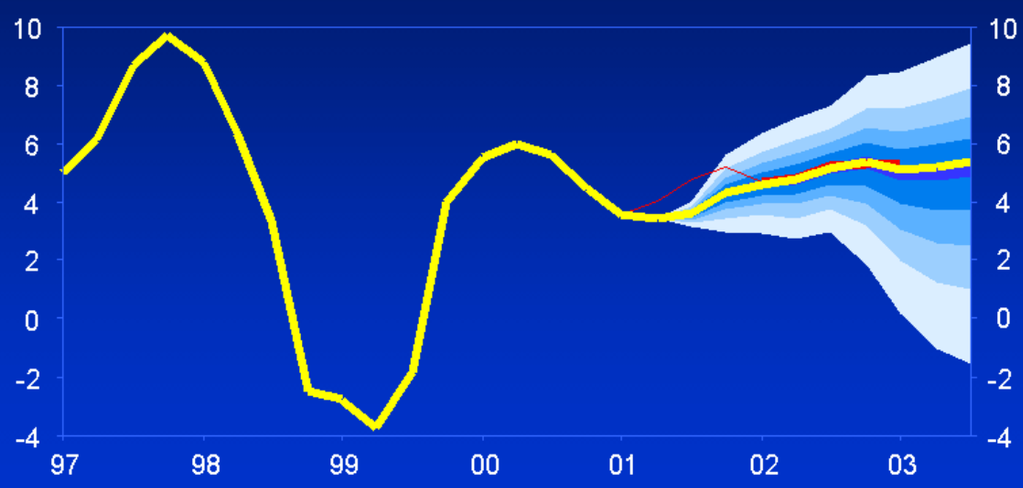
Informe se realizan, como es habitual, bajo el supuesto metodológico que la TPM se mantiene constante en su nivel actual, de 6,5% nominal.

Proyección para la Actividad Económina
(% variación anual)

	2001	2002	2003
Demanda Interna	2,1	6,4	6,6
Exports. Bs. Ss.	8,3	5,7	7,4
Imports. Bs. Ss.	4,2	8,6	7,9
PIB	**3,7**	**5,0**	**5,3**
Déf. Cuenta Corriente (% PIB)	2,6	2,0	2,0

Informe de Política Monetaria, Septiembre 2001 24

Proyección de Crecimiento
(% variación anual)



Informe de Política Monetaria, Septiembre 2001 25

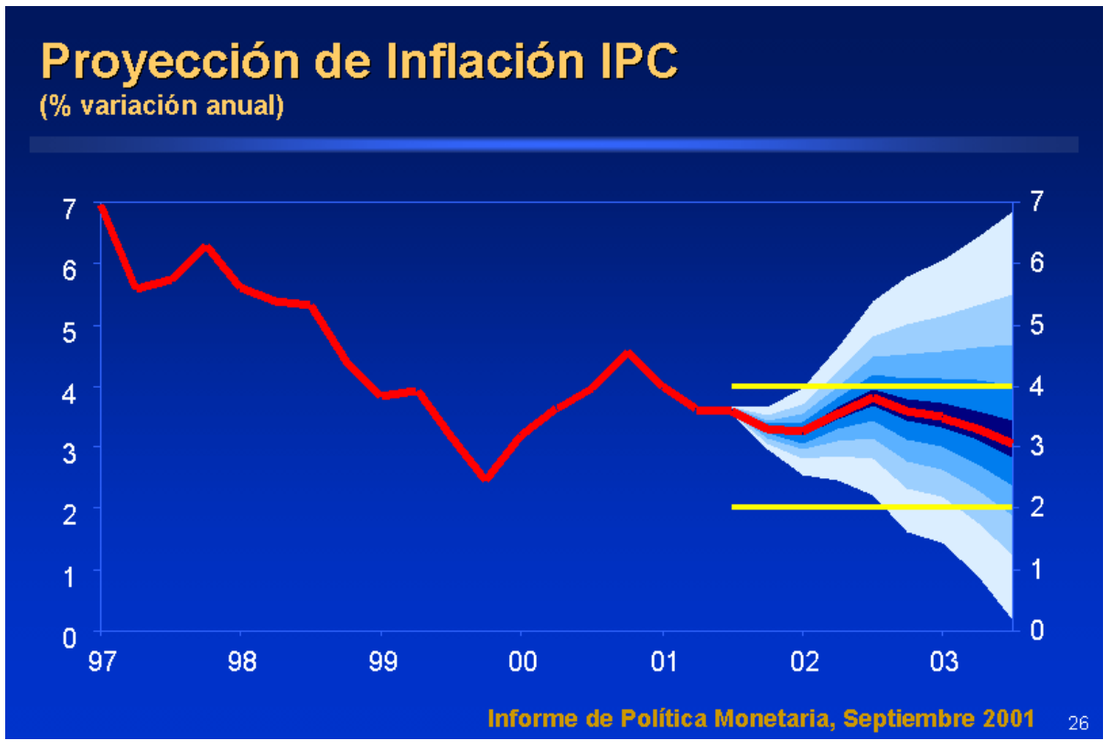
36. El crecimiento durante este año estará claramente por debajo de las previsiones del mercado y del Banco Central realizadas el año pasado. La corrección a la baja se debe, en lo fundamental, a que el escenario macroeconómico externo que enfrenta la economía chilena, desde mediados del año pasado, ha sido ciertamente mucho menos promisorio de lo que se anticipó un año atrás.

37. El shock petrolero fue y sigue siendo más intenso y duradero de lo previsto, afectando negativamente el ingreso disponible de los hogares y los costos de producción de las empresas. Esto, junto a la desaceleración rápida de la economía mundial, la permanencia de los términos del intercambio en niveles bajos y las frecuentes turbulencias en los mercados financieros internacionales, han conformado un entorno poco favorable para el crecimiento económico nacional. No obstante, es también claro que hay factores en el país que han incidido sobre la desaceleración de la demanda interna observada desde el segundo trimestre del año pasado y que tienen una dinámica propia más allá del entorno externo.

38. El mismo escenario internacional más adverso ha desnudado varias falencias en el funcionamiento de los mercados internos, algunas ya tradicionales (como la falta de flexibilidad en los salarios reales) y otras que son más atribuibles a problemas de regulación (o exceso de la misma) acumulados en el pasado o temidos, por algunos sectores, para el futuro.

39. La inflación se ha mantenido muy cercana al centro del rango meta en los últimos meses, aunque la elevada cifra de agosto significó un repunte puntual importante. Los precios de los diversos combustibles han jugado un rol destacado. Hasta ahora, el precio del petróleo Brent ha seguido una trayectoria algo por sobre lo previsto en el Informe de mayo, y se espera que se mantenga en niveles cercanos a los actuales, promediando el barril US$26 este año y US$24 durante 2002 y 2003. Esta trayectoria es consistente con los recortes de producción anunciados por la OPEP. Una disminución brusca adicional en los precios internacionales de los combustibles no se manifestará completamente en los precios a público en Chile, puesto que el FEPP está cercano a operar acumulando recursos.

40. En el corto plazo, se estima que las tasas de inflación del IPC y del IPCX alcancen cifras de 3,1% y 3,4% a fines del presente año, respectivamente. Más hacia delante, los distintos supuestos del escenario base hacen previsible que la inflación, tanto medida por el IPC como por el IPCX, se mueva hasta el límite superior del rango meta hacia mediados del próximo año, antes de volver a estabilizarse en torno a 3% cerca del fin del horizonte de política. Se estima que la inflación del IPC se ubicará en 3,5% a diciembre de ese año (3,6% en el promedio del cuarto trimestre de 2002) y 3,0% hacia el último trimestre de 2003, mientras que la inflación del IPCX llegará a 3,6% en el cuarto trimestre de 2002 y 3,0% en el último trimestre de 2003.



41. Esta trayectoria de la inflación es coherente con diversos factores. En primer lugar, a pesar de que aparentemente el traspaso de depreciación a inflación ha sido bajo hasta ahora, éste no es nulo, lo que se manifestará probablemente en una aceleración de la inflación anual hacia mediados del próximo año. Además, el escenario central supone un tipo de cambio real que tiende levemente a la apreciación respecto del promedio alcanzado en el mes de agosto.

42. En segundo lugar, el deterioro del escenario internacional, en particular en los precios externos en dólares, tiende a disminuir las presiones inflacionarias de mediano plazo, las cuales seguirán contenidas a pesar de la aceleración previsible de la actividad durante el segundo semestre y los próximos años.

43. Tercero, la reducción esperada del precio del petróleo no generará reducciones adicionales en la inflación más allá de las que ya se han observado. Finalmente, las expectativas de inflación de mediano plazo se ubican claramente dentro del rango meta y cercanas a 3%.

44. Como siempre, todas las proyecciones que entrega este Informe están en sintonía con los eventos que el Consejo estima como más probables durante los siguientes ocho trimestres, y que constituyen el escenario base de proyección. Sin embargo, es posible que la economía durante los próximos dos años siga caminos diferentes a los previstos, lo que configura una serie de escenarios alternativos y el balance de riesgos. Estos eventos alternativos se asocian al entorno internacional y a la evolución de la economía interna.

45. Entre los primeros, se destaca la incertidumbre asociada a la situación en las economías emergentes. Aunque gran parte del escenario negativo considerado en Informes anteriores se ha ido materializando durante el segundo y tercer trimestres, es claro que la situación podría sufrir un deterioro mayor. Esto probablemente se vería acompañado por una depreciación transitoria adicional del peso. Por otro lado, la magnitud del impacto sobre inflación de la depreciación reciente del peso y el momento en que se manifieste pueden estimarse sólo en términos gruesos, añadiendo grados de incertidumbre adicionales a los que ya existen sobre la trayectoria del tipo de cambio.

46. Si bien EE.UU. ha mantenido un crecimiento positivo, aunque bajo, hasta ahora y se espera que crezca a tasas razonables en los siguientes semestres, existen riesgos importantes de una desaceleración mayor de la economía de este país, no descartándose un cuadro recesivo. El escenario alternativo está conformado, entonces, por una desaceleración más prolongada del crecimiento mundial, en el futuro próximo, que mantendría en niveles deprimidos los precios de los principales productos de exportación, acotando el crecimiento del gasto interno.

47. En el ámbito interno, a pesar de señales incipientes que indican que la actividad entrará en una senda de aceleración durante el segundo semestre, aún es temprano para asegurar un crecimiento sostenido del gasto. De hecho, el crecimiento de la producción industrial y las importaciones se resintió en julio, alterando la tendencia alcista que traía de meses anteriores.

48. La ocurrencia de estos escenarios alternativos, tanto a nivel externo como interno, puede ciertamente modificar las proyecciones de inflación y crecimiento. El Consejo estima que, a la luz de la información disponible hasta ahora, el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja. Aún existe cierta incertidumbre sobre la persistencia de la aceleración de la actividad económica interna, al ser muy inciertos la velocidad de crecimiento de la economía mundial en los próximos años y el escenario de términos de intercambio.

49. Por otro lado, existe el riesgo de que las turbulencias regionales se exacerben, presionando por una mayor depreciación del peso respecto de lo estimado en el escenario central. Además, como se mencionó anteriormente, la relativa falta de certeza frente al momento y magnitud precisa del traspaso de un fenómeno de este tipo a los precios internos puede, en determinadas circunstancias, inducir a un aumento de las expectativas de inflación de mediano plazo. Con estos antecedentes a la vista, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación se encuentra algo sesgado al alza.

50. Es importante notar que estos balances de riesgos para la inflación y el crecimiento no implican que el escenario alternativo más probable sea el que conjugue mayores presiones inflacionarias con un menor crecimiento económico. Más bien, los escenarios alternativos se ven conformados por conjuntos de eventos relativamente independientes, como son la evolución de la economía mundial como un todo y las perspectivas financieras en las economías de la región, y se construyen suponiendo que la TPM se mantiene constante en su nivel actual.

51. En cualquier caso, el Banco Central continuará atento a la ocurrencia efectiva de alguno de estos escenarios alternativos, de modo de usar su política monetaria con toda la flexibilidad necesaria para no comprometer el logro de la meta de inflación. El Consejo prestará especial atención en los próximos meses a la velocidad de crecimiento del consumo y el empleo, así como a los desarrollos en la economía mundial, en particular el ritmo de crecimiento en EE.UU. y la situación financiera en el resto de las economías emergentes.

III. Contexto en el que se desarrollan las políticas

52. Un punto que quisiera destacar una vez más se refiere al contexto en el cual se desarrolla la política económica chilena. Ciertamente, el marco de políticas vigentes en nuestro país es aquel en que se puede lograr la mejor amortiguación de los efectos negativos que se reciben desde el exterior. Los países pequeños y altamente dependientes de los desarrollos económicos mundiales, están expuestos a fluctuaciones y volatilidades con un grado importante de amplificación y propagación hacia los mercados locales, debido principalmente a que los vínculos existentes con el sistema financiero internacional son débiles y a que a los sistemas financieros nacionales les falta un grado importante de profundización y mayor desarrollo.

53. Una contribución importante que pueden hacer los Bancos Centrales de los países con miras a garantizar una mayor estabilidad financiera, es ayudar a crear las condiciones necesarias para que los efectos de los shocks externos se distribuyan en diferentes mercados.

54. El esquema de metas de inflación, vigente en Chile desde comienzos de la década pasada, ha sido un pilar fundamental para la consecución de la estabilidad macroeconómica y para afianzar la credibilidad en la autoridad monetaria, características altamente deseadas por todo Banco Central, en particular en episodios de inestabilidades financieras generalizadas. Este esquema, unido a la libre flotación cambiaria, ha permitido en los últimos años que los efectos de los shocks externos no se concentren en mercados específicos, tal como sucedió en el pasado en la economía chilena.

55. La libre flotación del tipo de cambio, que opera en nuestro país desde septiembre de 1999, ha facilitado la implementación de una política monetaria expansiva por parte del Banco Central, con niveles de tasas de interés consideradas como históricamente bajas, tal como las que han prevalecido en los últimos meses. Al mismo tiempo, ha permitido un desarrollo continuo del sector exportador, en particular de aquellos productos no tradicionales, hecho altamente relevante si se tienen en cuenta las revisiones a la baja del crecimiento de los principales países del mundo.

56. En materia de cuenta de capitales, durante la década de los noventa la autoridad monetaria chilena condujo un prudente y gradual proceso de liberalización, diseñado para lograr una plena integración con los mercados financieros internacionales, pero tratando de minimizar los riesgos que pudieran poner en peligro el proceso de estabilidad financiera y macroeconómica de nuestro país.

57. Así, en el pasado mes de abril, y en la medida que se fueron sentando las bases para una plena integración financiera con un mínimo de riegos asociados, el Banco Central culminó con el proceso de liberalización de la cuenta de capitales. En la práctica, la nueva normativa eliminó las restricciones cambiarias que hasta ese momento afectaban a las decisiones de inversión y financiamiento. Entre otras medidas, destacaron la eliminación del requisito de encaje a los capitales provenientes del exterior y del requerimiento de autorización previa que tenía lugar para ciertos movimientos de capitales desde y hacia el exterior.

58. Más recientemente, la nominalización de la tasa de política monetaria ha sido una consecuencia lógica de la modernización de la política monetaria del Banco Central. Desde mediados de los años ochenta, la política monetaria se implementó a través de las tasas de interés reajustables. Este fue el instrumento considerado como adecuado para ese momento, debido a la historia de elevada y variable inflación que existía en Chile y la relativa profundidad de los mercados financieros de renta fija indizada a la UF.

59. Durante los años noventa el Banco Central avanzó en diversas direcciones que apuntaban a modernizar el instrumental de política, definiendo primero la tasa interbancaria diaria como el instrumento relevante, en 1995, para luego crear mercados incipientes en pesos, al introducir documentos nominales a 90 días y un año. En 1999, luego de la flotación cambiaria, se avanzó substantivamente en abrir la cuenta de capitales y aumentar la transparencia en la conducción de la política monetaria. El paso natural de este proceso fue la nominalización de la política monetaria, considerado como fundamental para la integración de nuestra economía con los mercados financieros internacionales y para el desarrollo y profundización de los mercados de productos denominados en pesos.

60. Dentro de este conjunto de políticas, un complemento importante ha sido el comportamiento de la política fiscal durante los últimos años, en particular luego del anuncio de una política basada en un superávit estructural, hecho que sin duda alguna se ha constituido en un pilar adicional sobre el cual se han asentado las demás políticas macroeconómicas del país.

61. En materia de resultados, se puede argumentar que este conjunto de políticas ha sido plenamente exitoso y coherente, pues la tasa de crecimiento de nuestro país, si bien está por debajo de lo que es su potencial, es de las más elevadas dentro del contexto latinoamericano y de los países emergentes, sin considerar los grandes países de economías más cerradas, China e India. Ya es sabido que países de Asia como Singapur y Taiwán se encuentran en recesión, en tanto que un número importante de países de América Latina han revisado drásticamente a la baja sus proyecciones de crecimiento para éste y el próximo año.

Proyección Crecimiento Mundial para el 2001

(%, Consensus Forecast)

	ene '01	may '01	sep '01
Indonesia	4,0	3,3	2,6
Singapur	6,2	4,8	-0,3
Corea	4,7	3,9	3,2
Taiwán	5,0	4,5	1,4
Brasil	4,1	4,0	1,8
México	4,5	3,1	0,8
R. Checa	3,3	3,4	3,4
Polonia	4,8	3,4	2,8

62. Importantes proyectos de inversión en infraestructura e inmobiliarios, anunciados por el Presidente de la República para los próximos años, significarán un estímulo adicional para la demanda interna y el empleo. Esto permitirá cambiar el rostro en gran parte de las regiones, retomar un mayor dinamismo económico y hacer crecer a nuestro país posiblemente por sobre lo que se proyecta en este Informe, si la economía mundial retoma la senda de una clara recuperación.

IV. Profundización y modernización del Sistema Financiero nacional

63. La conducción futura de la política monetaria bajo el esquema de metas de inflación requiere que se modernice la institucionalidad regulatoria del sistema financiero chileno. Una economía sana requiere mantener un sector bancario sólido y seguro que asigne fondos a los prestatarios en una adecuada combinación de riesgo-retorno para asegurar el funcionamiento eficiente del sistema de pagos.

64. La justificación de un sistema basado en la regulación se sustenta en posibles fallas del mercado, tales como la existencia de información asimétrica o el riesgo moral. Un sistema moderno de supervisión contempla diversos aspectos: énfasis en la regulación prudencial; la creación de incentivos para que el mercado supervise las instituciones financieras; procedimientos adecuados para solucionar situaciones de inestabilidad financiera; transparencia para que el mercado de capitales funcione a través de estándares de control; y funcionamiento de las instituciones privadas que contribuyan a la eficacia del mercado, como clasificadores de riesgo y auditores externos.

Sistema de Supervisión Moderno

- Regulación prudencial.
- Incentivos al mercado para supervisión.
- Procedimientos adecuados.
- Mayor transparencia.
- Instituciones privadas contribuyen a la eficacia (clasificadores de riesgo, auditores externos).

65. Luego de la crisis de los años '80 una vez recuperada la estabilidad y solvencia del sistema, la institucionalidad regulatoria enfrentó nuevos desafíos asociados al proceso de globalización y de inserción e integración internacional de la economía, a la consolidación de los agentes financieros y a la sofisticación de nuevos productos.

66. Las principales reformas financieras dictadas por las autoridades reguladoras en los últimos años pueden resumirse en aquellas que propenden a acotar de mejor forma los riesgos financieros, complementadas por la autorización de nuevas operaciones bancarias.

67. Un elemento adicional en la profundización del mercado financiero se obtiene, indirectamente, con la decisión del Banco Central de utilizar una tasa nominal de interés como tasa de política monetaria. Esto permitirá un mejoramiento de la estructura de activos y pasivos no sólo del mismo Banco Central, sino además del sector financiero privado en la medida que se mejoran los calces de monedas que cada sector posee en sus portafolios. Ello redundará en un beneficio para todos los agentes del sector financiero y para la economía como un todo.

68. La internacionalización de la banca puede implicar un fuerte aumento de la eficiencia del sector financiero. Aparecen nuevos servicios, mayor innovación financiera, mejor aprovechamiento del capital de un banco y una mayor diversificación del riesgo. En consecuencia, aparecen nuevas fuentes de crecimiento y se promueve el desarrollo de la exportación de servicios.

69. Sin embargo, con la internacionalización surgen algunos riesgos, y se requiere adoptar medidas que permitan mantenerlos acotados. Para ello se han planteado un conjunto de mecanismos, tales como la regulación de la inversión de los bancos en el exterior.

70. En los últimos años, en el sistema financiero chileno se han desarrollo una serie de innovaciones en productos. El país cuenta ahora con un mercado desarrollado de colocaciones de consumo, comerciales, de comercio exterior e hipotecarias. Existe un amplio mercado de instrumentos de renta fija y variable, incluyendo pactos de retrocompra ampliamente utilizados por el Banco Central en el manejo de liquidez del mercado interbancario.

71. No obstante, recientemente el Banco Central ha procedido a ampliar la gama de productos vinculados a pagos, ahorro y manejo de riesgos financieros, autorizando la emisión de dinero electrónico, y la operación de nuevos productos derivados que facilitan el manejo de los riesgos financieros. Dentro de éstos últimos destacan los futuros en monedas, tasas de interés locales e internacionales, y determinadas formas de instrumentos forwards y swaps. Asimismo, se levantó el requisito de autorización previa para operar con derivados de tasas de interés con el exterior.

72. A su vez, el Banco Central ha ayudado a profundizar y completar mercados mediante la emisión de instrumentos reajustables según las variaciones del tipo de cambio, los que permiten cubrir riesgos cambiarios y canjear pagarés pagaderos en cupones por pagarés cero cupón, satisfaciendo la demanda por instrumentos de largo plazo. Para un desarrollo más eficiente del mercado cambiario, también se han autorizado préstamos interbancarios y pactos entre instituciones financieras en moneda extranjera.

73. No obstante, el vertiginoso crecimiento de los instrumentos financieros, en particular los derivados, puede potenciar los riesgos a que se enfrenta el sistema financiero. Por ello, ha sido necesario acotar la toma de riesgos excesivos que las instituciones bancarias enfrentan por la toma de posición neta en moneda extranjera.

74. En la actualidad, la mayoría de los riesgos que enfrentan los bancos se encuentra adecuadamente controlada, sean éstos riesgos de monedas, de tasas de interés, de inflación, de iliquidez o de contagio. El Banco Central ha introducido paulatinamente importantes mejoras a la normativa sobre calce de activos y pasivos en diversas monedas, plazos y tasas de interés.

75. Públicamente se ha informado acerca de la reforma y modernización del sistema de pagos que prepara el Banco Central. Este proyecto tiene como objetivo fundamental establecer mecanismos de liquidación más eficientes y seguros. En sus aspectos centrales la reforma busca asegurar que los riesgos de liquidación de pagos entre las instituciones financieras sean debidamente asumidos y cautelados por las mismas instituciones, evitando que éstos se transfieran al resto del sistema financiero, al público o al Banco Central. La posibilidad de realizar transferencias electrónicas en tiempo real y contra saldos disponibles permitirá eliminar una parte sustancial de los riesgos presentes en la liquidación de pagos.

76. El avance en la modernización de nuestro sistema financiero requiere de pasos adicionales, que se ven facilitados por dos hechos recientes, vinculados entre sí: la consolidación de inflaciones anuales bajas y estables, y la nominalización de la tasa de interés de política monetaria.

77. Uno de los pasos adicionales, sobre el cual se está haciendo un riguroso estudio, se refiere al pago de intereses sobre obligaciones a la vista y cuentas corrientes. Este es un tema que debe ser abordado con el suficiente cuidado de tal forma de cautelar la coherencia con el resto de la regulación financiera. Otros aspectos se refieren a la normativa de las libretas de ahorro y las reformas en marcha al sistema de pagos. Asimismo, creemos necesario se inicie una revisión global del esquema de garantías a los depósitos que funciona desde 1986 en el país, y que resulta conveniente replantear a la luz de estas modernizaciones.

78. La actual normativa financiera del Banco Central permite el pago de intereses y reajustes sobre obligaciones a plazo, pero prohibe dicho pago sobre captaciones del público a menos de 30 días, que se consideran a la vista en la Ley General de Bancos.

79. La autorización de pago de intereses sobre ciertas obligaciones a la vista es una iniciativa que tiene una serie de ventajas desde el punto de vista de la eficiencia y competencia del sistema financiero. Sin embargo, es necesario conciliar esta necesidad de mayor competencia y eficiencia con el esquema de garantías vigente.

80. Se debe considerar que el pago de intereses sobre obligaciones vista probablemente aumenta la base sobre la cual se aplica la garantía del Banco Central. Además, un régimen en que éstas se benefician del pago de intereses y además se garantizan a todo evento, podría incentivar graves distorsiones en el sistema. En efecto, al eliminar el necesario balance entre rentabilidad y riesgo, se crea un riesgo moral que será particularmente evidente en el caso de instituciones que pudieran exhibir problemas de solvencia y por ende de mayor riesgo.

81. En línea con lo anterior, se estima necesario avanzar en un examen crítico del esquema vigente de garantía y seguro de depósitos. Ello debería llevar al diseño de mecanismos más eficientes de protección a los depositantes, lo que se traducirá en un sistema más sano y eficiente, y en el que se cautelen debidamente los problemas de riesgo moral a que están afectos muchos de estos mecanismos. Esta iniciativa debe abordarse en un trabajo conjunto entre el Banco Central, la SBIF y el Ministerio de Hacienda.

82. El sistema de regulación y supervisión actual tiene sólidas bases. Sin embargo, los sistemas financieros y sus regulaciones se ven enfrentados a continuos procesos evolutivos. La creciente complejidad de los sistemas, en conjunto con la mayor internacionalización de la banca, requiere que la regulación prudencial descanse cada vez más en la autorregulación por parte de los mismos entes financieros.

83. El mismo mercado, y las propias instituciones financieras organizadas, deben ser capaces de proveer elementos de disciplina para el correcto funcionamiento del sector financiero, para lo cual es indispensable perseverar en la entrega de información relevante, oportuna y confiable para el público.

84. Esto ha significado cada vez un mayor nivel de capacidades gerenciales adecuadas a los nuevos tiempos y de un compromiso primordial por parte de los directores de las instituciones financieras. Así se han dado pasos concretos para aumentar los niveles de transparencia y profesionalización de las decisiones.

85. Ello, no obstante, requiere la vigilancia permanente y efectiva por parte de las autoridades monetaria y bancaria.

86. En este contexto general, me complace informar al H. Senado que hemos concluido un acuerdo preliminar con el Ministerio de Hacienda para transformar parte de la deuda en dólares del Fisco con el Banco Central en deuda en pesos. Esto ayudará a resolver el déficit patrimonial del Banco Central, y será una importante contribución al fortalecimiento institucional del Banco. Este acuerdo debe ser presentado próximamente al Congreso para su sanción legal.

87. Finalmente, no puedo dejar de hacer un comentario adicional sobre los terribles acontecimientos de ayer en los Estados Unidos. Lamentamos profundamente las víctimas causadas y los daños infligidos. Pero más allá del dolor de ayer y de hoy, habrá seguramente otras consecuencias que hoy es difícil prever. Hemos hecho un análisis interno en el Banco Central de las posibles consecuencias, y mantenemos una evaluación minuto a minuto de la situación de los mercados y de sus perspectivas. El actual esquema de políticas macroeconómicas es el mejor para enfrentar esta coyuntura, y estamos preparados para adoptar las medidas que puedan resultar necesarias para minimizar los efectos de esta tragedia sobre la economía chilena. Ya hemos dispuesto, en el día de ayer medidas necesarias para asegurar un funcionamiento ordenado de los mercados financieros y otorgar una adecuada provisión de liquidez acorde con las necesidades en estas especiales circunstancias. Asimismo, el Banco Central mantendrá una mirada atenta en el mercado cambiario, con el fin de adecuar sus operaciones a los requerimientos por cobertura de riesgo y liquidez en moneda extranjera, cuidando evitar que se produzcan efectos financieros perturbadores en ese mercado.