

La economía chilena ante la volatilidad de la economía internacional

Exposición de María Elena Ovalle, Consejera del Banco Central de Chile, en la Universidad Diego Portales, Santiago 24 de agosto de 2001

Quiero agradecer, en forma especial, la invitación de la Facultad de Ciencias Administrativas de la Universidad Diego Portales y manifestarles mi especial agrado de estar hoy con Uds. En mi presentación haré un análisis de la situación económica, enfatizando sobre los efectos que tienen sobre ella las turbulencias de la economía mundial. Para una mayor claridad, dividiré la presentación en dos partes: en la primera, haré una síntesis de las principales crisis económicas vividas en el siglo pasado, sus costos, repercusiones y las lecciones que han dejado, y en la segunda, analizaré la coyuntura actual, mencionando especialmente las últimas decisiones del Consejo del Banco Central tomadas en julio y agosto, referentes a la nominalización y a las medidas cambiarias.

I. BREVE HISTORIA DE LAS PRINCIPALES CRISIS INTERNACIONALES QUE HAN AFECTADO LA ECONOMÍA CHILENA:

El siglo XX se ha caracterizado por el sustancial crecimiento de la economía. En términos reales, el producto del país se ha multiplicado por 24. El producto per cápita, que era de US\$2.300 el año 1900, ha crecido hasta US\$11.200 medidos en términos del poder de compra en dólares de 1995. Además de crecer, el país ha experimentado un conjunto de transformaciones económicas y sociales, que han aumentado la movilidad social, la equidad, la educación y la salud de la población. No hay duda que hemos avanzado; sin embargo, no podemos dejar de reconocer que ha sido un camino difícil, pues, además de los problemas internos, Chile ha estado expuesto a los vaivenes y a las transformaciones de la economía internacional.

El Banco Central de Chile fue fundado al inicio de una de las más grandes crisis económicas e institucionales que ha vivido el país: el final del primer gobierno de Arturo Alessandri. Este período de inestabilidad, que se extendió desde 1924 hasta la restauración de 1932, tiene una multiplicidad de causas y consecuencias en todo el ámbito de la política económica; sin embargo, marca un cambio radical en la estructura económica nacional. La economía chilena, hasta entonces una economía abierta, altamente dependiente del salitre, se vio enfrentada a la aparición del nitrato sintético durante la primera guerra mundial y a un progresivo cierre del comercio internacional, que dio lugar a un serio retroceso de las exportaciones y el PIB, lo que contribuyó a una devaluación progresiva de la moneda y un creciente déficit fiscal. Dicho proceso, que culmina con el inicio de la segunda guerra mundial, da un impulso definitivo a la estrategia de industrialización por sustitución de importaciones.

La fundación del Banco Central fue una más de un conjunto de medidas que acompañó a la Constitución de 1925 y un último intento de la época por estabilizar el funcionamiento económico e institucional del país. Desde entonces, el Banco Central ha estado dedicado a enfrentar, de diferentes maneras, las turbulencias de la economía internacional. La creación del Banco, por ejemplo, estuvo directamente asociada a la reinstalación del patrón oro, con el objeto de estabilizar el tipo de cambio e independizar la política monetaria del creciente déficit fiscal.

Si uno sigue nuestra historia económica y hace un recuento muy sintético de las principales crisis, nos encontramos con la "Gran Depresión" (1929-32), producto de la primacía internacional del patrón oro y de los conflictos económicos derivados de la primera guerra mundial. Las masivas quiebras financieras se tradujeron en una violenta reducción de la cantidad de dinero en todos los países, lo que contribuyó a agravar la contracción de la economía mundial. Para Chile, significó una violenta caída de la demanda de salitre, su principal producto de exportación, por lo que fue una de las economías más golpeadas. Las razones que se dan para ello fue la mantención del patrón oro adoptado en 1925, que había sido abandonado por la mayoría de las economías en crisis y la extrema sensibilidad de nuestra economía a los cambios en volúmenes y precio de las exportaciones y la pérdida de acceso a los mercados de capitales internacionales.

La crisis económica y política desencadenada por la gran depresión dejó una importante lección: que las políticas que parecían adecuadas en 1925 claramente no lo eran en 1930. El resultado fue que a la contracción fenomenal de las exportaciones se sumó una deflación, que generó una caída del PIB real de alrededor de 45% entre 1929 y 1932. El Banco Central se decidió por el abandono del patrón oro en ese último año y durante los siguientes la moneda sufrió una fuerte devaluación real.

Otra crisis importante fue la de Balanza de Pagos en 1961-62. Durante el gobierno de Jorge Alessandri se implementó en Chile uno de los primeros programas de estabilización fundamentados en las fuerzas de mercado. Sus principales características macroeconómicas fueron la fijación del tipo de cambio, la liberalización del comercio exterior, la fusión y liberalización de los mercados cambiarios y el intento de eliminar los efectos inflacionarios del déficit fiscal a través del financiamiento externo. Durante los primeros años de ese gobierno, existió una política activa dirigida al desarrollo del mercado de capitales, y se abolieron los controles cuantitativos al crédito, se suprimieron los impuestos a los cheques y aquellos sobre los intereses pagados por depósitos bancarios, y se alentaron los depósitos y préstamos en moneda extranjera.

Si bien la crisis de 1962 consistió en un colapso en la capacidad de financiar un déficit sostenido de cuenta corriente, ésta no fue gatillada por eventos del exterior, sino por una política fiscal inconsistente con las reformas liberalizadoras introducidas. El precio del cobre venía recuperándose paulatinamente de su caída en 1957 y la economía internacional se encontraba estable y sin problemas significativos de liquidez internacional. Sin duda, lo que cambió fue la percepción de los prestamistas sobre la capacidad de Chile para cumplir sus compromisos. Si bien es cierto que la crisis de 1961 no tuvo grandes consecuencias desde el punto de vista de la tasa de crecimiento del producto, también es cierto que se enfrentaba un escenario estable en la economía internacional. Las lecciones que se pueden rescatar de esta crisis, tienen que ver con el peligro de que la falta de disciplina fiscal pueda producir desequilibrios insostenibles en las cuentas externas, lo que puede generar crisis internas, aún en un ambiente estable de la economía mundial.

En los primeros años de la década del setenta se produjo el shock petrolero (1973-74), que unido a los eventos domésticos, tanto políticos como económicos, tuvo importantes consecuencias en nuestro país. En 1973, Chile se encontraba atrapado en una grave crisis: hiperinflación, recesión, desempleo y un gigantesco déficit fiscal. Se quiebra el tejido institucional que sostenía la democracia, y se da inicio a una fase de devaluaciones substanciales en un marco de convergencia para los diversos tipos de cambio existentes. Entre 1973 y 1978, el país fue sometido a un profundo programa de reforma, liberalización, privatización y apertura. Los giros de la economía mundial durante 1974 implicaron tres cambios adversos en el entorno internacional, con consecuencias fundamentales para la economía chilena: (i) caída en el precio del cobre de 52% entre mayo y octubre de 1974, (ii) aumento violento en el precio del petróleo de 500% entre 1972 y 1974, y (iii) alza en la tasa de interés internacional que alcanzó a 14,13% para la tasa LIBO a 180 días en agosto de 1974. El conjunto de estos impactos significó una caída de alrededor de 13% del PIB durante 1975. Chile, se constituye nuevamente en uno de los países más afectados por la crisis externa.

Como resultado de esta crisis y de los pocos avances en la reducción de la inflación, se introdujo uno de los más agresivos planes de estabilización que se han implementado en nuestra historia. Se llevaron a cabo reducciones masivas del gasto público, alzas de impuestos, y una política monetaria restrictiva con una importante devaluación real del peso. Vale la pena mencionar que la violencia de los shocks externos se confunde con la crítica situación interna que se venía produciendo desde 1973, y los efectos recesivos de la brusca política anti-inflacionaria. La crisis del shock petrolero nos muestra cómo una economía con desequilibrios macroeconómicos puede sufrir aún más intensamente las consecuencias de los shocks externos.

Avanzando en el siglo XX, nos encontramos con la crisis de la Deuda de los Años Ochenta. Desde 1979, año en que se adoptó una

política de tipo de cambio fijo, en adelante, se tuvo la usual apreciación del tipo de cambio real que sigue al uso del tipo de cambio como ancla nominal en presencia de persistencia inflacionaria. Dicha apreciación fue eventualmente exacerbada por una masiva entrada de capitales. En parte, este influjo obedecía a las singulares condiciones de liquidez externa. El déficit de cuenta corriente crece sostenidamente durante este período (llegando a 14% del PIB en 1981), fundamentalmente impulsado por un exceso de gasto y de endeudamiento privados. Éste, a su vez, crecía excesivamente debido a una débil regulación bancaria fruto de la privatización de mediados de los setenta. La regulación permitía la existencia de seguros implícitos y créditos relacionados, lo cual generaba toda una gama de problemas de riesgo moral en la intermediación financiera doméstica y externa.

Nuevamente, entre 1978 y 1981, el petróleo sube 88%, como resultado de políticas de cartel de los países exportadores. La tasa de interés internacional se eleva violentamente entre fines de 1980 y principios de 1981, como resultado de una política monetaria contractiva del Banco Central de Estados Unidos, que decide poner fin a la inflación causada por las crisis petroleras. La situación de elevada iliquidez de los mercados internacionales detona una crisis de liquidez y solvencia en los países latinoamericanos, comprometiendo su capacidad para pagar su deuda externa. México suspende el pago de ella en junio de 1982. Esto, a su vez, cierra los mercados de capitales privados internacionales y genera una masiva fuga de capitales de la región. El Banco Central de Chile, enfrentado a las elevadas tasas de desempleo y al gigantesco déficit de balanza de pagos, decide devaluar el tipo de cambio, renunciando a la política de tipo de cambio fijo. Como resultado de la crisis y del retraso cambiario, el país perdió una enorme cantidad de reservas y finalizó su período de tipo de cambio fijo con una devaluación nominal de 94% en nueve meses, y el PIB cayó 19,6% en el período 1982-83. Otra vez, entre las caídas más violentas del mundo.

Al igual que en 1932, una política que parecía adecuada en 1979 había dejado de serlo por errores de políticas domésticas, puestos al descubierto por violentos cambios en el contexto internacional. Otra lección se extrajo de la crisis de 1982: la importancia de mantener un sistema financiero solvente y sano a la hora de enfrentar los shocks de la economía internacional. Rescatar al sistema financiero implicó usar recursos equivalentes a un tercio del PIB de la época. Esta lección fue dolorosamente aprendida por nuestro país y sus lecciones han sido aplicadas en la ley de bancos de 1986 y 1997.

La devaluación del baht tailandés en julio de 1997, y las dificultades financieras de Corea del Sur en noviembre del mismo año, marcaron el inicio de la crisis asiática que prontamente se extendió a la mayoría de los países del sudeste asiático y a la totalidad de los mercados emergentes, a través de la caída generalizada en los precios de los bonos de países emergentes y los precios de los productos básicos. Mientras tanto, impulsados por las dificultades económicas, se radicalizaban los conflictos políticos internos en Corea del Sur, Tailandia e Indonesia, lo que retrasaba la entrega de ayuda financiera y, por tanto, la implementación de un plan para detener la crisis, que ya contagiaba a las economías japonesa y rusa.

En agosto de 1998, se produce la devaluación del rublo, con las consiguientes pérdidas para los inversionistas institucionales de los países desarrollados y la declaración de moratoria (temporal) de la deuda rusa. Este hecho generó importantes alzas en la percepción de riesgo-país que tenían los inversionistas internacionales sobre las economías emergentes, lo que en definitiva generó una reducción en el acceso al financiamiento externo de estas economías, que se vino a sumar al deterioro en los precios de los productos básicos. A comienzos de 1999, se agrega la devaluación del real en Brasil, debido principalmente, a su debilidad fiscal.

Desde el punto de vista de Chile, a las caídas en los precios de sus principales productos de exportación se sumaron importantes restricciones en el acceso a los flujos voluntarios de capital. Dichas restricciones se debieron tanto a la disminución de los mercados emergentes en las carteras de los inversionistas internacionales, como a la contracción en liquidez de dichos inversionistas por las pérdidas asumidas en el este Asiático, Rusia y Brasil. En 1998, los precios de las exportaciones chilenas cayeron alrededor de 17% respecto de los niveles de 1997.

La evolución de la economía desde mediados de 1999, cuando se inicia la recuperación de los niveles de actividad, y las proyecciones más recientes para el 2001 y 2002 conforman un período con un crecimiento promedio cercano a 5% anual. Este ritmo de crecimiento está claramente por debajo del promedio logrado antes de la crisis asiática y probablemente por debajo del crecimiento que podría alcanzar la economía en los próximos 5 ó 10 años. Entre los determinantes de este escenario se deben destacar 3 cambios en el panorama externo a fines de 1997: La menor demanda de activos nacionales por parte del resto del mundo, la evolución desfavorable de los términos de intercambio y la mayor incertidumbre que ha caracterizado a los mercados internacionales en el período reciente. Ninguno de estos elementos es nuevo, pero su ocurrencia simultánea ha afectado no sólo a la economía chilena, sino también a la mayoría de las economías emergentes. En una economía pequeña y abierta, las variables externas tienen una fuerte incidencia en el desarrollo económico interno, especialmente cuando no se dispone de mecanismos de seguro ante el desempleo y los mercados financieros no alcanzan un nivel de profundidad y sofisticación que permiten absorber y suavizar mejor los ciclos externos.

II. SITUACIÓN ACTUAL

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

- Deterioro del escenario internacional.
- Debilidad de la demanda interna, especialmente en el consumo.
- Condiciones monetarias son más expansivas.
- Estabilidad de precios.
- Flexibilización de los mercados.

Estos hechos están motivados tanto por factores externos, como 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 mediano plazo, ya que los estímulos de la demanda van de la mano con cambios en la asignación de recursos.

Deterioro del Escenario Internacional

Los acontecimientos recientes, dan cuenta de un marcado deterioro del escenario internacional. La desaceleración del crecimiento en los EE.UU. ha impactado más de lo esperado al resto de la economía mundial. En Japón, se aprecia una fuerte corrección a la baja en las perspectivas de crecimiento para este año y el próximo, ya que su demanda interna no sólo no se ha recuperado, sino que ha registrado nuevos descensos, principalmente relacionados con la inversión privada. Si bien se ha experimentado una baja generalizada en las tasas de interés de las economías desarrolladas, también se ha producido un empeoramiento en la situación financiera en algunas economías emergentes, lo que ha mermado este impulso expansivo. Lo anterior, ha llevado a que prácticamente la totalidad de las economías en el mundo hayan revisado a la baja sus proyecciones de crecimiento. La situación de Turquía y de Argentina, ha puesto la incertidumbre en los últimos meses, afectando negativamente al resto de los emergentes, tanto por depreciación de sus monedas como por incrementos en el riesgo soberano.

En todo caso, en medio de esta crisis se ha producido una diferenciación de la economía chilena en cuanto a sus riesgos implícitos,

lo que se aprecia en la reacción de los premios soberanos. El spread Argentino promedió 794 puntos base en enero, que se compara con los 1.424 puntos base que alcanzó recientemente. Por su parte, el premio soberano chileno en enero registró 208 puntos base, bajando a 168 puntos base en la actualidad. Al analizar la información que entregan las distintas agencias clasificadoras internacionales, se desprende que Chile está mejor posicionado que el resto de las economías emergentes para enfrentar este tipo de crisis. Se ha avanzado hacia un régimen de flotación cambiaria junto con un sistema de metas de inflación. El mercado de cobertura de riesgo cambiario se ha desarrollado de forma importante, se ha perfeccionado la regulación de los riesgos de la banca y el Banco Central mantiene un sano nivel de reservas internacionales.

Si bien Chile no se ha visto afectado por incrementos en el riesgo soberano, se produjo un aumento importante del tipo de cambio, con una depreciación acumulada entre junio y agosto de 10% y una depreciación de 23% en 12 meses. Ello obedece a una combinación de factores, algunos transitorios, otros más permanentes. Hay un reflejo en nuestro tipo de cambio de la situación por la que atraviesa Argentina, y que deviene en lo que se llama contagio financiero. Prácticamente todo el impacto lo ha absorbido el tipo de cambio, que es justamente el propósito de la política de flotación cambiaria. Pero hay también otros factores detrás de la devaluación. La deteriorada situación económica internacional ha reducido severamente el precio del cobre y de otros productos exportados por Chile, trayendo una reducción importante de nuestros términos de intercambio.

¿Qué efectos tiene la depreciación del peso sobre nuestra economía? La pérdida de valor del peso frente al dólar trae consigo una mayor competitividad de productos que compiten con similares extranjeros, en Chile o en los mercados mundiales. Esto puede explicar el fuerte aumento en volumen de las exportaciones no tradicionales en los últimos tiempos, a pesar del menor crecimiento de la economía mundial. También puede estar detrás del aumento de la producción y ventas industriales que se observa en meses recientes. Pero no hay que olvidar que si una depreciación del peso se traspa a precios finales en pesos, afectará negativamente el consumo, especialmente aquel de bienes de consumo durable. Es necesario destacar que la economía chilena presenta una serie de fortalezas que la hacen menos vulnerable que la de Argentina y Brasil a eventos de esta naturaleza. 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 la libertad económica.

En cuanto al efecto sobre la inflación, en los últimos años el grado de traspaso de la depreciación del tipo de cambio hacia la inflación ha sido muy bajo. Este fenómeno ha persistido en los últimos meses. Un elemento tras lo anterior es, en general, la apreciación del dólar en los mercados internacionales, que se ha traducido en una menor inflación externa en dólares. Esto en particular ha afectado la evolución de los precios de bienes durables producidos en Asia, un ítem importante en la canasta de importaciones chilenas. En el plano interno, el reducido traspaso a precios del mayor valor del dólar está respaldado en la reducción de márgenes de intermediación por mayores presiones competitivas en el comercio detallista local en un contexto de una actividad económica que crece por debajo del potencial. A esto se agrega la credibilidad alcanzada por el Banco Central gracias al manejo de políticas que se han llevado a cabo. Aunque algunos de estos factores pueden revertirse en el mediano plazo, y los márgenes de intermediación pueden crecer si la demanda se recupera, existe la impresión, de todos modos, que el traspaso es hoy menor en forma permanente.

En resumen, la compleja situación financiera por la que atraviesa Argentina y el deterioro de las perspectivas de la economía mundial, han provocado inestabilidad en los mercados financieros. Esta se ha manifestado, en lo principal, en el ámbito cambiario, sin verse afectada la percepción de riesgo del resto del mundo sobre la economía chilena. La flotación de la moneda ha funcionado adecuadamente y el valor del peso ha reaccionado con la flexibilidad necesaria para adaptarse al deterioro de las condiciones externas. Una parte sustancial del debilitamiento del peso en las últimas semanas se explica por tales condiciones más negativas, pero la rapidez y sucesión de movimientos en una misma dirección han llevado a exacerbar la depreciación y volatilidad del peso, trayendo un grado de inquietud a los mercados financieros.

A base de estos antecedentes, el Consejo del Banco Central adoptó el 16 de agosto dos medidas tendientes a entregar al mercado una mayor oferta de instrumentos de cobertura de riesgo cambiario y liquidez en moneda extranjera. Esto tiene por objeto dar mayor estabilidad a los mercados financieros en el país en escenarios de persistencia de las condiciones externas negativas. Se aumentó la oferta de Pagarés Reajustables en Dólares (PRD), dentro de lo que resta del año en curso, en un total de hasta US\$2.000 millones por encima de los montos previamente anunciados, suma que puede ser modificada de acuerdo con las condiciones de mercado. Al cabo de este período, el acervo de PRD podrá alcanzar hasta US\$4.500 millones (MMUS\$1,470 emisión 1998-99; MMUS\$1,000 emisión julio 2001 y MMUS\$2,000 agosto 2001). Adicionalmente, se decidió destinar un monto de hasta US\$2.000 millones de las reservas internacionales para financiar las operaciones de venta de divisas que pudiera realizar el Banco Central en el mercado cambiario en lo que resta del año. Estas intervenciones se implementarán en forma regular, aunque no mecánica, y tendrán como objetivo atenuar la volatilidad cambiaria, pero sin establecer metas para su nivel.

Escenario Interno

Durante el primer semestre del 2001, la actividad económica creció, en promedio, 3,5%. En el mes de junio, el Imacec resultó ser el más alto del año, 5,1%. En dicho mes, se observó una mejoría en los indicadores de actividad del sector industrial y del comercio. De hecho, la producción industrial a doce meses creció 7,1% mientras que las ventas lo hicieron en 14,4%. Asimismo, las ventas del comercio mostraron su mejor tasa de crecimiento en 13 meses, 3,8%. También las ventas de casas y departamentos mantienen altos niveles, al tiempo que el stock ha crecido, ello gracias a las favorables condiciones de crédito (incentivo tributario y nivel de tasas hipotecarias).

El comportamiento reciente de los agregados monetarios más líquidos, que han crecido por sobre 20% anual desde junio, anticipan un mayor dinamismo. En julio, el crecimiento real anual del M1A desestacionalizado y ajustado por el efecto de las tasas de interés creció por encima de 15% y para los próximos meses se espera una evolución similar. En cambio, los agregados más amplios presentan una evolución más moderada, por las atractivas alternativas de inversión de menor plazo y mayor liquidez imperantes en el mercado, esto es dólares y bonos.

Sin embargo, la evolución del consumo agregado continúa siendo lenta. Esto se explica por el escaso dinamismo en la creación de empleos y la persistencia de la desocupación en niveles elevados. En efecto, la menor creación de empleo elevó la tasa de desocupación nacional a 9,7% para el período abril-junio. A la baja tasa de crecimiento del consumo, se sumó un sostenido proceso de liquidación de inventarios, que se relaciona con la reducción en las importaciones.

Respecto de los precios, en julio la inflación a 12 meses fue de 3,2%, con una variación mensual de -0,2% como resultado de la estacionalidad del vestuario y el menor precio de los combustibles. En la última parte del año, es posible prever un descenso de la inflación anual dada la mayor base de comparación registrada a fines de 2000, por el alza en el precio de los combustibles y la tarifa de los buses.

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 hay importantes desafíos que se expresan en políticas estructurales que podrían preparar mejor a la economía para

competir en los mercados globales.

Con este fin, el Ministerio de Hacienda envió al Congreso 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 (CNCI). Más recientemente, el 26 de julio, se anunció la "nominalización" de la tasa de política monetaria que comenzó a regir el 9 de agosto pasado. Antes de esta decisión, la tasa se fijaba como un porcentaje, más la variación de la UF. La nominalización implica que la tasa de referencia de la economía mantendrá su valor independiente del cambio en la UF y, por ende, de la inflación del mes precedente. Así la nueva tasa nominal se estableció en 6,5% anual, esto es, el valor de la Tasa de Política Monetaria (TPM) indizada al momento del cambio, que era de 3,5%, más una tasa de inflación esperada de 3%.

La nominalización de la política monetaria no implica cambio alguno en los objetivos del Banco Central, constituye un cambio operativo que indica que, desde el 9 de agosto, la tasa de interés de referencia se expresa en pesos y no en UF. Tampoco hay un cambio en la forma en que se toman las decisiones de política monetaria, ni en el tipo de análisis que se realiza para tomarlas, ni en la determinación para ajustar las tasas cuando ello sea necesario. Es decir, se seguirá procediendo del mismo modo que hasta ahora: primero se lleva a cabo un diagnóstico de la situación actual de la economía y en particular del comportamiento de la inflación; luego, se proyecta la evolución futura probable de las principales variables que inciden sobre la inflación y se evalúa en consecuencia la necesidad de ajustar la tasa de interés de política. No se pretende tampoco eliminar la unidad de fomento, porque no es necesario ni conveniente. En el futuro, lo que sucederá es que las operaciones financieras de menos de 1 año se realizarán, primordialmente, en pesos y las de mediano y largo plazo se mantendrán indizadas. El Instituto Emisor contribuirá a este proceso colocando en el mercado instrumentos denominados en pesos a plazos menores a un año.

Chile era el único país del mundo con TPM indizada. La decisión del Banco Central de adoptar una TPM nominal presenta ventajas indiscutibles: permite reducir la variabilidad de los retornos y precios de diversos activos financieros expresados en pesos y de los agregados monetarios más líquidos; mejora el funcionamiento de los mercados con tasas de interés nominales, tanto por mayor transparencia como por menor volatilidad y facilita el proceso de integración financiera a los mercados internacionales. Esta decisión se adoptó en un contexto propicio tanto desde el punto de vista de política monetaria como cambiaria. La inflación en estado de régimen, la flotación cambiaria, y más recientemente la eliminación de las restricciones a los flujos de capitales, la colocación gradual de pagarés en pesos en los mercados financieros, expectativas de inflación del sector privado en torno a 3% anual y credibilidad en el compromiso del Banco Central de mantener la inflación dentro del rango meta, dan cuenta de ello. La aplicación de esta medida ha necesitado un período de adaptación, que es transitorio, mientras los agentes se ajustan a este cambio operativo en la tasa referencial.

III. CONCLUSIONES

La economía chilena, a lo largo de su historia, ha debido enfrentar escenarios turbulentos y complejos. En definitiva, es la historia de un país en desarrollo, pequeño, que se encuentra sujeto a los cambios de la economía internacional. Sin embargo, si bien cada una de las crisis sufridas ha tenido costos y repercusiones, también han dejado lecciones que hemos aprendido y que el Banco Central ha incorporado a su manera de hacer política económica.

Durante los últimos años, el país y el Banco Central han construido paulatinamente una reserva de estabilidad macroeconómica y credibilidad que nos ha servido para diferenciarnos en medio de estas crisis. 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 atributos que la hacen menos vulnerable que otros emergentes frente a turbulencias externas, al respecto se pueden citar: inflación baja y estable en el marco de una política monetaria que se rige por metas de inflación, política de flexibilidad cambiaria, sistema financiero sólido, consolidado y bien supervisado, y una política fiscal enmarcada en reglas. Además, las cuentas externas exhiben un reducido déficit en la cuenta corriente y las necesidades de financiamiento de corto plazo están acotadas. 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.

Respecto de la coyuntura interna, se prevé que la inflación total estará en el centro de la meta rango, dadas las holguras de la economía y la elevada base de comparación para los últimos meses del año. El traspaso de depreciación del peso a inflación hasta ahora ha sido bajo, al igual que el aumento de los márgenes del comercio. Asimismo, en los salarios no se observan presiones inflacionarias. La proyección de inflación para el año 2001 es de 3,2% y la de crecimiento está en 4,3% sujeto a la volatilidad de la situación internacional. Estas proyecciones fueron anunciadas por el Banco Central en su informe de política monetaria de mayo 2001. El comportamiento dinámico del dinero y las colocaciones, sumado a las bajas tasas de interés, un peso depreciado, el repunte observado en el empleo de la industria y el comercio y la mantención de indicadores relativamente dinámicos en la construcción y la inversión, anticipan perspectivas favorables para el crecimiento de la actividad económica. No obstante, el consumo aún permanece estancado y la tasa de desempleo es alta. Otro riesgo importante es la incertidumbre respecto a la evolución del escenario internacional.

Finalmente, me gustaría reafirmar que el objetivo del Banco Central sigue intacto: preservar la estabilidad de precios, entendida ésta como una inflación baja y permanente en un rango de 2% a 4%, centrada en 3%. Si el promedio de la inflación total ha sido un poco más alto, aunque dentro del rango meta, es básicamente por el fuerte aumento que tuvo el precio internacional de los combustibles, que pasó de aproximadamente US\$10 por barril a mediados de 1999 a US\$25 en la actualidad, después de haber alcanzado peaks superiores a los US\$38 el barril durante la segunda mitad del 2000.

Mirando nuestra historia, en gran parte del siglo XX, es fácil ver cómo, una y otra vez, cuando el Banco Central y el gobierno de turno intentaron acelerar el crecimiento más allá de las posibilidades de la economía con una política monetaria expansiva, el país terminaba indefectiblemente con una alta inflación, una crisis de balanza de pagos y luego una recesión. Hoy, en cambio, el Banco Central se concentra en mantener la inflación baja y estable, porque ello es condición necesaria para el desarrollo económico. Sin estabilidad de precios, las economías no prosperan.

Anexo1: Proyecciones de Crecimiento Mundial (Porcentajes)

	2001				2002			
	Sep.00	Ene.01	May.01	Jul.01	Sep.00	Ene.01	May.01	Jul.01
Mundial	4,2	3,8	3,1	2,8	4,1	4,2	3,9	3,7
EE. UU.	3,4	2,6	1,8	1,6	3,2	3,5	3,0	2,9
Europa	3,1	2,9	2,3	2,6	3,0	2,8	2,7	2,6
Japón	1,9	1,8	0,6	-0,1	1,5	1,9	1,5	0,8
América Latina	4,0	3,7	3,1	1,9	4,0	4,1	3,9	3,4
Socios Comerciales	3,6	3,1	2,3	1,9	3,5	3,5	3,2	3,0
Chile	5,7	5,6	4,3		6,3	5,9	5,0	

Fuente: Consensus Forecast; IPOM Banco Central de Chile.

Anexo 2: Proyecciones Macroeconómicas IPOM Mayo 2001

	2001	2002
- PIB	4,3%	5,0%
- IPC	3,2%	2,8%
- IPCX	3,0%	3,0%
- Cuenta Corriente (% del PIB)	- 2,2%	-1,0%
- PIB Mundial	3,1%	3,9%
- Inflación Externa (US\$)	2,9%	2,3%
- Cobre (BML US\$/libra)	80,0	90,0
- Petróleo (Brent US\$/barril)	25,0	23,0
- TDI	- 3,0%	5,0%
- Demanda Interna	4,8%	5,4%
- Exportaciones	4,6%	4,8%
- Importaciones	5,6%	5,6%
- Déficit en Cuenta Corriente (US\$ MM)	1.500	770
- Balanza Comercial (US\$ MM)	840	1.630
Exportaciones	18.690	20.910
Importaciones	17.850	19.280