

Apertura Financiera y Políticas Económicas

EXPOSICIÓN DE LUIS ÓSCAR HERRERA B., GERENTE DE DIVISIÓN DE POLÍTICA FINANCIERA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, EFECTUADA EN EL PANEL "ENCUENTROS Y DESENCUENTROS DEL MERCADO FINANCIERO EN SU PROCESO DE APERTURA AL MUNDO", III ENCUENTRO ANUAL DE FINANZAS, ORGANIZADO POR LA UNIVERSIDAD DE SANTIAGO, EL 9 DE ENERO DE 2003.

Introducción

El proceso de apertura financiera de las economías emergentes ha experimentado algunos reveses importantes en los últimos años. Los beneficios de la integración financiera han sido cuestionados y se ha realizado una intensa discusión respecto de este tema en los foros internacionales.

Los proponentes de la integración financiera están a la defensiva, pues los argumentos antiglobalización calan hondo en los medios de comunicación y en los sectores políticos. Algunos economistas como Tobin y Stiglitz, que han argumentado a favor de introducir fricciones en la movilidad internacional de capitales, se han convertido en figuras de culto del movimiento antiglobalización. Cabe preguntarse hacia dónde irá la tendencia en los próximos años. Esta pregunta es muy relevante porque la evidencia histórica muestra que la movilidad de capitales puede experimentar vueltas, como ya ha sucedido en el pasado.

En Chile, sin embargo, el proceso de integración financiera ha continuado avanzando en forma continua hasta llegar a un punto en que ya no quedan restricciones regulatorias al movimiento de capitales, y tampoco está en la discusión revertir esta tendencia. ¿Por qué este contraste? ¿Qué factores le han permitido a la economía chilena atravesar por esta difícil coyuntura internacional sin poner en riesgo su situación de estabilidad macroeconómica y normalidad financiera?

En esta exposición me referiré a dos aspectos. En primer lugar, al estado del debate sobre las ventajas y desventajas de la apertura

financiera luego de los recientes episodios de crisis en economías emergentes y, en segundo lugar, a una discusión sobre la apertura financiera desde el punto de vista de la economía chilena y su relación con el marco de políticas macroeconómicas y financieras en aplicación.

El punto principal de la exposición es plantear que el proceso de apertura financiera requiere de un marco de políticas internas coherente y flexible. Esta es una condición necesaria para que la economía pueda adaptarse en forma oportuna y sin grandes traumas a los *shocks* que con frecuencia ocurren en la economía internacional. La experiencia reciente indica que la economía chilena ha logrado construir este marco de políticas, lo que le ha permitido disponer de un conjunto de instrumentos de estabilización macroeconómica para amortiguar los efectos del escenario internacional.

La segunda ola de globalización financiera

En la historia económica moderna, el fenómeno de globalización financiera ha sido un proceso de idas y vueltas. La primera ola de globalización comenzó hacia 1860, alcanzó su *peak* en 1914, luego se revirtió transitoriamente con la Primera Guerra Mundial y, posteriormente, sufrió un revés duradero tras la gran depresión de 1929¹.

En 1945, los acuerdos de Bretton Woods pusieron la globalización financiera en el congelador por las siguientes tres décadas. El nuevo sistema monetario internacional se ancló en un esquema de tipos de cambio fijos, pero ajustables. Los controles de capital se transformaron en una herramienta necesaria para compatibilizar este sistema con la aplicación de políticas monetarias independientes.

La situación continuó hasta el colapso del sistema monetario internacional a principios de la década de los setenta. El quiebre del sistema cambiario y la flotación de las principales monedas gatilló el inicio de una segunda ola de globalización financiera. Primero, las naciones más avanzadas pudieron combinar su autonomía monetaria con una mayor libertad para los movimientos financieros internacionales. Luego, algunas de las economías de América Latina intentaron sumarse a este proceso hacia fines de los setenta, incluyendo a nuestro país. Pero esta aventura terminó mal como lo muestra la crisis de la deuda externa de 1982, y su integración financiera se postergó por cerca de una década, hasta principios de los noventa. Por su parte, las economías del sudeste asiático siguieron un proceso más gradual de apertura y liberalización

¹ Obstfeld, Maurice y Taylor, Alan (2002), *Globalization and Capital Markets*, NBER WP8846.

financiera. Una diferencia importante entre las economías avanzadas y las economías emergentes, tanto de Asia como de América Latina, es que estas últimas mantuvieron políticas cambiarias relativamente rígidas al tiempo que se abrían a los flujos internacionales.

El grado de movilidad internacional de los capitales alcanzó un nuevo *peak* hacia fines de la década pasada. Un punto notable es que el nivel de integración financiera a fines de dicha década no era muy distinto del que exhibía la economía mundial hasta antes de la Primera Guerra Mundial, pese a las enormes diferencias en el estado de las artes en las finanzas, en la tecnología y en las comunicaciones. Al menos ésta es la conclusión a la que llega un artículo de los economistas Obstfeld y Taylor (2002) luego de examinar un conjunto amplio de indicadores de movilidad de capitales, incluyendo la magnitud de los flujos de capital, la correlación de los retornos financieros, las barreras legales, etc.

Este último punto es importante porque muestra que los aspectos tecnológicos no han sido el motor de la globalización financiera, sino, principalmente, las decisiones de política económica. En distintos momentos los países han resuelto de diversas formas la trinidad imposible de las finanzas internacionales; esto es, la conciliación de movilidad de capitales, la estabilidad cambiaria y la autonomía monetaria. En la actualidad, la mayoría de los países se han alejado de los objetivos de estabilidad cambiaria con la notable excepción del bloque Euro, y se han movido hacia esquemas de flotación cambiaria que permiten conciliar autonomía monetaria y apertura financiera.

De grandes expectativas a costosas desilusiones

A medida que las economías emergentes se integraban a los mercados financieros internacionales, se creaban grandes expectativas sobre los beneficios económicos que traería la globalización financiera para estos países y naciones más avanzadas. Los inversionistas de las economías más desarrolladas obtendrían mayor rentabilidad y mayor diversificación de sus portafolios. Los países deudores podrían acelerar el ritmo de crecimiento de sus ingresos a través de una mayor tasa de inversión, además de ganancias de eficiencia a través de la incorporación de nuevas tecnologías y el acceso a una mejor infraestructura financiera.

Sin embargo, al cabo de unos pocos años, cunde el desencanto. Los resultados han estado muy por debajo de las expectativas. Varias de las principales economías emergentes de América Latina y Asia cayeron en situaciones de crisis financiera, cambiaria o bancaria, o ambas. En la segunda mitad de los noventa y en lo que va corrido de la presente década, se cuentan los casos de México en 1995; Tailandia, Corea, Malasia e Indonesia en 1997; Rusia y

Brasil en 1998; Turquía y Argentina en el 2001. En cada caso, los costos económicos y sociales de las crisis han sido enormes, comparables a los de la crisis financiera que experimentó Chile a principios de los ochenta, con caídas de dos dígitos en el crecimiento del producto y disminuciones del 50% en la tasa de inversión. Además, han afectado a otros países a través de los efectos de contagio financiero.

Las crisis financieras no son un fenómeno nuevo que apareció con la reciente ola de globalización. Un estudio del FMI de fines de la década pasada, que no incluía los episodios de la crisis asiática ni los más recientes, encontró que poco más de 130 países de los 180 miembros del FMI atravesaron por una situación de crisis financiera entre los años 1975 y 1997. Y los costos económicos de estas crisis fueron tan altos como los de los episodios más recientes. Cerca del 60% de los países que atravesaron por una crisis cambiaria entraron en recesión, y esta recesión provocó una pérdida de producto respecto de su potencial del orden de 7 puntos porcentuales. Además, en el 20% de los casos de crisis cambiaria, esta fue concurrente con una crisis bancaria, y los costos se acumularon a una pérdida del orden de 14% del PIB potencial².

Sin embargo, una novedad de los episodios más recientes de crisis ha sido la intensidad de los efectos de contagio financiero. Los problemas financieros de un país o de un mercado se han transmitido rápidamente y con fuerza a otras economías o mercados a través de canales financieros que hasta hace algunos años eran poco relevantes. Este tipo de efectos fue especialmente importante en la transmisión de las crisis en el Sudeste Asiático en 1997, y de la crisis de Rusia en agosto de 1998 y de la de *Long-Term Capital Management* (LTCM) en septiembre de ese mismo año. Esta situación generó una percepción de mayor vulnerabilidad del sistema financiero internacional. Sin embargo, la intensidad de los efectos de contagio financiero parece haber disminuido en los episodios más recientes de crisis o turbulencias financieras, como en Argentina o Brasil, y también se observa un mayor grado de diferenciación en el riesgo de los deudores soberanos.

La globalización financiera: ¿ bendición o maldición?

La sucesión de crisis financieras en economías emergentes ha llevado a reconsiderar las ventajas de la integración financiera y de la mayor movilidad de capitales internacionales, tanto desde la perspectiva de los acreedores como de los deudores: ¿la globalización financiera es una bendición o una maldición? Esta

² Kaufman, George G. (2001), "Banking and currency crises and systemic risk: Lessons from recent events", Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago.

es la pregunta que se formuló en una conferencia del Banco Mundial el año pasado.

La literatura académica entrega una visión ponderada sobre los beneficios y costos de la integración financiera³. Un reciente estudio de Eichengreen (2001) entrega algunas luces interesantes al respecto. En primer lugar, por el lado de la eficiencia, la evidencia sobre el impacto positivo de la apertura financiera en la formación de capital y el crecimiento económico es poco contundente o contradictoria. En promedio, mayor apertura financiera no conduce a una mayor tasa de inversión o de crecimiento económico, en contraste con el positivo impacto de la apertura comercial sobre crecimiento. Sin embargo, existe evidencia sobre los efectos positivos de la apertura financiera en el crecimiento económico cuando esta se da en conjunto con otras condiciones complementarias de estabilidad macroeconómica, desarrollo financiero y desarrollo institucional. Asimismo, también existe evidencia sobre el efecto positivo de la apertura financiera en la profundidad de los mercados financieros, y, por esta vía, sobre el crecimiento de la productividad de factores.

En segundo lugar, y por el lado de la estabilidad, contrariamente a lo que se podría pensar a partir de los eventos recientes, lo normal es que la mayor apertura financiera se correlacione positivamente con una mayor estabilidad macroeconómica, y no viceversa; y que un mayor grado de apertura financiera se correlacione negativamente con la probabilidad de ocurrencia de una crisis cambiaria o bancaria. En todo caso, estos resultados son poco concluyentes, porque la dirección de causalidad puede ser la contraria, es decir, los países más vulnerables son menos propensos a realizar una apertura financiera.

El consenso poscrisis

En los hechos, el grado de integración financiera de las economías emergentes ya es menor que hace algunos años. Los niveles promedio de premio soberano son mucho mayores, las colocaciones de bonos y acciones mucho menores, y varios países importantes dependen en la actualidad del financiamiento oficial. Asimismo, ya no está en la agenda oficial imponer el requisito de convertibilidad de la cuenta de capitales dentro del articulado del FMI, como sí lo estaba hasta hace algunos años.

Pese a la intensidad del debate en torno a la globalización, parece poco probable que se produzca una vuelta atrás en las políticas de integración financiera. Existe bastante consenso en que la apertura financiera, al igual que la comercial, es un objetivo deseable hacia el cual, como regla general, deben propender los países. Desde

³ Eichengreen, Barry (2001) "Capital Account Liberalization: What Do the Cross-Country Studies Tell Us?" preliminary version.

luego, todas las economías avanzadas tienen movilidad de capitales, y no está en discusión revertir esas políticas.

La meta es clara, pero no es claro el mejor camino para llegar a ella. La experiencia reciente entrega argumentos contundentes en pro de la gradualidad y una secuencia apropiada de reformas. La movilidad internacional de capitales es beneficiosa, pero debe ir acompañada de políticas macroeconómicas y financieras sanas, estables y coherentes. Esto implica que la apertura de la cuenta de capitales debe ir detrás de otras reformas de las políticas públicas, incluyendo el fortalecimiento de las cuentas fiscales, de la credibilidad monetaria y del mercado financiero doméstico. Si cualquiera de estos pilares básicos muestra debilidades, el mayor *leverage* que permite la apertura de capitales puede desestabilizar la economía y crear una situación propicia para una crisis financiera.

Con el objeto de fortalecer estos fundamentos, se han realizado esfuerzos internacionales para la elaboración e implementación de una serie de códigos y estándares de buenas prácticas para las políticas económicas y financieras de las economías emergentes, incluyendo temas en relación con la calidad y disponibilidad de los datos económicos, la transparencia de las políticas monetaria y fiscal, la calidad de la regulación y supervisión financiera, la seguridad de los sistemas de pagos, y los estándares de contabilidad.

La implementación de estas recomendaciones es un desafío muy importante para mejorar la calidad de las políticas en las economías emergentes. Sin embargo, aún es muy difícil evaluar sus efectos concretos sobre la estabilidad de los mercados financieros internacionales.

Asimismo, también se ha planteado la necesidad de revisar la arquitectura del sistema financiero internacional, incluyendo un examen del papel que deben jugar los organismos financieros multilaterales en las situaciones de crisis y otros proyectos más específicos como las líneas de crédito de liquidez contingente del FMI, las cláusulas de acción colectiva en las emisiones de bonos internacionales y mecanismos de coordinación de acreedores en situaciones de insolvencia soberana de deudores. Todos estos temas están en estado de discusión y flujo, y aún es muy poco claro cuál será el resultado de estas iniciativas.

La integración de Chile

En este contexto, Chile ha optado por consolidar la apertura de sus mercados comerciales y financieros al resto del mundo. En el transcurso de la década pasada y en el marco de la abundancia de liquidez internacional, se fueron eliminando gradualmente la mayor

parte de las restricciones a las salidas de capital. En años recientes, asimismo, en el marco de una mayor escasez de capitales internacionales, se eliminaron las restricciones que subsistían a las entradas de capital. En efecto, en abril del 2001, el Banco Central eliminó la totalidad de las restricciones cambiarias, y completó este proceso de gradual liberalización de la cuenta de capitales. Esta situación finalizó un largo período de restricciones y controles cambiarios que partió luego de la crisis del 29. Desde el punto de vista de las regulaciones, en la actualidad los mercados financieros chilenos están plenamente integrados a la economía internacional.

La normativa sólo requiere la realización de determinadas operaciones, en particular, operaciones financieras, a través del mercado cambiario formal, y que otras operaciones que no se realizan en ese mercado, entreguen información directamente al Banco Central. Estos requerimientos tienen como objetivo principal recopilar información para fines estadísticos, como la estimación de la balanza de pagos, la posición de activos y pasivos internacionales y el seguimiento de la situación del mercado cambiario.

Junto a lo anterior, se han flexibilizado los límites prudenciales a los inversionistas institucionales para salir al exterior, incluyendo el aumento de los límites de inversión en el extranjero de los Fondos de Pensiones, actualmente de 20%, ampliable hasta 30% en el plazo de dos años. Se han eliminado ciertas distorsiones tributarias que afectaban a los flujos de capital extranjero. Por último, están las iniciativas más recientes de acuerdos de libre comercio con EE.UU. y Europa, que también incluyen aspectos que consolidan la apertura financiera de la economía chilena.

Todas estas decisiones reflejan la evaluación de que Chile está preparado y necesita integrarse financieramente con el resto del mundo para poder mantener su capacidad de crecimiento económico.

La difícil prueba de la estabilidad macroeconómica y la normalidad financiera

La economía chilena ha logrado transitar por un complejo escenario internacional manteniendo una situación de estabilidad macroeconómica y de normalidad financiera. Este escenario ha incluido *shocks* significativos como la contracción de los flujos de capitales hacia las economías emergentes, el aumento del precio del petróleo, la disminución de los términos de intercambio, la desaceleración del crecimiento global y la sucesión de crisis y turbulencias en las economías de la región.

Es evidente que todos estos *shocks* han afectado negativamente el crecimiento de la economía chilena, y tampoco se podría descartar

que ciertos factores internos también pueden haber contribuido a demorar el ritmo de recuperación. Sin embargo, pese a todo, la economía chilena ha logrado atravesar por este difícil período en forma relativamente tranquila, con un menor dinamismo, pero dentro de una situación de continuidad.

Esta situación es destacable, porque no ha sido lo habitual dentro de nuestra historia económica. En el pasado, lo normal era que las recesiones internacionales provocaran una crisis de balanza de pagos, un severo ajuste fiscal, un rebrote inflacionario, y la contracción del crédito o, peor aún, una crisis financiera. Al contrario de las economías más desarrolladas, en los períodos de desaceleración, las políticas macroeconómicas no tenían la flexibilidad necesaria para actuar en forma contracíclica, por tanto, las condiciones recesivas se agravaban.

En esta oportunidad, en cambio, el proceso de ajuste de la economía chilena ha sido más suave, porque las políticas macroeconómicas han estado disponibles para amortiguar el impacto de los negativos *shocks* externos y para mantener sus efectos dentro de límites acotados. El tipo de cambio real ha podido acomodarse en forma oportuna y gradual al empeoramiento del escenario externo. El Fisco ha podido acomodar el menor crecimiento de los ingresos tributarios a través de la emisión de bonos en los mercados internacionales, dejando operar los estabilizadores automáticos de la política fiscal. El Banco Central ha podido efectuar una política monetaria contracíclica, y sus efectos se han transmitido a las empresas y a los consumidores gracias al normal funcionamiento del sistema financiero y del mercado de capitales.

Esta situación de estabilidad macroeconómica y normalidad financiera se sustenta en cuatro pilares fundamentales: i) una política monetaria anclada en metas de inflación creíbles; ii) la política de flotación cambiaria; iii) una política fiscal prudente anclada en la regla de superávit estructural; y iv) un sistema financiero sólido.

a. Política monetaria

En el caso de la política monetaria, el Banco Central ha implementado su mandato constitucional de preservar la estabilidad de la moneda a través de una política de metas de inflación. Las metas se han cumplido en forma sistemática a través de los últimos 12 años, lo que ha permitido al Banco Central construir credibilidad nominal y estabilizar las expectativas inflacionarias en relación con su meta de largo plazo, en torno a 3%. En la actualidad, todas las mediciones de expectativas inflacionarias basadas en encuestas o diferenciales de tasas de interés, son coherentes con la credibilidad de este objetivo para los próximos dos años e incluso, las expectativas de los mercados financieros para los próximos cinco años también confirman esta credibilidad.

La credibilidad nominal y la estabilidad de las expectativas inflacionarias han sido elementos fundamentales para permitir al Banco Central aplicar una política monetaria más expansiva que amortigüe los efectos del ciclo económico. Sin credibilidad, las expectativas y la inflación podrían haber sido muy sensibles a la depreciación del peso o al aumento en el precio de los combustibles y, con ello, la política monetaria habría quedado imposibilitada de adoptar una instancia expansiva como la actual; por el contrario, habría debido endurecerse, con el consecuente agravamiento de las condiciones recesivas en la economía.

b. Política cambiaria

En el caso de la política cambiaria, el Banco Central adoptó una política de flotación cambiaria a partir de septiembre de 1999, abandonando el sistema de bandas cambiarias ajustables que venía en aplicación desde mediados de los ochenta. La mayor flexibilidad cambiaria ha cumplido dos propósitos fundamentales. Por una parte, ha dado mayor libertad a la política monetaria para orientarse primordialmente según los requerimientos de las metas de inflación y las condiciones de demanda en la economía. Y, por otra, ha permitido que el tipo de cambio real se ajuste de forma menos traumática y más oportuna ante los cambios en el volátil escenario externo.

Considerando la magnitud de los *shocks* externos que se han enfrentado en el periodo de flotación cambiaria, su evaluación es muy positiva. Los efectos de las turbulencias en las economías de la región se han expresado fundamentalmente en los movimientos del tipo de cambio, pero sus efectos sobre las tasas de interés en Chile, de corto y largo plazo, han sido menores.

Si se hubiese continuado con un sistema de bandas cambiarias o algún otro sistema cambiario rígido, el Banco Central no hubiese podido disminuir las tasas de interés internas en conformidad con la evolución del ciclo económico y, además, el ajuste del tipo de cambio real se hubiese demorado.

Esta evaluación global de las ventajas de la flotación cambiaria respecto de esquemas cambiarios más rígidos, no es contradictoria con la posibilidad de que excepcionalmente el Banco Central actúe en el mercado cambiario, ya sea directamente o ajustando la denominación de su deuda.

Este tipo de acciones se justifica bajo dos condiciones necesarias. La primera es que existe una razonable presunción de que un determinado movimiento del tipo de cambio refleja una sobreacción, *overshooting*, ante una determinada coyuntura, es decir, un movimiento brusco de depreciación que probablemente se revertirá en una apreciación en un plazo mayor. Y la segunda es que la probabilidad de que el *overshooting* transitorio del tipo de

cambio pueda tener consecuencias negativas más permanentes sobre la economía, ya sea a través de presiones transitorias de precios que pudieran desestabilizar las expectativas inflacionarias y las tasas de interés, o de efectos financieros negativos que causaran efectos contractivos sobre la economía.

Obviamente, estas condiciones no son verificables con certeza, por lo que la regla general es que el valor del peso se determine libremente en el mercado cambiario, y que el Banco Central sólo actúe en circunstancias excepcionales. Asimismo, cuando lo hace, sus intervenciones se realizan en forma transparente, y por un monto y un tiempo limitados, con objetivos de cantidades, no de precios. De esta forma, si las fuerzas de depreciación del tipo de cambio son permanentes, éstas podrán expresarse en el mercado, mientras que si son transitorias, se verán amortiguadas por la intervención del Banco Central.

c. Política fiscal

En el caso de la política fiscal, las finanzas públicas han podido transitar por un período de menor crecimiento económico y niveles históricamente bajos para el precio del cobre con relativa tranquilidad y una posición fiscal moderadamente contracíclica.

Esta situación ha sido posible gracias a dos elementos principales. Por una parte, durante gran parte de la década de los noventa, el gobierno tuvo una política de superávit fiscal que permitió reducir el tamaño de la deuda fiscal hasta niveles muy bajos, en términos netos del orden de 10% del PIB. Por otra parte, el gobierno ha anclado su política fiscal en una regla de superávit estructural que entrega mayor certeza sobre su evolución futura y sustentabilidad en el tiempo.

La combinación de ambos elementos implica que la capacidad del gobierno para endeudarse y renovar sus vencimientos no está en discusión, y esto ha permitido atravesar por este período de menor crecimiento de sus ingresos sin problemas de financiamiento, con niveles modestos de premio soberano y una clasificación estable de riesgo país.

Por el contrario, si la posición fiscal de Chile no hubiese sido sólida o no existiera claridad sobre sus perspectivas futuras, en un escenario en que la solvencia de la mayoría de los deudores soberanos ha estado en cuestión, la situación podría haber sido vulnerable. Ante una situación de desaceleración económica y aumento del déficit fiscal, los niveles de *spread* soberano se hubiesen elevado, las tasas de interés de largo plazo también y la moneda se hubiese depreciado significativamente. En estas circunstancias, la política monetaria carecería de la efectividad y credibilidad para reducir el costo del crédito, y la política fiscal tendría que adoptar una instancia restrictiva para evitar magnificar

sus efectos financieros. Sin política fiscal ni capacidad de usar la política monetaria, la desaceleración se traduciría en una recesión.

En conclusión, contar en todo momento con una holgura significativa de endeudamiento fiscal es una condición necesaria para mantener la estabilidad macroeconómica en un ambiente volátil, como el que caracteriza a la economía mundial.

d. Política financiera

Finalmente, el cuarto pilar es la solidez financiera. Por una parte, el sistema financiero chileno exhibe indicadores sólidos: niveles elevados de capitalización, con niveles de patrimonio de 13,5% respecto de los activos riesgosos a nivel del sistema financiero en su conjunto, muy por encima del mínimo de 8% de Basilea, y ningún banco bajo el 10%; una tasa de rentabilidad saludable, del orden del 15% sobre el capital; cifras transparentes; niveles bajos de riesgo de cartera, menor de 2%, y provisiones adecuadas del orden de 120% de la cartera vencida; riesgos de liquidez y de mercado, regulados y acotados como porcentaje del patrimonio, y un alto grado de confianza de los depositantes.

Adicionalmente, la economía chilena se ha visto favorecida por contar con un mercado de capitales de largo plazo relativamente más desarrollado que otras economías emergentes. Los inversionistas institucionales de largo plazo como los Fondos de Pensiones y las Cías. de Seguro de Vida, manejan en la actualidad recursos financieros equivalentes al 60% del PIB. Esta situación ha permitido que las empresas puedan reemplazar financiamiento externo en moneda extranjera por financiamiento interno de largo plazo y en moneda local, lo que redundará en una estructura financiera más saludable.

Todos estos elementos han permitido que los efectos de la política monetaria expansiva hayan fluido razonablemente a los consumidores y a las empresas a través del sistema financiero y el mercado de capitales, permitiendo que los agregados monetarios y el crédito continúen creciendo y que disminuya el costo de fondos interno.

Asimismo, las menores tasas de interés han favorecido la mantención de una situación de normalidad financiera en la economía, a pesar de la disminución en la tasa de crecimiento, la reducción de los márgenes y las menores expectativas de crecimiento de mediano plazo. La reducción de las tasas de interés de largo plazo, desde niveles en torno al 7% hasta niveles del orden de 3% a 4%, ha permitido moderar las correcciones de precios de activos y alivianar la carga financiera, disminuyendo las fricciones en los mercados financieros.

Conclusiones

El marco de políticas en aplicación ha demostrado su efectividad, permitiendo que la economía chilena transite por un complejo escenario externo en una situación de estabilidad macroeconómica y normalidad financiera. A diferencia del pasado, las políticas económicas han estado disponibles para amortiguar los efectos del ciclo internacional. Esta es una prueba importante porque refleja que la economía chilena está bien preparada para aprovechar plenamente las ventajas de su integración comercial y financiera con los mercados internacionales.
