

Distr.
RESTRINGIDA

LC/R.1771
22 de diciembre de 1997

ORIGINAL: ESPAÑOL

CEPAL
Comisión Económica para América Latina y el Caribe

**LA POLÍTICA MACROECONÓMICA DE CHILE EN LOS AÑOS NOVENTA:
LA VISIÓN DEL BANCO CENTRAL */**

*/ Este documento fue preparado por el señor Roberto Zahler, consultor de la Unidad de Financiamiento de la División de Comercio Internacional, Transporte y Financiamiento de la CEPAL. Las opiniones expresadas en este trabajo, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de su autor y pueden no coincidir con las de la Organización. El autor agradece los comentarios de Héctor Assael, Günther Held y Andras Uthoff.

97-12-1031

INDICE

	<u>Página</u>
Resumen	v
SUMARIO EJECUTIVO	1
I. INTRODUCCIÓN	7
II. LOS EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS BÁSICOS	9
III. LOS OBJETIVOS DE LA POLÍTICA	12
1. El objetivo antiinflacionario	13
2. El objetivo del equilibrio externo	14
IV. CONDICIONES INICIALES	17
V. LOS CRITERIOS EN LA FORMULACIÓN Y EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA	20
1. El equilibrio macroeconómico global	20
2. Criterio de mediano y largo plazo	20
3. Prudencia y gradualidad	22
4. El rol del mercado en la determinación de precios "clave"	24
VI. LAS POLÍTICAS	26
1. La política fiscal	26
2. La política monetaria	29
3. La política cambiaria	33
4. La política de reservas internacionales	37
5. La política de cuenta de capitales de la balanza de pagos	39
VII. ALGUNAS CONCLUSIONES	46

Resumen

Este trabajo tiene por objetivo describir y analizar la formulación, ejecución y los resultados de la política macroeconómica llevada a cabo por el Banco Central de Chile en el primer quinquenio de los años noventa. Después de la Introducción, en la segunda sección se explica la importancia de los equilibrios macroeconómicos desde la perspectiva del Banco Central de Chile. Luego se describen los objetivos del Banco Central y como éste interpretó el logro de los equilibrios interno y externo. La cuarta sección resume las características institucionales, estructurales y coyunturales que le dan la particularidad del caso a la experiencia chilena. En la quinta sección se explicitan los criterios a base de los cuales se formuló y llevó a cabo la política macroeconómica por parte del Instituto Emisor. A continuación se describe y explica lo esencial de las políticas monetaria, cambiaria, de reservas internacionales y de apertura de la cuenta de capitales llevadas a cabo durante el período. Finalmente, la séptima sección describe los principales resultados de las políticas anteriores y resume las principales conclusiones de este estudio.

SUMARIO EJECUTIVO

El documento describe y analiza los aspectos esenciales de la política macroeconómica chilena de los años noventa, desde la perspectiva del Banco Central de Chile.

Dicha política se concentró en dos objetivos: reducir el ritmo de inflación y acotar en un rango permisible el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Dichos objetivos se condicionaron a no generar desequilibrios de significación en ningún área sensible desde el punto de vista macroeconómico, fuese ésta la solvencia y liquidez del sistema financiero, la vulnerabilidad externa, la situación del empleo, el proceso de ahorro e inversión o la trayectoria de los salarios reales en relación a la de la productividad.

Los elementos centrales de la formulación e implementación de la política macroeconómica de Chile durante los años noventa fueron otorgarle un rol creciente, pero no excluyente, al mercado en la determinación de los precios clave de la economía; llevar a cabo políticas flexibles; definir las para un horizonte de mediano y largo plazo; caracterizarlas por su oportunidad, prudencia y gradualidad; y, privilegiar la estabilidad y sustentabilidad del dinamismo de la economía, minimizando su volatilidad y vulnerabilidad.

El Banco Central, autónomo e independiente del Gobierno desde fines de 1989, enfrentó como principal dilema el encontrarse, en un comienzo, con una economía sobrecalentada y, posteriormente, operando a plena capacidad, disponiendo de una notable holgura de divisas, pudiendo incluso hablarse de un “exceso de divisas” proveniente tanto de una muy favorable evolución de las exportaciones como de una fuerte afluencia de capital de riesgo y de crédito externo.

La estrategia antiinflacionaria se orientó a reducir sistemática, sostenible y gradualmente el ritmo de inflación, que en 1989-1990 era del orden de 25% a 30% anual, hacia cifras de un dígito hacia 1995-1996, para continuar reduciéndola paulatinamente hasta llegar a tasas de inflación similares a las de los países industriales, es decir, de 2% a 3% anual. Lo sistemático se justificaba en la necesidad de avanzar y ganar credibilidad para el Banco Central; lo sostenible, en términos de que la estabilidad de precios se fundara en bases sólidas y perdurables en el tiempo, enmarcadas en un contexto de equilibrio macroeconómico general; y lo gradual, en la historia crónica de inflación de Chile unida a la generalizada indexación de precios y salarios en base a la inflación pasada, lo que hacía muy costoso en términos de actividad económica y empleo una reducción abrupta del ritmo inflacionario.

La política monetaria utilizó como “ancla” el compromiso del Banco Central con la meta de inflación, decreciente, anunciada anualmente por el propio Banco Central; y utilizó como principal instrumento la operación de mercado abierto sobre la base de la tasa de interés real de los documentos de corto plazo (inicialmente a 90 días para luego centrarla en los de un día) emitidos por el Instituto Emisor. Esta manera de llevar a cabo la política monetaria, unida al manejo de la deuda interna del Banco Central (asimilable a una política de “Tesorería” por parte del Instituto Emisor), junto a hacer más eficiente esas políticas, permitió que el mercado jugara

un rol cada vez más importante en la determinación de la tasa de interés de largo plazo y en el perfil temporal de la curva de rendimientos. Cabe destacar que en Chile no se utilizó un agregado monetario como “ancla” ni como instrumento de la política monetaria, debido principalmente a la dificultad de encontrar un agregado que se comportara estable y predeciblemente. Tampoco se utilizó el tipo de cambio como “ancla” de la política monetaria, debido a que ello casi con certeza llevaría a una sobreapreciación de la moneda doméstica, lo cual afectaría el objetivo de lograr un déficit sustentable de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El uso de la tasa de interés de los documentos de corto plazo del Banco Central se orientó a afectar el costo del crédito al sector privado y, por esa vía, dada la política fiscal definida por el gobierno, encauzar la trayectoria de la demanda interna en función del nivel y de la tasa de crecimiento del producto potencial de la economía chilena. Dicho instrumento se activó anticipándose el Banco Central a las manifestaciones de la inflación por sobre la meta programada, aplicando una política monetaria restrictiva a tiempo y adelantándose también a eventuales excesos de oferta por el lado de la capacidad productiva, en ese caso relajando oportunamente la política monetaria. Eso significó llevar a cabo un permanente seguimiento y una evaluación de un conjunto de indicadores representativos de la demanda y oferta agregada, tales como la propia tasa de inflación, la inflación “subyacente”, el tipo de cambio, los salarios, la tasa de desempleo, la actividad industrial, comercial y de la construcción, las importaciones, los agregados monetarios, el crédito del sistema financiero privado y algunos otros indicadores sectoriales seleccionados.

A diferencia del segundo quinquenio de los años ochenta, en que se enfrentó una aguda escasez de divisas y en que se planteó como objetivo el logro y la mantención de un tipo de cambio real “alto”, en los años noventa la política cambiaria se orientó con el objetivo principal de complementar a las política fiscal y monetaria para el logro del equilibrio externo de la economía en el mediano plazo; en concreto, su objetivo fue mantener el tipo de cambio real en un rango consistente con un déficit sostenible de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Chile, que se acotó en un rango de 3% al 4% del PIB.

El régimen cambiario no fue de tipo de cambio fijo ni totalmente libre. Lo primero, por la rigidez que impone al resto de la política económica y por la subordinación completa de ésta al mantenimiento del equilibrio externo. Tampoco se optó por el tipo de cambio libre, ya que, debido a la importancia de ese precio, se estimó conveniente dar alguna guía o señal al mercado en cuanto a la mejor estimación de la autoridad monetaria respecto de su valor de equilibrio de largo plazo, al que se denominó tipo de cambio acuerdo. Dicho tipo de cambio se posicionó en el centro de una banda de fluctuación del precio de la divisa, la que se amplió a lo largo del tiempo hasta un rango de +/-10%. La ampliación de la banda, unida a una serie de liberalizaciones en el funcionamiento del mercado de divisas, permitió que el mercado jugara un rol creciente pero no excluyente en la determinación de su precio. De otro lado, el peso chileno, tradicionalmente vinculado al dólar norteamericano, se lo vinculó a una canasta de monedas, representativa de la estructura del comercio exterior de Chile, de modo de aumentar el grado de independencia y autonomía de la política monetaria.

En un comienzo se intentó mantener el tipo de cambio acuerdo constante en términos reales, a través de corregirlo por la inflación doméstica (pasada) y por la inflación externa relevante para Chile. Hacia fines de 1995, se modificó la regla cambiaria, incorporándose una apreciación de tendencia de 2%. Con ello se intentó incorporar el efecto, sobre el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo, derivado del diferencial entre el crecimiento económico y la productividad, sobre todo en el sector de los bienes transables, de Chile con el de sus principales socios comerciales.

En el período fue necesario en dos ocasiones modificar la banda cambiaria, permitiendo una apreciación del peso, que se venía reflejando en el mercado. Cabe destacar que esas modificaciones ocurrieron solo después de que el Banco Central se hubo convencido de que dicha apreciación era de equilibrio, y que no tenía justificación mantener un tipo de cambio acuerdo desalineado de los elementos fundamentales. En efecto, la muy favorable evolución de las exportaciones, el reducido nivel en que se ubicó el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, las cuantiosas entradas de inversión extranjera directa, la liberalización a las salidas de capitales tanto de residentes como de no residentes así como el sostenido mejoramiento de todos los indicadores de solvencia externa, unido a la significativa acumulación de reservas internacionales, hizo necesario reconocer que el país enfrentó un cambio de naturaleza estructural en su inserción en la economía internacional, que requería de una adaptación en el precio de la divisa. Cabe señalar que esa apreciación, que en 1992-1996 alcanzó a 4.3% real anual, fue de las menores de América Latina en ese período.

Complementando la política monetaria y cambiaria, el Banco Central jugó un papel muy activo en la acumulación de divisas. Ella se justificó, de un lado, por la necesidad de tener un elevado volumen de reservas internacionales en un proceso de creciente apertura externa y, de otro lado, para impedir que la entrada neta de capitales, que alcanzó en promedio al 6.1% del PIB en el quinquenio 1992-1996, se manifestara en un excesivo déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El Banco Central acumuló reservas internacionales que llegaron a representar más del 25% del PIB y casi 15 meses de importaciones de bienes en algún año. Ello se debió al muy favorable comportamiento de la balanza comercial, a la reinversión de utilidades y a los nuevos flujos de inversión extranjera directa, así como al desendeudamiento externo del sector público y a la entrada neta de capitales de corto plazo. Esta última se incentivaba por el diferencial de intereses entre el país y los países industriales, sobre todo al darse en forma simultánea con una creciente mejor evaluación del riesgo de Chile por parte de las agencias de rating internacional y en un ambiente de generalizadas expectativas de apreciación del peso chileno.

La fuerte acumulación de reservas significó que el país prepagara toda la deuda externa renegociada a raíz de la crisis de comienzos de los años ochenta, así como toda la deuda con el FMI. Sin embargo, es importante destacar que esa acumulación de reservas tiene un límite, ya que le genera significativas pérdidas al Banco Central, derivadas de la diferencia entre la tasa de interés a la que se colocan esas reservas en los mercados internacionales (en moneda extranjera) y la tasa que debe pagar por la colocación de deuda interna (en pesos reales), ésta última necesaria para esterilizar el impacto monetario de aquella acumulación.

El principal dilema de la política macroeconómica de los años noventa fue que el equilibrio interno requería una tasa de interés doméstica bastante superior a la de los países industriales, al mismo tiempo que el riesgo-país disminuyó sistemáticamente a lo largo del tiempo y que predominaron expectativas de revaluación del peso chileno. Considerando que el sector público registró un superávit de 1.8% como promedio anual, que la acumulación de reservas estaba generando un costo cuasifiscal significativo, que se liberalizó muy fuertemente la salida de capitales y que el peso se apreció más de 4% real anual (a pesar del esfuerzo del Banco Central por desestimular dicha situación), la política macroeconómica tuvo que enfrentar la siguiente disyuntiva: permitir una rápida igualación de la tasa de interés interna con la internacional, o cerrar, parcialmente al menos, dicha brecha. Lo primero habría sido esencialmente contradictorio con la estrategia global y habría conducido a un gasto excesivo, a una mayor inflación y/o a una apreciación adicional del peso y a un abultado déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, con la consiguiente mayor vulnerabilidad externa. En consecuencia, la política seguida fue reducir la brecha de tasas de interés mediante una graduación de la velocidad a la que se podía ingresar financiamiento externo por parte de empresas radicadas en Chile así como desincentivando la entrada de capitales de corto plazo, encareciéndola.

En efecto, complementando las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y de reservas internacionales, el quinto componente de la estrategia global de la política macroeconómica fue el de la apertura de la cuenta de capitales. En este plano también se siguió una política de apertura gradual, y además, selectiva.

De un lado, se abrió muy significativamente la salida de capitales para residentes y no residentes. Los exportadores quedaron totalmente libres para disponer de sus divisas tanto dentro como fuera de Chile. Además, se liberalizó completamente la inversión de personas y empresas en el exterior. Las excepciones fueron el sistema bancario, los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los fondos mutuos, los cuales se liberalizaron más lentamente, tanto por restricciones legales como por consideraciones prudenciales. Como resultado de lo anterior, la inversión de chilenos en el exterior adquirió gran dinamismo y un muy significativo volumen, teniendo una fuerte y creciente presencia, sobre todo en países de la región, en las más diversas áreas de actividad. También hubo una creciente liberalización a la salida de capitales de no residentes, ya que se disminuyó de tres años a un año el plazo mínimo para repatriar capitales de inversiones extranjeras, se liberalizó totalmente la salida de inversiones originadas en la conversión de deuda externa (vinculada a la crisis de comienzos de los años ochenta) y se liberalizó el prepago de deudas con el exterior, así como el porcentaje mínimo de crédito externo que debía acompañar a la inversión externa directa hacia Chile. En cuanto a la entrada de capitales, se registró un muy fuerte aumento en el flujo de inversión extranjera directa y se autorizaron y desarrollaron nuevos mecanismos de captación de fondos externos, tales como los ADR, bonos y bonos convertibles en acciones, cuyas condiciones también fueron liberalizadas a lo largo del tiempo.

Esa modalidad de apertura de la cuenta de capitales permitió una creciente y sólida integración de la economía chilena a los mercados de capitales internacionales, sin incrementar su vulnerabilidad externa ni hipotecar la autonomía de su política monetaria. En efecto, la gradualidad y selectividad de la apertura de la cuenta de capitales desincentivó la llegada de flujos

orientados al mercado bursátil, debido al año mínimo de permanencia requerida, y por esa vía se evitó una burbuja de precios en ese mercado. Asimismo, las empresas chilenas que quisieron captar capitales internacionales lo pudieron hacer sólo gradualmente, proceso que contribuyó a una apreciación no traumática del peso chileno.

El otro componente de la política de la cuenta de capitales fue la imposición de un encaje no remunerado, por el plazo de un año, para la mayor parte de los créditos externos y otras fuentes de financiamiento en moneda extranjera, lo que les significó un gravamen cuya carga era función inversa del plazo de dicho financiamiento. Por esta vía se desincentivó el financiamiento externo de corto plazo, encareciéndolo directamente, y se contribuyó a que los agentes económicos enfrentaran la misma tasa de interés, definida por el Banco Central, para el logro del equilibrio interno.

Desde una perspectiva más general, el conjunto de políticas orientadas a una apertura financiera gradual y selectiva permitió cambiar la estructura o composición de las acreencias externas sobre Chile, incrementándose la participación del capital de riesgo con relación al endeudamiento externo y, dentro de este último, el de largo plazo respecto del de corto plazo. Ello contribuyó a reducir significativamente la vulnerabilidad de la economía chilena respecto de los vaivenes de la economía mundial, así como de eventuales cambios en las expectativas de los agentes económicos internacionales.

Cabe destacar que a pesar de que otros países de la región llevaron a cabo políticas formalmente más “liberales o aperturistas” que las de Chile con relación a la cuenta de capitales de la balanza de pagos, registraron tasas de interés domésticas mayores que las chilenas así como mayores diferenciales con respecto a las tasas de interés internacionales. Ello, que aparentemente debió ser a la inversa, se explica principalmente por el mayor riesgo país y/o de devaluación de aquellos países en comparación al caso chileno. En consecuencia, no es obvio que por llevar a cabo una apertura financiera total y rápida un país se vaya a integrar, efectivamente, en forma sólida y permanente, a los mercados internacionales de capital. Asimismo, se suele decir que el buen desempeño macroeconómico de Chile en los primeros años de los noventa se debió al elevado nivel de ahorro interno, más que a la estrategia macroeconómica. Cabe señalar, sin embargo, que el ahorro interno no es una constante, independiente de dicha estrategia en general, ni de la estrategia relativa al financiamiento externo en particular. En efecto, los estudios empíricos y la experiencia más bien sugieren que políticas “ingenuas” con relación al influjo de financiamiento externo suelen llevar a que el ahorro externo, que en muchas ocasiones está concentrado en el muy corto plazo, financie un exceso de gasto de consumo doméstico y reduzca el ahorro interno.

Por último, cabe mencionar el favorable contexto, con la excepción del sobrecalentamiento inicial de 1989-1990, en que se desarrolló la macroeconomía chilena durante los años noventa. En efecto, importantes reformas económicas de carácter estructural, que no se dieron en forma lineal sino que a través de un costoso proceso de ensayo y error, llevaban ya un prolongado período de tiempo en aplicación y comenzaban a manifestarse sus beneficios. También cabe señalar, más allá de la discusión en cuanto al ritmo de crecimiento del gasto público, con su

impacto sobre el "mix" de política fiscal y monetaria, los esfuerzos de coordinación entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda en la formulación y ejecución de la política macroeconómica de la primera mitad de los años noventa.

En términos de resultados, en el quinquenio 1992-1996 el PIB creció a un ritmo medio anual de 7.5% y la tasa de desempleo fue de 7%. Las remuneraciones reales aumentaron al mismo ritmo que la productividad media del trabajo: 4.7% anual. La formación bruta de capital fijo se incrementó en 14.2% anual, casi doblando el ritmo de crecimiento del PIB, y el ahorro interno alcanzó un promedio de 25.1% del PIB. El superávit fiscal fue de 1.8% del PIB mientras que el ahorro fiscal alcanzó al 5.1% del PIB. La tasa de interés real de colocaciones bancarias entre noventa días y un año fue en promedio de 8.9% anual. La deuda pública interna (del Banco Central), como porcentaje del PIB, se redujo respecto de los años anteriores y alcanzó a 33.6%, mientras que su plazo de vencimiento creció de año en año, alcanzando en el quinquenio un promedio de 3.2 años. La inflación anual promedio fue 9.7%, la menor tasa registrada para un quinquenio desde hace más de medio siglo en Chile, y cayó desde 27.3% en 1990 y 18.7% en 1991 a un ritmo decreciente, muy similar al de la meta de inflación anual del Banco Central, para llegar a 6.6% a fines de 1996. El peso chileno se apreció a un ritmo de 4.3% real anual a la vez que las exportaciones crecieron en términos reales en 10.4% anual, un ritmo 50% mayor que el del crecimiento del PIB. El déficit promedio anual de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue 2.2% del PIB. La inversión externa directa hacia y desde Chile alcanzó récords históricos. La entrada de capitales fue de 6% del PIB y las reservas internacionales netas, que en el período aumentaron más de 12000 millones de dólares, equivalieron al 22.4% del PIB y a un año de importaciones de bienes. La deuda externa representó en promedio 38.1% del PIB y, neta de reservas internacionales, 15.7% del PIB.

En síntesis, los resultados macroeconómicos del quinquenio 1992-1996 fueron muy satisfactorios. Se logró un elevado crecimiento de la actividad económica y del empleo, del ahorro interno y de la inversión, así como de los salarios reales y de la productividad. Simultáneamente, se redujo significativamente la inflación, la que va camino a igualarse con la que registran los países industrializados. Por último, y de la mayor importancia, lo anterior se logró sin poner en peligro el equilibrio externo de la economía chilena, y por el contrario, se perfeccionó la inserción de Chile en la economía internacional, creándose sólidas cuentas externas, mejorándose los indicadores de solvencia externa del país y reduciendo su vulnerabilidad. Tan importante como lo anterior fue que no se generaron desequilibrios en ninguna otra área clave de la economía, lo que permite mirar con optimismo las posibilidades de avanzar y profundizar en el desarrollo económico de Chile.

I. INTRODUCCIÓN

La política macroeconómica chilena de los años noventa presenta varias características que hacen muy interesante su estudio. De un lado, a fines de 1989 terminaba en Chile un largo y complejo ciclo político, transitándose desde un gobierno militar autoritario, que duró más de dieciséis años, a un gobierno democrático. Además, el nuevo gobierno de la Concertación de Partidos por la Democracia, que asumió en marzo de 1990, tenía una base de apoyo y un programa económico diferentes a los de la opción continuista del régimen militar. En consecuencia, el manejo de la política económica enfrentaba varios desafíos, comenzando por su diseño y ejecución, pero además, en términos de crear las confianzas requeridas y entregar las señales adecuadas para la correcta formación de expectativas de los agentes económicos, tanto internacionales como nacionales, tanto de asalariados como de empresarios.

De otro lado, el país venía de la fase expansiva del ciclo de reactivación de 1985-1989 (luego que la economía sufriera una muy seria recesión en 1983-1984), con un claro diagnóstico de exceso de gasto en 1989, y la consecuente necesidad de llevar a cabo un proceso de ajuste como condición necesaria para restaurar los equilibrios macroeconómicos básicos, para luego redinamizar el crecimiento económico sobre bases sólidas y estables. Dicho proceso debió darse en un momento particularmente complejo y delicado, en que se transitaba entre regímenes políticos muy diferentes, cambiaba el gobierno, y se requería crear condiciones de apoyo internas e internacionales a la nueva política económica y al equipo económico del gobierno democrático.

En ese contexto se inserta el rol del Banco Central de Chile, que adquirió plena autonomía e independencia en diciembre de 1989, pocos días antes de la primera elección presidencial que tuvo lugar después de más de diecinueve años en Chile. En efecto, con un diseño institucional novedoso, no sólo para Chile y para América Latina, sino también para varios países industriales, el Banco Central tuvo que asumir un rol determinante en varios frentes:

a) en lo inmediato, diseñar y ejecutar buena parte del **proceso de ajuste de 1990**, en un contexto político, institucional y económico complejo y desconocido hasta entonces en Chile.

b) paralelamente, estrenar, ejercitar y consolidar su **autonomía**, proceso inédito y difícil, por el cuestionamiento inicial a la legitimidad, principalmente de origen, de la independencia y autonomía del Banco Central.^{1/} También fue necesario definir, o redefinir, las relaciones de trabajo y coordinación con el Ministerio de Hacienda, los vínculos con el Poder Legislativo, así como la interacción con las organizaciones empresariales y organismos gremiales, con los bancos e instituciones financieras internacionales y con los medios de prensa y la opinión pública.

^{1/} Dicho cuestionamiento se dio especialmente entre los dirigentes políticos y los economistas, incluidos aquellos miembros del Consejo del propio Banco Central, partidarios de la coalición del Gobierno democrático.

c) vinculado al punto anterior, quizás el principal desafío del Instituto Emisor fue llevar a cabo su trabajo con un grado de profesionalismo, seriedad y responsabilidad tal que su **principal activo** entre los agentes políticos y económicos, nacionales e internacionales, fuera su **credibilidad**.

d) formular e implementar las políticas monetaria, financiera, cambiaria, de reservas internacionales y de endeudamiento y financiamiento externo. La labor tradicional del Banco Central en este caso tuvo algunas peculiaridades que cabe destacar. De un lado, la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile acotó sus objetivos, precisándolos, y dándole prioridad al control de la inflación y al normal desarrollo de los pagos externos e internos; en consecuencia, las políticas debieron diseñarse en función de los nuevos objetivos legales del Banco Central. Pero además quedaba por definir el **horizonte temporal** y el grado de compromiso del Instituto Emisor con **la sustentabilidad de sus políticas**.

En el desarrollo de estas tareas el Banco Central enfrentó un conjunto de importantes desafíos. En lo interno, la economía chilena a fines de 1989 estaba funcionando al máximo de su potencial, con **muy pocas holguras en términos de capacidad productiva ociosa y del mercado laboral, así como con una inflación elevada**: 21.4% en doce meses a fines de 1989,^{2/} equivalente a más de 30% anual en base a la inflación del último trimestre de ese año. De otro lado, la coyuntura internacional, especialmente en su dimensión financiera, revivió de algún modo lo ocurrido a fines de los años setenta, en términos de ofrecer una creciente disponibilidad de financiamiento externo para la región en su conjunto y para Chile en particular. Lo anterior, junto a la favorable evolución de las exportaciones, contribuyó de manera determinante a que, a diferencia de lo ocurrido en el segundo quinquenio de los años ochenta, el país no sólo no enfrentara una restricción externa, sino que por el contrario, dispusiera de una gran afluencia de divisas. **Dicha abundancia de divisas complicó fuertemente la formulación y puesta en práctica de las políticas monetaria y cambiaria**, sobre todo si se deseaba insertar a ambas en una visión de conjunto de dichas políticas, orientada al logro, mantención y sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos en el mediano y largo plazo.

^{2/} A fines de 1988 la inflación había sido 12.7%.

II. LOS EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS BÁSICOS

Uno de los temas de mayor significación en el diseño de la política económica lo constituye el rol que desempeña la mantención de los equilibrios macroeconómicos en el proceso de crecimiento económico. Las políticas fiscal, monetaria, cambiaria, salarial y financiera son claves para alcanzar y preservar los macroequilibrios fundamentales de la economía, tanto en lo concerniente al empleo, la estabilidad de precios y del sistema de pagos -el equilibrio interno-, como en lo atinente al equilibrio del sector externo.

En relación al **equilibrio interno**, éste implica un nivel de uso de los recursos productivos del país tal que no se generen presiones inflacionarias adicionales a las programadas. Para ello es necesario que la política macroeconómica, y en especial la monetaria y la fiscal, tengan como orientación fundamental cautelar que la demanda interna agregada se encuentre alineada con el potencial productivo (oferta agregada) de la economía.

Si bien es cierto que como tendencia el gasto global no debe crecer por encima del crecimiento del producto potencial,^{3/} expansión estimada en torno al 6.5% real anual para la economía chilena durante el primer quinquenio de los años noventa,^{4/} es posible y conveniente complementar en forma adecuada el ahorro doméstico con recursos de origen externo en el financiamiento de la inversión. Esto último hace deseable que el nivel del gasto doméstico exceda al ingreso nacional en una fracción que dependerá del monto, naturaleza y sustentabilidad de las fuentes de financiamiento externo. Para el caso de la economía chilena se estimó que la preservación del **equilibrio externo** equivalía a acomodar un déficit de tendencia de la cuenta corriente de la balanza de pagos en el rango de 3% a 4% del PBI.^{5/}

Una baja tasa de inflación es esencial cuando se tratan de alcanzar metas ambiciosas en relación con el crecimiento económico, la inversión, el empleo y la reducción de la pobreza. Dado que el Banco Central no tiene los instrumentos directos para el logro de estos objetivos, debe concentrar sus esfuerzos tanto en disminuir la tasa de inflación como en avanzar hacia una mayor estabilidad del nivel de precios. Sólo de esa manera puede el Banco Central contribuir en forma efectiva a la consecución de tales objetivos y, por ende, al desarrollo del país. Cabe destacar que la estabilidad de precios no es un objetivo fácil de alcanzar, sobre todo en un país

^{3/} En rigor, dicha afirmación es válida cuando la economía se encuentra en la frontera de producción. Cuando está por debajo, puede crecer a un ritmo mayor (si la restricción externa lo permite). Pero cuando la economía se encuentra "sobrecalentada" se requiere ajustar los niveles de actividad, por lo que, durante ese tiempo, el gasto debe crecer a un ritmo menor que el del crecimiento del producto potencial.

^{4/} Véase Rojas, P., López, E., y Jiménez, S: "Determinantes del Crecimiento del Producto Potencial de Chile: el rol del Comercio", en publicación, abril de 1997.

^{5/} Véase Eyzaguirre, N., y Rojas, P., "Las Políticas Monetaria y Cambiaria en Chile durante los Noventa", versión no publicada, Banco Central de Chile, enero de 1995.

con la historia de inflación crónica, como es el caso de Chile, y con varios decenios de vigencia de muy generalizados mecanismos de indexación de precios. Además, como fue el caso de la primera mitad de los años noventa, la economía chilena operó, para todos los efectos prácticos, a pleno empleo y sin capacidad productiva ociosa.

Un entorno macroeconómico que garantice una inflación controlada primero, luego decreciente y finalmente estabilizada a una tasa baja, es un prerrequisito para alcanzar elevados ritmos de inversión y aumentos sostenidos en el empleo y en la productividad de los factores. Sin embargo, la experiencia ha demostrado que reducir la inflación desde tasas muy elevadas a tasas moderadamente bajas es la parte más fácil del proceso de estabilización. Lo más difícil es lograr una convergencia hacia las tasas de inflación que registran los países industrializados. Ello requiere un esfuerzo perseverante por configurar las condiciones que conduzcan a un **proceso sostenido de desaceleración inflacionaria** y que, simultáneamente, permitan **minimizar la presencia de distorsiones que induzcan fluctuaciones indeseadas, cuando no reversiones de dicho proceso.** Los requisitos necesarios para alcanzar ese resultado son, entre otros, la mantención de un control severo sobre las finanzas públicas, que evite la amplificación de los ciclos de gasto; una política monetaria que permita la existencia de tasas de interés reales consistentes con la productividad del capital en el largo plazo; un tipo de cambio real que asegure una adecuada competitividad del sector transable y que al mismo tiempo permita una utilización de ahorro externo consistente con la viabilidad de la balanza de pagos en el mediano plazo; y una política financiera que asegure la estabilidad y solvencia del sistema financiero, de modo de prevenir y evitar que su eventual mal funcionamiento, fragilidad y, por cierto su crisis, tengan repercusiones de naturaleza macroeconómica.

Ciertamente sería una exageración pretender que la estabilidad macroeconómica es una **condición suficiente** para lograr tasas de crecimiento altas y sostenidas. Otros elementos de carácter más estructural, vinculados al funcionamiento competitivo y flexible de los mercados, especialmente en el de los factores productivos, así como las políticas que regulan la estructura y funcionamiento de algunos mercados claves, tales como el financiero o mercados monopólicos, y las que afectan el proceso de ahorro e inversión, la formación de capital humano y la investigación científica y tecnológica, son también condiciones determinantes para generar y dinamizar el crecimiento económico.

Los criterios especificados en esta definición de entorno macroeconómico no son fácilmente medibles. Por ello suele haber discusión sobre si los niveles de la tasa de interés, del tipo de cambio, o del saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos son los apropiados en cada período y, en consecuencia, se torna difícil juzgar si hay o no desviaciones respecto de las condiciones del equilibrio macroeconómico en una perspectiva de mediano plazo. Este problema de diagnóstico se hace más complejo en la medida que la economía es más estable y los objetivos antiinflacionarios son más ambiciosos. En efecto, las condiciones de inestabilidad macroeconómica que generan una inflación del orden de 30% anual o más son fácilmente identificables, pero las que representan desvíos marginales respecto de un objetivo de inflación bajo, como el que fue teniendo Chile hacia finales de la primera mitad de los años noventa, son materia de discusión y controversia. La prudencia, el buen criterio, la observación cuidadosa, la

comparación con las experiencias de otros países y la independencia de juicio son activos muy importantes para efectuar un diagnóstico macroeconómico adecuado en tales circunstancias.

La dificultad de definir con precisión cuál es el entorno coherente con la estabilidad macroeconómica es precisamente lo que lleva, en la práctica, a que sea la propia tasa de inflación uno de los principales indicadores para evaluar la habilidad de las autoridades económicas en el control de dicho entorno.

Pero no sólo es importante la inflación de un período determinado, sino también su **sostenibilidad en el tiempo**. Es obvio que las autoridades que recurrentemente permiten tasas elevadas de inflación no tienen un control adecuado de la situación económica, ya que los agentes económicos terminan incorporando un factor de desconfianza e incertidumbre en sus pautas de comportamiento, que les hace percibir que, de alguna manera y en algún momento, será necesario efectuar un ajuste del gasto. Sin embargo, también es posible encontrar **situaciones de baja inflación, en que las políticas tampoco son sostenibles**. Estos casos, que se caracterizan por significativos déficit fiscales o de cuenta corriente de la balanza de pagos, usualmente han sido seguidos por la reaparición repentina del problema inflacionario latente.^{6/} En estas situaciones los déficit fiscales y de cuenta corriente son indicadores útiles para anticipar que, la mayoría de las veces, las bajas tasas de inflación observadas no son sostenibles en el tiempo.

Sólo aquellos casos en los que el Banco Central y las autoridades económicas del Gobierno puedan crear un ambiente de **baja inflación -en su nivel o tendencia- en forma sostenida**, han sido exitosos y por lo tanto capaces de generar expectativas de que las políticas macroeconómicas en vigencia serán mantenidas, o a lo más modificadas en forma gradual y paulatina, en caso de ser necesario.

En síntesis, los resultados en términos de inflación y la implementación de políticas coherentes con las metas planteadas en esta materia son fundamentales para alcanzar la **credibilidad en la política económica**. Dicha credibilidad, a su vez, incentiva el proceso de ahorro y estimula la inversión, iniciativa e innovación empresarial, con todo su impacto positivo sobre la creación de empleos y el crecimiento económico.

^{6/} Cabe señalar que hay algunos casos de déficit fiscales moderados que, en presencia de mercados de capitales desarrollados y profundos, no necesariamente son fuente de presiones inflacionarias.

III. LOS OBJETIVOS DE LA POLÍTICA

La Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile define tres objetivos para el Instituto Emisor: velar por la estabilidad de la moneda y por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. La ley también señala que el Banco Central, al adoptar sus acuerdos, debe tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno.

Durante los años noventa el Banco Central centró sus objetivos en la reducción gradual, sistemática y sostenible de la tasa de inflación, en acotar un rango dentro del cual debiera situarse el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos y en crear las condiciones que garantizaran la estabilidad y solidez del sistema financiero doméstico.^{7/}

En consecuencia, la formulación y ejecución de las políticas del Banco Central no estuvieron orientadas directamente a la consecución de otros objetivos de la política económica del Gobierno, tales como dinamizar el crecimiento económico, aumentar el ahorro y el empleo o mejorar la distribución del ingreso. Y ello por tres razones: de un lado, porque sus objetivos están acotados por la ley; en segundo lugar, porque los instrumentos de que dispone el Banco Central son limitados, al punto que hay quienes sostienen que el Instituto Emisor no poseería la capacidad necesaria para el logro de los tres objetivos fijados en la ley; y, en tercer lugar, porque la consecución de estos objetivos se encaró de tal manera que ella fuera funcional a la estrategia global de desarrollo del Gobierno, de crecimiento económico con equidad.

Los objetivos legales del Banco Central se llevaron a la práctica en el entendido que ellos se definirían en un horizonte temporal prolongado, de modo que su consecución fuese dándose a lo largo del tiempo y de un modo sostenible. Ello contribuiría a darle credibilidad a la política macroeconómica y estabilidad y dinamismo sostenible al proceso de desarrollo. De otro lado, una característica fundamental de la forma que se entendieron los objetivos del Banco Central, es que ellos debían lograrse en un contexto equilibrado, sin generar “traumatismos” en otras áreas claves de la economía y sin que fuera necesario, y ni siquiera deseable, mostrar logros espectaculares e inmediatos. Por el contrario, se privilegió la persistencia, sistematicidad, solidez, estabilidad, y credibilidad, así como el equilibrio macroeconómico global, con todo el impacto positivo que ello tiene sobre las decisiones de ahorro e inversión, el empleo y los salarios, en una suerte de círculo “virtuoso” del proceso de desarrollo económico. La alternativa habría sido mostrar un logro aparentemente rápido y muy exitoso, cuando no espectacular, de unos pocos objetivos, pero

^{7/} Este trabajo desarrolla la experiencia del Banco Central de Chile solamente en relación con los dos primeros objetivos: el control de la inflación y el mantenimiento del equilibrio externo de la economía chilena. Sin embargo, cabe destacar que parte importante del éxito alcanzado en el logro de esos dos objetivos ha descansado en la creación de condiciones, en el cuidado y en el seguimiento de la solvencia del sistema financiero doméstico. Aún cuando excede al objetivo de este trabajo, la opción por el “desarrollo financiero”, incluidos, además de la banca, los intermediarios financieros no bancarios y su adecuada supervisión y regulación, en comparación a las políticas más ingenuas de “liberalización financiera”, ha jugado un importante rol en la creación de un marco macroeconómico e institucional favorable a una política económica coherente.

que se habría obtenido a costa de haber generado grandes desajustes en otras áreas claves de la economía o de la sociedad. En esos casos la experiencia demuestra que dichos logros se caracterizan por su fragilidad y escasa perdurabilidad en el tiempo, con la consecuente necesidad de frenar, cuando no revertir la orientación de las reformas y la ejecución de las políticas, afectando por esa vía la confianza de los agentes y la eficacia y los fundamentos del programa macroeconómico.

1. El objetivo antiinflacionario

La Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile establece en su artículo tercero que uno de los objetivos del Instituto Emisor es velar por la estabilidad del valor de la moneda. Es decir, la ley impone como objetivo la estabilidad de precios, lo que en la primera mitad de los años noventa se interpretó como **reducir sistemática y sosteniblemente la tasa de inflación, y alcanzar una tasa de un dígito.**^{8/}

Muchas veces se cuestiona la prioridad asignada al objetivo de la estabilidad de precios, argumentándose que lo verdaderamente importante es el desarrollo económico y que, por lo tanto, la política monetaria debería estar subordinada a ese objetivo. Ese tipo de críticas es más frecuente en períodos o situaciones en que la lucha contra la inflación, reflejada en una política monetaria calificada como restrictiva, produce una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía.

Sin embargo, estudios empíricos sobre la relación entre la inflación y el crecimiento, realizados a base de información para países en desarrollo, muestran alguna evidencia en el sentido de que, todo lo demás constante, una mayor tasa de inflación implica una menor tasa de crecimiento de largo plazo. Esta relación resulta ser aún más significativa en aquellos países con inflaciones moderadas y altas. De un modo similar, los mismos estudios empíricos demuestran también que en países con tasas de inflación bajas y estables -de alrededor de un dígito- las variaciones en ésta tenderían a no afectar severamente la tasa de crecimiento económico.

El objetivo de estabilidad de precios, que por lo demás es común a prácticamente todos los bancos centrales del mundo -y ciertamente a los que son independientes como el chileno- no es una meta o fin en sí mismo. Es evidente que el objetivo principal de las autoridades económicas en su conjunto es lograr un mayor desarrollo del país y mejorar las condiciones y calidad de vida de la población, lo que requiere, como condición necesaria, de un elevado crecimiento económico. Sin embargo, ello no se contrapone al logro del objetivo antiinflacionario. Por el contrario, **está demostrado tanto teórica como empíricamente que la estabilidad de precios afecta positivamente el crecimiento económico en el mediano y largo plazo.** El Banco Central de los Estados Unidos, por ejemplo, publicó hace poco tiempo atrás un estudio en que se demuestra

^{8/} El objetivo del Banco Central fue llevar la tasa de inflación al nivel de la de los países industriales, es decir, entre 2% y 3% al año. Sin embargo, ese equilibrio final pasaba por reducir la inflación a niveles de un dígito hacia 1995-1996, para posteriormente acercarse gradualmente al rango señalado.

que una menor inflación aumenta la productividad de la economía. Más aún, la inflación es, de hecho, un impuesto (no legislado) regresivo, ya que afecta más fuertemente a la gente de menores recursos, que es la que tiene menores posibilidades para protegerse de ella. Por lo tanto, la estabilidad de precios tiene también un efecto positivo sobre la distribución del ingreso y ayuda a lograr una sociedad con mayores oportunidades. Así entonces, una institución como el Banco Central, que vela por el logro del objetivo antiinflacionario, colabora y contribuye al desarrollo económico de mediano y largo plazo del país.

Durante los años noventa, el Banco Central de Chile ha planteado que la estabilidad de precios es una condición necesaria para un progreso económico rápido y sostenido, y que la experiencia internacional así lo demuestra. Desde esta perspectiva, dicha estabilidad es sólo un medio para el logro de un fin más global, como lo es un buen desempeño económico. Un objetivo ambicioso, pero alcanzable y razonable en el caso de la economía chilena, es propender al logro de tasas anuales de inflación bajas y estables, como las que se registran actualmente en los países desarrollados. Es indudable que lo óptimo sería vivir en un mundo sin inflación. Sin embargo, las rigideces que se enfrentan en la realidad pueden hacer necesaria la ocurrencia de un lento aumento en el nivel de precios de la economía, aunque a tasas muy bajas, para facilitar algunos ajustes en la estructura de los precios relativos. Asimismo, las mejoras en la calidad de los bienes y servicios también conllevan una tendencia al alza estadística en el nivel de precios. No obstante, una tasa de inflación anual estable del orden de magnitud como la que registran los países industriales podría ser calificada, sin riesgo de exageración, como inofensiva, toda vez que los graves problemas asociados con la inflación tienden a desaparecer a medida que el ritmo inflacionario entra en ese rango.

El objetivo de alcanzar una tasa de inflación similar a la de los países desarrollados se justifica, además, por cuanto la estrategia de internacionalización de la economía chilena se hace mucho más eficiente en un contexto de estabilidad interna de precios. Asimismo, el hecho de que el sector público consolidado, incluidas las cuentas del Banco Central, no registre déficit, unido a la creciente solidez del desempeño macroeconómico de Chile, indican que no hay razones para tener tasas de inflación superiores a las internacionales. Cabe destacar, eso sí, que la generalizada indexación de la economía chilena en base a la inflación pasada sugiere la conveniencia de avanzar **gradualmente** en la consecución del objetivo de estabilidad de precios. En efecto, de esa forma se minimizan los costos de corto plazo en términos de actividad económica y empleo vinculados a la política de estabilización de precios, a la vez que la autoridad económica va ganando credibilidad a lo largo del tiempo. Ello tiende a darle creciente legitimidad a la política antiinflacionaria y permite perfeccionar la política monetaria, haciéndola más eficiente, sin sacrificar innecesariamente otros objetivos de la política económica.

2. El objetivo del equilibrio externo

La Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile establece en su artículo tercero que otro de los objetivos del Instituto Emisor es asegurar el normal desenvolvimiento de los pagos externos. Es decir, la ley impone como objetivo el logro del equilibrio externo, lo que se

interpretó como que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos importa, y que era necesario asegurar que dicho déficit estuviera dentro de un rango preestablecido.^{9/}

Muchas veces se cuestiona darle tanta importancia al déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en el diseño de la política macroeconómica. Suele sostenerse que países en desarrollo requieren del ahorro externo para el financiamiento de la inversión. Asimismo, aquel déficit no tendría mayor importancia en la medida que su financiamiento proviniera de entradas netas de capitales “privadas” y “voluntarias”. De otro lado, se argumenta que el déficit no sería preocupante en aquellos casos en que el exceso de importaciones se concentrara en los bienes de capital, sobre todo si éstos se orientaran a aumentar la capacidad productiva del sector transable de la economía.

Si bien las consideraciones anteriores tienen cierta validez, ellas son de menor significación frente a lo que verdaderamente importa: los límites tolerables, tanto en términos de la magnitud como de la persistencia del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El énfasis en este déficit, que no es más que un reflejo del exceso de gasto interno sobre el ingreso de la economía y, más específicamente, el énfasis **en el control del déficit de tendencia de la cuenta corriente de la balanza de pagos** se justifica por el rol determinante que ha jugado históricamente la restricción externa, incluidos el impacto de la evolución de los términos del intercambio y de las tasas de interés internacionales -entre otros factores de la inserción de Chile en la economía internacional- sobre la **vulnerabilidad de la economía chilena.**

Además, centrar la atención en la trayectoria del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos es otra forma de estar atentos a que **el ahorro externo no sustituya sino que complemente el ahorro interno,** de modo que este último financie un porcentaje elevado y significativo de la inversión doméstica, lo que es un factor determinante de la **estabilidad y sustentabilidad del crecimiento económico.**

De la mayor importancia en el diseño y la ejecución de la política macroeconómica en la primera mitad de los años noventa fue el hecho de que **el Banco Central siempre resistió la “tentación” de relajar la política monetaria antes de tiempo, a pesar de las holguras disponibles en el sector externo;** estas últimas provinieron tanto de la muy favorable evolución de las exportaciones, que crecieron en volumen a una tasa promedio anual de 10%, como de la significativa entrada neta de capitales externos, que alcanzó a un promedio de 6% del PBI. Cabe destacar que en ese período hubo fuertes presiones para relajar la política monetaria (disminuyendo la tasa de interés interna) y para modificar, cuando no eliminar, las políticas de banda cambiaria vigente, la de reservas internacionales, y así como aquella diseñada para

^{9/} En el caso de Chile, dicho rango se determinó, de un lado, porque se estimó que el producto potencial en dólares, con un tipo de cambio real constante, crece en torno a 8% por año. De otro lado, como a comienzos de 1990 la deuda externa era levemente superior a 50% del PIB, un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de (máximo) 4% del PIB implica que la razón deuda externa a PIB se mantendría constante. El rango adoptado, entre 3% y 4% del PIB, significó que no se quiso pasar el límite de 50% del PIB de endeudamiento externo; y por el contrario, se estimó prudente disminuirlo gradualmente, lo que efectivamente ocurrió.

enfrentar los flujos financieros externos de corto plazo, todo lo cual habría inducido a una mayor apreciación del peso chileno que la efectivamente registrada durante ese período. Sin embargo, un sello distintivo de la política macroeconómica de esos años fue definir y defender clara y firmemente la estrategia global, manteniendo la instancia de la política monetaria todo lo necesario como para avanzar seria y fundadamente en el control de la inflación, no permitiendo un déficit mayor que el predefinido en la cuenta corriente de la balanza de pagos. De ese modo el Banco Central contribuyó a consolidar un crecimiento económico elevado para Chile, financiado prioritariamente con ahorro interno, y en el proceso aseguró una baja gradual, pero creíble, sostenida y sostenible de la inflación, sin poner en riesgo el equilibrio externo de mediano y largo plazo de la economía chilena.

En consecuencia, independientemente de cual fuera el “responsable” del exceso de gasto doméstico: el sector público o privado; la fuente de su financiamiento: inlujos voluntarios de financiamiento externo o una expansión del crédito interno; la composición de las importaciones: bienes de consumo o de inversión; o el destino de estos últimos: ampliar la capacidad productiva del sector transable o no transable de la economía, para la política macroeconómica chilena de la primera mitad de los años noventa lo determinante fue crear las condiciones que impidieran generar un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos que cuestionara la sustentabilidad y la credibilidad de la política macroeconómica.

Aun cuando el monto preciso del déficit en cuenta corriente conveniente para un país en desarrollo es difícil de precisar, y puede ser diferente para distintos países así como puede cambiar para un mismo país a lo largo del tiempo, el rango antes mencionado, de 3% a 4% del PBI para Chile a comienzos de los años noventa, surgió de tres criterios ordenadores.

En primer lugar, un déficit de tendencia de la cuenta corriente de la balanza de pagos de esa magnitud permitía mantener estables o mejorar levemente los indicadores habituales de solvencia externa como, por ejemplo, la deuda externa en relación al PBI o a las exportaciones de bienes y servicios.

En segundo lugar, dado un nivel considerado deseable de reservas internacionales netas, un déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos de ese orden de magnitud se asimilaba a las proyecciones de la oferta de financiamiento externo neto de mediano y largo plazo disponible para Chile.

Por último, la tolerancia de niveles de déficit de cuenta corriente significativamente superiores, aunque se estimen financiados durante un cierto período de tiempo, dejan a la economía expuesta o vulnerable a cambios en las condiciones de liquidez y/o expectativas de los mercados financieros internacionales, las que, por ejemplo, pueden sufrir repentinos vuelcos por diversos tipos de shocks, desde aquellos de naturaleza política hasta otros tales como caídas significativas en los términos de intercambio en economías de la región y/o alzas en las tasas de interés de los países industriales.

IV. CONDICIONES INICIALES

Algunas características estructurales de la economía, así como las condiciones coyunturales iniciales y el contexto institucional en que se llevó a cabo la política macroeconómica de los años noventa, tienen gran importancia por cuanto definen y acotan ciertas especificidades propias que debió enfrentar la política macroeconómica en el caso chileno.

a) A comienzos de los años noventa la economía de Chile tenía varios años de funcionamiento de un esquema en el que se habían realizado diversas reformas estructurales, tales como una rebaja y simplificación del régimen arancelario, la privatización y cambio radical del sistema de Seguridad Social, la liberalización y una nueva legislación para el sistema bancario, la reforma fiscal y la privatización de un gran número de empresas públicas. Muchas de estas reformas tuvieron serios reveses a lo largo del tiempo, pero por lo general la tendencia fue a reformularlas y perfeccionarlas, más que a revertirlas.

b) La economía chilena es “pequeña” y bastante abierta al comercio y a las finanzas internacionales.

Durante el primer quinquenio de los años noventa esta característica se profundizó. En efecto, el coeficiente de exportaciones de bienes y servicios como proporción del PIB se elevó a más del 35%, se rebajaron los aranceles de 15% a 11%; se liberaron crecientemente, hasta su totalidad, los retornos y las liquidaciones de los exportadores chilenos, y se activaron varios acuerdos bilaterales de libre comercio.

En el plano financiero también se generó una creciente apertura externa, tanto en lo relativo a la salida como a la entrada de capitales. La inversión de chilenos en el exterior, con la sola excepción de Bancos, Administradoras de Fondos Previsionales, Compañías de Seguros y Fondos Mutuos, se liberalizó completamente. En el caso de estas últimas instituciones, la liberalización fue más gradual y selectiva, tanto por restricciones de tipo legal como por otras de carácter prudencial, impulsadas principalmente por el Banco Central. También hubo una creciente liberalización a la salida de capitales de no residentes. Así por ejemplo, se disminuyó de tres años a un año el plazo mínimo para repatriar capitales de inversiones extranjeras, se liberalizó totalmente la salida de inversiones al amparo del capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales (esquema de conversión de deuda externa en inversiones, originado en la crisis de comienzos de los años ochenta), y se liberalizó el prepago de deudas con el exterior, así como el porcentaje mínimo de crédito externo que debía acompañar a la inversión externa directa.

En cuanto a la entrada de capitales, se registró un significativo aumento de la inversión extranjera directa y se autorizaron y desarrollaron nuevos mecanismos tales como los ADR, bonos y bonos convertibles en acciones, cuyas condiciones también fueron liberalizadas a lo largo del tiempo. Debido al impacto negativo que sobre la política monetaria y cambiaria estaba teniendo la afluencia excesiva de financiamiento externo de corto plazo, se frenó su velocidad de entrada

y se incrementó el costo de ese tipo de financiamiento, al exigirse un encaje no remunerado por el plazo de un año para la mayor parte de los créditos externos y otras fuentes de financiamiento en moneda extranjera, lo que les significó un gravamen cuya carga era función inversa del plazo de dicho financiamiento.

c) Otra característica significativa de la economía chilena a comienzos de los años noventa fue el elevado nivel que alcanzó el ahorro doméstico. En efecto, mientras que en el primer quinquenio de los años ochenta el ahorro interno fue inferior al 10% del PBI, en el segundo quinquenio superó el 16% y en 1989 fue levemente inferior al 24% del PBI. Entre 1992 y 1996 dicho coeficiente superó el 25%. Cabe señalar que el volumen de ahorro interno depende de la actitud del país y de sus políticas frente al ahorro externo, ya que existe abundante evidencia empírica respecto de la sustitución de ahorro doméstico por ahorro externo, situación que generalmente se produce cuando, en determinadas circunstancias, se acepta indiscriminadamente un influjo "excesivo" de financiamiento externo, en particular de corto plazo.

d) El desarrollo del mercado de capitales de Chile ha sido muy importante, lo que ha permitido una creciente profundización financiera. En particular, la demanda de documentos emitidos por el Banco Central, tanto por parte de los bancos como de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de las Compañías de Seguros, ha contribuido no sólo al desarrollo de un mercado de capitales de largo plazo sino que, además, a la fluida ejecución de operaciones de mercado abierto, las que se han constituido en un eficaz instrumento de la política monetaria.

e) El presupuesto fiscal fue siempre superavitario, lo que permitió reducir, en términos relativos, la deuda fiscal, tanto externa como interna. Pero lo más destacable es que dicho superávit era imprescindible si se deseaba compensar el importante déficit cuasifiscal radicado en el Banco Central; este último se explica, de un lado, por el efecto del "salvataje" del sistema financiero privado chileno a comienzos de los años ochenta, y, del otro, por las pérdidas del Banco Central como consecuencia de la significativa acumulación de reservas internacionales durante los años noventa.

f) Es fundamental comprender que en el quinquenio 1985-1989 la restricción macroeconómica dominante fue la escasez de divisas, derivada principalmente de la excesiva apreciación del peso de fines de los años setenta y comienzos de los ochenta, y la consiguiente crisis de balanza de pagos y de deuda externa y sus secuelas. Además, el alto crecimiento promedio anual del PBI en ese período, de 6.6%, se explica en medida importante como una recuperación de la fuerte caída que registró en 1982 y 1983 (14.1% y 0.7%, respectivamente), lo que significó que en ese quinquenio la trayectoria del PBI efectivo siguiera muy por debajo a la del producto potencial (con la sola excepción de 1989).

En el período 1992-1996, en cambio, prácticamente no hubo holguras en términos de capacidad productiva ociosa ni en el mercado laboral, mientras que la restricción externa desapareció como consecuencia tanto del fuerte crecimiento de las exportaciones como de la gran afluencia de inversión externa directa y de crédito internacional durante esos años. Además, dado el sobrecalentamiento de la economía en 1989 y la evolución posterior del gasto, el crecimiento

del PBI en los años noventa se dio en torno al límite de la frontera de producción, o, puesto en otros términos, en condiciones en que el nivel del PBI observado era muy similar al nivel del PBI potencial.

En cuanto a la coyuntura económica a fines de 1989, ésta se caracterizaba por un quinquenio previo que, como se señaló, registró un fuerte crecimiento de la actividad, liderado por el incremento de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones. En ese contexto, con un incremento del PBI en 1989 de 9.9%, era evidente la presencia de exceso de gasto, reflejado no sólo en un crecimiento económico insostenible en el tiempo, sino además, en una aceleración de la inflación y en un excesivo crecimiento de las importaciones. Dicha situación requirió de un proceso de ajuste en 1990, caracterizado por la ejecución de una política fiscal austera y una política monetaria restrictiva.

g) La indexación generalizada de los precios de la economía es otra característica de la economía chilena. Como consecuencia del crónico proceso inflacionario chileno y de la magnitud y las fluctuaciones inesperadas del crecimiento de los precios, la sociedad chilena se acostumbró a “vivir con la inflación”, protegiéndose de parte de sus efectos nocivos mediante la incorporación de cláusulas de reajustabilidad de precios en base a la inflación pasada. Por esa vía precios tan determinantes como el tipo de cambio, la tasa de interés, los salarios, los arriendos, así como los impuestos, entre otros, han incorporado en buena medida cláusulas de indexación; estas últimas, si bien han aliviado algunos de los problemas derivados de la inflación, y han contribuido al aumento del ahorro financiero, también han afectado al diseño y la ejecución de las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y de remuneraciones.

h) La deuda fiscal interna en Chile es prácticamente inexistente, ocupando su lugar la deuda interna del Banco Central. En efecto, como consecuencia del rescate de buena parte de la banca privada afectada por la crisis financiera de comienzos de los años ochenta, el Banco Central asumió directa e indirectamente la responsabilidad de evitar los efectos de la monetización de dicha operación de “salvataje” emitiendo deuda interna, la mayor parte en pesos “reajustables”. Asimismo, durante los años noventa el Banco Central asumió la responsabilidad y el costo de evitar el impacto monetario de la significativa acumulación de reservas internacionales, emitiendo su propia deuda, con lo que en la práctica el Banco Central ha sido el responsable no sólo de la política monetaria sino también de la de “Tesorería”, es decir, del manejo de la deuda pública interna.

i) Otra característica a destacar fue la recién estrenada autonomía e independencia del Banco Central, determinante en el diseño de la política macroeconómica así como en la voluntad y credibilidad antiinflacionaria del Instituto Emisor, con el consiguiente impacto sobre la política fiscal y la formación de expectativas de los distintos agentes económicos.

j) Por último, pero no menos importante, cabe destacar la coincidencia de objetivos entre el Gobierno y el Banco Central. En efecto, y más allá de diferencias de opinión y de énfasis entre ambas instancias, hubo coordinación y colaboración entre la autoridad fiscal y la monetaria en las líneas gruesas de la política macroeconómica, lo que ciertamente contribuyó a la eficacia en el diseño, la formulación y el resultado de la misma.

V. LOS CRITERIOS EN LA FORMULACIÓN Y EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA

Considerando las condiciones iniciales, tanto estructurales, institucionales como coyunturales que caracterizaban a la economía chilena a fines de los años ochenta, el Banco Central fijó cuatro criterios básicos que “marcarían” su accionar durante el primer quinquenio de los años noventa.

1. El equilibrio macroeconómico global

Un criterio fundamental de la política antiinflacionaria del Banco Central fue **no generar desequilibrios importantes en otras áreas “claves” de la economía**. En efecto, los logros en materia de inflación no debían ser a costa de generar un incremento sustancial en los niveles de desempleo y capacidad ociosa, desajustes en los mercados financieros o un deterioro no sostenible en las cuentas externas. Estos desequilibrios, internos y/o externos, no sólo tienen costos elevados por sí mismos, sino que además erosionan la credibilidad del esfuerzo de estabilización, ponen en duda su sustentabilidad, retardan sus efectos y, al final, resultan contraproducentes, si es que dicho esfuerzo termina por ser abandonado a medio camino.

2. Criterio de mediano y largo plazo

Un segundo criterio fundamental para entender el accionar del Banco Central de Chile en los años noventa, fue el **horizonte temporal** que el Banco tuvo en consideración al adoptar sus políticas. Siempre se procuró que sus decisiones privilegiaran la estabilidad y solidez de la economía, lo que significó plantearse un horizonte temporal que tomara en consideración, principalmente, **las tendencias de mediano y largo plazo**; es decir, sus políticas debían trascender la coyuntura diaria.

La coyuntura económica ciertamente debe ser observada con atención, ya que influye sobre la trayectoria futura de las distintas variables económicas. No obstante, la perspectiva en función de la cual el Banco Central debe tomar sus decisiones es la de mediano y largo plazo. Ello por cuanto lo que interesa en definitiva es asegurar la **estabilidad** de las principales variables macroeconómicas a lo largo del tiempo, y no generar auges transitorios o pasajeros que después deban ser revertidos, con el consiguiente impacto negativo en términos de amplificar los ciclos de actividad y contracción así como del efecto de la mayor incertidumbre sobre la toma de decisiones de los agentes económicos.

La importancia del horizonte de mediano y largo plazo en la toma de decisiones del Banco Central tiene diversos fundamentos.

De un lado, existe una permanente discusión en torno a los "trade-off" o "trueques" de corto plazo. En efecto, en ciertas circunstancias es posible estimular el crecimiento económico, transitoriamente, con una política monetaria más relajada. Sin embargo, hacerlo reflejaría una visión de corto plazo, por cuanto por lo general **esto dañaría las posibilidades de crecimiento de**

largo plazo del país. Además, con toda seguridad, más temprano que tarde será necesario ejecutar una política de ajuste, la que requiere volver a tener una política monetaria más restrictiva. Es por este conflicto entre el corto y largo plazo que muchos países han decidido dar autonomía a sus bancos centrales, dejándoles como objetivo básico la lucha contra la inflación. De esta manera, la política monetaria pasa a tener un horizonte de tiempo mayor debido, precisamente, a la necesidad de evitar que se imponga una visión de corto plazo en su ejecución; de darse esto último, típicamente tiende a manifestarse en la adopción de decisiones apresuradas, cuando no abiertamente equivocadas de política monetaria, cada vez que algunos indicadores económicos muestran cierta debilidad.

En segundo lugar, al Banco Central de Chile se le criticó en varias ocasiones, quizás por no estar al tanto de la vigencia del criterio de mediano y largo plazo en su accionar, por no haber conseguido avances de importancia en la estabilidad de precios. Se argumentaba que habría sido posible avanzar a mayor velocidad en esta materia y a menudo se citaba las experiencias de otros países de la región, que aparecían logrando resultados más rápidos y/o espectaculares que los de Chile en el ámbito del control de la inflación. Frente a dicha crítica cabe señalar que sí hubo avances notables en el control y reducción de la inflación. En efecto, **después de alcanzar 27.3% en 1990, el ritmo de crecimiento de los precios cayó sistemáticamente, a valores casi idénticos a los de las metas programadas de inflación.** En 1996 la inflación fue de 6.6%, muy similar a la meta establecida, de 6.5% a fines de año. De otro lado, la indexación, que como se señaló, tiene aspectos positivos, hace demasiado costosa -en términos de producto y empleo- la reducción abrupta de la inflación. Por ello es que se prefirió atacar la inflación a través de una estrategia gradual, sobre una base consistente y segura. Cabe también destacar que en Chile no se utilizó el tipo de cambio con fines antiinflacionarios. Por cierto, si se lo hubiera utilizado, se habría avanzado más rápidamente en términos de reducción de la inflación, pero lo más probable es que los beneficios de corto plazo de esa estrategia se habrían visto contrarrestados por los costos que se producirían en plazos más largos. La dolorosa experiencia de principios de los años 80 es algo que el Banco Central de Chile no estaba dispuesto a repetir. Tal como quedó demostrado en esa oportunidad, la utilización del tipo de cambio para lograr mejores resultados antiinflacionarios es una política que, la mayor parte de las veces, en algún momento tiende a volcarse en contra de la consecución del objetivo buscado. En efecto, tarde o temprano la apreciación de la moneda se hace insostenible, se generan efectos laterales, costosos y complejos, en otras áreas clave de la economía, tales como la pérdida de competitividad y el deterioro del sistema bancario, y/o se termina en una devaluación, lo que anula completamente los avances en materia de reducción de la inflación.

En tercer lugar, la experiencia ha demostrado que la política monetaria opera con rezagos sobre el curso de la economía: para un país como Chile, las medidas en este campo deben adoptarse teniendo en cuenta sus efectos en los próximos seis a dieciocho meses.

Finalmente, en diversas ocasiones entran en contradicción las conductas de agentes económicos con horizonte de muy corto plazo con los elementos que definen las condiciones de equilibrio y desarrollo de mediano y largo plazo. Por ejemplo, la "lógica financiera", que las más de las veces es de cortísimo plazo, puede entregar señales y determinar precios que induzcan a

una errónea decisión de inversión y de asignación de recursos de las actividades del sector transable de la economía. Asimismo, horizontes temporales cortos, típicos de algunos medios de opinión y/o de sectores específicos de actividad, pueden afectar las expectativas y las decisiones de inversión e incluso las opciones de política de la autoridad mediante señales y precios incorrectos desde una perspectiva de desarrollo de mediano y largo plazo. Nuevamente se justifica la visión de mediano y largo plazo del Banco Central, la que contribuye a corregir, o al menos a limitar, el efecto distorsionador de un excesivo “cortoplacismo” en las conductas de los agentes económicos.

3. Prudencia y gradualidad

El Banco Central es una institución que por la propia definición de sus objetivos -velar por la estabilidad de la moneda y por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos- debe ser muy **prudente**. Cualquier decisión tomada en forma apresurada y sin una evaluación previa de sus efectos puede y suele tener consecuencias muy dañinas para la marcha de la economía.

Por su parte, el criterio de mediano plazo también sugiere reaccionar con prudencia frente a las variaciones coyunturales que presentan indicadores aislados. **Las decisiones de política monetaria y cambiaria deben basarse sobre la tendencia de un conjunto amplio de indicadores, y no sobre datos puntuales de uno o dos meses.** En términos concretos, las medidas de política que adoptó el Instituto Emisor no surgieron de reacciones apresuradas ante los indicadores de un mes o de un período en particular o en base a cifras aisladas, por muy espectaculares que éstas fueran. Al respecto, es importante aclarar que las fluctuaciones mensuales que presentan por ejemplo el Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC) o el propio Índice de Precios al Consumidor (IPC) constituyen sólo un par de antecedentes más, y adquieren su verdadera relevancia cuando se les utiliza en términos de su tendencia y en conjunto con otros indicadores complementarios, tales como el curso del empleo, de los salarios, del tipo de cambio, del gasto, y de la balanza comercial y de pagos, y no en forma aislada.^{10/}

De acuerdo a este criterio el Banco Central debe avanzar sobre bases sólidas, lo que no significa reaccionar tardíamente. Por el contrario, y de la mayor importancia en el accionar del Banco Central fue que éste siempre intentó tomar medidas anticipándose a la inflación y no esperando a que ésta se manifestara abiertamente. En efecto, como la inflación presenta rezagos en manifestarse, el Banco Central debe estar atento ante los signos incipientes de presiones inflacionarias y actuar con firmeza para prevenirlas y neutralizarlas lo más pronto posible. Así, no resulta prudente y sería ineficiente postergar ciertos ajustes en espera de que los desequilibrios se vean reflejados en la propia tasa de inflación. A esas alturas la inercia que se introduce a través de los reajustes nominales de salarios y precios, unida a la pérdida de credibilidad sobre el compromiso antiinflacionario de las autoridades, requieren de una dosis de ajuste más fuerte para lograr los mismos resultados sobre la inflación, sólo que en dicho caso su control se lograría con costos bastante más elevados en términos de empleo y actividad económica.

^{10/} Cabe destacar, asimismo, que este criterio de prudencia y gradualidad no sólo es útil para entender la política monetaria y cambiaria del Banco Central de Chile durante los años noventa, sino también para comprender su estrategia en relación con la apertura de la cuenta de capitales.

En consecuencia, las reacciones de la autoridad monetaria deben ser oportunas, pero nunca apresuradas. En ocasiones se criticó al Instituto Emisor por no reaccionar inmediatamente frente a determinadas señales del mercado. La verdad es que la mayoría de las veces habría sido un error por parte del Banco Central reaccionar ante un fenómeno coyuntural, que tiene alta probabilidad de revertirse en el futuro. Una conducta de esa naturaleza sólo induciría, a tener que adoptar, en breve lapso, decisiones en un sentido y luego en otro contrario, con lo cual finalmente sólo se terminaría agregando más "ruido" a la economía y generando efectos adversos sobre el nivel de actividad, la inversión y el empleo.

De otro lado, la experiencia histórica chilena, así como la de varios países latinoamericanos, indica que las medidas muy drásticas o de "shock" se justifican fundamentalmente en presencia de situaciones críticas o de coyunturas muy particulares, como por ejemplo una inflación muy elevada y descontrolada, un déficit fiscal creciente, o para lograr un significativo vuelco en las expectativas. Sin embargo, el impacto de las políticas del Banco Central es tan grande y tiene tantas implicancias sobre distintos sectores económicos que como regla general se debe ser muy prudente y gradual en la adopción de ellas. Por la misma razón es que se requiere estar evaluando sistemáticamente cuáles son sus efectos directos y laterales. Es en este sentido que la gradualidad y la prudencia son muy buenos rectores para la toma de decisiones, toda vez que permiten ir corrigiendo situaciones en forma no traumática. Más específicamente, no debiera ser el interés del Banco Central mostrar resultados espectaculares que al menor imponderable pudieran revertirse. Por el contrario, parece más adecuado preferir avances más pausados, pero sobre bases estables y sólidas, donde lo que se logre esté firmemente consolidado.

Es importante enfatizar la acepción de gradualidad al describir la política antiinflacionaria, puesto que pudiendo parecer deseables avances más significativos y rápidos en esta materia, es claro que ellos pueden llegar a tener un costo demasiado elevado en términos de empleo y producción, sobre todo en casos como el chileno donde existen prácticas de indexación (en función de la inflación pasada) generalizadas y extendidas a las más diversas transacciones. Es así como, al igual que en otras materias, en el tema antiinflacionario se privilegió una **estrategia gradual, pero fundada en bases sólidas y permanentes**. Esto permitió que los avances logrados fueran y se percibieran como bien fundados y que no debieran revertirse en el futuro. Por lo demás, y como consecuencia que la propia estrategia antiinflacionaria se insertó en el criterio del equilibrio macroeconómico global, la economía chilena no presentó ningún desequilibrio de magnitud que hubiese hecho temer un desborde inflacionario en un futuro previsible. Obsérvese asimismo que una política de reducción de la inflación, gradual y sostenida, permite que a medida que el Instituto Emisor va ganando credibilidad, los contratos y las expectativas incorporen las metas de inflación descendente establecidas por el Banco Central, minimizando los riesgos de generar desequilibrios en otros mercados, a la vez que consolida la permanencia en el tiempo de los avances obtenidos.

Cabe destacar que con ese enfoque gradual se logró algo muy significativo: **consolidar la inflación en un rango no visto en Chile en décadas**. En efecto, en las últimas dos oportunidades en las que el país alcanzó un nivel de inflación similar, aunque algo superior al registrado a mediados de los años noventa, los desequilibrios acumulados fueron tales que en

pocos meses todo lo ganado se perdió dramáticamente. Uno de estos episodios fue en 1981, cuando la inflación, luego de la fijación del tipo de cambio, llegó a 9.5%. En esa ocasión el desequilibrio externo fue tal que al año siguiente hubo que devaluar y la inflación aumentó a más de 20%. El otro episodio, más reciente, ocurrió a fines de los años 80, cuando luego de llegar a menos de 13% en 1988, la inflación volvió a acelerarse en 1989, como consecuencia del fuerte incremento del gasto acumulado en los años previos. Lo importante, en consecuencia, es alcanzar una reducción permanente y sostenida de la inflación, y no reducirla uno o dos años para que luego se reacelere. De hecho, en el período 1992-96 se alcanzó una tasa de inflación promedio anual de 9.7%, que es la menor tasa registrada para un quinquenio desde hace más de medio siglo en Chile, debiendo destacarse que dicho logro antiinflacionario se dio en un contexto de un fuerte, aunque sostenible dinamismo de la actividad económica, y de sólidas cuentas externas.

El criterio de gradualidad, unido al del horizonte de mediano y largo plazo, también se refleja en relación a la estrategia de apertura de la cuenta de capitales. Tal como se analiza más adelante, el Banco Central avanzó significativamente en esta materia en los últimos años. Sin embargo, algunos analistas sostienen que el avance debió haber sido aún más rápido, llegándose incluso a sugerir una apertura financiera total en forma inmediata e indiscriminada. El problema de una apertura apresurada es que suele generar trastornos graves en la economía, tales como bruscas alteraciones en el tipo de cambio real o problemas en el sector financiero. Sin ir más lejos, cabe recordar las experiencias de apertura indiscriminada de la cuenta de capitales que se llevaron a cabo en algunos países latinoamericanos a fines de los años setenta, y otras más recientes, previas a la crisis de México de fines de 1994, y que terminaron en su gran mayoría en estruendosos fracasos y con una cuenta de capitales, en la práctica, más cerrada que al inicio de aquella experiencia.

Es importante señalar que con este argumento se intenta destacar que siendo deseable una creciente y decidida inserción en los mercados financieros internacionales, el éxito del proceso depende en buena medida de la modalidad, velocidad y selectividad del mismo, de modo que no se generen mayores trastornos para la economía nacional, razón por la cual la apertura financiera debe ser llevada a cabo en forma prudente, cuidadosa y gradual.

4. El rol del mercado en la determinación de precios “clave”

En la economía existen ciertos precios claves respecto de los cuales es fundamental que estén determinados en forma correcta, es decir, que reflejen las verdaderas condiciones de oferta y demanda, que son aquellas de carácter más estructural. Los principales precios son los salarios, la tasa de interés, el tipo de cambio y el precio de determinados activos, especialmente los bursátiles y del sector inmobiliario. Los dos precios claves en relación con los cuales el Banco Central tiene mayor injerencia son el tipo de cambio y la tasa de interés. **Si estos precios están desalineados respecto de sus determinantes fundamentales suele producirse un grave daño para el sistema financiero y para la vigencia de los equilibrios macroeconómicos básicos.**

Existen importantes precedentes, especialmente en América Latina, de situaciones en que precios claves distorsionados terminaron traduciéndose posteriormente en grandes crisis.

En general, uno de los primeros sectores afectados ha sido el sector financiero. Así por ejemplo, legislaciones, supervisiones o regulaciones inadecuadas para el sistema financiero han producido lo que se conoce como los problemas de "riesgo moral" y de "agencia", que contribuyen a que prevalezcan tasas de interés anormalmente altas. Dichas tasas de interés, aunque "de mercado", no son de equilibrio ni son sostenibles en el tiempo, y terminan por erosionar la capacidad de pago de los deudores del sistema financiero. El caso chileno de la segunda mitad de la década de los setenta es ilustrativo en esta materia. No son pocos quienes atribuyen la crisis financiera de esa época a tasas reales de interés extraordinariamente elevadas, las que aunque eran de mercado, el sistema no las pudo soportar indefinidamente. En esos casos la política monetaria se torna muy ineficiente, a la vez que la fragilidad del sistema bancario se exagera, poniendo en peligro los logros macroeconómicos.

Algo similar puede ocurrir con el otro precio clave anteriormente mencionado: el tipo de cambio. La fijación de un tipo de cambio excesivamente depreciado o una apertura indiscriminada o muy rápida de la cuenta de capitales suele traducirse en un fuerte endeudamiento externo, por lo general de corto plazo, y en una moneda interna excesivamente apreciada. Cuando la situación debe revertirse —para hacer frente al servicio de dicha deuda— los efectos suelen ser traumáticos, requiriéndose fuertes caídas de los salarios reales y del empleo y/o afectándose la liquidez y solvencia del sistema financiero, todo lo cual pone en jaque a los equilibrios macroeconómicos. De otro lado, los efectos sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos de una moneda doméstica excesivamente apreciada tornan muy vulnerable al país ante cualquier shock negativo externo o ante un cambio en las expectativas de los acreedores e inversionistas internacionales.

En síntesis, precios claves distorsionados pueden producir graves crisis en el sistema financiero así como en la mantención de los equilibrios macroeconómicos.

Esto no significa que las autoridades deban intervenir constantemente en estos mercados. Más bien debiera ocurrir lo contrario, es decir, disminuir la intervención oficial al mínimo posible, o sólo cuando se está verificando un desequilibrio de corto plazo importante, y establecer los mecanismos que permitan ejercer una regulación y supervisión adecuadas al amparo de las cuales el mercado se desenvuelva más libre y eficientemente.

Teniendo presente lo anterior, cabe destacar que uno de los objetivos explícitos del Banco Central fue otorgar un rol creciente al mercado en la determinación de estos precios macroeconómicos claves. Esto, por cuanto a medida que los mercados financiero y cambiario chilenos se desarrollan, profundizan y adquieren una creciente sofisticación, menores son las fallas del mercado en la determinación de dichos precios. Aquí se inscribe, por ejemplo, la ampliación de la banda de fluctuación del tipo de cambio, las flexibilizaciones de las operaciones cambiarias que pueden realizar los bancos y el desarrollo de mecanismos privados para cubrirse de riesgos cambiarios; y en el ámbito monetario-financiero, la creciente modalidad de licitación de pagarés del Banco Central, de modo que en la actualidad el Banco Central concentra el grueso de su política monetaria en el manejo directo de la tasa de interés a un día, mientras que el mercado es cada vez un actor más preponderante en la determinación de tasas de interés para plazos mayores.

VI. LAS POLÍTICAS

En esta sección se desarrollan brevemente los principales componentes de la política macroeconómica chilena del primer quinquenio de los años noventa.

1. La política fiscal

El control de la demanda agregada, que es el fundamento central de la estabilidad macroeconómica, requiere necesariamente de la coordinación entre la política fiscal y la política monetaria.

Cabe recordar que el financiamiento monetario de los déficit públicos ha sido la causa principal de las altas inflaciones en los países latinoamericanos. La emisión de dinero para financiar este déficit acelera el crecimiento de los agregados monetarios, generando presiones inflacionarias. La autonomía del Banco Central y la independencia de la política monetaria tienen como uno de sus objetivos la eliminación del financiamiento monetario del déficit fiscal. Sin embargo, evitar dicho financiamiento es una condición necesaria pero no suficiente para eliminar la inflación, ya que el déficit público puede ser financiado, al menos transitoriamente, por otros medios. Para mantener tasas de inflación bajas, la política monetaria del Banco Central requiere ser complementada con una política fiscal que busque activamente el objetivo antiinflacionario. Esto significa que se torna especialmente necesaria una coordinación de las políticas que vaya más allá del hecho de no monetizar los déficit públicos, debiendo abarcar, también, el control del crecimiento del gasto público en el mediano plazo y un diseño de política fiscal y tributaria explícitamente contracíclica. En caso contrario, si se intenta compensar una política fiscal expansiva con una política monetaria restrictiva, se puede generar una elevación de las tasas de interés reales a niveles que pueden ser extremadamente costosos. Altas tasas de interés pueden generar un proceso recesivo, más allá de lo estrictamente necesario, al afectar negativamente la inversión, con las consecuentes presiones políticas para que el Banco Central abandone su objetivo antiinflacionario. Por otra parte, en la medida que la integración financiera de la economía con el resto del mundo sea más estrecha, las altas tasas de interés atraerán capitales externos, tendiendo así a apreciar el tipo de cambio real, lo que si bien contribuye a desviar presiones de gasto hacia el resto del mundo, es un proceso que termina deteriorando la competitividad del sector transable de la economía.

En el caso chileno, dada una determinada política fiscal, la política monetaria intentó situar las tasas de interés de mercado en un rango coherente con los objetivos de equilibrio interno y externo anteriormente mencionados. La política fiscal procuró generar un superávit en las cuentas globales del tesoro público. Desde una perspectiva macroeconómica dicho superávit era determinante para compensar el déficit cuasifiscal del Banco Central, el que se ha generado como consecuencia del esquema de salvataje del sistema financiero, implementado a comienzos de los ochenta, así como de la política de esterilización de las operaciones de cambio y de acumulación de reservas internacionales por parte del instituto emisor durante los años noventa.

Como se señaló, la incidencia de la política fiscal para efectos macroeconómicos es más vasta que su contribución al equilibrio presupuestario del sector público consolidado. En primer lugar, la política de gasto fiscal puede contribuir significativamente al objetivo de no generar presiones inflacionarias adicionales, si es que la absorción pública crece a un ritmo no superior al del producto potencial. Además la política fiscal podría contribuir a aminorar los ciclos de actividad e inflación limitando y estabilizando su ritmo de crecimiento anual, como se señala más adelante. En segundo lugar, en la medida que la política de reajustes de los salarios públicos esté vinculada al crecimiento de la productividad de dicho sector y a las expectativas de inflación futura, asociadas a la meta de inflación decreciente del Banco Central, no se generarán presiones adicionales sobre el equilibrio interno. Lo anterior contribuye tanto a que el gasto público se mantenga bajo control, como a evitar mayores presiones de costos a través de la coherencia de la señal que se entrega a las negociaciones laborales del sector privado.

De otro lado, en una economía abierta financieramente, la labor de la política monetaria no es fácil. En efecto, los flujos de capital tienden a contrarrestar el objetivo buscado por la autoridad monetaria. Es en este esquema donde la política fiscal adquiere una importancia cada vez mayor y su desempeño es fundamental para el logro de los objetivos macroeconómicos establecidos. En particular, es muy importante considerar que el equilibrio fiscal, en un momento del tiempo, no es una condición suficiente para reducir la inflación hacia tasas como las que se registran en los países industrializados. Para esto último se requiere como condición necesaria, aunque no suficiente, la eliminación permanente del déficit público, que abarca el déficit fiscal y cuasifiscal, a lo largo de todo el ciclo económico.

En los períodos de auge del ciclo puede existir un superávit público sin que ello implique que la política fiscal sea estabilizadora, ya que los elevados ingresos tributarios que se generan en esa parte del ciclo, por definición, no son permanentes. En cambio, los compromisos de gasto tienden a ser más rígidos, de manera que si el superávit en la parte alta del ciclo no es suficiente, en la parte baja habrá una tendencia al déficit del sector público. Para contrarrestar esa tendencia será necesario realizar ajustes en el gasto público o en la tributación en momentos en que, precisamente, tanto política como económicamente, es más difícil ajustar. Este tipo de consideraciones apunta a la conveniencia de tener una política fiscal anticíclica. Esto podría lograrse, por ejemplo, con una tasa de crecimiento constante para el gasto público a través del tiempo, la que tendría que ser igual o inferior a la del crecimiento del producto potencial, para no generar presiones permanentes de demanda agregada. Así, en períodos de auge, el gasto público crecería menos que el producto y viceversa. También sería importante contar con elementos anticíclicos por el lado de la tributación.^{11/}

^{11/} Así, por ejemplo, un impuesto indirecto con tasa flexible puede ser un instrumento de política fiscal de corto plazo muy efectivo en el control de la expansión del gasto privado. Lo importante es que los ingresos fiscales adicionales obtenidos por este concepto no sean gastados sino ahorrados, compensando de esta forma las presiones de gasto privadas. Por otra parte, el uso flexible de impuestos indirectos permitiría compensar los ciclos de gasto de origen privado sin afectar el desarrollo de los programas fiscales de largo plazo, que en países como Chile contienen un importante ingrediente social o de desarrollo de infraestructura.

Lo anterior lleva a reiterar la importancia de tener mecanismos de ajuste expeditos para hacer frente a shocks adversos. En esos casos, **la iniciativa y la flexibilidad para reaccionar**, ajustando la economía, son cruciales para mantener una senda de crecimiento económico sostenido. Las rigideces y demoras para efectuar las correcciones sólo terminan generando ciclos de gasto y ajuste de gran amplitud, con efectos adversos en el producto y el empleo, aceleraciones de la inflación, sobrevaluación del tipo de cambio real, y problemas de balanza de pagos. Todas estas formas de inestabilidad macroeconómica se traducen en menores tasas de inversión, inversiones menos productivas y, por tanto, en una menor tasa de crecimiento económico de largo plazo. De aquí surge, entonces, la necesidad de contar con mecanismos, como los ya señalados, que permitan **flexibilizar los instrumentos de política económica, y particularmente de la política fiscal**, y de esa manera incrementar la capacidad de respuesta del instrumental de la autoridad económica en una economía abierta y que se inserta en un mundo esencialmente cambiante.

No debe deducirse, al argumentar en torno a la importancia de la política fiscal, que el rol de la política monetaria sea algo menor y que todo el peso deba recaer sobre las autoridades fiscales. Por el contrario, la política monetaria sigue siendo determinante para garantizar la estabilidad macroeconómica. El punto es, simplemente, **destacar la relevancia de su complementación y coordinación con la política fiscal de modo que el conjunto de la política macroeconómica sea un todo coherente**.

Por último, cabe destacar que no siempre el origen de la inestabilidad macroeconómica radica en las fluctuaciones del gasto público. El sector privado, sobre todo en el Chile de los años noventa, también ha sido un factor generador de dicha inestabilidad y de la ampliación del ciclo económico de gasto y actividad. Los períodos de extraordinario optimismo respecto de las posibilidades de la economía nacional y de los ingresos futuros llevaron a aceleraciones en el crecimiento del gasto privado hacia tasas no sostenibles en el tiempo. En esas ocasiones, el aumento fuera de tendencia del gasto privado debe ser compensado para evitar sus efectos desestabilizadores sobre precios clave y la actividad, así como en la generación de “burbujas” de precios de activos. Tal compensación debe realizarse utilizando una combinación adecuada de políticas que sean efectivas en el control de la demanda agregada y que no generen efectos laterales indeseables. De esta manera, una combinación óptima debe incluir acciones de política monetaria y fiscal, ya que el ajuste de la tasa de interés, aunque en lo esencial no deja de ser efectivo, puede generar efectos laterales inconvenientes. Estos incluyen el aumento del déficit cuasifiscal del Banco Central, que de por sí constituye una presión de gasto adicional que reduce la efectividad de la política monetaria. Por otro lado, el aumento de la tasa de interés puede reducir más el gasto en inversión que el gasto en consumo, lo que afectaría las posibilidades de crecimiento de mediano plazo. Por último, en una economía integrada financieramente con el exterior, las acciones de política monetaria contractiva contribuyen, en ese entorno, a generar una apreciación del tipo de cambio real al atraer capitales externos.^{12/}

^{12/} Estos elementos destacan la necesidad de contar con buenos sistemas de información y seguimiento del endeudamiento privado, individual y empresarial, dentro y fuera del sistema financiero, para favorecer una adecuada regulación de la toma de riesgo y evitar eventuales situaciones de sobreendeudamiento.

2. La política monetaria

La política monetaria del Banco Central de Chile se basó en el control de las tasas de interés reales ^{13/} de corto plazo en un nivel coherente con la meta de inflación. El fundamento de esta política radica en la influencia de las tasas de interés sobre el ritmo de expansión del gasto agregado.

Para alcanzar un objetivo nominal como la estabilidad de precios se requiere que la política monetaria disponga de alguna “ancla” nominal. Dos de las anclas más utilizadas son el control de algún agregado monetario y el uso del tipo de cambio nominal. En el caso chileno se descartó el primero por no encontrarse un vínculo estable y predecible entre agregados monetarios nominales y el gasto o el ingreso nominal, debido principalmente a la inestabilidad de la demanda de dinero de corto plazo. En esas circunstancias establecer metas intermedias fijas sería ineficiente para el logro de un determinado objetivo y, además, generaría grandes fluctuaciones de la tasa de interés, lo que afecta a la inversión y a la actividad económica. El uso del tipo de cambio nominal como ancla monetaria ha demostrado ser, en distintas experiencias internacionales, un instrumento muy riesgoso, que suele acarrear grandes costos en términos de empleo y pérdida de competitividad externa. Por lo general, los logros en materia antiinflacionaria conseguidos con este instrumento son transitorios, como ocurriera en la experiencia chilena de comienzos de los años ochenta; en efecto, la excesiva apreciación de la moneda doméstica perjudica el logro del equilibrio externo, generándose una devaluación que termina anulando, cuando no revirtiendo los avances logrados en la reducción de la inflación. Además, una ancla de esta naturaleza impone una excesiva rigidez sobre el diseño y la formulación de la política económica general.

La inestabilidad en la relación entre estos objetivos intermedios y el objetivo final de la inflación controlada llevó al Banco Central a centrar su accionar directamente sobre el objetivo final: la meta de inflación. En efecto, el ancla nominal de la política monetaria fue la meta explícita de inflación, anunciada anualmente en la presentación del Banco Central ante el Senado. La trayectoria anual de la meta de inflación fue decreciente, y su valor se fijó de común acuerdo con el Ministerio de Hacienda, en función de avanzar hacia la estabilidad de precios, pero sin sacrificar la actividad, el empleo u otras variables macroeconómicas claves, tales como el ahorro y la inversión, el equilibrio externo o la estabilidad y solvencia del sistema financiero. Cabe destacar que dicha política obliga a la autoridad monetaria, cuando enfrenta un shock inesperado y/o cuando la inflación efectiva se desvía significativamente de la meta a hacer, en la oportunidad y con la fuerza requeridas, las modificaciones necesarias para enfrentar esas situaciones y poder cumplir la meta de inflación.

El rol de la meta de inflación como hilo conductor de la política le permitió al Banco Central desarrollar una acción preventiva y oportuna, basada en toda la información disponible y que se calibraba directamente en función del desarrollo de la propia evolución de la inflación subyacente o de tendencia. La contrapartida de la flexibilidad que otorga la estrategia de

^{13/} Debido a la indexación de la economía chilena, se utilizó una tasa de interés real, es decir, ajustada por la tasa de inflación.

objetivo final de inflación, sin objetivos intermedios de política monetaria, es que ella requiere de gran credibilidad.

Cabe destacar que si bien el Banco Central no estableció objetivos intermedios explícitos, siempre se mantuvo vigilante ante los primeros indicios de presencia de desequilibrios macroeconómicos; en particular, de las desviaciones, tanto de los niveles como de la tasa de crecimiento entre el gasto doméstico y el producto efectivo, de un lado, y entre el producto efectivo y el potencial, del otro.

La brecha entre el crecimiento del gasto interno y el crecimiento del producto es una señal de la evolución futura de las cuentas externas del país. Un crecimiento más rápido del gasto es indicador de un deterioro del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Dependiendo del punto de partida inicial, de la evolución de los términos del intercambio y del objetivo del equilibrio externo, dicho deterioro puede no ser motivo de mayor preocupación. Sin embargo una discrepancia significativa y duradera, es más que una señal de alerta respecto al incumplimiento del objetivo del equilibrio externo y a la necesidad de realizar un ajuste.

La brecha entre el PIB efectivo y el potencial anticipa quiebres en el componente doméstico de la tendencia inflacionaria, aun cuando el rezago y la magnitud de dicha relación sea variable. Naturalmente, para obtener esta brecha se requiere disponer de alguna forma de estimación del producto potencial. Para ello se estima una función de producción, en la cual el stock físico de capital es, sin duda, un argumento importante dentro de ella, y que viene a reflejar la existencia de una estrecha correlación entre el crecimiento económico y el nivel de la tasa de inversión. Esto no significa postular una relación lineal simple entre crecimiento e inversión, ni desconocer que hay otros argumentos en aquella función, tales como la tecnología, la fuerza laboral y su calificación. Adicionalmente, tampoco es posible ignorar la contribución asociada a la existencia de determinadas condiciones que aseguren un funcionamiento apropiado de una economía de mercado y que tienen un efecto positivo en la productividad.^{14/}

Es importante reiterar, no obstante, que no debe perderse la perspectiva en orden a considerar que la brecha del producto es sólo uno de los factores determinantes de la inflación. En todo caso, aquí cabe distinguir entre tasas de crecimiento y niveles del producto. La inflación depende, principalmente, de los niveles del producto, o en otros términos, es la diferencia entre el producto efectivo y el potencial la que ejerce presión sobre los precios. Esto es algo que no deja de ser importante, por cuanto si un país se encuentra, en un momento del tiempo, con un nivel de producto significativamente bajo su potencial, es posible que crezca a tasas superiores a la del ritmo de crecimiento del producto potencial, disminuyendo así la brecha del producto, sin que esto se traduzca en mayores problemas inflacionarios.^{15/}

^{14/} En efecto, como es bien sabido, la existencia de precios que reflejen adecuadamente las condiciones de escasez relativa, la competencia, la apertura de la economía, etc., son, entre otros, importantes factores que permiten incrementar los niveles de productividad y, en consecuencia, el nivel -y probablemente también la tasa de crecimiento- del producto potencial.

^{15/} Este es uno de los factores que explica lo ocurrido en Chile durante la segunda mitad de los ochenta, en que el punto de partida del producto fue muy bajo debido a la profunda recesión de comienzos de dicha década.

En términos de la implementación de la política monetaria, la brecha del producto fue uno de varios indicadores, aunque no por ello de menor significación. En efecto, hay otros indicadores que también deben ser ponderados al momento de tomar una decisión sobre política monetaria. En el caso de Chile, se utilizó, entre otros, indicadores del mercado laboral (incremento nominal y real de salarios, estrechez del mercado, etc.); evolución de los agregados monetarios (tasas de crecimiento de M1, M2, etc.); información de créditos (tasas de crecimiento de los préstamos de consumo, de los créditos hipotecarios, del crédito total del sector privado, etc.); indicadores del gasto agregado (ventas industriales, importaciones, consumo privado); la trayectoria de la inflación y la de algunos precios específicos (tipo de cambio, precios del sector no transable, etc.). De esta manera, si por ejemplo el país se viera afectado por un fenómeno recesivo, pero al mismo tiempo las demandas por salarios siguieran subiendo, la política monetaria no debería relajarse hasta que estas presiones de costo hubiesen desaparecido. Lo mismo es válido si otros indicadores, tales como los recién mencionados, no están en línea con los objetivos de la estabilidad de precios del Banco Central. En síntesis, lo que se quiere destacar es que la brecha del producto no es el único determinante de la inflación.

Un problema con el enfoque recién reseñado surge cuando hay señales mixtas. Teóricamente, un crecimiento en la brecha del producto debería ir acompañado de otros elementos que mostraran, también, una caída en las presiones inflacionarias. Esto se debe a que un crecimiento económico bajo reduce tanto el ritmo de crecimiento de la demanda de dinero como la de crédito. Asimismo, como la demanda en el mercado laboral disminuye, debieran decrecer también las presiones salariales. Esto es lo que en teoría se debiera esperar: tener señales claras tanto para el corto como para el largo plazo. Sin embargo, en la práctica la política monetaria es bastante más compleja y no se puede esperar el largo plazo para tener señales no ambiguas. Más aún, la disponibilidad de señales mixtas constituye la regla y no la excepción. Por ejemplo, la recuperación de una economía puede ser un hecho de relativa inminencia, pero que diste aún de reflejarse en el producto o en otras medidas de la actividad económica. En ese caso, si la autoridad monetaria sobre-reacciona a la brecha del producto, podría estar incubando o potenciando problemas de inflación en el futuro. Por lo tanto, aunque la brecha del producto es un indicador importante, no debe asignársele una ponderación descomulgada, y menos aún, considerársele como el objetivo final de la política monetaria. En otras palabras, nuevamente el elemento fundamental que está en juego es la credibilidad del Banco Central. Para mantenerla, es imperioso que muestre un fuerte compromiso con su meta principal: la estabilidad de precios.

De otro lado, cabe formular algunas precisiones sobre el bien conocido tema del "timing" en política monetaria. Recién se señalaron algunas de las razones del porqué dar una importancia desproporcionada a la consideración de la brecha del producto puede resultar inadecuado en términos del objetivo de la estabilidad de precios. Otra razón para ello está relacionada con el tema del "timing". La información sobre la evolución de la actividad económica tiene rezagos significativos y se conocen las limitaciones que tienen los principales indicadores. Además, existen rezagos entre el momento en que se toman acciones de política monetaria y el momento en que ellas generan efectos. Por lo tanto, las autoridades monetarias siempre enfrentan el riesgo de sobre-reaccionar, en una recesión por ejemplo, si no visualizan antecedentes que muestren una recuperación. En estos casos la prudencia aconseja el empleo de otros indicadores para confirmar

o desmentir un eventual proceso de reactivación. La impaciencia en este sentido, reflejada en un estímulo monetario adicional por parte del Banco Central, podría significar finalmente mayores presiones inflacionarias. Lo contrario ocurriría en épocas de auge: si la desaceleración ya ha sido inducida, una mayor restricción monetaria la agudizaría. En resumen, es fundamental que la política monetaria intente ser anticipatoria y preventiva y las autoridades monetarias deben tener siempre presente la existencia de rezagos y que una acción tardía puede terminar ampliando el ciclo económico en lugar de suavizarlo.

En cuanto a la ejecución de la política monetaria, a mediados de 1995 se modificó la forma en que ésta había operado por más de una década. En efecto, y con el objetivo de operar con instrumentos más flexibles y eficientes, el Banco Central dejó de fijar directamente la tasa de los documentos del Banco Central a 90 días y concentró la política en la tasa de interés a un día.^{16/} Los propósitos de estas medidas fueron, de un lado, otorgarle una mayor participación al mercado en la determinación del precio de todos los documentos emitidos por el Banco Central, y no sólo de la tasa de interés de los documentos de mediano y largo plazo. Un segundo objetivo apuntó a regular en mejor forma la liquidez y evitar que las expectativas en torno a eventuales cambios en la tasa de interés de documentos de mayor plazo del Banco Central distorsionaran las operaciones del mercado interbancario. De hecho, la utilización de la tasa de interés a un día como principal instrumento monetario ha sido probada como una manera eficaz de minimizar la influencia de las expectativas de ganancias o pérdidas de capital y como una herramienta eficiente en los países con mercados financieros más desarrollados. Por último, esa medida era coherente con la creciente integración financiera de la economía chilena, permitiendo una forma más flexible de hacer política monetaria. En efecto, la interrelación entre las tasas de interés internas y externas hace aconsejable eliminar rigideces que incentiven movimientos indeseados de recursos financieros y que impiden que los ajustes puedan realizarse de manera más compartida entre el tipo de cambio y las tasas de interés, lo que significa un manejo menos complicado y más eficiente de la política monetaria.

En síntesis, con la nueva modalidad de política monetaria se aumenta su eficacia, permitiéndole al Banco Central mayor iniciativa, flexibilidad y frecuencia de los movimientos de tasas de interés cortas, las que a su vez afectan al resto de las tasas, que son crecientemente determinadas por el mercado; lo anterior permite un mayor control de las condiciones de liquidez para influir sobre el curso del gasto agregado y de la inflación. En esas condiciones, el impacto y la volatilidad derivada de shocks que afectan a la economía chilena se distribuye equilibradamente entre movimientos de las tasas de interés, de las reservas internacionales, la recomposición de cartera y del mercado cambiario.

^{16/} Como complemento de la política de tasas, el Banco Central llevó a cabo un importante cambio en la determinación de las condiciones de liquidez de la economía, permitiendo que el mercado jugara un rol creciente en la determinación de las tasas de interés de mediano y largo plazo y alargando el período de madurez de la deuda pública interna.

3. La política cambiaria

Renovado el acceso al financiamiento externo voluntario en los años noventa, la experiencia de comienzos de los años ochenta previno a la autoridad económica en contra de basar la lucha antiinflacionaria en un solo instrumento, como el tipo de cambio. Dicha práctica puede ser conducente a graves desequilibrios macroeconómicos y por tanto a su fracaso. Asimismo, la experiencia indica que tratar de forzar el valor del tipo de cambio real a un nivel alto también está destinado al fracaso, si es que la política cambiaria no va acompañada de políticas macroeconómicas extremadamente austeras, lo que tiene no pocas implicancias en términos de sacrificar capacidad de crecimiento futuro, por el impacto adverso que dicho contexto suele tener sobre la inversión.^{17/} Por lo mismo, un tipo de cambio real artificialmente alto también carece de sentido, excepto en coyunturas críticas. En consecuencia, **la política cambiaria del primer quinquenio de los años noventa intentó evitar desviaciones importantes que pudieran alejar el tipo de cambio de mercado de su trayectoria de equilibrio de mediano y largo plazo.**^{18/}

En los años noventa la economía chilena se encontraba en una fase de desarrollo distinta de la que existió en décadas anteriores. En efecto, en ese período se hizo cada vez más evidente su reinsertión estructural en la economía internacional, tanto en lo financiero como en materia de comercio real. El sector exportador se fue diversificando, con un importante aumento de cobertura, tanto en términos de productos como de mercados. La economía estaba substancialmente más abierta y los aranceles continuaron bajando. La inversión extranjera hacia y desde Chile se incrementó a niveles muy elevados. Además, todos los indicadores de solvencia externa mejoraron notablemente a la vez que el riesgo-país y la vulnerabilidad externa disminuyeron en forma significativa. Así, en ese nuevo entorno, la política cambiaria también se adaptó.

En efecto, durante el primer quinquenio de los años noventa la formulación y ejecución de la política cambiaria se orientó con el objetivo principal de complementar a las políticas fiscal y monetaria para el logro del equilibrio externo de la economía en el mediano plazo. Para ese fin

^{17/} Con posterioridad a la crisis de 1982, Chile enfrentó una fuerte restricción externa provocada, principalmente, por la detención del flujo de capitales voluntarios. Ello hizo indispensable la acomodación de un tipo de cambio real suficientemente alto tal que, mediante el estímulo a las exportaciones y actividades substitutivas de importaciones, permitiera generar las divisas requeridas. Las políticas fiscal y monetaria de la época se orientaron fundamentalmente al objetivo de lograr un tipo de cambio real "alto", lo que se logró, en buena medida, debido al elevado desempleo, que permitió acomodar una baja en los salarios reales. De otro lado, si bien el gasto se mantuvo en un nivel moderado, para evitar la espiral inflacionaria que podían provocar las devaluaciones, no se logró avanzar en materia antiinflacionaria.

^{18/} No puede pretenderse que el Banco Central fije el tipo de cambio real en una economía como la chilena de los años noventa. En efecto, el creciente proceso de integración comercial y financiera, la volatilidad de los términos del intercambio, los cambios en la clasificación del riesgo-país, la inversión en el sector productor de bienes transables y el desigual desarrollo tecnológico de los sectores de actividad transables y no transables llevan a que el tipo de cambio real de equilibrio varíe. Esto significa que a medida que se van generando estos cambios estructurales, se modifica el tipo de cambio real que asegura el equilibrio externo, y el Banco Central debe permitir el necesario ajuste.

se procuró acomodar un flujo de ahorro externo de modo complementario con las fuentes internas en el financiamiento de la inversión, lo que significó buscar un déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, de carácter estructural o de tendencia, entre 3% y 4% del PIB, como una manera de operacionalizar el objetivo legal del normal funcionamiento de los pagos externos.^{19/} La razón para sostener dicho rango radica en que un ahorro externo menor no es adecuado para un país como Chile, que requiere de una contribución externa a su ahorro doméstico para financiar una alta tasa de inversión y, de otro lado, porque la ocurrencia de déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos permanentemente superiores a aquel rango podría poner en peligro la solvencia de la economía chilena. En síntesis, se deseaba evitar un endeudamiento externo a niveles tales que pudiese aumentar la vulnerabilidad de la economía nacional frente a shocks inesperados.^{20/}

Un segundo objetivo de la política cambiaria fue enfrentar las fluctuaciones transitorias de corto plazo del tipo de cambio para neutralizar en parte el efecto de los flujos de capital de carácter especulativo, que pueden dañar tanto el logro del equilibrio interno como del externo.

Simultáneamente, la política seguida permitió acomodar gradualmente el proceso de fortalecimiento del peso chileno, de manera de evitar ajustes traumáticos del mismo, dándole tiempo al sector empresarial para incrementar su productividad y reacodomarse a la nueva situación, permitiendo continuar con el dinamismo del sector exportador.

En la implementación de la política cambiaria sobresalen tres elementos fundamentales: i) la existencia de una banda amplia anunciada de flotación; ii) la vinculación del eje o centro de la banda a una canasta de monedas, al diferencial de inflación doméstica e internacional y, posteriormente, a una apreciación de tendencia del peso chileno; y iii) la posibilidad de que el Banco Central realizara intervenciones al interior de la banda, a través del denominado mecanismo de "flotación sucia".^{21/}

^{19/} Por supuesto que el rango mencionado, de 3% a 4% del PBI, no debe tomarse en forma rígida, de modo que no sea posible vulnerarlo en ningún período. De hecho, en algunos años pueden producirse situaciones transitorias que lleven a un nivel superior o inferior al indicado por dicho rango. Por ejemplo, en 1991, 1992, 1994 y 1995 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos fue muy inferior al rango mencionado, habiéndose producido incluso un pequeño superávit en 1991 y 1995. Por otro lado, en 1993 y 1996, el shock negativo sobre el precio de los principales productos de exportación fue de tal magnitud que el déficit en cuenta corriente superó levemente la cota máxima establecida de 4% del PIB. En consecuencia, lo importante no es el resultado de un año en particular, sino la tendencia que se observe en esta materia. En ese contexto, cabe reiterar que el tipo de cambio real de equilibrio es aquel que genera en el mediano y largo plazo los objetivos planteados para la cuenta corriente. Aquí está presente, nuevamente, el criterio de mediano y largo plazo, tan recurrente en la estrategia del Banco Central de Chile durante la primera mitad de los años noventa.

^{20/} Dicha vulnerabilidad ha sido disminuida en forma notable. Por ejemplo, en 1993, a pesar de ser un año muy negativo en términos del precio de las exportaciones chilenas, la economía creció en más de 6% sin que se generaran presiones inflacionarias ni de devaluación. Cabe destacar que históricamente la economía chilena estaba acostumbrada a sufrir severas recesiones, acompañadas de devaluaciones e incrementos en la inflación, cada vez que se producía un shock externo negativo de cierta magnitud.

^{21/} El objetivo de esta intervención buscaba aumentar o disminuir las fluctuaciones transitorias del tipo de cambio, pero no quebrar tendencias.

La política cambiaria se llevó a cabo mediante un sistema de banda anunciada, dentro de la cual se posiciona el tipo de cambio de mercado. La amplitud de dicha banda se incrementó a $\pm 10\%$ en torno al centro de la misma. Dicho centro, definido como el tipo de cambio acuerdo, se determina sobre la base de una canasta de monedas,^{22/} cuyas ponderaciones reflejan la importancia relativa de las áreas del dólar estadounidense, marco alemán y yen japonés en las transacciones comerciales externas de Chile. Dicha paridad central se reajustó diariamente por la inflación doméstica del mes anterior menos una estimación de la inflación internacional relevante para Chile.^{23/} A fines de 1995 se incluyó un descuento adicional de 2% anual, en base al diferencial de productividad de Chile con sus principales socios comerciales.^{24/}

La justificación del mecanismo de banda cambiaria en torno a una paridad central radica en el convencimiento de que el tipo de cambio de equilibrio de largo plazo es un concepto dinámico, al cual hay que darle cierta flexibilidad, como también a que los agentes económicos no cuentan en todo momento con la adecuada información y elementos de juicio como para determinar el tipo de cambio real de equilibrio. Esta visión lleva implícita la necesidad de cierta orientación por parte de la autoridad respecto al nivel del tipo de cambio real que se estima coherente con el equilibrio externo de la economía en el mediano plazo. Ello por dos motivos principales. De un lado, por cuanto el mercado, sobre todo cuando los flujos financieros de corto plazo son muy importantes, puede tender a un tipo de cambio real considerablemente alejado (un "outlier") del de equilibrio de mediano y largo plazo. De otro lado, porque se postula que en la medida que la economía se aleje en forma importante y por mucho tiempo del tipo de cambio real de equilibrio, se tenderán a producir desequilibrios mayores, con negativas consecuencias sobre el funcionamiento y desempeño de la economía.

También se estimó conveniente dar cierta estabilidad cambiaria al sector exportador. La dificultad de predecir con exactitud cuál es el tipo de cambio real de equilibrio, y para **reducir la probabilidad de que éste se desalinee respecto de los "fundamentales"**, así como la necesidad de darle **mayor autonomía y flexibilidad a la política monetaria**, sobre todo en un contexto de un creciente grado de inserción de la economía chilena en los mercados financieros internacionales, **justifican la aplicación de una banda amplia de fluctuación**. Ella permite

^{22/} La vinculación del peso a una canasta de monedas, en lugar de ligarlo sólo al dólar, permitió, de un lado, independizar en mayor medida la política monetaria chilena de la de los Estados Unidos, y, de otro lado, introducir mayor incertidumbre de corto plazo en el tipo de cambio peso/dólar (a diferencia del tipo de cambio peso/canasta), lo que era funcional al objetivo de desincentivar el arbitraje de tasa de interés.

^{23/} En consecuencia, la paridad central para la canasta se anuncia con un mes de anticipación, para todos los días del mes siguiente, mientras que la paridad central peso/dólar, peso/marco y peso/yen se anuncia diariamente, en la medida que se conocen las paridades de las principales monedas en los mercados internacionales.

^{24/} En efecto, entre los años 1990 y 1996, el nivel de actividad económica en Chile se había expandido a una tasa promedio anual de 6.8%, mientras que la producción mundial creció a una tasa anual de 3.1%. En ese mismo período, en Chile la productividad media del trabajo creció a una tasa promedio anual en torno al 4.7%, mientras que la productividad total de los factores creció en torno al 2.3% anual. La consecuencia del mayor crecimiento de la productividad es que la competitividad internacional se incrementó, lo que en definitiva se tradujo en una expansión de las exportaciones y también en un fortalecimiento del peso chileno.

además que, dentro de ciertos parámetros, el mercado juegue un mayor rol en la determinación de la posición observada del tipo de cambio al interior de dicha banda, reflejando el criterio de gradualidad, anteriormente mencionado.

En el período se modificó la banda cambiaria en dos ocasiones, permitiendo de hecho una caída del tipo de cambio acuerdo. Ello se debió a la **necesidad de adecuar el valor referencial del tipo de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo a las nuevas condiciones estructurales que enfrentaba la economía chilena**. En efecto, el Banco Central, enfrentado a una creciente afluencia de divisas proveniente tanto de una evolución muy favorable de las exportaciones como de una significativa afluencia de inversión extranjera y de financiamiento internacional, actuó con prudencia y modificó el centro y amplitud de la banda **sólo cuando estuvo convencido de que el tipo de cambio de equilibrio de largo plazo no estaba adecuadamente reflejado por el tipo de cambio acuerdo vigente**. Así por ejemplo, el comportamiento registrado y previsible de las exportaciones no tradicionales, el monto del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el incremento de la inversión extranjera hacia y desde Chile, junto a la creciente unificación cambiaria y liberalización a la salida de capitales, al mejoramiento de los indicadores de solvencia externa y a la profundización del mercado chileno de divisas, fueron los principales elementos que influyeron en la decisión de acomodar una gradual apreciación del peso chileno.^{25/}

Cabe señalar que **dicha apreciación, registrada durante la primera mitad de los años noventa, se materializó en la medida que se la percibió como de equilibrio y sólo después de que el Banco Central hubo realizado un gran esfuerzo por limitarla**.^{26/}

En efecto, la ya mencionada reinserción de Chile en la economía internacional, el comportamiento de sus exportaciones y de la cuenta corriente de la balanza de pagos, unido a los fuertes aumentos en los diferenciales de productividad, sobre todo del sector transable de la economía, en relación con los principales socios comerciales de Chile, y a que el tipo de cambio

^{25/} Sin embargo, cabe mencionar que durante la década de los noventa se dio una tendencia generalizada a la apreciación de las monedas de los principales países latinoamericanos, fenómeno del que no estuvieron ausentes varios países de Europa Central y Oriental, debido a causas de orden internacional. Entre ellas cabe destacar las relativamente bajas tasas de interés en los países industriales, el menor riesgo-país de los países que llevaron a cabo reformas estructurales de sus economías, así como las decisiones de importantes inversionistas institucionales de los países desarrollados de diversificar su portafolio, internacionalizándose. Lo anterior significó un renovado impulso de la inversión extranjera directa, en los sectores productivos y en la inversión de portafolio, así como de los flujos de financiamiento externo de más corto plazo hacia los países de la región, todo lo cual contribuyó a la referida apreciación de las monedas latinoamericanas (con una interrupción, relativamente breve, derivada de la crisis mexicana de fines de 1994).

^{26/} Comparaciones internacionales respecto de la apreciación real de la moneda chilena demuestran que el tipo de cambio real en Chile ha sido uno de los más estables y menos depreciados de América Latina, a pesar de haberse materializado influjos de capital menos comunes a toda la región durante el primer quinquenio, previo a la crisis mexicana, de los años noventa. En efecto, de acuerdo a metodología uniforme del FMI, mientras la apreciación real de la moneda en el período 1990-1994 alcanzó en Chile un 13%, en Argentina fue 63%, en Colombia 21%, en México 18% y en Brasil 17%.

de la segunda mitad de los años noventa estuvo sobredepreciado (para enfrentar la aguda y extrema escasez de divisas de esa época), eran todos factores que apuntaban a la necesidad de permitir que se reflejara una mayor fortaleza del peso.

Enfrentadas a dicha necesidad, las autoridades del Banco Central sostuvieron que la mencionada apreciación del peso era un reconocimiento a la consolidación de diversos cambios estructurales en la economía chilena durante los últimos años, los cuales implicaban que el tipo de cambio de equilibrio era inferior al valor vigente del tipo de cambio acuerdo. En términos más generales, los cambios producidos en la inserción comercial y financiera de Chile en la economía internacional justificaban una modificación del tipo de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo. Entre los cambios estructurales que el Instituto Emisor mencionó como relevantes cabe destacar la reducción en los niveles del endeudamiento externo, el que como porcentaje del PIB fue en promedio de 106% en el trienio 1985-1987 y disminuyó a 35% en 1994-1996; la acumulación de reservas internacionales, que en 1994-1996 duplicaron su valor como porcentaje de las importaciones de bienes y servicios respecto del trienio 1985-1987, llegando a representar en un año más de 15 meses de importaciones; el sostenido crecimiento de las exportaciones, que en términos reales en el trienio 1994-1996 alcanzaron un incremento medio anual de 11.6%, superior al ya elevado 9% registrado en 1985-1997; y el moderado nivel de ahorro externo que ha requerido la economía chilena, que fue de 1.7% del PIB en 1994-1996, menor a la cota mínima del rango establecido y muy inferior al 6.3% de déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos registrado en 1985-1987.

Por último, es fundamental comprender que el Banco Central resistió la presión a la baja del precio de la divisa mediante el uso de diversas medidas, entre las que destaca la masiva compra de reservas internacionales la que se analiza en la siguiente sección.

4. La política de reservas internacionales

La política de reservas internacionales aplicada por el Banco Central durante el primer quinquenio de los años noventa tuvo dos objetivos principales:^{27/} de un lado permitir una creciente integración de Chile a la economía mundial, sin mayores riesgos derivados de cambios en las economías de los principales países industriales así como de la volatilidad que suele caracterizar el comportamiento de algunos agentes acreedores internacionales.^{28/} De otro lado, mediante la adquisición o venta de divisas, se intentó neutralizar en parte el impacto de corto plazo de las entradas y salidas de capital sobre el tipo de cambio.

^{27/} También hubo avances muy importantes en el manejo de activos y pasivos internacionales, orientados a mejorar la posición financiera neta del Banco Central.

^{28/} Una elevada acumulación de reservas internacionales es una condición necesaria para que un país pequeño se integre sólida y eficazmente a la economía internacional, y parte de los costos de dicha acumulación pueden interpretarse como la prima de un "seguro" para que dicha integración sea efectiva y no genere mayores sobresaltos.

El primer objetivo se logró, de un lado, a través del efecto de un importante volumen de reservas internacionales como uno de los determinantes para la calificación de Chile como país de bajo riesgo de inversión internacional (investment grade); ello estimula la inversión externa directa en el país a la vez que reduce el costo del financiamiento externo ofrecido a Chile. Además, la significativa acumulación de reservas por parte del Banco Central en esos años ^{29/} le otorgó a Chile una gran fortaleza externa, la que quedó de manifiesto sobre todo a comienzos de 1995, cuando la economía chilena se vio afectada mínimamente,^{30/} y por un muy breve período de tiempo, ante las turbulencias de los mercados financieros internacionales con posterioridad a la crisis cambiaria mexicana de fines de 1994. Por último, la holgada situación de reservas internacionales permitió utilizar una parte de dichas reservas, sin comprometer la liquidez ni mucho menos la solvencia externa del país, para prepagar toda la deuda externa pendiente del refinanciamiento de la crisis de comienzos de los años ochenta, así como el saldo deudor con el FMI.^{31/}

El segundo objetivo se logró mediante la adquisición o venta de divisas por parte del Banco Central, que se acompañó de una operación de mercado abierto que neutralizaba los efectos monetarios de las operaciones de cambio, lo que se conoce como intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario. En este ámbito, la realidad de los años noventa significó que la mayor parte del tiempo el tipo de cambio estuviera bastante cerca del piso de la banda, cuando no en el mismo. Más allá de las compras de divisas impuesta por la propia mecánica de la banda, la política del Banco Central fue esperar un tiempo prudencial para poder distinguir si la afluencia de divisas era de carácter más permanente o transitorio. Si prevalecía esta última hipótesis, ante una entrada de capitales de corto plazo, que prontamente pudiera revertirse, el Banco Central procedía a adquirir dichas divisas, acumulando reservas internacionales de modo de reducir la volatilidad del tipo de cambio. Algo simétrico ocurre en el caso de una salida de capitales transitoria. De tratarse de una entrada o salida de capital más permanente, el Banco Central en muchas ocasiones intervino en el mercado cambiario ya sea acumulando o

^{29/} Mientras que a fines de los años ochenta las reservas internacionales alcanzaban para cinco meses de importaciones, en 1994 alcanzaban a cubrir quince meses de compras externas. Asimismo mientras en 1989 las reservas internacionales netas alcanzaban a un 10.5% del PIB, en 1994 fueron levemente inferiores a un 26% del PIB. Es importante señalar asimismo que, a nivel agregado, ni el sector público ni el sector privado no financiero tuvieron pasivos externos de corto plazo de significación, y que los pasivos externos netos de corto plazo de la banca fueron de alrededor de un 4% del PIB, por lo que la posición neta del país en cuanto a activos internacionales líquidos era muy sólida.

^{30/} Cabe señalar que si bien el Banco Central hizo esfuerzos significativos para aumentar la rentabilidad asociada a las reservas internacionales, no debe olvidarse que éstas no son mantenidas con un criterio exclusivo de rentabilidad, sino que también con un motivo de precaución ante shocks externos inesperados, de manera de tener suficiente liquidez internacional para enfrentar adecuadamente dichos shocks.

^{31/} El prepago de deuda externa contribuyó a reducir el déficit asociado a la existencia de un diferencial de tasas de interés entre las reservas internacionales y la deuda externa, así como a mejorar aún más los índices de solvencia externa del país, reduciendo el riesgo-país y mejorando las condiciones de acceso al crédito internacional por parte del sector privado chileno.

desacumulando reservas, no con el objeto de contravenir de manera sistemática las fuerzas del mercado, lo que sería a la larga insostenible, sino que **para gradualizar en el tiempo el probable ajuste de precios relativos requerido.**

Cabe reiterar que **la apreciación real que registró el peso durante los años noventa, en torno al 4.5% anual, fue el resultado de un proceso de equilibrio, que respondió a cambios estructurales experimentados por la economía chilena durante los últimos años, y no a una manipulación del tipo de cambio con el objeto de reducir artificialmente el ritmo inflacionario.** Muy por el contrario, un objetivo prioritario de las políticas económicas implementadas en ese período fue, precisamente, evitar una apreciación artificial del peso. La política cambiaria, enmarcada en la mantención de una banda amplia de flotación, buscó orientar al mercado en cuanto al tipo de cambio de equilibrio de mediano plazo, sin perjuicio de las fluctuaciones de corto plazo que éste pueda experimentar al interior de la banda; y las dos modificaciones de la paridad cambiaria del primer quinquenio de los años noventa se llevaron a cabo sólo cuando se tuvo el convencimiento de que se estaba en presencia de cambios permanentes en el tipo de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo, y no como resultado de presiones coyunturales.

Aquí cabe destacar **el significativo esfuerzo de acumulación de reservas internacionales que realizó el Banco Central: entre 1990 y 1996 el stock de reservas internacionales se incrementó en US\$9.450 millones, lo que equivale a poco menos de 4% del PIB al año.** Este stock de reservas internacionales, que en términos relativos se ubicó entre los más altos del mundo, ha derivado en un costo patrimonial importante para el Banco Central,^{32/} pero sin duda contribuyó a una eficiente y fluida integración de Chile a la economía internacional, a atenuar el ritmo de apreciación del peso chileno y, dentro de la política de gradualidad comentada, a un reacomodo poco traumático del precio de los bienes transables relativos al de los bienes no transables de la economía chilena.

5. La política de cuenta de capitales de la balanza de pagos

Para una economía pequeña y abierta como la chilena, una mayor integración financiera con el exterior reporta importantes beneficios que deben ser aprovechados. Entre ellos cabe mencionar la disponibilidad de ahorro externo para el financiamiento de la inversión; la absorción de choques transitorios de términos de intercambio y la diversificación de riesgo y de las fuentes de ingreso nacional, todo lo cual permite suavizar la trayectoria del consumo y aprovechar mejor las ventajas comparativas a través de una mayor profundización de la inserción internacional del país.

^{32/} La intervención esterilizada del Banco Central le ha significado costos importantes, dada la mayor tasa de interés que debe pagar por la deuda interna que emite en relación al rendimiento que devengan los activos internacionales que adquiere. Al mismo tiempo, la apreciación real del peso ha deteriorado el valor real de estos activos denominados en moneda extranjera, incluido el crédito al Fisco, en relación al de los pasivos internos del instituto emisor. Así, esta política ha tenido como efecto generar un mayor déficit cuasifiscal del Banco Central, el que ha sido conjurado mediante el correspondiente superávit fiscal.

Sin embargo, una mayor apertura financiera también conlleva riesgos que deben ser considerados. Existen costos permanentes y costos de transición. **La pérdida de grados de libertad en el manejo de la política monetaria y los efectos desestabilizadores** que pueden generar los movimientos de capital en una economía pequeña son costos permanentes de una mayor apertura financiera. **Los riesgos asociados a la trayectoria del ajuste** desde una cuenta de capitales históricamente 33/ cerrada a una cuenta de capitales abierta **súbitamente**, son costos de transición.

Las condiciones de acceso al financiamiento externo, que fueron muy restringidas para la región después de la crisis de la deuda, cambiaron rápida y significativamente en los años noventa. Una mejor percepción del riesgo-país, bajas tasa de interés en los países industrializados junto con una expansión generalizada de los flujos de capital destinados a las llamadas economías emergentes, incrementaron en forma significativa la oferta de fondos externos. En ese contexto, en forma bastante repentina, países como Chile se encontraron en una situación en que **la rentabilidad doméstica del capital superó al costo externo de fondos, ajustado por riesgo-país 34/ y por cambios en las expectativas del tipo de cambio.**

En el pasado esa situación podía mantenerse en el tiempo o cambiar sólo gradualmente, en la medida que la percepción de riesgo-país y la desconfianza en las monedas locales limitaban el arbitraje internacional de fondos. A comienzos de los años noventa, en cambio, **un escenario de apertura financiera irrestricta habría incentivado el influjo de cuantiosos recursos financieros de corto plazo en un breve período de tiempo, desestabilizando el gasto, el precio de los activos y precios claves tales como la propia tasa de interés, los salarios y el tipo de cambio real.35/** El curso que seguiría la economía, si se validara esa tendencia, es bien

33/ Históricamente los flujos de capitales desde y hacia Chile se encontraban muy restringidos. Tras el abandono de la convertibilidad del peso se instauraron masivos controles sobre las salidas de capital. Si bien a través del tiempo estos controles fueron modificados, el espíritu de las restricciones se mantuvo, excepto por períodos intermitentes de mayor liberalidad. En cuanto a las entradas de capital, las limitadas condiciones de acceso al financiamiento externo las restringían en forma natural. De hecho, no fue sino hasta la década de los setenta que las economías en desarrollo, y entre ellas Chile, lograron renovar el acceso masivo al financiamiento externo que habían perdido tras la Gran Depresión. Pero para Chile ello fue sólo por un corto período, pues la crisis internacional de la deuda a comienzos de los años ochenta, junto al alto nivel de endeudamiento externo que acumuló el país en ese breve lapso, llevaron a suspender una vez más el acceso al financiamiento internacional.

34/ Este diferencial de rentabilidad obedece a circunstancias históricas y a reformas estructurales que afectan la productividad de la economía chilena, que poco tienen que ver con la política monetaria. En efecto, considerando la dotación relativa de capital y recursos humanos en Chile, el limitado acceso al financiamiento externo que tenía su economía hasta hace poco, y las bajas tasas históricas de ahorro e inversión domésticas, es natural que la rentabilidad doméstica del capital productivo, que debe distinguirse de la rentabilidad del capital financiero, tienda a ubicarse por encima de la rentabilidad observada en las economías industrializadas.

35/ Además, en relación con las instituciones del sector financiero, una apertura precipitada, sin que se haya generado la regulación y supervisión adecuadas, tanto por parte de los propios intermediarios financieros como de la autoridad correspondiente, puede y suele generar problemas de magnitud. Chile posee experiencias previas en que, por no contar con dicha regulación, se generaron incentivos perversos en el sector financiero, que luego se transmitieron al resto de la economía. Cabe recordar que en el caso de este sector hay riesgos sistémicos involucrados, por lo que actuar con prudencia en relación a él, adquiere aún mayor relevancia.

conocido. Dada la magnitud de los flujos, la primera etapa del proceso de transferencia es de auge, aumenta el precio de los activos y los salarios suben, se incrementa el consumo y la inversión, se aprecia el tipo de cambio y se abaratan las importaciones. Esta etapa es de difícil manejo macroeconómico ya que es necesario contener las presiones inflacionarias que se generan en los mercados internos, y estar atentos para prevenir la creación de burbujas financieras, que acentúan aún más el movimiento de precios fuera de su trayectoria de equilibrio, así como la llegada de aún mayores recursos financieros. Sin embargo, la fase de expansión del ciclo siembra las semillas de la fase de contracción. En efecto, a medida que crece el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos y se acumulan pasivos externos, la percepción de riesgo-país comienza a aumentar ^{36/} y la disponibilidad de fondos externos se reduce, el volumen de transferencias externas disminuye y, consecuentemente, los precios y el gasto deben iniciar su trayectoria de vuelta.

En el escenario ideal, los flujos de entrada se revierten gradualmente en el tiempo, y los ajustes en los precios clave son suaves, sin generar desequilibrios importantes sobre el desempeño de la economía. Sin embargo, el escenario más probable y realista es aquel en que las entradas de capital se detengan e incluso se reviertan abruptamente, provocando un ajuste traumático. En efecto, la economía se encuentra en una posición muy vulnerable cuando el nivel de endeudamiento externo es alto y el déficit de la cuenta corriente es significativo, mas aún si el financiamiento externo es de corto plazo. Aumentos en las tasas de interés internacionales, caídas en los términos de intercambio o, simplemente, cambios de expectativas, externas y/o internas, pueden gatillar una repentina crisis de confianza que ponga término abrupto al proceso de transferencia externa de recursos. La crisis de la deuda externa de la región de los años ochenta y las turbulencias en los mercados financieros internacionales a fines de 1994 y durante 1995 ilustran muy bien estos riesgos.

En este último escenario, el ajuste requerido involucra una peligrosa combinación de altas tasas de interés internas, caída en el precio de los activos domésticos y fuerte depreciación en el tipo de cambio real, lo que inevitablemente trae consigo problemas de importancia en los mercados financieros internos e induce presiones inflacionarias adicionales; de otro lado, y no menos importante, cabe esperar un aumento significativo en el desempleo y una caída en el nivel de actividad económica, producto de las fricciones que se introducen en los mercados financieros y laborales, así como de la brusca disminución en el nivel de gasto. La experiencia de Chile a principio de los años ochenta y también la de otros países de la región ha probado que éste escenario pesimista no sólo es muy probable, sino que suele acarrear costos muy significativos por un largo período de tiempo. Es por ello que en los años noventa, **para mantener y consolidar la disciplina macroeconómica y el equilibrio externo, se optó por realizar una apertura prudente de la cuenta de capitales**, minimizando los riesgos de una trayectoria indeseable de ajuste que pudiera poner en peligro los avances ya logrados.

Desde el ángulo del equilibrio interno, cabe también destacar el rol de la tasa de interés y su vínculo con la modalidad y velocidad de la apertura financiera externa. En efecto, para

^{36/} Históricamente, este proceso ha tomado bastante tiempo en concretarse.

lograr un nivel y ritmo de crecimiento del gasto interno compatibles no sólo con el uso prudente del ahorro externo, sino que además con el potencial productivo de la economía chilena, **era necesario que las tasas de interés domésticas se ubicaran por encima del nivel de tasas de interés que prevaleció en las principales economías industrializadas durante el primer quinquenio de los años noventa.**^{37/}

Puesto en otros términos, dado el bajo riesgo-país y las nulas expectativas de devaluación (o, para ser más precisos, positivas expectativas de revaluación) del peso chileno, la tasa de interés internacional, ajustada por ambos efectos, era muy inferior a la tasa de interés doméstica requerida para el equilibrio macroeconómico interno y externo. **El dilema que enfrentó el Banco Central era como cerrar dicha brecha, para no generar presiones inflacionarias adicionales a las programadas y/o sobre el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Cabe recordar que este dilema debía enfrentarse en presencia de ahorro fiscal y superávit público positivos, de una significativa acumulación de reservas internacionales (que estaba generando un significativo déficit cuasi-fiscal), así como de una tendencia a una fuerte apreciación del peso chileno.**

En vista de las consideraciones anteriores, **el objetivo de la política de cuenta de capitales fue complementar a las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y de reservas internacionales, para impedir que por la vía de una afluencia “excesiva” de divisas se atentara en contra de los equilibrios interno y externo.** Puesto de otro modo, si las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y de reservas internacionales estaban bien formuladas y ejecutadas, y seguían ingresando flujos financieros de corto plazo,^{38/} era indispensable frenar la velocidad del ingreso neto de capitales, para evitar una mayor inflación y/o un mayor déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Ello significó que se decidiera **avanzar hacia una mayor integración financiera con el resto del mundo, pero con una prudencia, un ritmo y una selectividad que fueran coherentes con dicho objetivo.**

La implementación de dicha política se llevó a cabo mediante diversos mecanismos. De un lado, en el primer quinquenio de los años noventa **se liberalizó significativamente la salida de capitales.**^{39/} En efecto, no sólo los exportadores pudieron disponer con completa libertad del total de sus retornos, sin obligación alguna de ingresarlos al país, sino que además se tomaron

^{37/} La tasa de interés debe tener cierta coherencia con la rentabilidad del capital productivo. Con el tiempo, tasas de inversión elevadas como las que se han observado en Chile, y aumentos adicionales en el ahorro interno, permitirán ir cerrando la brecha de tasas de interés.

^{38/} Es conveniente distinguir entre una afluencia de divisas originada en un muy buen resultado de las exportaciones y de la entrada neta de inversión externa directa de mediano y largo plazo, que de por sí explican una apreciación equilibrada del peso, del influjo de financiamiento externo, por lo general de muy corto plazo, determinado básicamente por el estímulo de arbitrar el diferencial de tasas de interés anotado.

^{39/} Cabe señalar que la creciente apertura a la salida de capitales se relaciona con la estrategia de desarrollo y de inserción de la economía chilena en la economía internacional. No es su objetivo, y hasta puede generar el efecto contrario, intentar incrementar el valor de la divisa.

medidas liberalizadoras en diversos ámbitos.^{40/} Así por ejemplo, se redujo el plazo mínimo de repatriación de capital ingresado por no residentes de tres años a un año y se autorizó la emisión de bonos y acciones en el exterior (ADRs), cuyas exigencias fueron relajándose gradualmente a lo largo del tiempo. De otro lado, se liberalizó totalmente la salida de inversiones originadas en la conversión de deuda externa (mecanismo vinculado a la crisis de comienzos de los años ochenta) y se liberalizó el prepago de deudas al exterior así como el porcentaje mínimo de crédito externo que debía acompañar a la inversión externa directa.

Complementando lo anterior, y de la mayor significación, se liberalizó completamente la inversión de personas y empresas chilenas en el exterior, lo que les permite diversificar de mejor manera sus riesgos. Además, se fueron adoptando medidas tendientes a promover una mayor diversificación internacional de la cartera de activos de los inversionistas nacionales, especialmente de los institucionales. Estos últimos fueron las únicas excepciones en cuanto a la liberalización total, pero no en cuanto a darles cada vez más opciones en el exterior. La apertura de los bancos, los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los fondos mutuos al exterior también se llevó a cabo, aunque menos rápidamente que para todo el resto de los agentes económicos, en parte por **restricciones legales** y, para las tres primeras, por **consideraciones prudenciales** vinculadas al riesgo sistémico y a compromisos fiscales contingentes.

En cuanto a la **entrada de capitales, ésta se fue abriendo gradual y selectivamente, desincentivando los influjos financieros de más corto plazo**. Esta política gradual se justifica con el objeto no sólo de evitar desequilibrios externos de magnitud, sino también para posibilitar un cambio de precios relativos que permita a los diferentes sectores ajustarse menos traumáticamente a través del tiempo. La apertura selectiva lleva, en caso de ser necesario, a imponer ciertos controles específicos. **Si bien la tendencia consistió en ir relajando en forma paulatina los desincentivos a las entradas de capital, ello se complementó con acciones que apuntaron a una mayor selectividad de los ingresos de capital, con el objetivo de reducir la exposición a la volatilidad de los flujos financieros de corto plazo, otorgar más autonomía a la política monetaria y frenar la creación de burbujas en los mercados bursátil y de renta fija de más largo plazo**. Con estas últimas medidas se intentó encarecer la entrada de capitales, en particular las de más corto plazo, restringir el volumen global de los influjos externos y mejorar la “calidad” y alargar los plazos del financiamiento externo de Chile.

De un lado, al **reducir de tres a un año la restricción 41/ para la repatriación del capital de las inversiones directas**, se desincentivó la llegada de flujos al mercado bursátil, lo que contribuyó a no generar una burbuja de precios en dicho mercado.

^{40/} Además de dar total libertad en el manejo de los retornos de exportación, hubo una serie de medidas vinculadas a la cuenta corriente de la balanza de pagos, tales como una importante rebaja arancelaria, desde 15% a 11%, varios acuerdos de libre comercio y otras, orientadas hacia una creciente integración de los denominados mercados cambiarios formal e informal, todo lo cual contribuyó a profundizar durante el periodo la integración comercial y financiera de Chile en la economía mundial.

^{41/} Lo que, como se señaló, constituyó una liberalización respecto de la situación vigente a fines de los años ochenta.

De otro lado, se moderó la velocidad a la cual las empresas chilenas podían obtener crédito o capital en el exterior. En efecto, tanto para la colocación externa de bonos como de acciones se exigió montos mínimos así como cumplir ciertos requisitos, determinados por parte de empresas clasificadoras de riesgo internacional, asociados a la solvencia de las empresas o de los instrumentos que ellas deseaban colocar internacionalmente.^{42/} Por esta vía se contribuyó a limitar el número de empresas y la velocidad a la que podían captar recursos financieros en los mercados internacionales, lo que era funcional para impedir influjos excesivos de divisas al país.^{43/}

En tercer lugar, se impuso un encaje no remunerado, por el plazo de un año, al crédito y otras fuentes de financiamiento externo de modo de encarecer el costo de ingresar capitales de corto plazo. Por esta vía se intentó darle directamente mayor espacio y autonomía a la política monetaria, de modo que idealmente todos los agentes económicos enfrentaran la misma tasa de interés, definida por el Banco Central para el logro del equilibrio interno, frenar la especulación y la volatilidad inherente a los llamados capitales golondrinas, así como reducir la posibilidad de arbitraje de tasas de interés.

Desde una perspectiva más general, el conjunto de políticas orientadas a una apertura financiera gradual y selectiva permitió cambiar la estructura o composición de las acreencias externas sobre Chile, incrementándose la participación del capital de riesgo en relación al endeudamiento externo y, dentro de este último, el de largo plazo en relación al de corto plazo. Ello contribuyó a reducir la vulnerabilidad de la economía chilena respecto de los vaivenes de la economía mundial, del comportamiento procíclico que suelen tener los titulares de deuda externa, así como de cambios en las expectativas de los agentes económicos internacionales.

Cabe destacar que a pesar de que otros países de la región llevaron a cabo políticas formalmente más “liberales o aperturistas” que las de Chile con relación a la cuenta de capitales de la balanza de pagos, registraron tasas de interés domésticas mayores que las chilenas, así como mayores diferenciales con respecto a las tasas de interés internacionales. Ello, que aparentemente debió ser a la inversa, se explica principalmente por el mayor riesgo-país y/o de devaluación de aquellos países en comparación al caso chileno. En consecuencia no es obvio que por llevar a cabo una apertura financiera total y rápida un país se vaya a integrar, efectivamente, en forma sólida y permanente, a los mercados internacionales de capital. En síntesis, no se está “más integrado” a la economía internacional por ser más o menos liberal, sino por la cantidad, el costo, la calidad y la permanencia en el tiempo de la transferencia de capitales efectivamente disponible

^{42/} Dichos montos y requisitos también fueron relajándose gradualmente, sin eliminarse por completo.

^{43/} Otra ventaja de dicha estrategia, considerando que antes de 1990 no había empresas chilenas activas en los mercados de bonos o accionarios internacionales, es que por la solvencia y seriedad de las primeras empresas en salir, se generaba una externalidad positiva para las que salieran posteriormente. Una desventaja de esta medida es que ella, en la práctica, favorece a las empresas “grandes” en relación a las empresas pequeñas y a las personas.

para un país, elementos todos que suelen asociarse a la confianza que el resto del mundo deposita en esa economía.44/

Finalmente, hay quienes sostienen que el buen desempeño macroeconómico de Chile en los primeros años de los noventa se debió al elevado nivel de ahorro interno, más que a la estrategia macroeconómica. Cabe señalar, sin embargo, que el ahorro interno no es una constante, independiente de dicha estrategia. Los estudios empíricos y la experiencia sugieren más bien que políticas “ingenuas” con relación al influjo de financiamiento externo suelen llevar a que el ahorro externo, que en muchas ocasiones está concentrado en el muy corto plazo, financie un exceso de gasto de consumo doméstico y sustituya el ahorro interno.45/

44/ Desde una perspectiva macroeconómica, podría parecer más fácil, y, probablemente, también más necesario, ser más “liberal” cuando la percepción internacional de riesgo-país es alta. En esas condiciones el diferencial natural de intereses con el exterior, ajustado por riesgo país y por expectativas de devaluación, proporciona suficiente espacio para manejar una política monetaria independiente y se evitan los efectos desestabilizadores descritos anteriormente. Sin embargo, sería absurdo concluir que lo deseable es que haya una percepción de riesgo-país más alta, ya que es muy beneficioso ser confiable y creíble y, por esa vía, contar con una amplia y poco costosa disponibilidad de financiamiento externo.

45/ Asimismo, sería un error pensar que la economía chilena ha salido casi intacta del reciente episodio de turbulencias financieras sólo por los desincentivos a las entradas de capitales. Las principales fortalezas se encuentran en factores más estructurales, como el alto nivel de ahorro doméstico y la coherencia en el diseño y en la ejecución de las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y de reservas internacionales. Los encajes y las restricciones a la entrada de capitales que permanecen son importantes en la medida que facilitan dicha coherencia. Ellos son una pieza más de un engranaje internamente coherente.

VII. ALGUNAS CONCLUSIONES

Los principales resultados macroeconómicos del quinquenio 1992-1996 se resumen a continuación.

El PIB creció a un ritmo medio anual de 7.5% y la tasa de desempleo fue de 7%. Las remuneraciones reales aumentaron al mismo ritmo que la productividad media del trabajo: 4.7% anual. La formación bruta de capital fijo se incrementó en 14.2% anual, más que doblando el ritmo de crecimiento del PIB, y el ahorro interno alcanzó un promedio de 25.1% del PIB. El superávit fiscal fue de 1.8% del PIB mientras que el ahorro fiscal alcanzó al 5.1% del PIB. La tasa de interés real de colocaciones bancarias entre noventa días y un año fue en promedio de 8.9% anual. La deuda pública interna (del Banco Central), como porcentaje del PIB, se redujo respecto de los años anteriores y alcanzó a 33.6% mientras que su plazo de vencimiento creció de año en año, alcanzando en el quinquenio un promedio de 3.2 años. La inflación anual promedio fue 9.7%, la menor tasa registrada para un quinquenio desde hace más de medio siglo en Chile, y cayó desde 27.3% en 1990 y 18.7% en 1991 a un ritmo decreciente, muy similar a la meta de inflación anual del Banco Central, para llegar a 6.6% a fines de 1996. El peso chileno se apreció a un ritmo de 4.3% real anual a la vez que las exportaciones crecieron en términos reales en 10.4% anual, un ritmo 50% mayor que el del crecimiento del PIB. El déficit promedio anual de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue 2.2% del PIB. La inversión externa directa hacia y desde Chile alcanzó récords históricos. La entrada de capitales fue de 6% del PIB y las reservas internacionales netas equivalieron al 22.4% del PIB y a un año de importaciones de bienes. La deuda externa representó en promedio 38.1% del PIB y, neta de reservas internacionales, 15.7% del PIB.

Estos resultados demuestran que en los años noventa Chile fue exitoso en combinar crecimiento económico, aumentos en el empleo, la productividad y en los salarios, así como en el ahorro y la inversión, a la vez que logrando significativos avances en la meta de estabilidad de los precios, no sólo no poniendo en riesgo los equilibrios en el resto de la economía, sino asegurándolos y consolidándolos, particularmente el que ha sido el talón de Aquiles tradicional de la economía chilena: el equilibrio del sector externo.

Sin embargo, no es coincidencia que se hayan obtenido estos positivos resultados dentro de un mismo período. Estos logros están relacionados entre sí, y se refuerzan mutuamente. En efecto, cabe postular una suerte de círculo virtuoso entre estabilidad macroeconómica y crecimiento sostenido. El crecimiento trae estabilidad, y la estabilidad trae crecimiento.

Los canales a través de los cuales se interrelacionan el crecimiento y la estabilidad son múltiples. Así por ejemplo, la consolidación del saneamiento de las finanzas públicas, la regulación prudencial y la estricta supervisión del sistema bancario, unido a una eficiente asignación de los recursos financieros, derivada esta última, en parte, de la vigencia de precios macroeconómicos clave no distorsionados, contribuyeron significativamente al aumento del ahorro

financiero, dirigirlo hacia la inversión, evitando la aparición de burbujas financieras, a la vez que contribuyó a la estabilidad y solvencia del sistema bancario doméstico; asimismo, los avances y la profundización del desarrollo del mercado de capitales también desempeñaron un rol de significación en la provisión de financiamiento doméstico de largo plazo, determinante para al aumento de la inversión.

Por su parte, la mantención de un ambiente de disciplina macroeconómica y control inflacionario contribuye a crear un ambiente que permite trabajar con horizontes largos de planificación, lo que a su vez eleva también las tasas de inversión y lleva a introducir nuevas tecnologías, que en definitiva generan crecimiento. A su vez, la mantención de un cuadro de crecimiento sostenido garantiza la rentabilidad de las nuevas inversiones y facilita la disciplina fiscal y monetaria. En efecto, por el lado del gobierno, las presiones sobre el presupuesto se reducen cuando el empleo, las remuneraciones y las utilidades de las empresas están creciendo y, a su vez, el incremento en los ingresos tributarios permite ir resolviendo las necesidades públicas más urgentes, sin poner en riesgo el equilibrio fiscal. Por el lado del Banco Central, la tarea de mantener bajo control la inflación también se facilita cuando la economía se encuentra en un escenario de crecimiento sostenido y bajo desempleo pues, en caso de ser necesario, la aplicación de medidas contractivas despertará un mayor grado de consenso, que a su vez permite un ajuste rápido y eficiente.

A su vez, es un hecho empíricamente demostrado que existe una correlación entre mayor crecimiento económico y aumentos en la tasa de ahorro nacional, no estando clara la causalidad; a su vez, el mayor ahorro interno genera estabilidad, puesto que reduce la vulnerabilidad de la economía frente a shocks externos. En efecto, la mantención de un déficit moderado de cuenta corriente y favorables índices de solvencia externa permiten un acceso oportuno al financiamiento externo cuando éste es más necesario, por ejemplo, en situaciones desfavorables de los términos de intercambio. De esta forma se reduce el riesgo de tener que enfrentar una crisis externa o tener que aminorar bruscamente el ritmo de crecimiento económico. Asimismo, un alto nivel de ahorro interno amortigua los efectos sobre la economía provenientes de las turbulencias en los mercados financieros internacionales, como las que buena parte de la región debió enfrentar en 1995, debido a la crisis mexicana.

Los círculos virtuosos tienen algo de "mágicos", en el sentido de que el todo es mayor que la suma de las partes, porque las partes se refuerzan mutuamente. Sin embargo, el peligro es que cuando la tendencia se mueve en el sentido contrario, los círculos virtuosos se pueden transformar en círculos viciosos. Por esto es fundamental reiterar e insistir en la necesidad de aumentar el ahorro y la inversión, mantener las condiciones de equilibrio externo, y especialmente, de perseverar en la disciplina macroeconómica por parte de todos los agentes involucrados.

La experiencia chilena de los años noventa, con todo lo específica que sea, en términos de que en política económica no hay tal cosa como "modelos exportables", permite destacar algunos elementos que han sido fundamentales en los resultados que se lograron.

De un lado, destaca la necesidad de cuentas fiscales equilibradas, así como de una adecuada coordinación entre las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y salarial. El seguimiento y control de la demanda agregada, tanto en su nivel como en su tasa de cambio, es condición necesaria, aunque insuficiente, para el logro eficiente de los equilibrios interno y externo.

Además, sugiere que las presiones inflacionarias de costos se moderaron sustancialmente gracias a que los trabajadores y empresarios paulatinamente incorporaron la inflación proyectada decreciente futura, establecida como meta de inflación por parte del Banco Central, como uno de los criterios de las negociaciones laborales así como en la determinación de los precios de los bienes y servicios. La creciente credibilidad del Banco Central desempeñó aquí un rol crucial.

El objetivo de atenuar la amplitud del ciclo económico, mediante una adecuada anticipación de la política macroeconómica, tanto frente a los incipientes y no manifestados excesos de gasto como a la constatación de holguras por el lado de la oferta, también contribuyó a la obtención de los resultados anotados. A este respecto, la experiencia chilena destaca la conveniencia de introducir un adecuado grado de flexibilidad en la formulación y ejecución de la política económica, de modo de enfrentar oportunamente y de manera eficiente los efectos derivados de shocks internos y/o externos. Dicha flexibilidad fue crucial para lograr distribuir los efectos, positivos y negativos de los mencionados shocks, a través de varios mercados, contribuyendo de ese modo a un ajuste más equilibrado y sostenible de la economía. A su vez, ese mecanismo más balanceado de reacomodo de los diferentes mercados se retroalimentó con el criterio de que los precios macroeconómicos claves no se desviarán durante un tiempo largo de sus valores de equilibrio de mediano y largo plazo. Lo anterior ha sido determinante para darle estabilidad y sustentabilidad al proceso de crecimiento y desarrollo económico chileno.

Vinculado a lo anterior, se sugiere darle un creciente rol al mercado, en forma gradual, en la determinación de aquellos precios claves, tales como el tipo de cambio y la tasa de interés, comenzando con el segmento de largo plazo del mercado para paulatinamente, a medida que los mercados se profundizan y se vuelven más transparentes y competitivos, incorporar al sector privado en la formación de los precios de corto plazo.

La preocupación por el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, como hilo conductor de la estrategia macroeconómica, junto a una trayectoria gradual pero sostenida de metas de inflación decreciente fueron el eje operativo de la política macroeconómica. A este respecto, quizás el mayor desafío del Banco Central durante la primera mitad de los años noventa fue haber enfrentado la enorme afluencia de divisas, característica de ese período, cautelando que tanto el nivel como el crecimiento de la absorción (gasto interno) fuesen compatibles con la baja sistemática y significativa de la inflación, así como con la mantención del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos dentro de valores muy razonables. Esto último fue determinante para mantener la tendencia creciente del ahorro interno, para que éste financiara el grueso de la inversión, y para que la economía chilena se integrara en forma más sólida y menos vulnerable, tanto en el plano comercial como en el financiero, a la economía internacional.

En síntesis, los resultados macroeconómicos del quinquenio 1992-1996 fueron muy satisfactorios. Se logró un elevado crecimiento de la actividad económica y del empleo, del ahorro interno y de la inversión, así como de los salarios reales y la productividad. Simultáneamente, se redujo significativamente la inflación, la que va camino a igualarse con la que registran los países industrializados. Por último, y de la mayor importancia, lo anterior se logró sin poner en peligro el equilibrio externo de la economía chilena, y por el contrario, se perfeccionó la inserción de Chile en la economía internacional, creándose sólidas cuentas externas, mejorándose los indicadores de solvencia externa del país y reduciendo su vulnerabilidad. Tan importante como lo anterior fue que no se generaron desequilibrios en ninguna otra área clave de la economía, lo que permite mirar con optimismo las posibilidades de avanzar y profundizar en el desarrollo económico de Chile.