

## La Política Monetaria en Chile en la Última Década

EXPOSICIÓN DEL SEÑOR CARLOS MASSAD A., PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, EFECTUADA EN EL VII ENCUENTRO FINANCIERO ORGANIZADO POR ICARE, EL 28 DE AGOSTO DE 2001.

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

En términos históricos, la obtención de tasas de inflación comparables al nivel internacional se logró en Chile sobre la base de dos directrices de política: el uso de mecanismos gradualistas, pero persistentes de contención de la inflación y la consistencia en el manejo de los distintos instrumentos de la política monetaria. La gradualidad y persistencia obedecen

tanto al reconocimiento que el alto grado de indización de la economía nacional limita la velocidad a la cual es posible disminuir la inflación, como a los costos de credibilidad en que se incurriría si los logros inflacionarios se revirtiesen. Esta gradualidad, sin embargo, no ha limitado al Banco Central para tomar las medidas necesarias para enfrentar situaciones de crisis en los mercados internacionales.

El control de la inflación ha sido una experiencia altamente exitosa y única en la historia de Chile desde 1940. De hecho, ésta es la primera vez que se logra mantener la inflación al nivel de los países desarrollados en forma sostenida y sin producir desequilibrios macroeconómicos. Procesos de estabilización llevados a cabo a principios de los años sesenta y ochenta también permitieron reducir la inflación anual a niveles cercanos a 5%, pero dichos logros fueron sólo transitorios y, por su naturaleza, acumularon desequilibrios que llevaron a un colapso del esfuerzo. La experiencia de los noventa, en cambio, fue la de un avance gradual y sostenido, en que el control de la inflación no motivó desequilibrios mayores y que, por su solidez, permite augurar que sus resultados son duraderos (gráfico 1).

La reducción de la inflación en Chile en la década pasada, se basó en cinco pilares fundamentales. Estos son: (i) una gran disciplina y convicción para avanzar sostenidamente en la lucha antiinflacionaria; (ii) el reconocimiento de las restricciones que impone la existencia de mecanismos de indización en la economía; (iii) la implementación de un ancla nominal bien definida y actualizable ante nuevos desarrollos del entorno macroeconómico; (iv) una política cambiaria basada en el objetivo de mantener un déficit de cuenta corriente acotado y evitar el uso del tipo de cambio nominal como herramienta antiinflacionaria; y (v) un esquema de política macroeconómica flexible y capaz de reaccionar oportunamente ante cambios de las condiciones macroeconómicas (gráfico 2).

La mantención de una disciplina irrestricta en el control de la inflación fue la base para construir un importante grado de credibilidad en las políticas del Banco Central. Esta disciplina ha tenido distintas manifestaciones. En primer lugar, a través del uso de políticas monetarias restrictivas frente a la amenaza de rebotes inflacionarios. Un claro ejemplo de esta política sucedió a comienzos de 1990 cuando se incrementaron en más

de dos puntos porcentuales las tasas de corto plazo en menos de un mes (modificando de paso las tasas de mediano y largo plazo) y se dio una clara señal de que para las nuevas autoridades del instituto emisor, el control inflacionario era su principal objetivo. En segundo lugar, mediante la instauración y cumplimiento del esquema de metas de inflación que no sólo formalizó la vocación antiinflacionaria del Banco Central, sino además se constituyó en una experiencia pionera de manejo exitoso de la política monetaria.

Asimismo, el hecho de que la meta de inflación que se anunciaba fuese cada año más exigente, demostró que era posible acercarse a tasas de inflación de países desarrollados. A diferencia de otros esfuerzos de estabilización en Chile y otros países en desarrollo, la reducción de la tasa de inflación se realizó en un marco de economía abierta y competitiva, sin controles de precios, con un sector fiscal sano, y sin recurrir en ningún momento a la fijación del tipo de cambio nominal (gráfico 3).

Un elemento primordial sobre el cual descansa dicha credibilidad es la independencia y autonomía del Banco Central consagradas en su Ley Orgánica Constitucional. Análisis empíricos para un número sustancial de países, y en último término la propia historia de Chile, demuestran que la independencia de un banco central ayuda a controlar el nivel de inflación. Más aún, en aquellos países en que el banco central es autónomo no se observa que la tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB) sea menor, ni que la variabilidad del producto sea mayor. Esto significa que no existirían costos asociados al control inflacionario que provee la independencia del banco central en términos de una menor disposición (y/o capacidad) para estabilizar el producto.

La independencia y autonomía del instituto emisor son principalmente operativas. Ellas no significan que el Banco Central sea un ente aislado de la sociedad sobre el cual el poder político no tiene ningún control. El Banco Central es una institución de alta responsabilidad política, que informa tanto al Presidente de la República como al Senado. En este sentido, el rol de las reuniones de su Consejo con la Comisión de Hacienda del Senado es clave tanto para mantener a la sociedad informada y compenetrada de la discusión y conducción macroeconómicas, como para que el Banco reciba retroalimentación respecto de sus políticas.

Por otro lado, para garantizar un manejo consistente de la política monetaria, su Consejo está compuesto por miembros que permanecen diez años en el cargo, lo que permite otorgar la debida importancia a las consideraciones de mediano y largo plazo en la evaluación de distintas alternativas de política. Asimismo, la pluralidad existente entre los miembros del Consejo sobre visiones de política macroeconómica conforma un cuadro donde las distintas sensibilidades están representadas, sin menoscabar un análisis técnicamente riguroso. Finalmente, el Banco Central tiene capacidad de endeudamiento dentro y fuera del país, lo que le permite realizar operaciones de esterilización y actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero doméstico en caso de una crisis sistémica de confianza.

A diferencia de otras experiencias donde se consiguió una disminución de la inflación en un plazo muy breve, en Chile se optó por un esquema de avances graduales. En el trasfondo de esta decisión estaba (y está) la existencia masiva de indización en la economía. Esto pone una restricción esencial a la velocidad con que se pueden llevar a cabo políticas de control de la inflación. La indización se origina como una defensa de los agentes ante sorpresas inflacionarias y se verifica en variados contratos y situaciones. Este mecanismo protege individualmente a los agentes ante choques inflacionarios pero termina por producir a nivel agregado una inflación más persistente y más volátil, así como un ambiente con mayores limitaciones a la hora de iniciar un plan de estabilización.

Considerando estos elementos, el Banco siguió una política de avances graduales en el control de la inflación, lo que generó espacios para reducciones sostenidas e hizo más predecible la inflación futura. Esta gradualidad permitió aminorar los costos asociados al control inflacionario.

La masiva indización de nuestra economía genera un problema adicional al de persistencia y volatilidad de la inflación; debido a que la política monetaria se realiza principalmente a través de las tasas de interés, la economía no tiene un ancla nominal en forma natural. Esto significa que no existe una variable que sirva de manera automática como referente para determinar el nivel de precios o para la tasa de inflación. En este contexto, en principio, cualquier tasa de inflación podría ser consistente con un mismo

conjunto de variables fundamentales. En parte, previendo esta carencia, el instituto emisor comenzó a anunciar proyecciones de inflación a partir de 1990, las que luego se convirtieron en metas explícitas de inflación. Estas metas permiten tener un ancla nominal a un costo bajo, lo cual da paso a la celebración de contratos que incorporan la inflación futura. Las negociaciones salariales del sector público han sido un ejemplo de este tipo de contratos.

### Implementando metas de inflación

---

El principal mérito de un régimen de metas de inflación consiste en restringir la discrecionalidad de la autoridad monetaria pero, a la vez, permite que ésta realice políticas de estabilización. Operando a plenitud, un régimen de metas de inflación establece objetivos específicos y verificables por los cuales el Banco Central debe responder, reforzando así su transparencia y credibilidad, pero dándole libertad para utilizar los instrumentos y políticas de la manera que estime adecuada para lograr las metas planteadas. La comunicación con el público mejora con la existencia de un indicador simple y de fácil comprensión, generando un fuerte efecto en las expectativas inflacionarias.

La fijación de una meta de inflación no implica que quienes se rigen por este esquema sean maniáticos antiinflacionarios. El propósito de estabilizar el producto en el corto plazo, lejos de ser ignorado, está presente en los grados de discreción acotada que permite el régimen y en la forma en que se definen el horizonte de la meta, la amplitud de su rango y las cláusulas de escape.

Sin embargo, es clave que la eventual preocupación por la estabilización del producto sea consistente con alcanzar la meta de inflación en el mediano plazo y a través del tiempo. Cuanto peso se le dé a la estabilización del producto dentro de un régimen de metas de inflación, depende probablemente cuán alta sea inicialmente la inflación.

Al analizar la experiencia chilena con las metas de inflación se pueden distinguir claramente dos etapas. La primera y más extensa corresponde a la transición desde tasas de inflación altas hacia los niveles de largo

plazo que son el objetivo del Banco Central, es decir, el período que va desde septiembre de 1990 a septiembre de 1999. En esta etapa, el Banco Central efectuó una política monetaria de corte duro, definiendo un horizonte de corto plazo para la meta de inflación (un año), aplicó una meta punto (al menos desde 1994) y utilizó la variación total del índice de precios al consumidor (IPC) como indicador de la inflación. Sin embargo, la reducción de la inflación se planificó para ser materializada de manera muy gradual, reflejando preocupación por el crecimiento económico en el corto y mediano plazo.

En este período, el Banco Central persiguió simultáneamente metas para el déficit de la cuenta corriente y el tipo de cambio nominal, permitiendo a este último flotar dentro de una banda prefijada. La conducción de la política monetaria, sin embargo, no alcanzaba niveles de transparencia adecuados, puesto que no se divulgaban proyecciones explícitas para la tasa de inflación más allá de la meta misma ni informes escritos detallados o regulares, con la sola excepción del Informe Anual al Senado. De esta manera, existía insuficiente información sobre las razones que llevaban al Banco Central a realizar cambios en la política monetaria, limitando así la efectividad de las mismas políticas al no incidir plenamente en las expectativas de los agentes económicos (gráficos 4 y 5).

La historia consigna varias experiencias en el mundo en que la autoridad monetaria se concentra en obtener resultados antiinflacionarios a través de la utilización del tipo de cambio como ancla nominal de la economía. Muchas veces estas ganancias se evaporan rápidamente cuando, luego de una crisis cambiaria, se desata una nueva espiral inflacionaria. Incluso países que han adoptado sistemas de convertibilidad pueden encontrarse en este tipo de problema. La estrategia de desinflación seguida por el Banco Central en los años noventa fue muy cuidadosa en evitar utilizar el tipo de cambio para controlar la inflación. De hecho, la política cambiaria buscó más bien ser coherente con el objetivo de mantener el déficit de cuenta corriente dentro de rangos sostenibles.

El objetivo de mantener el tipo de cambio dentro de la banda de flotación no siempre fue logrado durante la primera etapa de las metas de inflación. A pesar de los esfuerzos de compras de divisas como parte de la esterilización del masivo influjo de capitales, el rápido

crecimiento de la productividad en Chile y su éxito como economía emergente indujeron una apreciación de equilibrio en el tipo de cambio real. La constatación del esfuerzo por dilatar dicha apreciación está en los importantes volúmenes de reservas internacionales que acumulamos entre 1990 y 1997, a pesar de la existencia del encaje a los flujos de capitales, que apoyaba el límite inferior de la banda. Aun con todo eso el tipo de cambio real se apreció cerca de 30% durante ese lapso (gráfico 6).

En términos de resultados de esta primera etapa con metas de inflación, la caída de la inflación durante los noventa fue gradual, pero sólida y persistente. La experiencia comenzó con la inflación de 27% en 1990 para llegar a sólo 2,3% en 1999, un hecho no visto desde las experiencias deflacionarias de los años treinta. El crecimiento económico, a pesar de la recesión experimentada en 1999 luego de la crisis asiática, alcanzó un promedio de 6,4% anual durante la década, convirtiéndose éste en un período de crecimiento sostenido sin paralelo.

Obviamente, este resultado no fue sólo consecuencia de la política monetaria y el régimen de metas de inflación, aunque el logro casi estricto de las metas anunciadas ciertamente fue importante.

El retorno a la democracia, las reformas estructurales implementadas durante los setenta y ochenta, y las políticas que siguieron permitieron al país cosechar los beneficios del masivo flujo de capitales externos durante los noventa, que fomentaron el crecimiento y favorecieron el control de la inflación. Otro factor clave fue la significativa contribución del ahorro fiscal sobre el ahorro nacional total (que también fue alto para los estándares latinoamericanos), al menos hasta el año 1996, pues éste ha decaído significativamente en el período posterior (gráficos 7 y 8).

Más aún, el hecho de que el tipo de cambio real de equilibrio se haya apreciado durante los noventa fue, sin duda, un factor que ayudó al control de la inflación. Esto, sin embargo, no debe entenderse como que se utilizó el tipo de cambio nominal como el factor catalizador de la desinflación. Muy por el contrario, el tipo de cambio real se apreció por condiciones estructurales de la economía, a las cuales contribuyó la propia reducción de la inflación, y el Banco Central sólo reconoció dicho ajuste de equilibrio. Si, además,

este ajuste benefició la lucha antiinflacionaria, bienvenido, pero nunca fue el factor determinante ni central del esquema de control de la inflación.

Si bien la reducción de la inflación ha sido un hecho común en el mundo durante los años noventa, estudios recientes señalan que países con metas de inflación fueron capaces de reducir la inflación en más de 7% en promedio entre 1985 y 1997, lo que se compara con una reducción de aproximadamente 3,5% en el caso de los países sin metas de inflación.

### Política monetaria con flotación cambiaria

---

La segunda etapa de la implementación de metas de inflación comenzó en septiembre de 1999, cuando la banda cambiaria fue finalmente abandonada y la inflación se convirtió en la única meta formal y explícita del Banco Central. En esta etapa se ha llegado a un nivel operativo pleno (o de régimen) del esquema de metas de inflación, con un perfeccionamiento permanente de modelos estadísticos y analíticos dentro del Banco Central, la publicación del Informe de Política Monetaria con el análisis, los supuestos y las proyecciones explícitas, además de las metas para la inflación, y proyecciones de crecimiento; el anuncio público de las fechas de las reuniones de política monetaria con seis meses de anticipación, y la publicación de las minutas de estas reuniones con un rezago de 90 días (gráfico 9).

El desempeño de la economía en esta segunda etapa ha estado marcado por los vaivenes de la economía mundial, pese a lo cual el esquema de metas de inflación ha sido particularmente exitoso. Entre los determinantes del escenario actual se deben destacar tres cambios en el panorama externo desde fines de 1997: la menor demanda de activos nacionales por parte del resto del mundo desde la crisis asiática, la evolución desfavorable de los términos de intercambio y la mayor incertidumbre que ha caracterizado a los mercados internacionales en el período reciente. Ninguno de estos elementos es nuevo, pero su ocurrencia simultánea ha afectado no sólo a la economía chilena, sino también a la mayoría de las economías emergentes. En una economía pequeña y abierta las variables externas tienen una fuerte incidencia en los desarrollos económicos internos,

especialmente cuando los mercados financieros no alcanzan un nivel de profundidad y sofisticación que permitan absorber y distribuir mejor los ciclos externos (gráficos 10, 11 y 12).

Si bien tras la reducida inflación de 1999 (2,3%) ésta sobrepasó levemente la cota superior de la meta en el año 2000 (al llegar a 4,5%), el aumento en la inflación total es estrictamente el reflejo de las fuertes alzas en el precio internacional del petróleo (fenómeno que se dio, por lo demás, en la mayoría de los países del mundo). Los indicadores de inflación subyacente para el 2000 y lo que va del año 2001 no son diferentes a los de 1999, y, por tanto, revelan que la tendencia de la inflación en el mediano plazo está en línea con el objetivo del Banco Central de mantener estabilidad de precios (gráfico 13).

Esta segunda etapa se caracteriza también por avances significativos en la liberalización de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Ello es consistente con evitar movimientos del tipo de cambio real más allá de lo que se considera razonable para una economía pequeña y abierta al comercio internacional. Entre las desregulaciones más importantes se encuentra la reducción a 0% del encaje no remunerado a las entradas de capital y la eliminación de los requerimientos de permanencia de al menos un año para algunas formas de capital. Estas regulaciones, que permitían mantener tasas de interés domésticas a un nivel superior al de las extranjeras, se habían impuesto para evitar afectar al tipo de cambio durante un ciclo de política restrictiva. Sin embargo, la madurez del sistema financiero chileno y la credibilidad en las políticas del Banco Central permitieron eliminar estas regulaciones.

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

Hasta el mes de julio pasado, la mecánica de operación de la política monetaria consistía en especificar como objetivo el premio de las tasas de interés sobre la variación de la unidad de fomento (UF). Esto significaba que el día 9 de cada mes, el Banco Central modificaba

el nivel de la tasa nominal al cual intervenía en el mercado monetario y colocaba sus instrumentos de liquidez con el fin de adecuarla a la tasa de variación de la UF conocida. Los aumentos extraordinarios de la UF en algunos meses se tendían a compensar con variaciones menores en otros meses.

## Nominalización de la tasa de política monetaria

---

La nominalización de la política monetaria consiste en especificar el objetivo de tasa referencial en términos de una tasa nominal fija, en lugar de un premio sobre la UF. La tasa a la cual el Banco Central ofrece sus papeles y a la cual se establece el costo de sus facilidades de liquidez es fijada por el Consejo del Banco Central en función de la proyección de inflación de mediano plazo.

La nominalización de la política monetaria no debiera afectar el nivel promedio de las tasas de interés, reales o nominales, y por lo tanto la orientación de dicha política. El único efecto debiera ser una reducción de la variabilidad de corto plazo (mes a mes) de las tasas de interés nominales y un aumento de la volatilidad de corto plazo de las tasas en UF (también mes a mes).

En la discusión sobre la nominalización del objetivo de tasa de política monetaria (TPM) que se ha realizado en el Banco a través del tiempo se han planteado una serie de argumentos a favor y en contra de esta decisión. Entre los argumentos a favor de la nominalización se encuentra que ésta reduce la volatilidad de los agregados monetarios líquidos, disminuye la volatilidad del tipo de cambio, simplifica la integración financiera internacional, facilita el calce de financiamiento de colocaciones no reajustables, y otorga mayor transparencia a las tasas de las colocaciones no reajustables.

Los detractores de la nominalización de la TPM señalan que la variabilidad de las expectativas inflacionarias perjudica la señal de política monetaria en un esquema nominal y que para compensar lo anterior se requiere un grado mayor de activismo monetario. Durante nueve meses examinamos este argumento. En todo ese período, no se registró un solo caso en que, para lograr la meta del Banco Central, se hubiese requerido un mayor activismo en una política de tasa nominal que

en una de tasa real. En las circunstancias actuales, se hacen más evidentes las desventajas de tener un esquema indizado que puede agregar volatilidad al tipo de cambio. Ante reducciones significativas (y transitorias) de la inflación, el Banco Central, si se fija un objetivo de tasa real, se ve obligado a intervenir para validar un nivel de tasas nominales extremadamente reducido, lo que disminuye el costo de arrastrar posiciones cortas en pesos y puede tener consecuencias adversas sobre la estabilidad del mercado de divisas.

La revisión de la experiencia reciente revela que, en un esquema de metas de inflación y cuando las políticas del Banco Central gozan de alta credibilidad, las expectativas inflacionarias se mueven dentro de rangos relativamente acotados. La estabilidad de las expectativas disminuye las supuestas desventajas de un régimen de política monetaria con tasa nominal respecto de uno reajutable. La señal de política es transparente para los agentes y no se requiere de un activismo mayor en esta materia (gráfico 14).

Además, con tasas bajas de inflación de tendencia, aumenta la probabilidad de tasas de inflación negativas en ciertos meses del año, lo que podría llevar, en el esquema de políticas basadas en tasas reales, a tasas nominales negativas que, como tales, serían inmanejables.

#### Profundización de la institucionalidad regulatoria del sistema financiero chileno

---

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

El sistema financiero es intensivo en el uso de información y, por lo tanto, está sujeto a problemas derivados de fallas de mercado como son la información asimétrica o el riesgo moral. Ello justifica la regulación por parte de la autoridad. Un sistema moderno de supervisión contempla diversos aspectos: énfasis en la

regulación prudencial; creación de incentivos para que el mercado supervise las instituciones financieras; procedimientos adecuados para solucionar situaciones de inestabilidad financiera; transparencia para que el mercado de capitales funcione a través de estándares de control; y funcionamiento de las instituciones privadas que contribuyan a la eficacia del mercado, como clasificadores de riesgo y auditores externos.

La experiencia de Chile en el tema de regulación y supervisión bancaria en los últimos veinte años es rica y variada. A fines de los setenta, el país implementó políticas de banca libre, minimizando la supervisión estatal en el sistema bancario. En efecto, se creyó que la mano invisible del mercado llevaría a una situación sólida y eficiente del sistema bancario. No obstante, el país cayó, a principios de la década de los ochenta, en la crisis más profunda del siglo XX después de la gran Depresión. Con posterioridad a ella, hubo un claro cambio de filosofía al reformarse la regulación y supervisión del sistema bancario de manera profunda.

Como respuesta a los episodios de fragilidad financiera, se diseñó un rol más activo de supervisión y se incentivó el fortalecimiento de la institucionalidad estatal, con el objetivo de que una adecuada gestión del nuevo marco de incentivos promoviera el desarrollo económico y la estabilidad financiera. Así, después de la crisis, el énfasis de las autoridades económicas fue puesto en mejorar los sistemas de regulación, supervisión y acceso a la información de las empresas financieras.

Los cambios regulatorios llevaron al establecimiento de descalces máximos en moneda extranjera, reglas más estrictas para el reconocimiento de ingresos, clasificación de activos y exigencias de provisiones, establecimiento de mejores métodos de entrega de información relevante por parte de los bancos, el reemplazo del seguro implícito a los depósitos por un seguro explícito de cobertura parcial, un régimen de correcciones anticipadas de eventuales problemas de solvencia, un esquema efectivo y claro para solucionar el problema de instituciones insolventes, la implementación de límites más estrictos para los préstamos relacionados y la obligación de que dichas operaciones se efectúen en condiciones de mercado.

En una segunda etapa, ya recuperada la estabilidad y solvencia del sistema, la institucionalidad regulatoria enfrentó nuevos desafíos asociados al proceso de

globalización y de inserción e integración internacional de la economía, a la consolidación de los agentes financieros y a la sofisticación de nuevos productos financieros.

Las principales reformas financieras dictadas por las autoridades reguladoras en los últimos años, pueden resumirse en aquellas que propenden a acotar de mejor forma los riesgos financieros, permitiendo, a su vez, la autorización de nuevas operaciones bancarias; aquellas que complementan las normas relativas a la internacionalización y otras que permiten la creación de nuevos productos.

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

En el tema de la internacionalización bancaria, cabe destacar los indudables beneficios que aparecen con la apertura hacia el exterior. La internacionalización de la banca puede implicar un fuerte aumento de la eficacia del sector financiero.

De acuerdo con la experiencia internacional, aparecen nuevos servicios, mayor innovación financiera, mejor aprovechamiento del capital de un banco y una mayor diversificación del riesgo. En consecuencia, aparecen nuevas fuentes de crecimiento y se promueve el desarrollo de la exportación de servicios. Sin embargo, con la internacionalización surgen algunos riesgos, y se requiere adoptar medidas que permitan mantenerlos acotados.

Para enfrentar los riesgos y dificultades del proceso de internacionalización de la banca, se ha planteado un conjunto de mecanismos de regulación. En particular, el Banco Central participa en la regulación de la inversión en el exterior de los bancos, tanto en el ámbito cambiario como en el área de la regulación financiera, cautelando los intereses de las personas en tópicos tales como la adquisición de acciones e instalación de filiales

y *joint ventures* o la regulación de las inversiones financieras y los créditos transfronterizos. En este último ámbito, dispone de sus propias facultades cambiarias y comparte responsabilidades con la Superintendencia de Bancos en el establecimiento de requisitos patrimoniales y de provisiones para efectuar dichas operaciones.

En los últimos años, en el sistema financiero chileno se han desarrollado una serie de innovaciones en productos. El país cuenta ahora con un mercado desarrollado de colocaciones de consumo, comerciales, de comercio exterior e hipotecarias. Existe un amplio mercado de instrumentos de renta fija y variable, incluyendo pactos de retrocompra ampliamente utilizados por el Banco Central en el manejo de liquidez del mercado interbancario (gráfico 15).

El Banco Central ha procedido recientemente a ampliar la gama de productos vinculados a pagos, ahorro y manejo de riesgos financieros, autorizando la emisión de dinero electrónico, y la operación de nuevos productos derivados que facilitan el manejo de los riesgos financieros. Dentro de estos últimos destacan los futuros en monedas, tasas de interés locales e internacionales, y determinadas formas de instrumentos forwards y swaps.

Asimismo, se levantó el requisito de autorización previa para realizar derivados de tasas de interés con el exterior. La posibilidad de contar con derivados sobre tasas de interés permitirá a los bancos una readecuación más barata y rápida de sus posiciones expuestas a riesgo de tasas de interés.

A su vez, el Banco Central ha ayudado a profundizar y completar mercados mediante la emisión de instrumentos reajustables según las variaciones del tipo de cambio, los que permiten cubrir riesgos cambiarios y canjear pagarés pagaderos en cupones por pagarés cero cupón, lo que permite satisfacer la demanda por instrumentos de mayor duración y la construcción de una curva de rendimiento cero cupón como eje para la operatoria del mercado de derivados de tasas de interés. Para un desarrollo más eficiente del mercado cambiario, también se han autorizado préstamos interbancarios y pactos entre instituciones financieras en moneda extranjera.

No obstante, el vertiginoso crecimiento de los instrumentos financieros, en particular los derivados,

puede potenciar los riesgos a que se enfrenta el sistema financiero. Por ello, ha sido necesario acotar la toma de riesgos excesivos que las instituciones bancarias enfrentan mediante la toma de posición neta en moneda extranjera, la existencia de descálces en los plazos de activos y pasivos, y los descálces entre las tasas de interés pactadas para activos y pasivos así como por la dependencia del financiamiento interbancario, que puede llevar a riesgos de contagio.

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

Dado que durante la última década se han cumplido sistemáticamente las metas de inflación decreciente que se ha propuesto el Banco Central y que, además, el nivel y volatilidad de la inflación han disminuido en los últimos años, un incremento del descálce entre activos y pasivos no representa un incremento relevante de la exposición al riesgo del sistema financiero a causa de la inflación. Lo anterior, es también coherente con los pasos que el Banco Central ha dado para estimular una mayor profundidad del mercado financiero en moneda local y, como señalara, con la decisión de moverse hacia tasas de política monetaria nominales.

Ya hemos informado públicamente acerca de la reforma y modernización del sistema de pagos que prepara el Banco Central. Este proyecto tiene como objetivo fundamental establecer mecanismos de liquidación más eficaces y seguros. En sus aspectos centrales la reforma busca asegurar que los riesgos de liquidación de pagos entre las instituciones financieras sean debidamente asumidos y cautelados por las mismas instituciones, evitando que estos se transfieran al resto del sistema financiero, al público o al Banco Central. La posibilidad de realizar transferencias electrónicas en tiempo real y contra saldos disponibles permitirá eliminar una parte sustancial de los riesgos presentes en la liquidación de pagos (tabla 1).

Pero el avance en la modernización de nuestro sistema financiero requiere de pasos adicionales, que se ven facilitados por dos hechos recientes vinculados entre sí: la consolidación de la inflación en tasas bajas y

estables, y la nominalización de la tasa de interés de política monetaria.

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

La Ley General de Bancos (LGB) y las normas complementarias del Banco Central y de la Superintendencia de Bancos distinguen claramente entre las captaciones a la vista y las obligaciones a plazo. Las obligaciones a la vista son exigibles y pagaderas a todo evento y, ante problemas de solvencia o liquidación forzosa de una institución financiera, cuentan con la garantía del Banco Central en caso de insuficiencia de recursos en la institución afectada. Como medida de resguardo, la LGB exige constituir reserva técnica sobre las obligaciones a la vista que exceden en 2,5 veces el capital básico del banco, además de una prelación de los depositantes con recursos a la vista respecto de otros acreedores. Las obligaciones a plazo, en cambio, tienen una garantía limitada, valedera sólo para las personas naturales y con un tope máximo por depositante. En coherencia con lo anterior, la actual normativa financiera del Banco Central permite el pago de intereses y reajustes sobre obligaciones a plazo, pero prohíbe dicho pago sobre captaciones del público a menos de 30 días, que se consideran a la vista en la LGB.

La autorización de pago de intereses sobre ciertas obligaciones a la vista es una iniciativa que tiene una serie de ventajas desde el punto de vista de la eficacia y competencia en el sistema financiero. Pero al mismo tiempo, es necesario conciliar esta situación con el esquema de garantías vigente. Al respecto, se debe considerar que el pago de intereses sobre obligaciones a la vista probablemente aumenta la base sobre la cual se aplica la garantía del Banco Central. Además, un régimen en que éstas se benefician del pago de intereses y además se garantizan a todo evento, podría generar graves distorsiones en el sistema: al eliminar

el necesario balance entre rentabilidad y riesgo que debe exhibir todo instrumento financiero, se crea un riesgo moral que será particularmente visible en el caso de instituciones que pudieran exhibir problemas de solvencia, presentar un nivel de capital inadecuado o enfrentar mayores niveles de riesgo.

La elaboración de la normativa debe tomar en cuenta estos aspectos, recogiendo la experiencia internacional en la materia y las particularidades del caso chileno.

Por otra parte, se hace necesario también modificar la normativa que rige en la actualidad las libretas de ahorro, especialmente aquellas con giro incondicional, con el fin de adecuarlas a las nuevas realidades de los mercados financieros, incluyendo aspectos relacionados con la nominalización, en un ambiente de baja inflación y avances tecnológicos. En todo caso, es esencial que se preserve la orientación de este tipo de instrumentos a su objetivo primordial de fomento al ahorro de las personas.

Finalmente, en línea con los aspectos anteriores, se estima necesario avanzar en un examen crítico del esquema vigente de garantía y seguro de depósitos, tomando en cuenta para ello la experiencia internacional relevante y los avances en la reforma al sistema de pagos de alto valor. Ello debería llevar al diseño de mecanismos más eficaces de protección a los depositantes, lo que se traducirá en un sistema más sano y eficaz, y en el que se cautelen debidamente los problemas de riesgo moral a que están afectos muchos de estos mecanismos. Esta iniciativa debe abordarse en un trabajo conjunto entre el Banco Central, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y el Ministerio de Hacienda.

Este conjunto de iniciativas representa un proceso ordenado y coherente de modernización de la normativa financiera que, cautelando debidamente su estabilidad, debe contribuir al desarrollo de un sistema financiero más eficaz y más competitivo en nuestro país. Tal como en el pasado, esperamos la colaboración de la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras en determinadas etapas de su elaboración.

El sistema de regulación y supervisión actual tiene sólidas bases. Sin embargo, los sistemas financieros y sus regulaciones se ven enfrentados a procesos evolutivos continuos. La creciente complejidad del sistema financiero en conjunto con la mayor internalización de la banca requiere que la regulación prudencial descansa cada vez más en la autorregulación por parte de los mismos entes financieros. El mismo mercado, y las propias instituciones financieras organizadas, deben ser capaces de proveer elementos de disciplina para el correcto funcionamiento del sector financiero. Ello, no obstante, requiere la vigilancia permanente y efectiva por parte de las autoridades monetaria y bancaria.

Una disciplina de mercado eficaz requiere divulgaciones significativas, confiables y oportunas de información al público. Si bien en los últimos años se ha continuado avanzando en la transparencia de la información bancaria, es necesario perseverar en este camino con la entrega periódica de información sobre riesgos financieros asociados a tasas de interés, monedas extranjeras, liquidez, inflación y riesgos sistémicos asociados al mercado de préstamos interbancarios y al sistema de pagos. También se debe entregar mayor información sobre cantidad, calidad y precios de las garantías recibidas por los bancos, lo que permitirá conocer más precisamente los riesgos de crédito en que estos incurren.

Finalmente, una mayor autorregulación de las entidades financieras, y poner grandes exigencias en los niveles gerenciales y técnicos que trabajan en ellas debe ir acompañada de crecientes niveles de responsabilidad por parte de sus directores. En este sentido, se deben dar pasos concretos para aumentar los niveles de transparencia y profesionalización de la toma de decisiones, tomando en cuenta tanto los intereses de los inversionistas como aquellos de las empresas y personas a cuyo servicio debe estar el sistema financiero. Hago un llamado a la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras a establecer mecanismos que apoyen la transparencia del sistema y su autorregulación.

---