

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

BANCO CENTRAL DE CHILE



La Política Monetaria en Chile en la Última Década

Carlos Massad

Nº 1 – Octubre 2001

ECONOMIC POLICY PAPERS

CENTRAL BANK OF CHILE



BANCO CENTRAL DE CHILE

CENTRAL BANK OF CHILE

La Serie de Documentos de Política Económica, del Banco Central de Chile, divulga el pensamiento de las autoridades de la institución sobre la economía chilena y la conducción de la política monetaria. Esta Serie es una instancia de difusión y discusión de tópicos relevantes para los objetivos y el accionar del Banco Central, dirigida a un público más amplio que el de los especialistas.

The Series of Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile presents views and analyses of the Chilean economy and the conduct of monetary policy prepared by Bank authorities. This series, aimed at the general public, disseminates and discusses topics that are relevant to the goals and operations of the Central Bank.

Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile
Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile
Huérfanos 1175, primer piso.
Teléfono: (56-2) 6702475 Fax: (56-2) 6702331

LA POLÍTICA MONETARIA EN CHILE EN LA ÚLTIMA DÉCADA

Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, en el VII Encuentro Financiero de ICARE. Santiago, 28 de agosto de 2001

1- La conducción de la política monetaria en Chile tiene por objetivo 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 conservar el actual ritmo inflacionario, el que es similar al prevaleciente en países desarrollados. El objetivo de un normal funcionamiento de los pagos internos y externos, por otro lado, 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 preservar la tasa de inflación en niveles internacionales obedece primordialmente al consenso que existe en torno a las ganancias de eficiencia y bienestar que se consiguen bajo condiciones de estabilidad macroeconómica. La evidencia empírica internacional demuestra que países con tasas de inflación elevadas tienen menores tasa de crecimiento. De hecho, la inflación elevada, ya un problema en sí misma, es además un síntoma de enfermedades aún más graves.

2. En una perspectiva histórica, la obtención en Chile de tasas de inflación comparables a las observadas a nivel internacional se logró 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 obedecieron 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 revirtieran. Esta gradualidad, sin embargo, no ha limitado el accionar del Banco Central de Chile en la toma de las medidas necesarias para enfrentar situaciones de crisis en los mercados internacionales.

3- El control de la inflación ha sido una experiencia altamente exitosa, única en la historia de Chile desde 1940. De hecho, es la primera vez que se logra mantener la inflación al nivel de los países desarrollados de manera sostenida y sin producir desequilibrios macroeconómicos (Figura 1). 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 una de 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 (Figura 2).

Figura 1
Tasa de Inflación Anual: 1930-1990

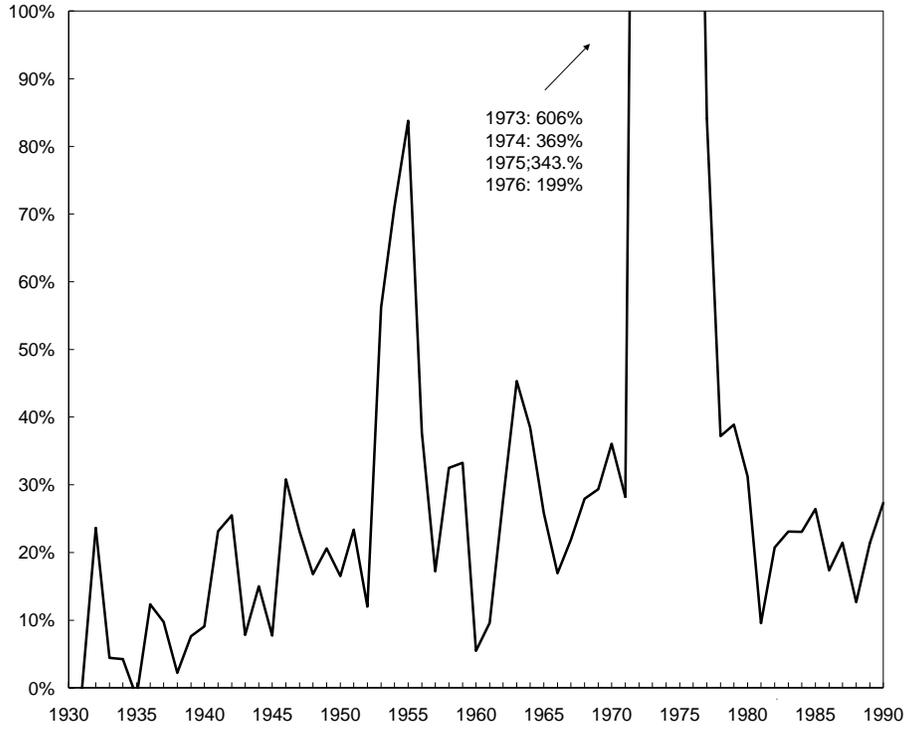
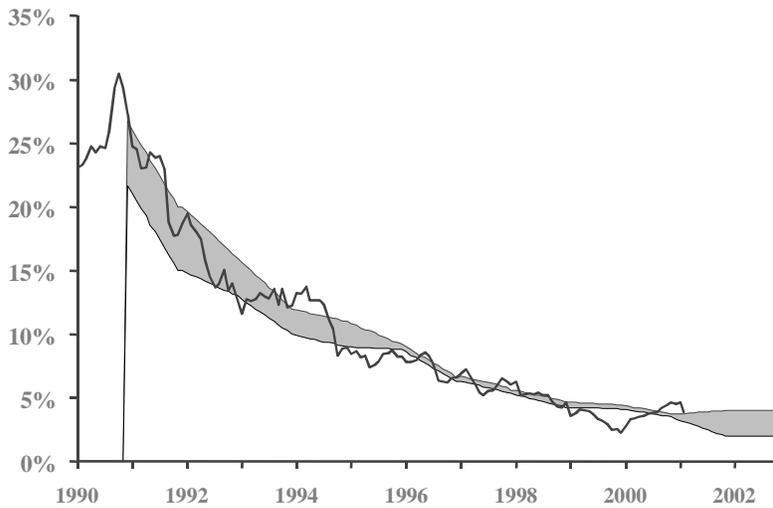


Figura 2
Inflación 1990-2001 (% variación anual)

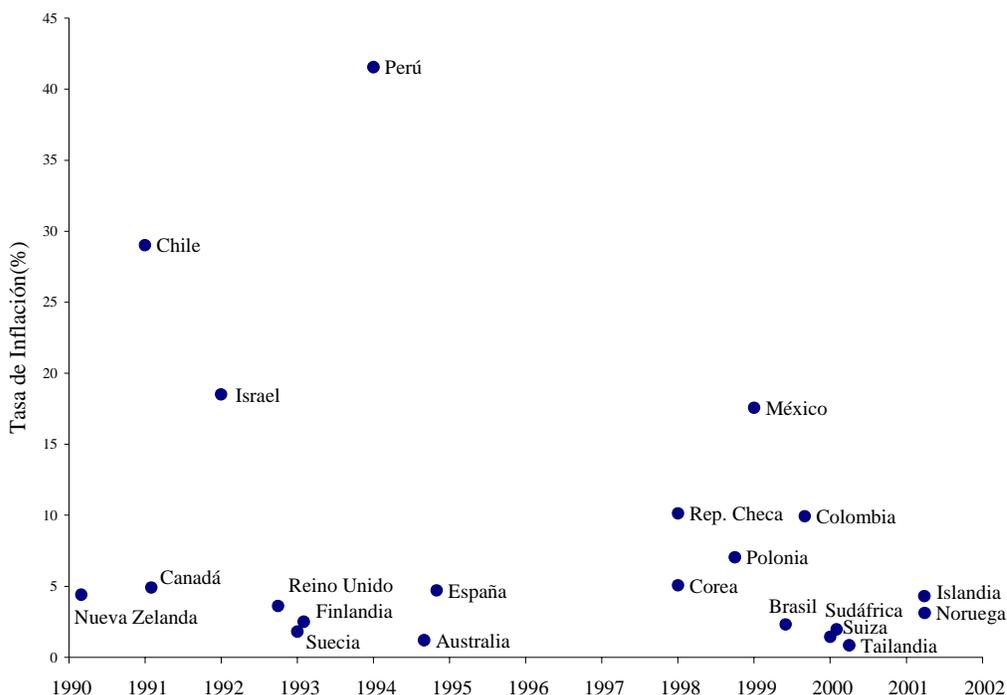


4- La reducción de la inflación en Chile en la década pasada se basó en cinco pilares fundamentales. Éstos fueron: (i) una gran disciplina y convicción para avanzar sostenidamente en la lucha anti-inflacionaria; (ii) el reconocimiento de las restricciones impuestas por los mecanismos de indización existentes en la economía; (iii) la implementación de un ancla nominal bien definida y ajustable ante nuevos desarrollos del entorno macroeconómico; (iv) una política cambiaria basada en el objetivo de mantener un déficit de cuenta corriente acotado, que no utilizó el tipo de cambio nominal como herramienta anti-inflacionaria; y (v) un esquema de política macroeconómica flexible y capaz de reaccionar oportunamente ante cambios en las condiciones macroeconómicas.

5. 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 de Chile. Esta disciplina se ha manifestado de diversas formas. En primer lugar, a través de la adopción de política monetaria restrictiva para enfrentar la amenaza de rebrotes inflacionarios. Un claro ejemplo de ello se produjo a comienzos de 1990, cuando, en menos de un mes, las tasas de corto plazo se incrementaron en más de dos puntos porcentuales (modificando de paso las tasas de mediano y largo plazo), dando una clara señal sobre la importancia primordial dada por las nuevas autoridades al control inflacionario. En segundo lugar, mediante el desarrollo y cumplimiento del esquema de metas de inflación, el cual no sólo expresó de manera formal la vocación anti-inflacionaria del Banco Central, sino, además, se constituyó en una experiencia pionera de manejo exitoso de la política monetaria.

6. Asimismo, el progresivo aumento en la exigencia de la meta de inflación anunciada año tras año demostró que era posible acercarse a las tasas de inflación existentes en países desarrollados. A diferencia de esfuerzos de estabilización previamente implementados en Chile y en otros países en desarrollo, la reducción de la tasa de inflación se realizó en el contexto de una economía abierta y competitiva, sin controles de precios, con una posición fiscal saludable, y sin recurrir a la fijación del tipo de cambio nominal. Este esquema de política monetaria, con distintos matices, ha sido durante los 90 la elección preferida de una creciente lista de países (Figura 3).

Figura 3
Año de Adopción de la Meta e Inflación Inicial por País



7. Elementos claves para la credibilidad del Banco Central de Chile son su independencia y autonomía, las cuales se encuentran consagradas en su Ley Orgánica Constitucional. La evidencia obtenida del análisis empírico de un número sustancial de países, así como la propia experiencia histórica de Chile, señalan que la independencia de un banco central es un elemento importante para el control de la inflación. De manera aún más significativa, la evidencia empírica señala que la autonomía del banco central no se traduce en una menor tasa de crecimiento del PIB, ni en una mayor variabilidad del producto. Ello indica que el mayor control inflacionario asociado a la independencia no tiene como contrapartida una menor disposición, o capacidad, para estabilizar el producto.

8. La independencia y autonomía del Banco Central de Chile son fundamentalmente operativas. Ello, porque el Banco Central no es un ente aislado de la sociedad, ajeno al control del poder político. El Banco Central de Chile es una institución de alta responsabilidad política, que informa sobre su accionar tanto al Presidente de la República como al Senado. En este sentido, las reuniones del Consejo con la Comisión de Hacienda del Senado y su informe anual a la Sala del Senado juegan un rol clave para mantener a la sociedad informada y compenetrada de la discusión y conducción macroeconómicas, así como para que el Banco Central reciba retroalimentación respecto de sus políticas.

9. Adicionalmente, la composición del Consejo del Banco Central garantiza un manejo consistente de la política monetaria. Sus integrantes permanecen 10 años en el cargo, dando así debida importancia a las consideraciones de mediano y largo plazo en la evaluación de las distintas alternativas de política. Asimismo, la pluralidad sobre visiones de política macroeconómica existente entre los miembros del Consejo permite una representación de distintas sensibilidades, sin ir en desmedro de un análisis técnicamente riguroso.

10. Finalmente, el Banco Central de Chile tiene acceso a financiamiento doméstico y externo, 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.

11. A diferencia de otras experiencias donde la inflación se redujo en un plazo muy breve, en Chile se optó por un esquema de avances graduales. En el trasfondo de esta decisión estaba (y está) el extendido grado de indización existente en la economía. Ello restringe la velocidad con que es factible realizar políticas de control de la inflación. La indización, creada como defensa de los agentes ante sorpresas inflacionarias, se traduce en una variada gama de contratos y situaciones. Este mecanismo provee, para agentes individuales, protección frente a choques inflacionarios, pero, en el agregado, aumenta la volatilidad y persistencia de la inflación, limitando la efectividad de un plan de estabilización.

12. Por ello, el Banco Central de Chile optó por una política de avances graduales en el combate de la inflación, generando espacio para reducciones sostenidas y reduciendo la incertidumbre respecto de la inflación futura. Este proceso paulatino redujo el costo asociado a la reducción de la inflación.

13. La masiva indización de nuestra economía genera un problema adicional al de persistencia y volatilidad de la inflación. Como la política monetaria se realiza principalmente a través de las tasas de interés, la economía carece de un ancla nominal en forma natural. Es decir, no existía una variable que, de manera automática, sea el referente para determinar el nivel de precios o la tasa de inflación. En principio, cualquier nivel de inflación podría ser consistente con un mismo conjunto de variables fundamentales. En parte en respuesta a esta carencia, el Banco Central de Chile comenzó a publicar proyecciones de inflación a partir de 1990, las que luego se convirtieron en metas explícitas. Estas metas proveen un ancla nominal a bajo costo, permitiendo la realización 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

14. El principal mérito de un régimen de metas de inflación es la manera en que, restringiendo la discrecionalidad de la autoridad monetaria, otorga espacio para la realización de políticas de estabilización. En plena operación, 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 se optimiza a través de un indicador simple y de fácil comprensión, que genera un fuerte efecto en las expectativas inflacionarias.

15. El establecimiento de una meta de inflación no significa que la autoridad se convierta en un maniático anti-inflacionario. La estabilización del producto en el corto plazo, lejos de ser abandonada, se incorpora mediante los grados de discreción acotada que otorga el régimen, y en la definición del horizonte de la meta, la amplitud de su rango y las cláusulas de escape.

16. Sin embargo, resulta clave que exista consistencia entre las intenciones de estabilización real y el cumplimiento de la meta de inflación en el mediano plazo y a través del tiempo. La importancia relativa otorgada a la estabilización del producto dentro de un régimen de metas de inflación depende probablemente de cuán alto sea el nivel de inflación inicial. A un alto nivel de inflación, la necesidad de construir credibilidad a través del cumplimiento de metas estrictas y exigentes posiblemente disminuirá el grado de flexibilidad existente para realizar estabilización real.

17. Un análisis de la experiencia chilena con las metas de inflación permite distinguir con claridad dos etapas. La primera y más extensa de ellas corresponde a la transición desde tasas de inflación altas hacia los niveles de largo plazo que son el objetivo actual del Banco Central, período que abarcó 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), aplicando una meta punto (al menos desde 1994) y utilizando la variación total del IPC como indicador de la inflación. Sin embargo, la reducción de la inflación fue planificada para concretarse de manera gradual, debido a la preocupación por el crecimiento económico en el corto y mediano plazo.

18. En este período, el Banco Central operó de manera simultánea con metas para el déficit de la cuenta corriente (Figura 4) y el tipo de cambio nominal, permitiendo a este último flotar al interior de una banda prefijada (Figura 5). La transparencia en la conducción de la política monetaria no fue plena, debido a la ausencia de proyecciones explícitas para la tasa de inflación - más allá de la meta misma -, y de informes escritos detallados y regulares - con la sola excepción del Informe Anual al Senado. Así, la información sobre las razones que justificaban determinadas acciones de política resultaba incompleta. Esta restricción informativa establecía un límite a la efectividad de las políticas, al impedir un impacto pleno sobre las expectativas de los agentes económicos.

Figura 4
Déficit en Cuenta Corriente (% PIB)

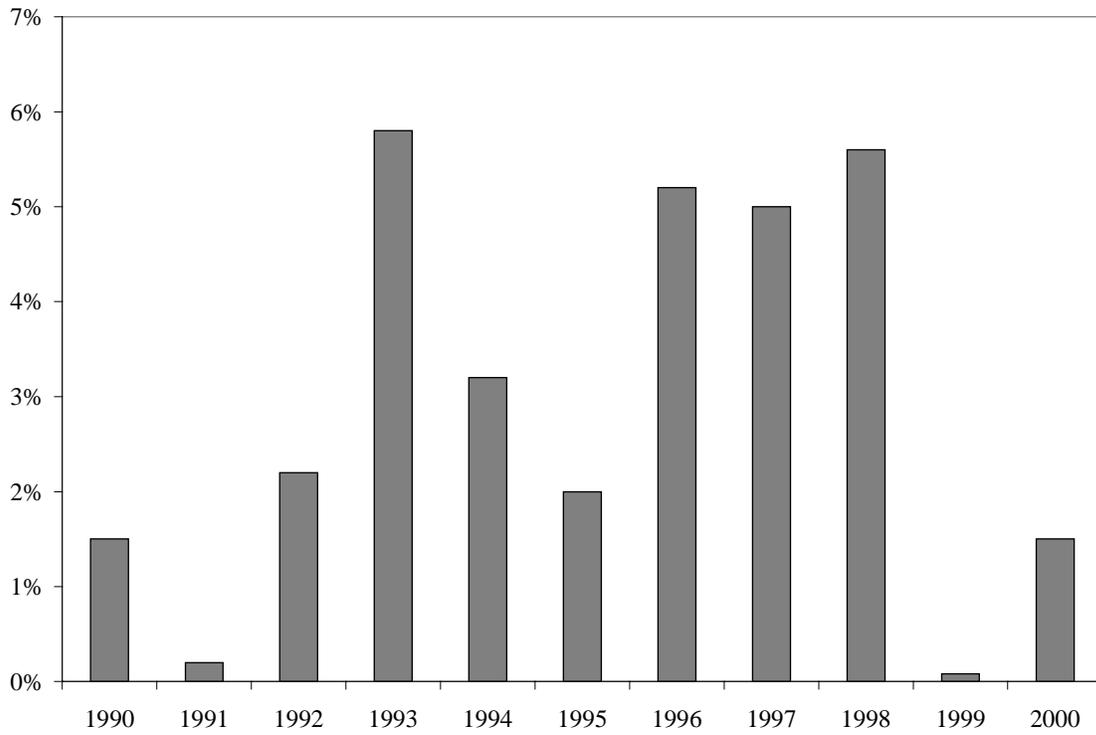
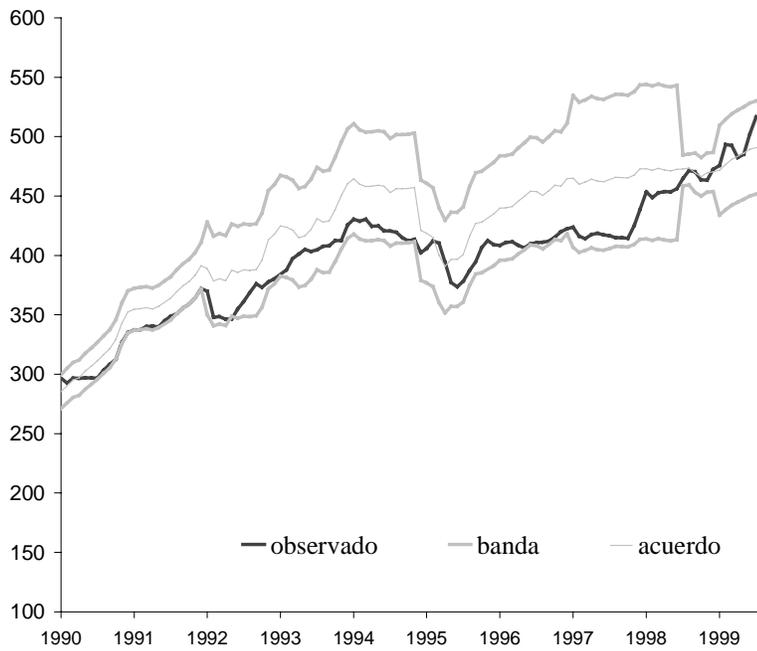


Figura 5
Tipo de Cambio Nominal y Banda de Flotación



19. La evidencia mundial consigna múltiples experiencias en que el tipo de tipo de cambio ha sido usado como ancla nominal de la economía, con la intención de obtener resultados anti-inflacionarios. En muchos casos, las ganancias obtenidas inicialmente se han evaporado de forma violenta, con un rebrote en la inflación en el evento de una crisis cambiaria. Incluso países que han adoptado sistemas de convertibilidad son vulnerables a este problema. Por ello, durante los 90 el Banco Central de Chile evitó recurrir al tipo de cambio como instrumento de control inflacionario. Así, la política cambiaria fue orientada fundamentalmente a mantener un déficit de cuenta corriente sostenible en el tiempo.

20. 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 las compras de divisas realizadas como parte de la esterilización del masivo influjo de capitales (Figura 6) y del encaje a los influjos de capitales que apoyaba el límite inferior de la banda, el rápido crecimiento de la productividad en Chile y su éxito como economía emergente provocaron una apreciación de equilibrio en el tipo de cambio real. Los importantes volúmenes de reservas internacionales acumulados entre 1990 y 1997 demuestran la magnitud del esfuerzo realizado para suavizar dicha apreciación. Pese a ello, el tipo de cambio real se apreció cerca de 30% durante ese lapso (Figura 7).

Figura 6
Flujos Netos de Capitales a Economías Emergentes
(índice, 1993 = 100)

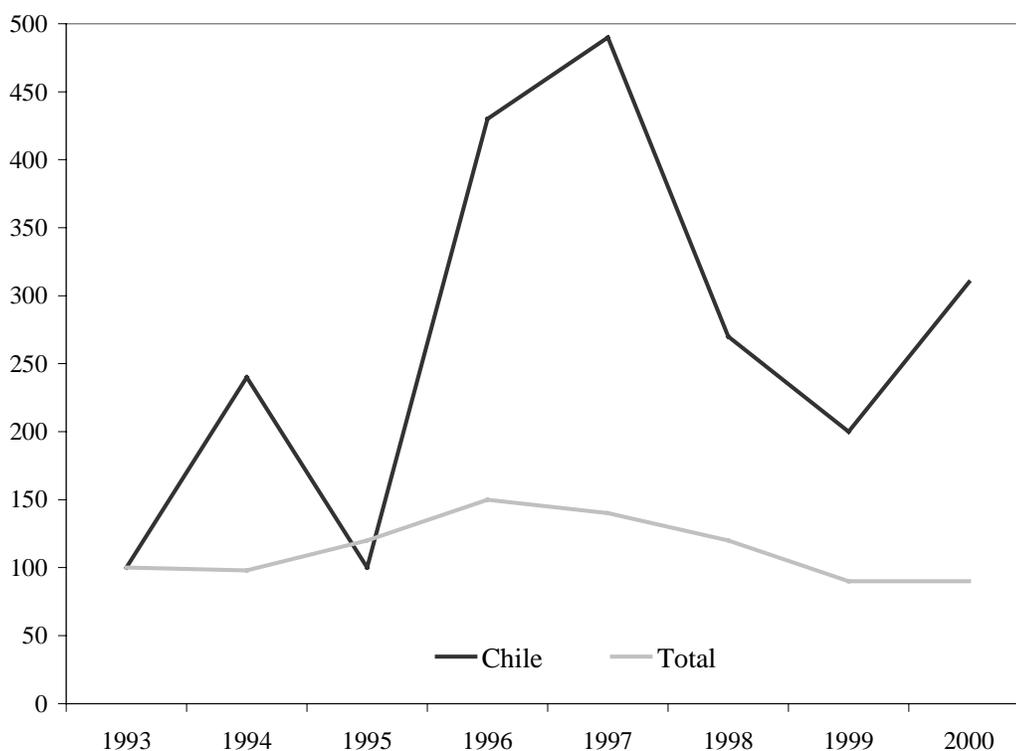


Figura 7
Tipo de Cambio Real
(índice, 1986 = 100)

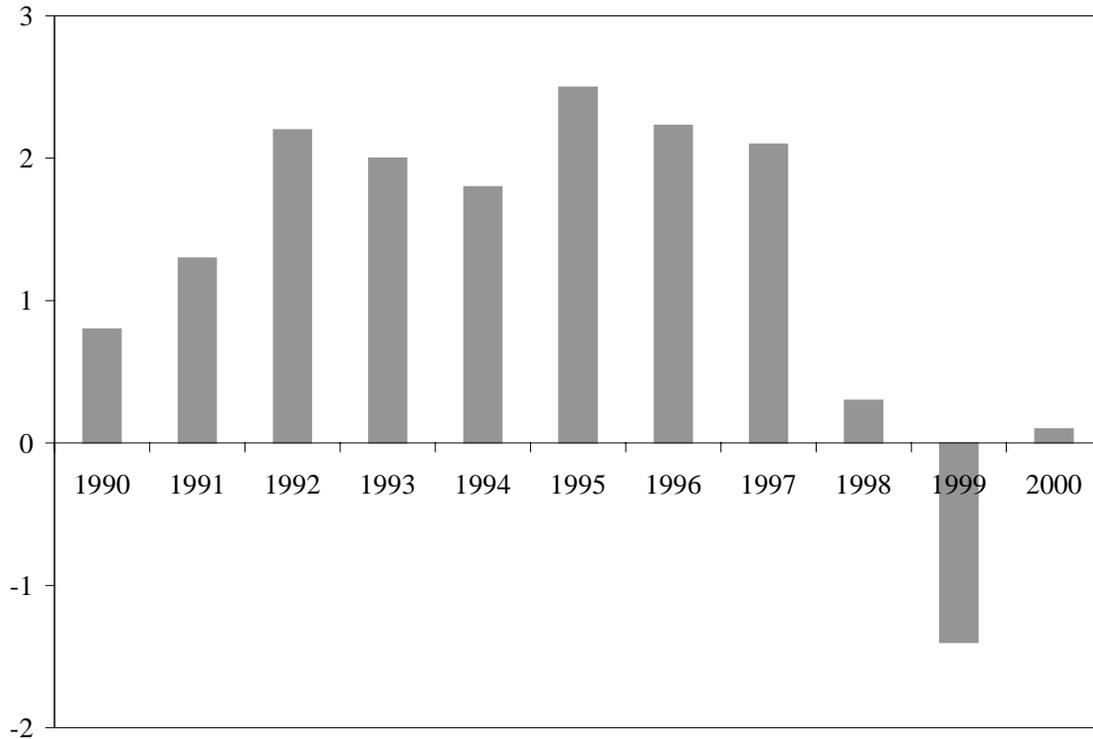


21. Los resultados de esta primera etapa muestran una caída de la inflación a lo largo de la década. Si bien esta reducción fue gradual y tomó casi 10 años, fue un proceso sólido y persistente. Tras comenzar con una inflación de 27% en 1990, se alcanzó un nivel de 2,3% en 1999, un valor tan bajo como para encontrar precedentes sólo en los procesos deflacionarios 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.

22. 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 fue un factor muy importante.

23. El retorno a la democracia, las reformas estructurales implementadas durante los setenta y ochenta, y las políticas seguidas en los noventa permitieron al país cosechar los beneficios del masivo flujo de capitales externos durante la pasada década, impulsando el crecimiento y permitiendo controlar la inflación. Al menos hasta 1996, también fue clave la contribución del ahorro fiscal sobre el ahorro nacional total (que también fue alto para los estándares latinoamericanos), aunque esta variable ha caído de manera significativa con posterioridad (Figura 8).

Figura 8
Superávit Fiscal (% PIB)



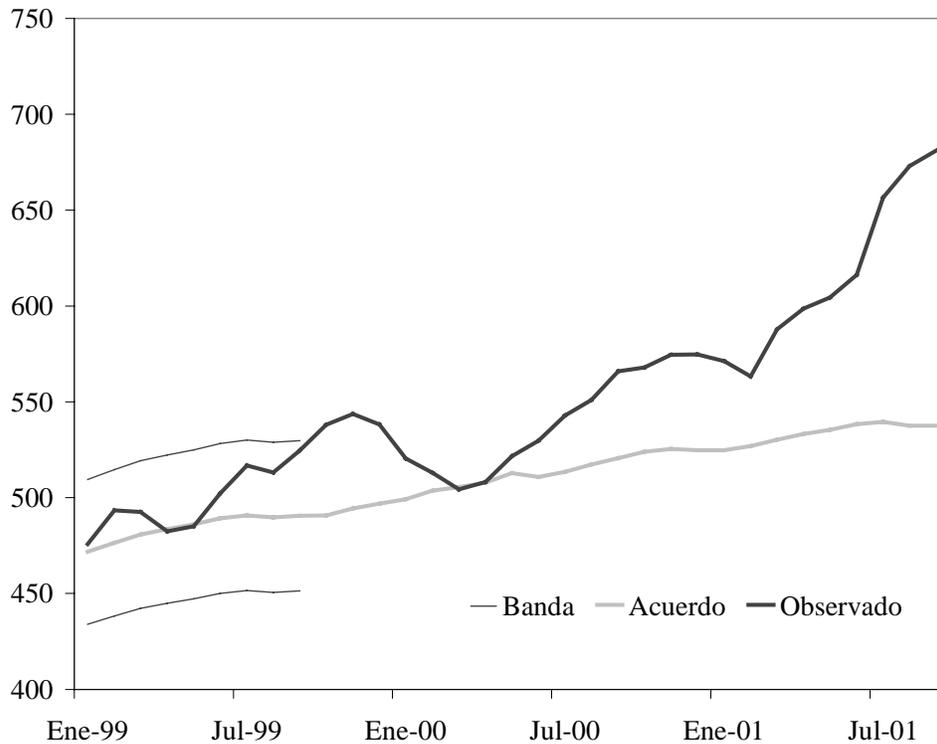
24. La apreciación del tipo de cambio real de equilibrio fue, sin duda, un factor que ayudó al control de la inflación. Sin embargo, y como ya se mencionó, ello no implica que el tipo de cambio haya sido utilizado como el factor catalizador de la desinflación. La apreciación real fue producto de las condiciones estructurales de la economía, para las cuales la propia reducción de la inflación fue un factor importante. El accionar del Banco Central no hizo otra cosa que reconocer tal ajuste de equilibrio. El efecto favorable de tal ajuste sobre el objetivo inflacionario fue ciertamente bienvenido, pero nunca fue un mecanismo central o instrumental dentro de tal proceso.

25. Si bien la reducción de la inflación ha sido un hecho generalizado durante los años noventa, el régimen de metas de inflación tiene un efecto benéfico, que ha sido consignado en estudios recientes. Mientras los países que adoptaron tal esquema fueron capaces de reducir la inflación en más de 7% en promedio entre 1985 y 1997, en el caso de los países sin metas de inflación la reducción fue del orden del 3.5%.

Política Monetaria con Flotación Cambiaria

26. La segunda etapa del régimen de metas de inflación comenzó en septiembre de 1999, cuando la banda cambiaria fue abandonada (Figura 9) y la inflación se convirtió en la única meta formal y explícita del Banco Central. En esta etapa se ha alcanzado un nivel operativo pleno (o de régimen) del esquema de metas de inflación, lo cual se expresa en diversas formas. En primer lugar, a través del desarrollo y permanente perfeccionamiento de modelos estadísticos y analíticos dentro del Banco Central. Segundo, con la publicación del Informe de Política Monetaria, el cual presenta de manera explícita el análisis, los supuestos y las proyecciones sobre el desarrollo de la economía y la conducción de la política monetaria, mostrando las metas para la inflación, y proyecciones de crecimiento. Tercero, mediante el anuncio público de las fechas de las reuniones de política monetaria con seis meses de anticipación. Por último, con la publicación de las minutas de estas reuniones con un rezago de 90 días.

Figura 9
Tipo de Cambio Nominal 1999-2001
(pesos por dólar)



27. El desempeño de la economía en esta segunda etapa ha sido afectado 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. Este nuevo panorama para las economías emergentes en general, y la chilena en particular, se presenta en las figuras 10 a 12. En una economía pequeña y abierta las variables externas tienen una fuerte incidencia en los desarrollos económicos internos, en especial cuando los mercados financieros no tienen la profundidad y sofisticación necesarias para absorber y distribuir mejor los ciclos externos.

Figura 10
Términos de Intercambio

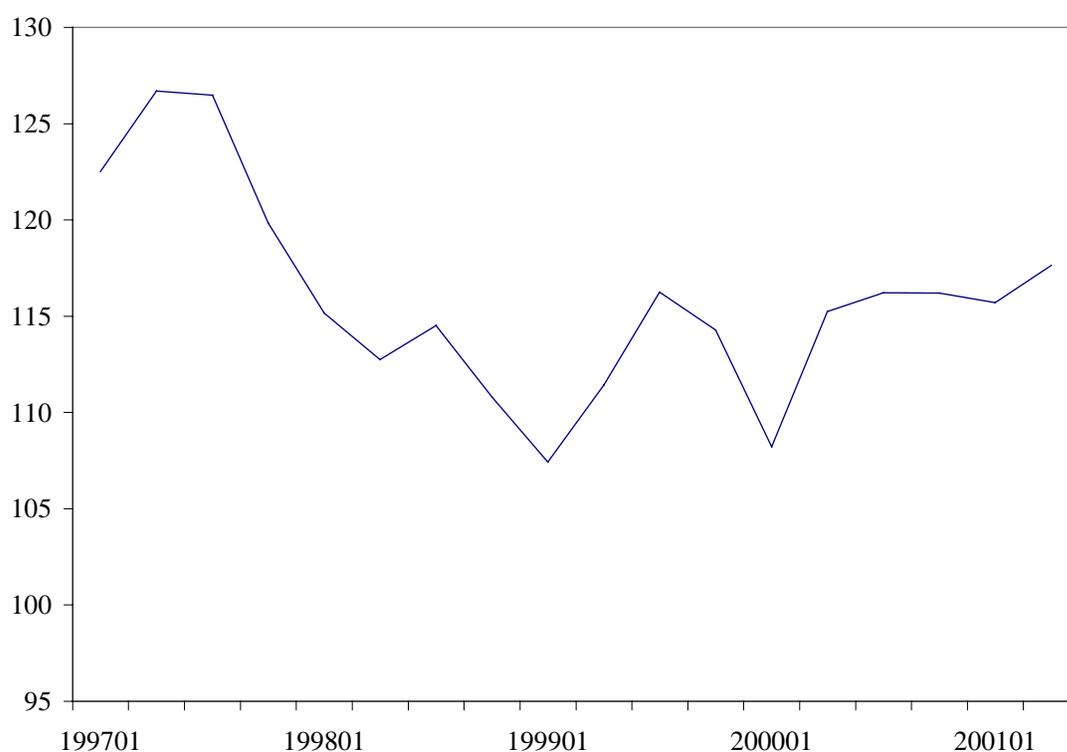


Figura 11
Precio del Cobre
(centavos de dólar por libra, BML)

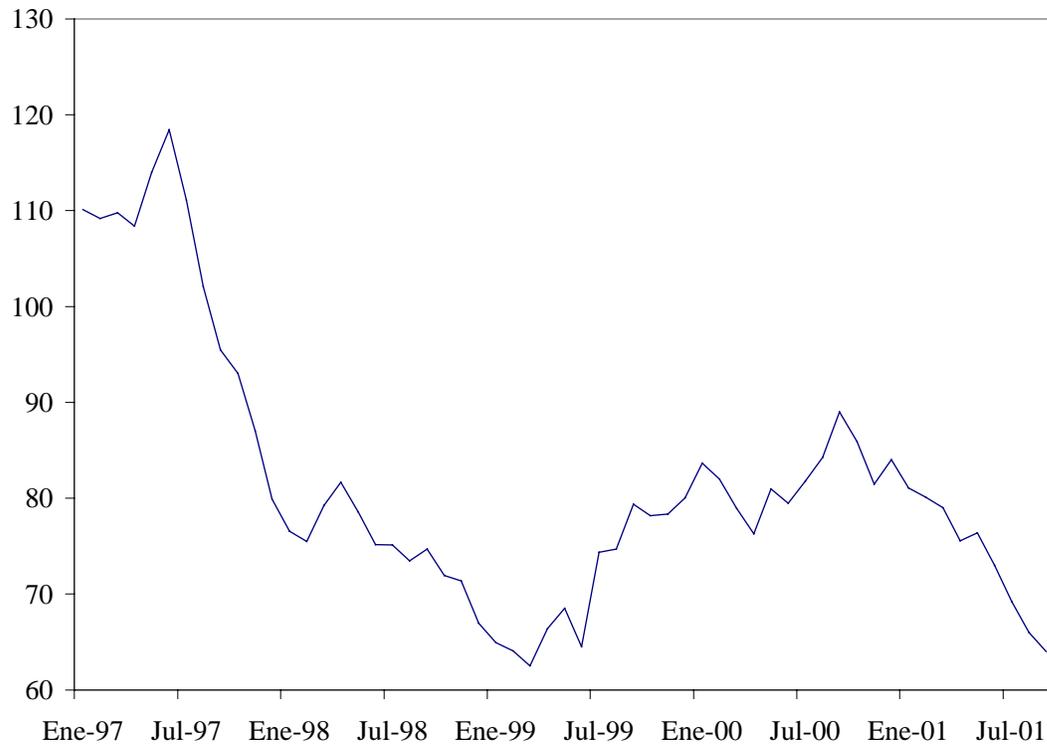
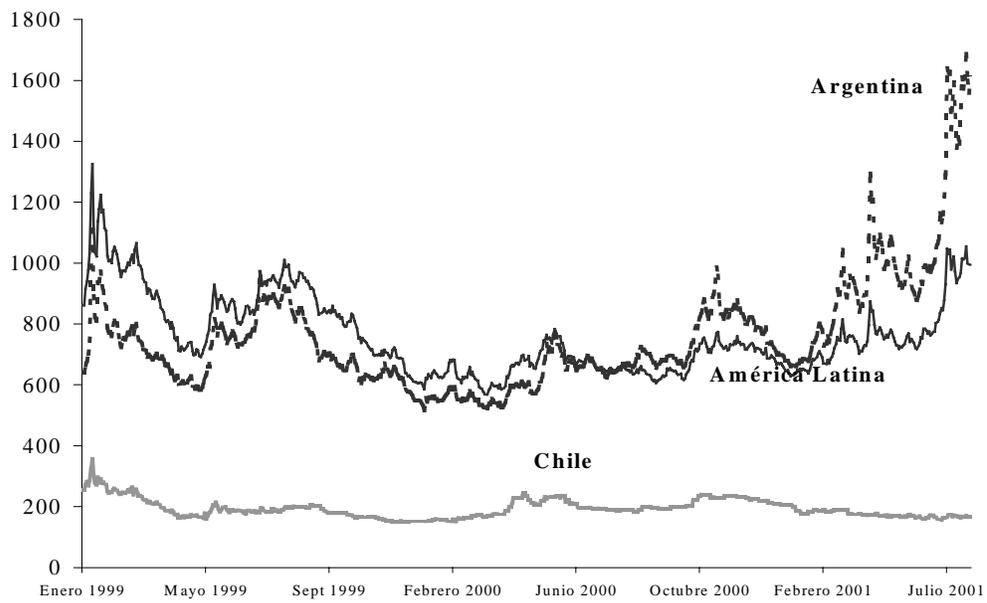
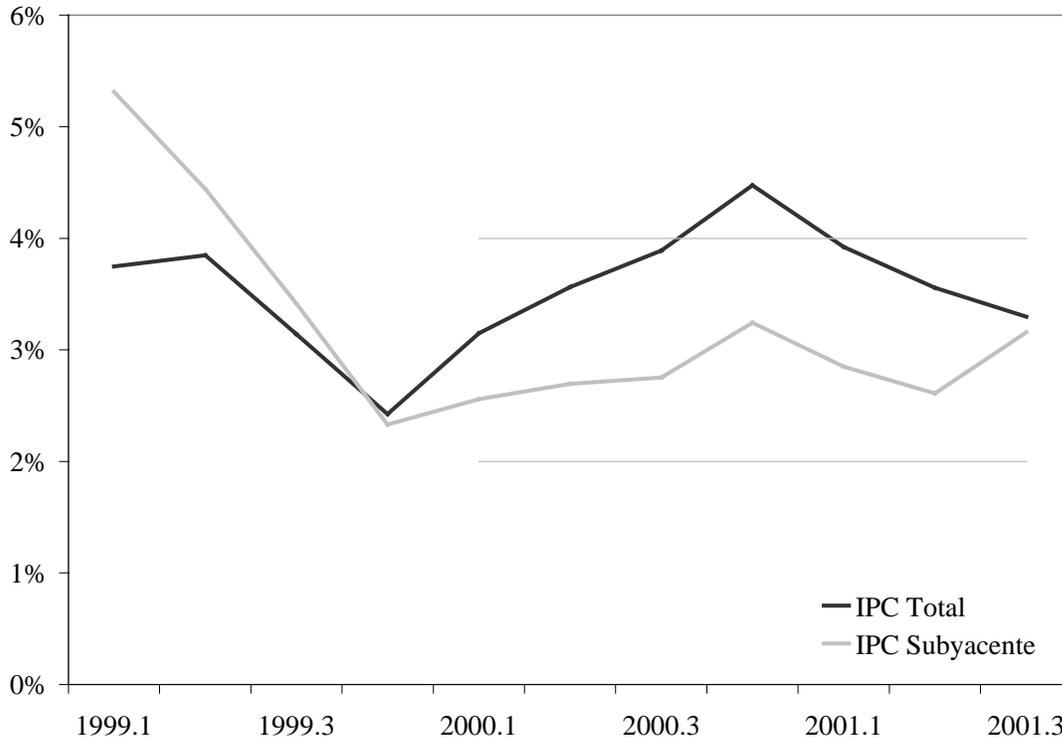


Figura 12
Spread Soberano
(puntos base)



28. Si bien la reducida inflación de 1999 (2,3%) fue seguida de un valor que sobrepasó levemente la cota superior de la meta en 2000 (al llegar a 4,5%), el aumento en la inflación total es 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 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 (Figura 13).

Figura 13
Inflación Total y Subyacente



29. Esta segunda etapa se ha caracterizado también por avances significativos en la liberalización de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Ello contribuye a 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 de Chile permitieron eliminar estas regulaciones.

30. Recientemente, el Banco Central de Chile ha dado un paso importante para avanzar en la desindexación de la economía, al reemplazar el uso de una tasa de interés real como instrumento de la política monetaria (TPM) por una tasa nominal. Esta nueva política resulta consistente con la convergencia de la inflación a niveles internacionales y, en particular, con el régimen de flotación cambiaria en operación desde 1999.

31. 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 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

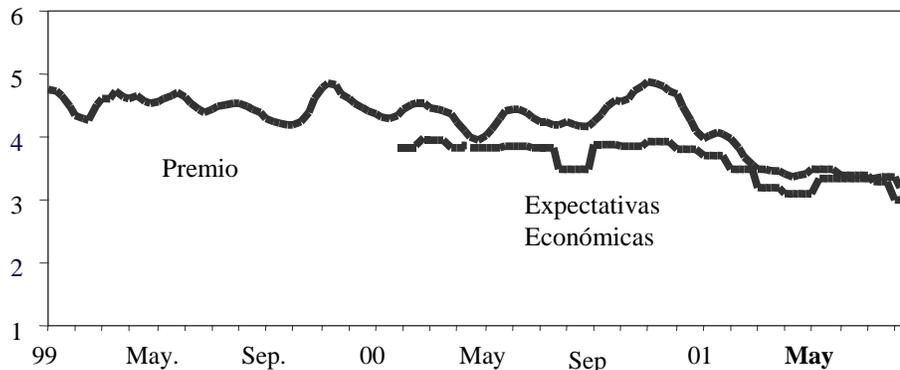
32. La nominalización de la política monetaria consiste en especificar el objetivo de tasa referencial en términos de una tasa nominal fija, en lugar de un premio sobre la UF. La tasa a la cual el Banco Central ofrece sus papeles y a la cual se establece el costo de sus facilidades de liquidez es fijada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

33. 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).

34. En la discusión sobre la nominalización del objetivo de tasa de política monetaria realizada en el Banco se plantearon una serie de argumentos a favor y en contra de esta decisión. Así, los partidarios de la nominalización establecieron que ésta permitiría reducir la volatilidad de los agregados monetarios líquidos y del tipo de cambio nominal, simplificar la integración financiera internacional, facilitar el calce de financiamiento de colocaciones no reajustables, y aumentar la transparencia de las tasas de éstas.

35. Por otro lado, los detractores de la nominalización de la TPM indicaron que, dada la variabilidad de las expectativas inflacionarias, la señal de política monetaria en un esquema nominal pierde claridad, lo cual lleva que se deba recurrir a 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 bajo una política de tasa nominal que con una de tasa real. Más aún, en las circunstancias actuales se hacen más evidente 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, bajo 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.

Figura 14
Premio Pagado Documentos Nominales vs. Reajustables
(a un año, %)



36. La experiencia reciente revela que, bajo un esquema de metas de inflación y de alta credibilidad de las políticas del Banco Central, las expectativas inflacionarias se mueven dentro de rangos relativamente acotados (Figura 14). 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 resulta transparente para los agentes, por lo cual no se requiere de un mayor activismo en esta materia.

37. Además, una baja inflación de tendencia aumenta la probabilidad de observar tasas de inflación negativas en ciertos meses del año, lo cual podría llevar, bajo un esquema de tasas reales de política, a tasas nominales negativas que, como tales, serían inmanejables.

Profundización de la institucionalidad regulatoria del sistema financiero chileno

38. En último término, el éxito de la conducción futura de la política monetaria requiere que se perfeccione la institucionalidad regulatoria del sistema financiero chileno. Una economía sana necesita un sector bancario sólido y seguro, que pueda asignar recursos en una combinación eficiente de riesgo-retorno, asegurando el funcionamiento del sistema de pagos.

39. El uso intensivo de información requerido por el sistema de bancario lo hace permeable a fallas de mercado como las provocadas por la existencia de información asimétrica o riesgo moral. Bajo ese prisma, la regulación por parte de la autoridad cumple un rol importante. Un sistema de supervisión moderno contempla diversos aspectos: énfasis en la regulación prudencial; la creación de incentivos para que el mercado supervise las instituciones financieras; procedimientos adecuados para solucionar situaciones de inestabilidad financiera; transparencia para que el mercado de capitales funcione a través de estándares de control; y funcionamiento de las instituciones privadas que contribuyan a la eficacia del mercado, como clasificadores de riesgo y auditores externos.

40. La experiencia de Chile en el tema de regulación y supervisión de la banca en los últimos veinte años ha entregado valiosas lecciones. 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 un sistema bancario sólido y eficiente. No obstante, el país cayó, a principios de la década de los ochenta, en la crisis más profunda del siglo 20 después de la Gran Depresión. Con posterioridad a ello, hubo un claro cambio de filosofía, al reformarse de manera profunda la regulación y supervisión del sistema bancario.

41. Como respuesta a los episodios de fragilidad financiera, se dio un papel más activo a la supervisión, fortaleciéndose la institucionalidad estatal, con el objetivo de promover el desarrollo económico y la estabilidad financiera con una adecuada gestión del nuevo marco de incentivos. Así, el énfasis de las autoridades económicas fue puesto en mejorar los sistemas de regulación, supervisión y acceso a la información de las empresas financieras.

42. Los cambios regulatorios fueron múltiples, y 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 efectuar dichas operaciones en condiciones de mercado.

43. Una vez recuperadas la estabilidad y solvencia del sistema, la institucionalidad regulatoria debió enfrentar nuevos desafíos, ahora asociados al proceso de globalización e integración internacional de la economía, a la consolidación de los agentes financieros y a la sofisticación de nuevos productos financieros.

44. Las principales reformas financieras dictadas por las autoridades reguladoras en los últimos años pueden resumirse en tres áreas: 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 las que permiten la creación de nuevos productos.

45. La ya comentada decisión de utilizar una tasa nominal de interés como tasa de política monetaria es, de manera indirecta, otro elemento a favor de la profundización del mercado financiero. Esta modificación no sólo permitirá una mejor estructura de activos y pasivos para el mismo Banco Central, sino que, además, el sector financiero privado se verá favorecido en la medida que se mejoran los calces de monedas que cada sector posee en sus portafolios. Ello será beneficioso tanto para los agentes del sector financiero como para el conjunto de la economía.

46. Por otra parte, las ganancias que se pueden obtener de una apertura al exterior que permita internacionalizar la banca son innegables. Este proceso puede implicar un fuerte aumento de la eficiencia del sector financiero. La experiencia internacional muestra como ello se traduce en la aparición de nuevos servicios, un mayor grado de innovación financiera, un mejor aprovechamiento del capital bancario 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, la internacionalización origina algunos riesgos, los cuales requieren la adopción de medidas que los mantengan acotados.

47. 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 de los bancos en el exterior, tanto en el ámbito cambiario como en el área de la regulación financiera, vigilando los intereses de los depositantes en operaciones como la adquisición de acciones e instalación de filiales y joint ventures, o la regulación de las inversiones financieras y los créditos internacionales. En este último ámbito, el Banco Central cuenta con facultades cambiarias propias y comparte responsabilidades con la Superintendencia de Bancos en el establecimiento de requisitos patrimoniales y de provisiones para efectuar dichas operaciones.

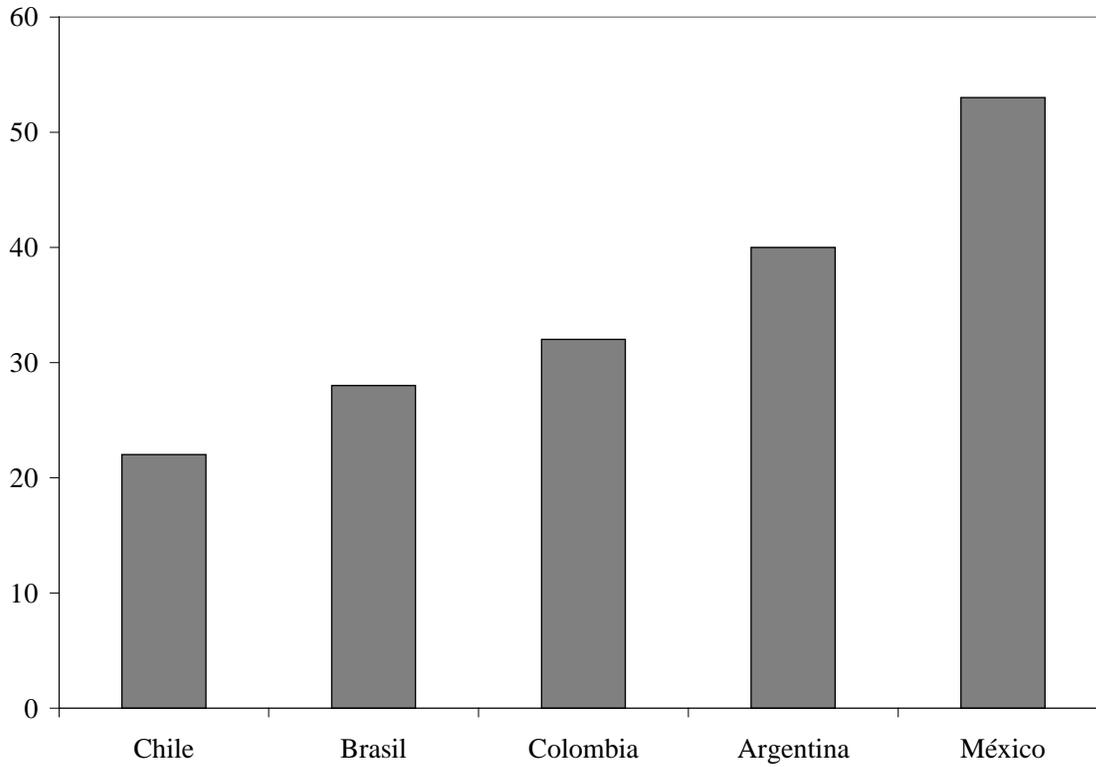
48. En los últimos años, el sistema financiero chileno ha desarrollado una serie de innovaciones en productos. El país cuenta ahora con un mercado desarrollado de colocaciones de consumo, comerciales, de comercio exterior e hipotecarias. Existe un amplio mercado de instrumentos de renta fija y variable,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

49. Además de ello, el Banco Central ha ampliado la gama de productos vinculados a pagos, ahorro y manejo de riesgos financieros, al autorizar la emisión de dinero electrónico y la operación de nuevos productos derivados que facilitan el manejo de los riesgos financieros. Dentro de éstos últimos destacan los futuros en monedas, tasas de interés locales e internacionales, y determinadas formas de instrumentos forwards y swaps.

50. Adicionalmente, se levantó el requisito de autorización previa para realizar derivados de tasas de interés con el exterior. El acceso a estos derivados permitirá a los bancos una reestructuración más rápida y menos costosa de sus posiciones expuestas a riesgo en esta variable.

51. A su vez, el Banco Central ha ayudado de manera directa tanto a completar los mercados como a aumentar su profundidad. La emisión de instrumentos reajustables a las variaciones cambiarias, ha entregado al mercado cobertura frente a ese riesgo. El canje de pagarés pagaderos en cupones por pagarés cero cupón, ha satisfecho la demanda por instrumentos de mayor duración, además de permitir la construcción de una curva de rendimiento cero cupón que sirve de 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. La Figura 15 muestra como todos estos avances han colocado al sistema financiero chileno a la vanguardia de los países latinoamericanos. La Tabla 1 muestra un resultado similar para una muestra amplia de países.

Figura 15
Financiamiento como Obstáculo para el Crecimiento
(% de preocupación)



Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo, marzo

Tabla 1
Ranking de Calidad del Sistema Financiero

Holanda	1	Taiwan	37
Estados Unidos	10	Polonia	40
Inglaterra	11	Venezuela	41
Alemania	13	Argentina	45
Chile	15	Filipinas	47
Italia	16	R. Checa	54
Francia	19	Colombia	57
Israel	28	México	65
Perú	34		
Brasil	35		

Fuente: Moody's, enero 2000

52. No obstante, y pese a sus innegables ventajas, el vertiginoso crecimiento de los instrumentos financieros, y de los derivados en particular, puede potenciar la exposición al riesgo del sistema bancario. Por ello, ha sido necesario acotar la toma de riesgos excesivos por parte de las instituciones bancarias en diversos planos, como la toma de posición neta en moneda extranjera, la existencia de descálces en los plazos y/o tasas de interés de activos y pasivos, así como en la dependencia del financiamiento interbancario, el cual podría provocar contagio entre instituciones.

53. En la actualidad, los riesgos enfrentados por los bancos se encuentran adecuadamente acotados en su mayor parte. 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.

54. Como consecuencia del cumplimiento sistemático de las metas de inflación y de la disminución en el nivel y volatilidad de ésta, un incremento del descálce entre activos y pasivos no implica un aumento relevante en la exposición al riesgo inflacionario del sistema financiero. Ello es 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.

55. 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 eficientes y seguros. En sus aspectos centrales, la reforma busca asegurar que los riesgos de liquidación de pagos entre las instituciones financieras sean debidamente asumidos y cautelados por las mismas instituciones, evitando que éstos se transfieran al resto del sistema financiero, al público o al Banco Central. La posibilidad de realizar transferencias electrónicas en tiempo real y contra saldos disponibles permitirá eliminar una parte sustancial de los riesgos presentes en la liquidación de pagos.

56. Pero el avance en la modernización de nuestro sistema financiero requiere de pasos adicionales, que se ven facilitados por los dos hechos recientes, vinculados entre sí y que hemos discutido largamente: la consolidación de la inflación en tasas bajas y estables, y la nominalización de la tasa de interés de política monetaria.

57. Uno de estos pasos adicionales se refiere al pago de intereses sobre obligaciones a la vista y cuentas corrientes. Éste es un tema que debe ser abordado cuidadosamente para asegurar 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 se inicie una revisión global del esquema de garantías a los depósitos que funciona desde 1986 en el país, y que resulta conveniente replantear a la luz de estas modernizaciones.

58. 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.

59. La autorización de pago de intereses sobre ciertas obligaciones a la vista es una iniciativa que tiene una serie de ventajas desde el punto de vista de la eficiencia y competencia 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.

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

61. Por otra parte, también se hace necesario modificar la normativa que rige en la actualidad las libretas de ahorro, especialmente aquellas con giro incondicional, con el fin de adecuarla 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.

62. 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 eficientes de protección a los depositantes, lo que se traducirá en un sistema más sano y eficiente, y en el que se aborden debidamente los problemas de riesgo moral a que están afectos muchos de estos mecanismos. Esta iniciativa debe abordarse en un trabajo conjunto entre el Banco Central, la SBIF y el Ministerio de Hacienda.

63. Este conjunto de iniciativas representa un proceso ordenado y coherente de modernización de la normativa financiera que, preservando debidamente su estabilidad, debe contribuir al desarrollo de un sistema financiero más eficiente 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.

64. 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 internacionalización 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. Sin embargo, la vigilancia permanente y efectiva por parte de las autoridades monetaria y bancaria es un requisito necesario para ello.

65. Una disciplina de mercado eficiente requiere entregas 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 difusión 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 permitiría conocer más precisamente los riesgos de crédito en que éstos incurren.

66. Finalmente, una mayor autorregulación de las entidades financieras, y la imposición de mayores exigencias en los niveles gerenciales y técnicos que trabajan en ellas deben ir acompañadas 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.