

Políticas del Banco Central de Chile 1997-2003

CARLOS MASSAD A.



Banco Central de Chile

Políticas del Banco Central de Chile 1997-2003

Carlos Massad A.



ISBN: 956-7421-14-5
Registro de Propiedad Intelectual N° 134.353
Santiago de Chile

Edición en castellano de 800 ejemplares

Impreso en Chile por Andros Ltda.

BANCO CENTRAL DE CHILE
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel: 56-2-670 2000
Fax: 56-2-670 2231
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl

PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN POR CUALQUIER MEDIO

Políticas del Banco Central de Chile 1997-2003¹

1. INTRODUCCIÓN

En este documento se analizan los *shocks* que ha enfrentado la economía chilena desde 1997 hasta comienzos del 2003 y se presentan las políticas monetaria, cambiaria, de cuenta de capitales, financiera y administrativa que el Banco Central implementó, tanto para enfrentar estos *shocks* como para conseguir los objetivos que establece su Ley Orgánica.

El Banco Central de Chile ha hecho frente a situaciones de gran complejidad desde 1997, cuando se desató la crisis asiática. Debió enfrentar un complicado panorama externo, como fueron los graves problemas financieros de las economías emergentes en 1998-1999, un fuerte *shock* petrolero en el 2000 y una recesión o una gran desaceleración en las principales economías industrializadas que, durante el 2001 y el 2002, complicaron el manejo económico.

La experiencia del Banco Central ha sido muy exitosa en 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 ha traducido en mantener acotada la inflación, que es ahora similar a la prevaleciente en países industrializados. De este modo, por primera vez en la historia reciente de nuestro país se consiguió una estabilidad de precios que dura ya varios años y que se percibe como permanente. Debemos recordar que en numerosas

ocasiones se intentó bajar la inflación sin éxito o con resultados transitorios que terminaron con importantes desequilibrios externos y más inflación. Muy por el contrario, en estos últimos años la adopción de un esquema de metas de inflación, complementado con flotación cambiaria, resultó ser una política exitosa para reducir la inflación y se ha convertido en un caso seguido de cerca por otras economías emergentes.

El Banco Central ha conseguido también, a pesar de los fuertes *shocks* externos, implementar una política monetaria y financiera que ha asegurado el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. El Banco ha hecho las modernizaciones necesarias para que, en estas condiciones adversas, el sistema financiero provea de liquidez en los momentos en que la economía lo ha requerido.

Este período se caracterizó 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

.....
1 Se agradece la colaboración en el diseño de este documento a Antonio Ahumada, Carlos J. García T., María Inés Urbina, Verónica Mies, Juan Carlos Valenzuela y Claudia Varela. También los comentarios de Camilo Carrasco, Jorge Desormeaux, Pablo García, Luis Óscar Herrera, Esteban Jadresic, Sergio Lehmann, María Elena Ovalle, Carlos Pereira, Klaus Schmidt-Hebbel y Rodrigo Valdés.

comercio internacional. Entre las medidas más importantes se encuentran la eliminación 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 eliminarlas.

Asimismo, el Banco Central para apoyar su política monetaria ha aumentado fuertemente la transparencia en la toma de sus decisiones. Un hito dentro de este proceso ha sido la publicación del *Informe de Política Monetaria (IPoM)* con las proyecciones de inflación y crecimiento, al igual que en los bancos centrales más importantes del mundo. Además, se ha hecho un gran esfuerzo en explicar al país los temas que se trabajan y desarrollan en el Banco. Las minutas de las Reuniones

Mensuales de Política Monetaria se publican ahora cuarenta y cinco días después de cada reunión, lo cual también facilita un mayor acercamiento entre la toma de decisiones del Banco Central y el mercado. De igual forma, en la página *web* del Banco se pueden encontrar desde las minutas del Consejo, pasando por las conferencias de sus autoridades y ejecutivos, hasta buena parte de la información estadística del Banco Central.

Por último, dentro del Banco se han implementado importantes reformas y modernizaciones que han apuntado a intensificar la eficiencia y la calidad del trabajo. De este modo, se aumentó fuertemente el número de profesionales calificados, se incorporaron nuevas tecnologías computacionales, se mejoró el ambiente físico de trabajo, se simplificaron los procedimientos dentro y fuera del Banco Central y se han aplicado criterios modernos de administración y planificación estratégica para conseguir las metas del Banco a través de las diversas Divisiones y Gerencias que componen esta institución.

2. ESCENARIO MACROECONÓMICO

Escenario Internacional

El escenario internacional, en el período comprendido entre 1997 y 2003, se caracteriza por una serie de *shocks*, tanto reales como financieros que, en términos generales, tuvieron un carácter marcadamente negativo (Cuadro 2.1). Un segundo elemento destacado durante este período, se relaciona con el creciente grado de integración de los mercados financieros internacionales. Esto determinó que algunos eventos que, en un momento, parecieron de carácter regional se transmitieran en forma rápida al resto del mundo, extendiendo y profundizando sus efectos.

De acuerdo con lo señalado, la crisis de Tailandia, en julio de 1997, dio inicio a lo que posteriormente se denominó “la crisis asiática”, por cuanto involucró a gran parte de esa región. Si bien en un primer momento pareció ser un fenómeno limitado sólo a economías que presentaban desequilibrios macroeconómicos y deficiencias en sus sistemas financieros, el alto grado de integración financiera internacional llevó a que los efectos de esta crisis se transmitieran rápidamente a otras economías emergentes. Hacia mediados de 1998, cuando parecía que los efectos del contagio financiero estaban relativamente acotados, la cesación de pagos y

devaluación en Rusia, además de la devaluación en Brasil a comienzos de 1999, llevaron a un dramático cambio en la percepción de los riesgos asociados a los mercados emergentes. Esta secuencia de eventos llevó a fuertes ataques a los regímenes cambiarios de Turquía y Argentina en 2001, los que desembocaron en fuertes devaluaciones, crisis económica y cesación de pagos externos en este último caso.

En Estados Unidos, por su parte, motor de la economía mundial a fines de los noventa, revienta la burbuja de precios de acciones tecnológicas en marzo de 2000, con el consecuente efecto negativo sobre la dinámica de esta economía. Posteriormente, cuando el panorama internacional parecía estar recuperándose, se llevaron a cabo los ataques terroristas sobre las Torres Gemelas y el Pentágono, afectando gravemente la

confianza de inversionistas y consumidores. A esto se sumó una serie de escándalos contables en los balances de grandes empresas estadounidenses, con el consecuente efecto sobre precios de activos y decisiones de inversión.

Más recientemente, a partir de la segunda mitad de 2002, la preocupación de los mercados se volvió hacia la situación política y económica de Brasil, debido a la abultada deuda pública de este país y al manejo que se suponía las autoridades que serían elegidas a fines de 2002 harían de este problema. Este convulsionado panorama internacional generó gran volatilidad en los mercados financieros internacionales. A ello se sumó la incertidumbre asociada al conflicto bélico entre EE.UU. e Irak, provocando un aumento en el precio del petróleo que persistió hasta el primer trimestre de 2003.

Cuadro 2.1
Cronología de Eventos

Eventos que marcaron el escenario internacional (1997-2002)		
País	Evento	Inicio
Tailandia	Crisis y Devaluación	Julio 1997
Rusia	Devaluación y Cesación de Pagos	Julio 1998
Brasil	Ataque especulativo y Devaluación	Septiembre 1998
Zona Euro	Creación nuevo Sistema Monetario	Enero 1999
EE.UU.	Fin de Burbuja Tecnológica	Marzo 2000
Turquía	Ataque especulativo y Devaluación	Enero 2001
Argentina	Problemas políticos, Ataque Especulativo, Problemas de Sostenibilidad de Deuda	Febrero 2001
EE.UU.	Ataque a Torres Gemelas	Septiembre 2001
EE.UU.	Escándalos Contables	Diciembre 2001
Argentina	Devaluación y Cesación de Pagos	Diciembre 2001
Brasil	Falta de Credibilidad por Tamaño de Deuda Pública y Posibles Políticas	Junio 2002
Mundial	Volatilidad de Mercados Financieros y Elevado Precio del Petróleo	Fines 2002

Fuente: Banco Central de Chile.

Desde 1997, la actividad mundial se vio afectada por la serie de eventos antes descritos, lo que ha llevado a que el crecimiento mundial ponderado por nuestros principales socios comerciales se ubicara, durante este período, casi un punto porcentual por debajo del registrado en la primera mitad de los noventa (Cuadro 2.2). En efecto, el crecimiento de nuestros

principales socios comerciales promedió 3,1% entre 1990–1996. Luego de alcanzar un nivel máximo de 4,1% en 1997, descendió a un promedio de 2,3% en los últimos cinco años. Cabe mencionar que la actividad mundial ha exhibido una trayectoria decreciente en los últimos tres años, siendo éste un fenómeno que ha afectado a la generalidad de las economías.

Cuadro 2.2
Tabla de Crecimiento del PIB Mundial (%)

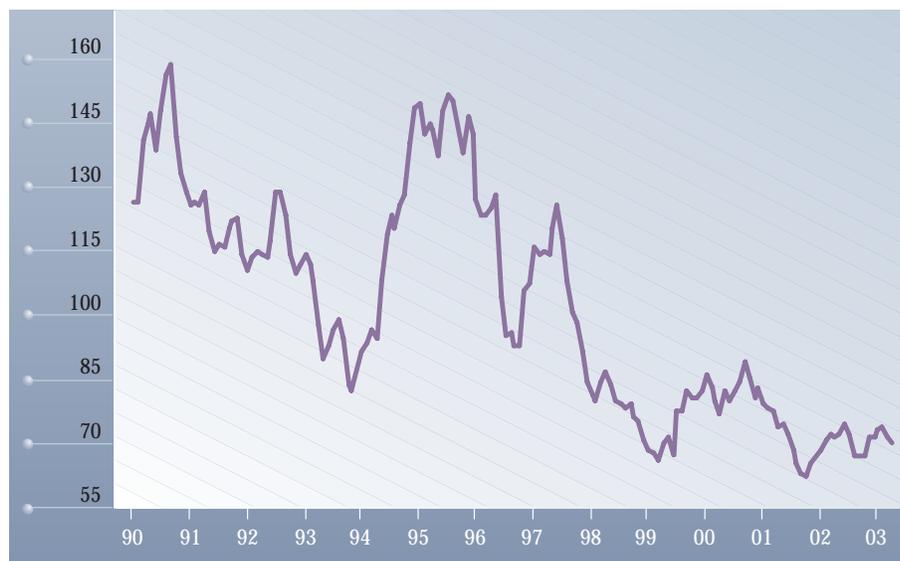
	Promedio 1990 - 1996	Promedio 1997 - 2002	2001	2002
Mundial	3,2	3,4	2,1	2,7
Estados Unidos	2,5	3,3	0,3	2,4
Europa	1,8	2,3	1,6	1,0
Japón	2,3	0,7	0,4	0,3
Resto de Asia	9,0	5,9	5,2	6,7
América Latina	3,0	1,8	0,3	-0,8
Socios comerciales	3,1	2,6	1,4	2,1

Fuentes: FMI, Banco Central de Chile y *Consensus Forecasts*.

En relación con los principales productos de exportación de Chile, sus precios registraron una fuerte desaceleración, en línea con el menor dinamismo de la actividad mundial. Particular mención merece el cobre (Gráfico 2.1), no sólo por ser el principal producto exportado por el país, sino porque, además, sufrió un deterioro significativo durante la segunda mitad de los noventa. Efectivamente, luego de que registrara un valor real promedio de

US\$1,21 por libra (en dólares del año 2002), en el período 1990–1996, descendió a un promedio de US\$0,81 en los últimos seis años, disminuyendo a US\$0,72 la libra en la primera mitad de 2003. Cabe destacar que en momentos en que el precio del metal llegó a transarse en valores reales inferiores a US\$0,62 la libra, los recortes en la producción decretados por los principales productores de este metal habrían contribuido a evitar descensos mayores.

Gráfico 2.1
Precio real del Cobre
(centavos de dólar del 2002 por libra , Bolsa de Metales de Londres)



Fuente: Bloomberg.

El petróleo, por su parte, en los primeros años del período en estudio, registró los niveles más bajos de los últimos quince años, llegando a fines de 1998 a transarse en cerca de US\$10 el barril, en dólares del año 2002 (Gráfico 2.2). Este elemento contribuyó a atenuar el impacto sobre nuestros términos de intercambio que, en ese momento, tuvo la caída en el precio del cobre. Sin embargo, el éxito de los recortes en las cuotas de producción decretadas por la Organización

de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP), el recrudecimiento del conflicto en Medio Oriente a partir del 2000 y la entonces creciente incertidumbre asociada al conflicto bélico entre EE.UU. e Irak, llevaron a mantener el precio del petróleo en un promedio real anual en torno a US\$26 el barril, alcanzando en algunos momentos, previo al inicio de la guerra, niveles que bordearon US\$32 el barril, en dólares de 2002².

Gráfico 2.2
Precio real del Petróleo
(dólares del 2002 por barril , petróleo Brent)



Fuente: Bloomberg.

La inflación internacional, entre 1997–2002, se caracterizó por su trayectoria decreciente. Ello, en línea con la actividad más deprimida y el mayor compromiso de las autoridades económicas de las economías emergentes con el objetivo de estabilidad de precios. Destaca, entre otros, América Latina en que las tasas de inflación, que promediaban cifras de tres dígitos en la primera mitad de los noventa, descendieron a un promedio de 8,5% entre 1997–2002.

Por otra parte, durante este período, los mercados financieros desarrollados han sido reflejo de la incertidumbre que ha

caracterizado al escenario internacional, al menor dinamismo de la actividad mundial y al menor apetito por riesgo de los inversionistas internacionales. En efecto, la trayectoria de los instrumentos a más largo plazo, como es el caso de bonos a 10 años, denominados en dólares y en euros, ha mostrado una clara trayectoria a la baja, registrando fuertes volatilidades en algunos episodios. Así, el rendimiento de los Bonos del Tesoro Americano pasó de niveles

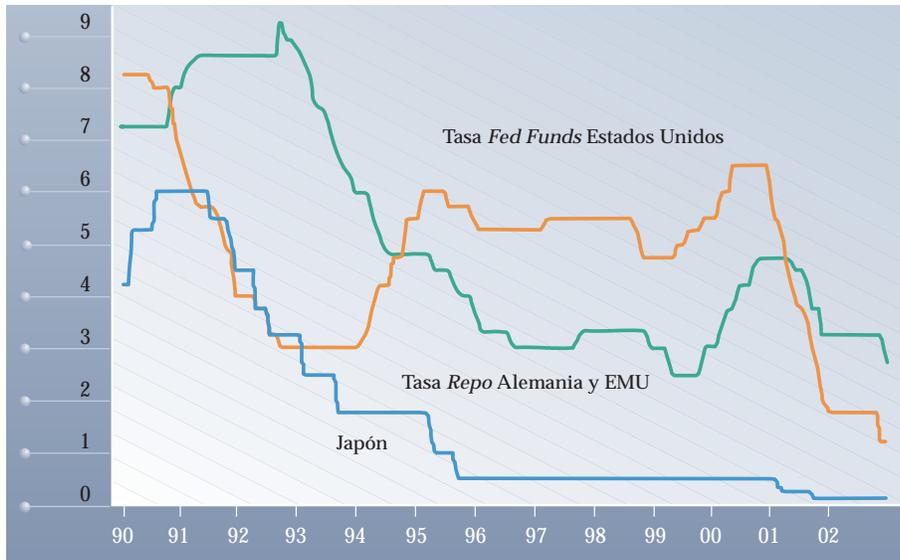
² Cabe mencionar que, a partir del año 2000, la OPEP estableció un mecanismo automático de modificación de cuotas de producción, de manera que el precio del crudo oscilara dentro de una banda entre US\$22 y US\$28 dólares por barril.

cercanos a 7% hacia mediados de 1997, a tasas en torno a 3,5% previo a la guerra en Irak. La trayectoria de los bonos en euros es similar, pero algo más atenuada.

El escenario antes descrito requirió de un comportamiento muy atento y pragmático de las autoridades monetarias. En el caso particular de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED), su decisión de rebaja de tasas en 1998, no sólo tomó en consideración la situación interna de su economía, sino que, además, de acuerdo con la interpretación que hicieron los mercados en ese momento, fue una manera de evitar una situación de iliquidez internacional (Gráfico 2.3).

Posteriormente, esta misma autoridad optó por una secuencia de alzas en la tasa de política, buscando controlar la trayectoria de la inflación en una economía que crecía a tasas superiores a 4%. A inicios del 2001, en tanto, la FED dio inicio a un relajamiento de su política monetaria, proceso que se vio acelerado por los eventos de septiembre de 2001. Cabe mencionar que en los últimos dos años, la adopción de políticas monetarias expansivas ha sido un fenómeno generalizado en la mayor parte de las economías del mundo, en línea con la desaceleración global de la actividad y la tardanza que ha mostrado el inicio de la recuperación económica.

Gráfico 2.3
Tasas de Política (%)



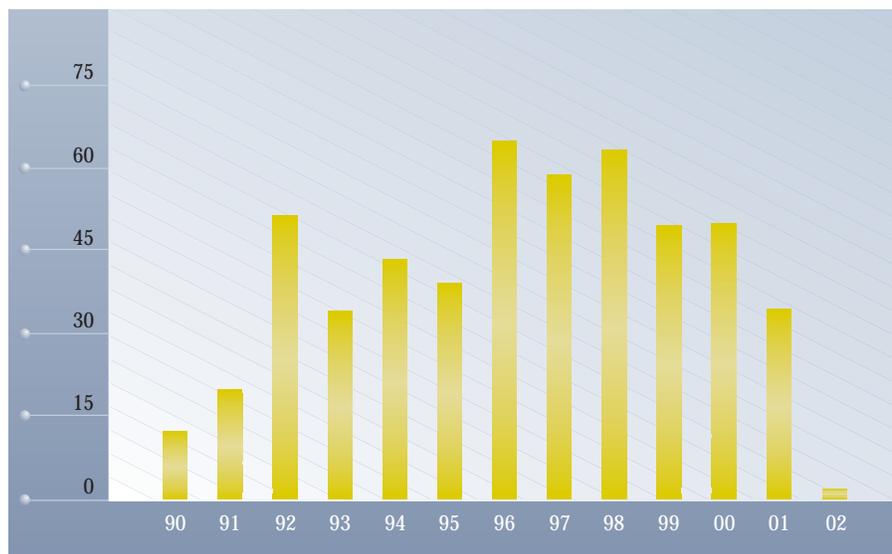
Fuente: Bloomberg.

La dinámica de los flujos de capitales hacia economías emergentes ha sido significativamente diferente entre la primera mitad de los años noventa y los años posteriores. Efectivamente, en el período 1990-1996, los flujos de capitales brutos a economías emergentes presentaban una trayectoria creciente, pasando de montos en torno a US\$200.000 millones a inicios de los noventa, a cifras aproximadas

de US\$270.000 millones en 1996, destacando los flujos destinados a inversión, tanto directa como de cartera³. Esta dinámica se dio en la mayor parte de las economías emergentes, destacando América Latina, que recibió, en promedio, el 40% de los flujos en ese período.

³ Fuente: World Economic Outlook, FMI.

Gráfico 2.4
Flujo de Capitales a Economías Emergentes
(millones de dólares)



Fuente: FMI.

Como consecuencia de la crisis asiática se produjo una significativa salida de capitales desde economías emergentes, pero principalmente de la región afectada, dado que se suponía que los efectos estarían acotados a esa área (Gráfico 2.4). Sin embargo, las situaciones de crisis que sufrieron otros países, tales como Rusia, Brasil y Argentina, terminaron por afectar fuertemente el sentimiento de los inversionistas respecto de las economías emergentes en general, y en particular en relación con América Latina. En efecto, principalmente en los últimos tres años, el flujo de capitales a esta región se ha visto reducido de manera significativa, alcanzando en 2001 una cifra en torno a US\$75.000 millones, tendencia que se estima ha seguido hasta la actualidad. Esto contrasta con los US\$100.000 millones de 1998 y los US\$85.000 millones ingresados

en promedio en la primera mitad de la década de los noventa.

Por su parte, la trayectoria de *spreads* soberanos (Gráfico 2.5), indicadores que miden la percepción de riesgo que los agentes internacionales asignan a sus inversiones en economías emergentes, ha mostrado una alta volatilidad, en línea con los acontecimientos que se han desarrollado en algunas de estas economías. Se observa que al detonarse alguna crisis, tal como ocurrió en los casos de Asia, Rusia, Argentina y Brasil, se genera algún grado de contagio financiero, que se manifiesta en alzas de *spreads* en la generalidad de las economías emergentes. De manera posterior, los inversionistas diferencian la situación de cada economía, de acuerdo con el grado de solidez de sus fundamentos, con lo cual los *spreads* retornan a niveles consistentes con estos.

Gráfico 2.5
Spreads Regionales (puntos bases)



Fuente: JP Morgan Chase.

Con todo, los hitos que acompañaron al escenario internacional entre 1997-2003, configuraron un panorama internacional claramente negativo para la economía chilena. Este escenario se manifestó a través de un bajo crecimiento de los principales socios comerciales, niveles reducidos en los precios de nuestros principales productos exportados, elevado precio del petróleo y una significativa reducción en los flujos de capitales hacia economías emergentes.

Escenario Interno y Balance del Banco Central

El escenario interno durante el período 1997-2003 también registró importantes cambios con relación al período 1990-1996 (Cuadro 2.3). La década de los noventa comenzó con una tasa de inflación de 26% que fue gradualmente reducida hasta un dígito en 1995. Enseguida, la tasa de inflación se redujo a un nivel comparable con el obtenido en países industrializados, reduciéndose significativamente su volatilidad. Este

comportamiento es producto directo de la política monetaria durante este período. El Banco Central buscó decididamente, a través de estos años, reducir la inflación hasta mantenerla en un rango de 2% a 4% anual y en torno a 3%. Para conseguir este objetivo, el Banco Central destinó como instrumento preeminente la tasa de política monetaria. De esta forma, se ha conseguido que la inflación se mantenga dentro del rango meta, aminorando el ciclo económico producto de las rigideces existentes en la economía pero, al mismo tiempo, operando bajo el principio que la política monetaria es neutral en el largo plazo, por lo cual no afecta sustancialmente el crecimiento económico de tendencia.

Una inflación baja y estable es el mayor logro de la política monetaria de los últimos años, a pesar de severos *shocks* externos que enfrentó la economía chilena, especialmente los de carácter inflacionario como el *shock* petrolero del 2000. Este resultado es muy diferente a los obtenidos en otros episodios de la economía chilena. Por ejemplo, al principio de los sesenta y

ochenta, la inflación se redujo rápidamente pero sólo en forma transitoria y después, producto de fuertes desequilibrios en las cuentas externas, volvió vertiginosamente a su comportamiento histórico. Entre 1890 y 1998, la inflación mostró una alta variabilidad alcanzando un promedio de 31% y con episodios donde esta variable llegó hasta los tres dígitos, como la registrada en el período 1974-1976 cuando la inflación promedio fue de 300%.

Sin embargo, también es cierto que, en el período 1971-2002, el crecimiento promedio del PIB cayó a 3,1%, menos de la mitad del crecimiento experimentado en los primeros años de los noventa (7,8%). Los eventos económicos internacionales ocurridos desde mediados de 1997 fueron los principales causantes de esta desaceleración. En efecto, el complejo escenario internacional se tradujo en una profunda desaceleración del crecimiento de la actividad y el comercio mundial, en una significativa reducción de los precios internacionales de materias primas, con excepción de los elevados precios del petróleo y una dramática disminución de la oferta de financiamiento externo para las economías emergentes.

Los efectos de este deteriorado ambiente internacional se vieron amplificadas por la dificultad que mostraron los mercados de factores en Chile para ajustarse a las nuevas condiciones macroeconómicas, especialmente los impactos externos de magnitud considerable. En efecto, los salarios reales se han mantenido creciendo durante todo el período 1997-2003. Otros elementos que han afectado la creación de nuevos puestos de trabajo han sido los incrementos en el salario mínimo y la segmentación del acceso al mercado del crédito por parte de las empresas. Como resultado de estas rigideces y de los marcados *shocks* externos, la tasa de desempleo subió de 6,1% en 1998 hasta tasas cercanas a 9% en el período 1999-2002.

El deterioro de los términos de intercambio y la evolución del gasto interno llevaron en 1998 a que el crecimiento del gasto amenazara con llevar el déficit de la cuenta corriente a niveles peligrosos; esta registró un déficit de 4,9% del PIB ese año, llegando hasta 7,6% en el tercer trimestre de ese año. Efectivamente, el crecimiento de la demanda interna alcanzó 10,3% entre 1995 y 1996. Una política monetaria contractiva ayudó al ajuste del gasto en 1998⁴ y luego, las reiteradas bajas de la tasa de política monetaria promovieron la recuperación de la economía. No obstante, el menor crecimiento y la mayor incertidumbre del escenario externo produjeron que la tasa de inversión pasara de aproximadamente 26% entre 1995-1998 a sólo 23% en los años posteriores. Por otra parte, la incertidumbre que acarrear altas tasas de desempleo resultó en un obstáculo decisivo para la recuperación del consumo privado. Como resultado, la demanda interna redujo su ritmo de expansión, creciendo en promedio 2,5% en el período 1997-2002.

Como era de esperar, el nuevo escenario interno y externo del período 1997-2003 se tradujo en cambios sustanciales de los precios relativos claves de la economía chilena. Menores tasas de interés, salarios reales que crecen más lentamente y un tipo de cambio real más depreciado son ajustes necesarios para alcanzar nuevamente el pleno empleo. Especialmente desde 1999, año en que se da inicio a la flexibilidad cambiaria, el tipo de cambio real ha funcionado como un mecanismo para absorber *shocks* externos: una depreciación real ha fomentado los sectores transables de la economía y ha compensado en parte las rigideces en el mercado laboral. Es así como esta variable acumuló una depreciación real de 25% en 2002 con respecto a 1998.

.....
4 El mayor impacto de la política monetaria contractiva de ese año recayó principalmente sobre las medianas y pequeñas empresas y los consumidores a través de un angostamiento del canal del crédito (Alfaro et al., 2002) .

Cuadro 2.3
Escenario Interno: Principales Variables Macroeconómicas

	Crecimiento del PIB	Crecimiento del Gasto Interno	Tasa de Inflación	Tasa de Inversión	Déficit Cuenta Corriente	Tasa de Desempleo	Tipo de Cambio Real	Crecimiento Salarios Reales
1990	3,7	2,9	26,0	20,7	-1,5	7,7	112,7	
1991	8,0	6,2	21,8	19,0	-0,3	8,2	106,38	
1992	12,3	14,8	15,4	21,0	-2,2	6,7	97,61	
1993	7,0	10,8	12,7	23,3	-5,4	6,5	96,89	
1994	5,7	5,5	11,4	23,4	-2,9	7,8	94,25	6,5
1995	10,6	15,9	8,2	26,0	-1,9	7,4	88,89	4,8
1996	7,4	7,8	7,4	26,4	-4,1	6,5	84,66	4,1
1997	6,6	7,2	6,1	27,4	-4,4	6,1	78,16	2,4
1998	3,2	3,7	5,1	27,0	-4,9	6,1	78,01	2,7
1999	-0,8	-5,8	3,3	22,2	0,1	9,7	82,29	2,4
2000	4,2	5,7	3,8	23,0	-1,0	9,2	86,02	1,4
2001	3,1	2,1	3,6	22,9	-1,7	9,2	95,89	1,6
2002	2,1	1,9	2,5	22,7	-0,8	8,9	97,54	2,0
Promedio 1990-1996	7,8	9,1	14,7	22,8	-2,6	7,3	97,3	5,1
Promedio 1997-2002	3,1	2,5	4,1	24,2	-2,1	8,2	86,3	2,1

Fuentes: Banco Central de Chile; Correa, Escandón, Luengo y Venegas (2002), e INE.

Por último, las fluctuaciones de la economía han tenido un importante efecto sobre el balance del Banco Central (Cuadro 2.4). Para entender la evolución del balance, debemos recordar que los resultados alcanzados en la primera mitad de los noventa tienen sus inicios en el fortalecimiento de la balanza de pagos conseguido después de la crisis de la deuda externa de 1982 y la intervención del propio banco en el sistema financiero. Así, a fines de 1989, los pasivos en moneda extranjera superaron a sus activos, configurando una posición negativa de 5% del PIB, posición que se revirtió ampliamente hacia fines de 1996 alcanzando un saldo positivo de 25% del PIB. La acumulación de activos en moneda extranjera requirió una creciente emisión de títulos en moneda nacional, indexados en UF, lo que llevó la posición en moneda nacional indizada del Banco desde un saldo positivo de 13% del PIB a uno negativo de 21%.

Los episodios de crisis internacionales observados a partir de 1997, a la par de la sostenida liberación del mercado

cambiario, se tradujeron en una mayor estabilidad de la posición en moneda extranjera, en lo cual se conjugó la disminución de su valor en dólares con la elevación del tipo de cambio, factor este último que ha permitido, a la vez, revertir el déficit patrimonial existente a fines de 1996. El descalce de monedas que aún subsiste, confiere precariedad al superávit patrimonial contable alcanzado. Además del riesgo de cambio asociado a esta estructura, el nivel de reservas significa incurrir en pérdidas por el mayor costo de la deuda interna en comparación con la rentabilidad de las reservas internacionales y de los pagarés fiscales lo que se ve compensado, desde el punto de vista del país en su conjunto, por el menor riesgo soberano que implica mantener un alto nivel de reservas. En un horizonte de más largo plazo, en que los pagarés fiscales están siendo progresivamente amortizados y en el que las reservas internacionales no necesitan crecer, la composición del balance debería converger gradualmente a una estructura de mayor rentabilidad.

Cuadro 2.4
Balance del Banco Central de Chile (% del PIB)

	Dic 1989	Dic 1996	Dic 2002
Activos	66,6	41,3	38,8
Reservas Internacionales Netas	12,9	21,5	23,9
Pagarés Fiscales	25,0	10,7	9,8
SINAP y Otros Activos S. Público	4,3	1,4	1,2
Deuda Subordinada	11,8	5,6	2,8
Otros Activos	12,6	2,1	1,0
Pasivos	61,6	41,8	36,9
Pagarés con mercado secundario	18,0	28,7	29,5
Obligaciones con bcos. en M/E	14,7	1,9	0,6
Depósitos Fiscales y Otros	3,0	5,9	1,1
Deuda Externa	9,4	0,0	0,0
Otros Pasivos no monetarios	13,0	1,4	1,4
Emisión	3,5	3,9	4,3
Patrimonio	5,0	-0,5	1,9

Fuente. Banco Central de Chile.

3. POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL PARA ENFRENTAR EL NUEVO ESCENARIO INTERNACIONAL

Política monetaria

Durante este período, el Banco Central reafirmó su compromiso con el esquema de metas de inflación iniciado a comienzos de los noventa, reforzando su convencimiento de que este régimen monetario es el adecuado para cumplir con el objetivo de estabilidad de precios consagrado en la Ley Orgánica Constitucional. Este período estuvo marcado por el perfeccionamiento y la consolidación del régimen de metas de inflación.

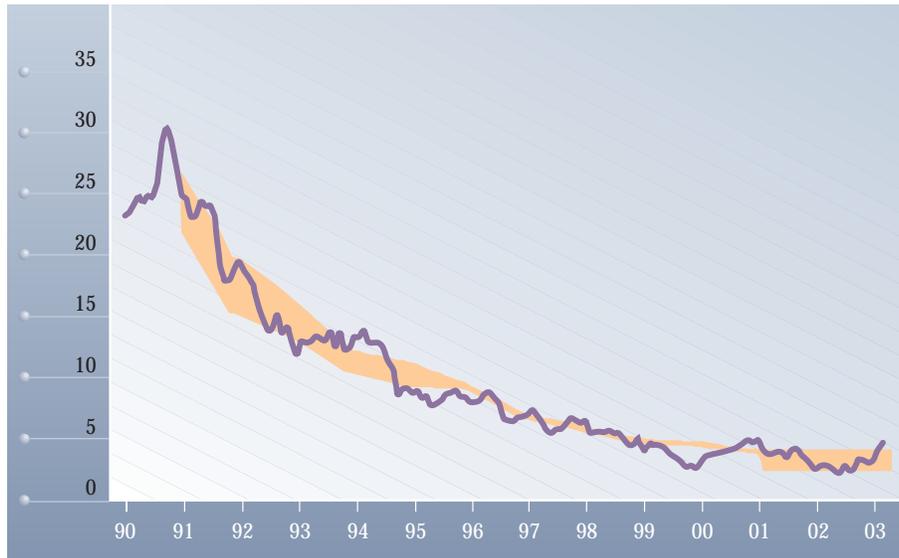
Política monetaria y metas de inflación

La ventaja principal del régimen de metas de inflación es que, restringiendo la discrecionalidad de la autoridad monetaria, permite un espacio para aplicar políticas anticíclicas. El objetivo de la estabilización del producto en el corto plazo, lejos de ser

abandonado, se refuerza mediante los grados de discreción acotada que otorga el régimen. El objetivo de estabilización también queda reflejado en la definición del horizonte temporal para el alcance de la meta y la definición de la amplitud del rango meta. Por otra parte, se reconoce en este esquema que la estabilización del ciclo económico suele ser requisito necesario para la estabilidad de precios.

Sin embargo, este esquema es tan vulnerable como otros a que se produzcan inconsistencias entre la política monetaria y otras políticas macroeconómicas, en particular, la política fiscal. No obstante, los frecuentes requerimientos de comunicación e información que impone este régimen reducen la probabilidad de generar sistemáticamente políticas incoherentes (Bernanke et al., 1999; Corbo et al., 2002; Sterne, 2002; Loayza y Soto 2002). La

Gráfico 3.1:
Tasa de Inflación y Metas de Inflación: 1990-2003



Fuente: Banco Central de Chile.

evidencia internacional muestra una preferencia creciente por el régimen de metas de inflación, particularmente en países que lo adoptan para reducir su inflación moderada a niveles de inflación baja y sostenible (Schmidt-Hebbel y Tapia 2002b). Otros países, que han adoptado metas de inflación cuando ya habían alcanzado tasas bajas de inflación, han utilizado este régimen para usufructuar de su flexibilidad para realizar políticas anticíclicas de estabilización. Actualmente, el esquema de metas en conjunto con flotación cambiaria se presenta como una combinación adoptada por muchos países en reemplazo de una gran variedad de sistemas monetarios y cambiarios menos flexibles. (Eichengreen, 1994; Hochreiter et al.; 2002, Schmidt-Hebbel y Tapia, 2002a).

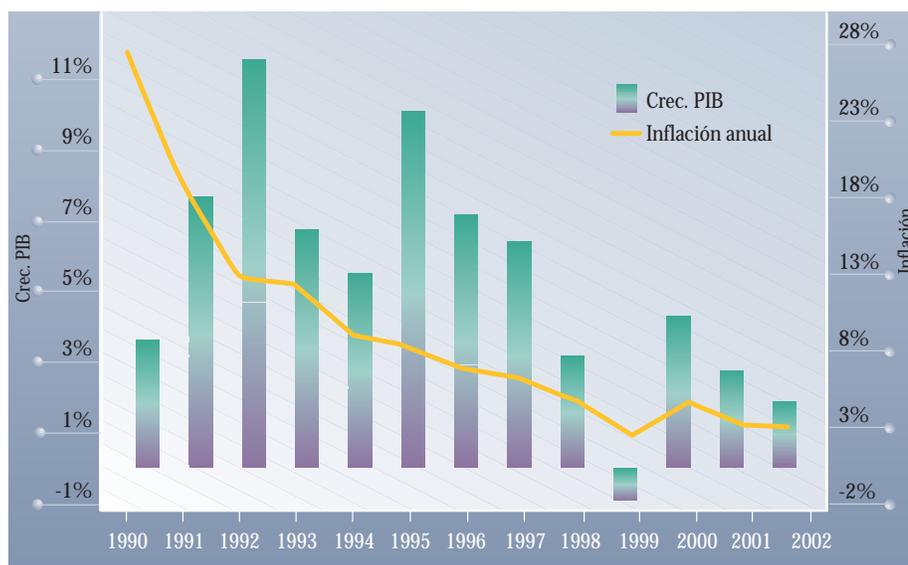
La experiencia chilena con las metas de inflación permite distinguir con claridad

dos etapas, cuyas diferencias reflejan los distintos objetivos y características estructurales existentes en el tiempo⁵. La primera y más extensa corresponde a la transición desde tasas de inflación altas hacia niveles similares a los socios comerciales de Chile, período que abarcó desde septiembre de 1990 hasta septiembre de 1999 (Gráfico 3.1).

Los principales esfuerzos durante esta etapa se concentraron en reducir la inflación y lograr credibilidad y reputación para la autoridad monetaria. Reconociendo la generalizada indización de la economía, sumada a la existencia de altas expectativas inflacionarias y a una preocupación por el crecimiento económico de corto y mediano plazo, la reducción de la inflación en Chile se planteó como un esfuerzo gradual y metódico (García 2001, Le Fort y Schmidt-Hebbel, 2002).

⁵ En este marco de política, la autonomía e independencia otorgada al Banco Central en 1989 ha sido clave.

Gráfico 3.2:
Tasa de Crecimiento del PIB y Tasa de Inflación: 1990-2002



Fuente: Banco Central de Chile.

Como el objetivo primordial de esta etapa era romper las arraigadas expectativas inflacionarias (tanto para ayudar en la reducción de la inflación como para disminuir el costo real de este proceso), el Banco Central adoptó una política monetaria de baja flexibilidad, definiendo un horizonte de corto plazo para la meta de inflación (un año calendario como máximo), omitiendo cláusulas de escape, aplicando una meta punto desde 1994 y utilizando la variación total del IPC (sin exclusión de componentes de alta volatilidad de precios) como el indicador para la meta de inflación. Todo ello apuntaba en una dirección común: metas claras, fáciles de entender, verificar y exigir su cumplimiento, de forma de reforzar el compromiso del Banco con la efectividad comunicacional del régimen y con la consecución de las metas⁶.

⁶ En este primer período, el Banco Central operó simultáneamente con metas para el déficit de la cuenta corriente y el tipo de cambio nominal, permitiendo que éste flotara al interior de una banda prefijada. Sin embargo, se evitó recurrir al tipo de cambio como instrumento de control inflacionario; la política cambiaria fue orientada esencialmente a mantener un déficit de cuenta corriente sostenible. No obstante, el objetivo nominal era una potencial fuente de conflicto con la meta de inflación, ya que la defensa de la banda cambiaria —enfrentada a permanentes presiones— podía toparse con el cumplimiento de las metas. En la disyuntiva, siempre optó por la meta de inflación.

Sin embargo, durante esta primera etapa, la transparencia de la conducción de la política monetaria no fue plena, debido a la ausencia de proyecciones explícitas del Banco para la inflación futura —más allá de la meta misma— y de informes escritos detallados y regulares (con la excepción del Informe Anual al Senado). Así, la información entregada por el Banco sobre sus acciones de política resultaba insuficiente. Esta restricción informativa limitaba la efectividad de las políticas, al impedir el impacto pleno de ellas sobre las expectativas de los mercados y la opinión pública.

El dilema en un esquema con estas características es claro: mientras más énfasis se pone en el compromiso y en la construcción de reputación por medio de parámetros estrictos de metas de inflación, menos flexibilidad existe para acomodarse a *shocks* inflacionarios de corto plazo. Esto arriesga una política monetaria excesivamente activa y una mayor variabilidad del producto. Sin embargo, una vez que la inflación ha descendido lo suficiente y la reputación de la autoridad ha quedado

establecida, esta puede enfatizar más el aspecto de flexibilidad.

Los resultados de esta primera etapa muestran una caída sostenida de la inflación. Si bien esta reducción fue gradual y tomó casi 10 años, fue un proceso sólido y persistente. Tras comenzar con una inflación de 26% en 1990, se alcanzó un nivel de 2,3% en 1999. El crecimiento económico, a pesar de la recesión experimentada en 1999 luego de la crisis asiática, alcanzó un promedio anual de 6,4% durante esta primera fase, convirtiéndose este en un período de crecimiento sostenido, también sin precedencia histórica (Gráfico 3.2).

En septiembre de 1999, el Banco Central abandona la banda cambiaria, adoptando un sistema de flotación cambiaria luego de cuidadosa preparación. Al mismo tiempo, el Banco da inicio a una nueva fase de perfeccionamiento de su régimen monetario, reflejado en la adopción plena del sistema de metas de inflación. La oportunidad de estas medidas estuvo determinada por la experiencia acumulada por el Banco, el logro de niveles bajos y permanentes de inflación y la superación de las consecuencias de la crisis asiática.

Concretamente, en esta segunda etapa, el Banco Central ha implementado principalmente las siguientes medidas: i) convertir la tasa de inflación, expresada en la meta, en el único objetivo formal y explícito; ii) definir, a partir del año 2001, la meta de inflación como un rango simétrico de 2% a 4% centrado en 3%, objetivo que se establece de forma indefinida; iii) incrementar la transparencia; y iv) nominalizar el instrumento de política monetaria.

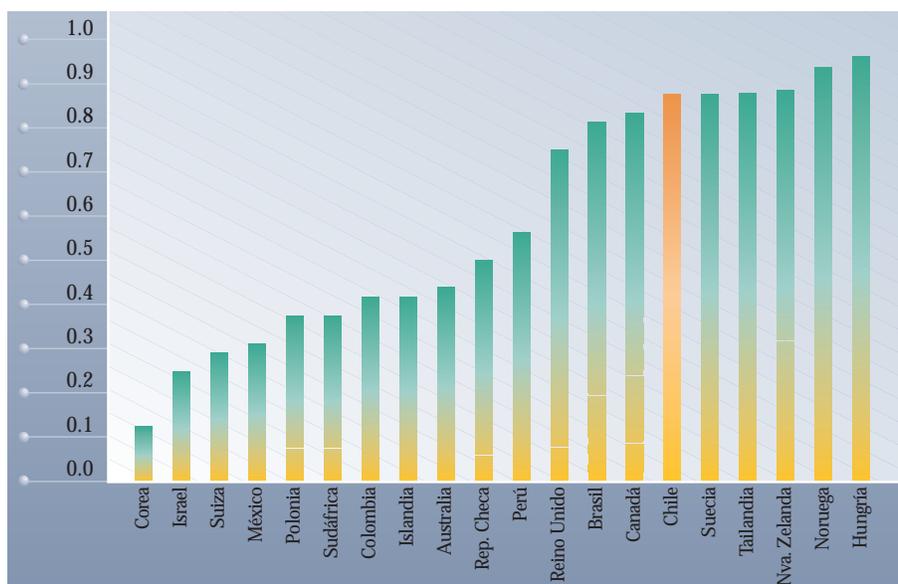
Las medidas en apoyo a una mayor transparencia abarcaron lo siguiente: la publicación del *Informe de Política Monetaria (IPoM)*, el cual presenta explícitamente el análisis, las proyecciones y

los supuestos sobre el desarrollo de la economía y la conducción de la política monetaria; el anuncio público de las fechas de las reuniones de política monetaria con seis meses de anticipación; la publicación —con un rezago, primero de 90 días y luego de 45 días— de las minutas de estas reuniones, incluyendo las resoluciones adoptadas, los argumentos esgrimidos durante la discusión y la forma en que votaron los cinco consejeros. Además, se han organizado los Encuentros del Banco con las Regiones con ocasión del lanzamiento del *IPoM* y los seminarios especiales para senadores y diputados, así como para periodistas, sobre los temas que se trabajan en el Banco. Las conferencias que dictan los consejeros están disponibles en la página *web* en tiempo real, la entrega al público de la información estadística del Banco Central se hace en fechas preestablecidas y se mantiene un contacto permanente con organizaciones gremiales y medios de prensa, como una forma de abrir el Banco a la comunidad.

La transparencia es un aspecto crucial que puede alterar la percepción por parte del mercado de la política monetaria y sus efectos sobre la economía. Esta búsqueda de mayor transparencia no es un fenómeno aislado de nuestra economía, sino que se repite en los bancos centrales más importantes del mundo y, en particular, en aquellos países que operan bajo un esquema de metas de inflación cuya principal fortaleza es la credibilidad y reputación de la autoridad monetaria⁷. Comparativamente, Chile exhibe un alto nivel de transparencia (Gráfico 3.3).

7 Antes de que se popularizara este esquema, los bancos centrales tendían tradicionalmente a ser instituciones cerradas. Esto reflejaba la visión de que los mercados necesitaban ser sorprendidos. En años más recientes, tanto a partir de los avances de la teoría macroeconómica como por la propia práctica de los bancos centrales, se ha ido creando el convencimiento de que las políticas monetarias y cambiarias más transparentes no sólo sirven para dar cuenta de las decisiones de los bancos centrales a la autoridad, sino que, además, son más eficaces para conseguir la estabilidad macroeconómica. Además, políticas más transparentes contribuyen a minimizar los efectos de posibles filtraciones de información.

Gráfico 3.3:
Índice de Transparencia
(estandarizado en 1)



Fuente: Schmidt-Hebbel y Tapia (2002b).

Por otra parte, el Banco Central introdujo un cambio importante al reemplazar la tasa de política (TPM) indizada a la UF por una expresada en pesos. Este cambio respondió a que la conducción de la política monetaria, al estar basada en la tasa indizada a la UF, enfrentaba crecientes limitaciones en los últimos años, debido a que la disminución de la tasa de inflación y su relación con el nivel de la TPM expresada en UF, podía dar lugar a tasas nominales anualizadas implícitas negativas en períodos puntuales de inflación negativa. Esta última situación podía generar importantes distorsiones en el mercado de instrumentos bancarios, confundiendo las señales de política monetaria y dificultando la conducción de la misma.

En consecuencia, dados los niveles y volatilidad de la inflación en la actualidad, el empleo de una tasa de interés nominal como instrumento de política, en condiciones de baja inflación, es más coherente con el logro del objetivo de

inflación que el uso de una tasa indizada, permitiendo aumentar la efectividad de la política monetaria. Adicionalmente, la nominalización de la tasa de política permite un manejo más flexible, porque amplía el rango de acción del instrumento. Esta también permite fortalecer el mercado de instrumentos de deuda de corto plazo denominados en pesos. Con ese propósito, el Banco Central inició una sustitución gradual de instrumentos emitidos en UF por instrumentos en pesos. Finalmente, la conducción de la política monetaria con tasas nominales es la política estándar aplicada en otros países, lo cual favorece la integración financiera de nuestra economía con los mercados internacionales de capitales.

Resultados

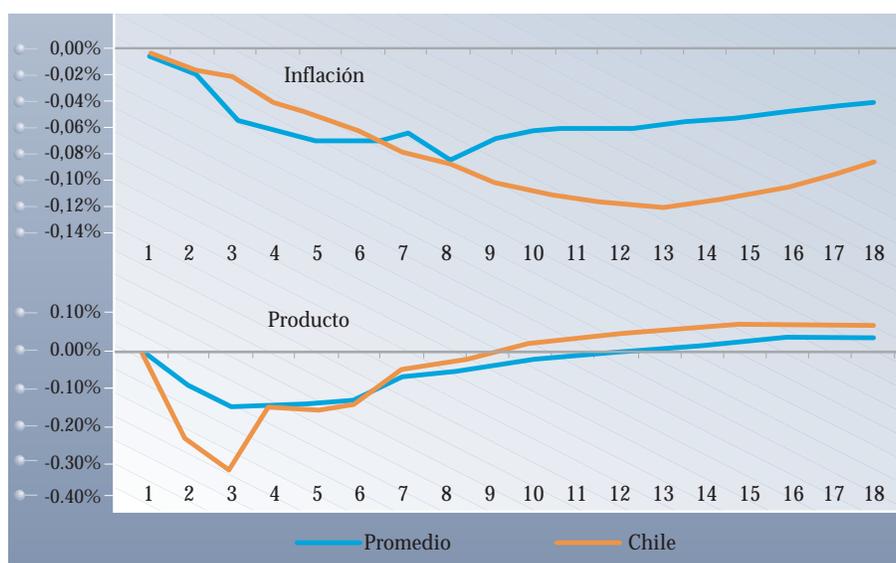
Pese a que el desempeño de la economía en esta segunda etapa se ha visto afectado por los vaivenes de la economía mundial, el esquema de metas de inflación ha

demostrado ser exitoso, cumpliendo con los objetivos planteados. La tasa de inflación se ha mantenido estable y acotada y la política monetaria ha podido ser utilizada activamente para estabilizar el producto.

En términos de efectividad, los distintos estudios empíricos realizados para la economía chilena muestran que, en promedio, la política monetaria tiene claros efectos sobre la actividad y la inflación (Gráfico 3.4). Si bien estos estudios difieren en las magnitudes estimadas de estos efectos, en conjunto permiten refutar el argumento de que la política monetaria es inútil⁸. Los estudios corroboran, además, que la política monetaria no parece ser ni más ni menos efectiva en Chile que en otros

países de similar desarrollo institucional y económico. Esto queda en evidencia, por ejemplo, en una encuesta realizada por el Banco Central a un conjunto de bancos centrales, todos con régimen de metas de inflación y flotación cambiaria, en la que se preguntó por el impacto estimado de un *shock* transitorio (de un trimestre) de tasas de interés de política monetaria (100 puntos base) sobre el producto y la inflación⁹. Los resultados son categóricos: ante una rebaja transitoria de tasas de interés, tanto la actividad económica como la inflación aumentan en el corto plazo. Más interesante aún, las magnitudes de la reacción de cada economía son similares, si bien en el caso de Chile el efecto sobre el producto ocurre en forma relativamente más rápida¹⁰.

Gráfico 3.4:
Impacto sobre la Inflación y el PIB de un shock transitorio de tasas de interés de 100 puntos base



Fuente: Schmidt Hebbel y Tapia (2002c).

El éxito en materia inflacionaria no ha sido de responsabilidad exclusiva de la autoridad monetaria. Si bien una política monetaria creíble y responsable es esencial para el éxito global de la política económica, la política fiscal también juega un rol importante para alcanzar un desempeño macroeconómico satisfactorio. Parte de este éxito se ha logrado gracias al apoyo y compromiso de la autoridad fiscal, que en

8 Un resumen de estos trabajos se encuentra en Bravo y García (2002) y Mies, Morandé y Tapia (2002).
9 Suiza, Polonia, N. Zelanda, Australia, Canadá, Rep. Checa y Colombia (Schmidt-Hebbel y Tapia, 2002c).
10 En Chile, una reducción de 100 puntos base aumenta, después de un año, el producto y la inflación (ambos respecto de su nivel de tendencia) en 18 y 2 puntos base, en comparación con un promedio de 10 y 3 puntos base, respectivamente. No obstante, a medida que transcurre el tiempo los efectos promedio entre países tienden a converger (Schmidt-Hebbel y Tapia, 2002c).

la actualidad se refleja en la regla que compromete al gobierno central a mantener un superávit estructural de 1% del PIB. Dada la importancia que tiene cada una de estas políticas para el logro de condiciones macroeconómicas saludables, la coordinación entre las autoridades monetaria y fiscal resulta natural y necesaria para la correcta formulación, implementación y coherencia de las distintas políticas macroeconómicas. Justamente, la Ley Orgánica del Banco Central define explícitamente mecanismos de coordinación entre ambas autoridades¹¹.

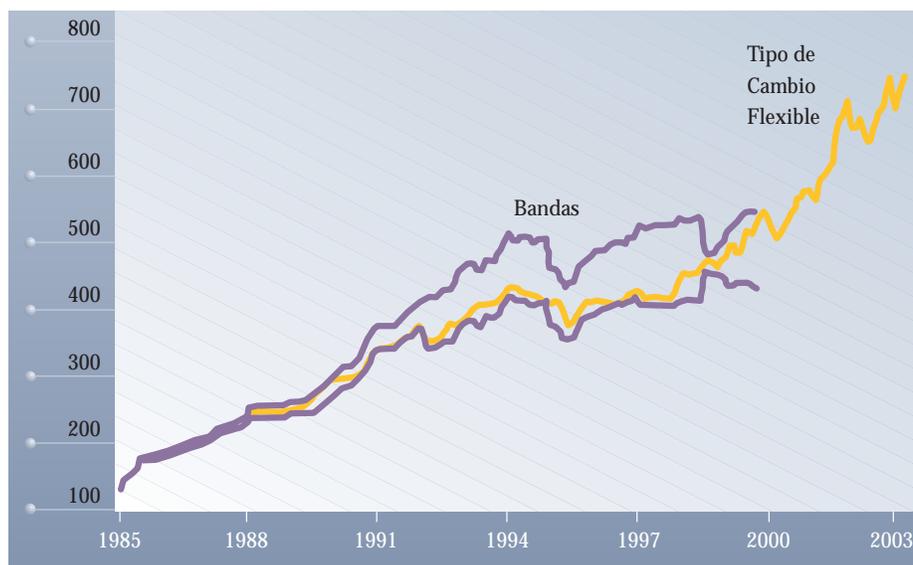
Política Cambiaria

El Banco Central, en septiembre de 1999, adopta un régimen de flotación para el tipo de cambio, abandonando la banda cambiaria¹² y su compromiso con el tipo de cambio nominal (Gráfico 3.5). Esta medida fue tomada después de consolidar el régimen de metas de inflación y asegurar el logro de las condiciones necesarias para

enfrentar adecuadamente choques externos. Entre estas condiciones, se destaca el establecimiento de un marco normativo apropiado para las actividades bancarias, que cautelara adecuadamente los riesgos de la banca y permitiera el desarrollo de instrumentos de cobertura de riesgo cambiario, el retiro progresivo de las restricciones a las salidas de capitales y el establecimiento de una regla de superávit fiscal.

La decisión de un tipo de cambio libre, junto con reflejar la confianza de la autoridad en el mercado para determinar de manera autónoma el valor de la moneda nacional, eliminó una posible fuente de incoherencia en el diseño del régimen de política, permitiendo que el único compromiso del Banco Central sea con la meta de inflación. Se lo liberó así de un compromiso cambiario; tarea difícil y costosa en un mundo de alta volatilidad financiera y creciente apertura al movimiento de capitales.

Gráfico 3.5
Evolución del Tipo de Cambio (dólar)



Fuente: Banco Central de Chile.

11 De acuerdo con la Ley Orgánica del Banco Central, el Ministro de Hacienda puede asistir a las sesiones del Consejo, con derecho a voz, y puede proponer la adopción de determinados acuerdos, los que deben ser tratados por el Consejo. Salvo en decisiones tomadas por la unanimidad del Consejo, el Ministro puede

suspender resoluciones por un plazo no superior a quince días. No obstante, cumplido este plazo tales resoluciones comenzarán a regir si la mayoría del Consejo así lo determina.

12 Se aplicó en agosto de 1984 y fue modificándose en el tiempo, fundamentalmente, en términos de aumentar su amplitud.

La flexibilidad cambiaria, además de permitir centrar los esfuerzos del Banco Central en la meta de inflación, tiene la ventaja de otorgar la flexibilidad necesaria para enfrentar los choques externos, facilitando el ajuste de la economía. Bajo este esquema, el tipo de cambio es la principal variable que absorbe los choques externos, cambiando las señales de asignación de recursos entre los sectores transables y no transables, en lugar de que el PIB y las tasas de interés deban hacer parte significativa del ajuste. Bajo una política macroeconómica basada en un esquema cambiario flexible, donde el ancla inflacionaria no es el tipo de cambio, el compromiso efectivo y creíble con la estabilidad de precios, una política fiscal consistente con este objetivo y un sistema financiero sólido, son elementos fundamentales para que el traspaso de variaciones en el tipo de cambio a precios, ocurra con mínimas consecuencias inflacionarias. La adopción de metas de inflación creíbles, permite que el ajuste de los precios que puede ocurrir, producto del debilitamiento de la moneda local, no esté acompañado de expectativas persistentes de mayor inflación.

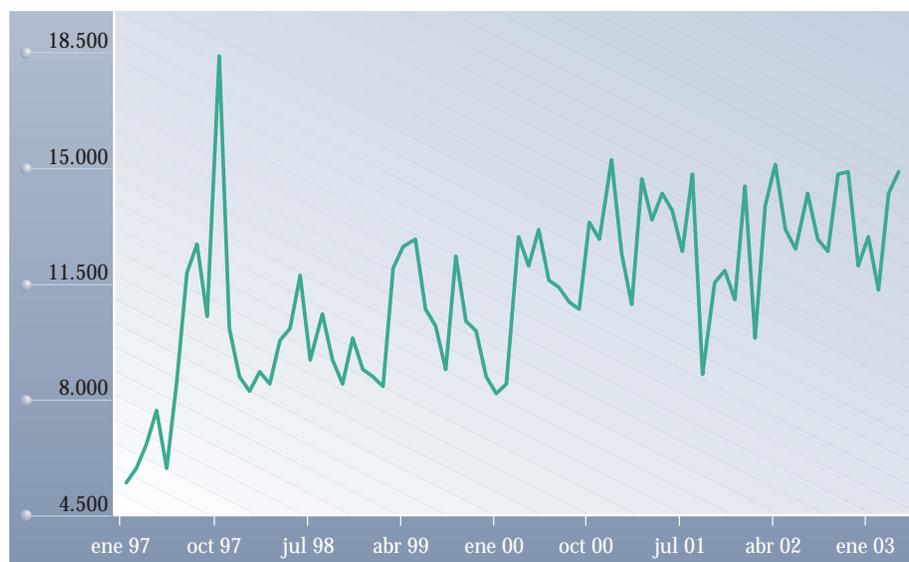
El Banco Central, teniendo en consideración que el tipo de cambio es una variable clave en la asignación de los recursos, con importantes repercusiones sobre las cuentas externas de la economía, crecimiento e inflación, liberalizó el tipo de cambio, manteniendo la facultad de intervenir en el mercado ante situaciones excepcionales. Estas se relacionan con la posibilidad de que la trayectoria de la moneda se aleje significativamente de su valor de equilibrio, determinando costosas reversiones en el futuro. Las intervenciones

que el Banco Central pudiera realizar, deben ser transparentes y fundadas, definiéndose de manera explícita los plazos y montos involucrados, además de fundamentarse con claridad las razones que motivan estas acciones de excepción.

Durante el período en que ha estado vigente el sistema de flotación cambiaria, se ha realizado un manejo pragmático de las situaciones generadas por el mayor deterioro financiero de las economías de la región y de las perspectivas de la economía mundial. De esta forma, sólo en dos ocasiones, agosto del 2001 y octubre del 2002, el Banco Central ha anunciado la decisión de intervenir en el mercado cambiario. En ambas ocasiones, los plazos, montos y formas de intervención han sido anunciados mediante un comunicado público.

Si bien el tipo de cambio flexible permite absorber de manera eficiente los choques externos, se enfrenta una mayor volatilidad cambiaria. En consecuencia, y previo a la implementación de esta nueva política cambiaria, se crearon las condiciones para el desarrollo de mecanismos que favorecieran la cobertura financiera al riesgo cambiario, reduciendo la vulnerabilidad de la economía frente a los movimientos del tipo de cambio. En este contexto, se tomaron medidas tendientes a desarrollar un mercado de derivados más profundo, con el objeto de proveer mecanismos de cobertura que permitieran enfrentar los descalces de empresas e instituciones financieras, a la vez que desarrollar una regulación prudencial para la banca. Posteriormente, se adoptaron medidas adicionales dirigidas a fortalecer la nueva política cambiaria.

Gráfico 3.6
Montos Mensuales de Operaciones Forward
Suscritas por el Mercado Cambiario Formal (MCF)
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

En el marco de lo antes señalado, en abril de 1999 y con el objeto de acotar los diversos riesgos que enfrentaba el negocio bancario, se perfeccionaron las normas de calce de plazos y se establecieron normas de calce de tasas de interés. Dado que la instauración de estas últimas acotaba los riesgos de las operaciones con productos derivados, se amplió la gama de productos derivados que podían desarrollar las instituciones financieras en el mercado local, entre sí o con terceras partes establecidas en el país o en el exterior. Entre otros, se autorizaron los futuros de monedas, tasas de interés locales e internacionales y unidades de reajustabilidad, además de determinadas formas de *forwards* y *swaps*, y la contratación de derivados de créditos por parte de los bancos (Gráfico 3.6). Posteriormente, en el año 2000, se autorizó a las empresas bancarias a realizar operaciones de derivados pesos-dólar y UF-dólar con contrapartes domiciliadas en el exterior. Asimismo, se amplió el uso de los derivados de crédito, autorizándose a las empresas

bancarias a contratarlos con el objeto exclusivo de cubrir sus portafolios de instrumentos de renta fija y sus colocaciones comerciales del riesgo de no pago de los deudores, sin permitirles, no obstante, su emisión. Finalmente, en abril del 2001, como parte de la culminación del proceso de desregulación, se autorizó la realización de todo tipo de operaciones con instrumentos derivados, manteniéndose sólo la obligación de informar al Banco Central.

Por otra parte, con el propósito de aumentar el grado de integración financiera con el resto del mundo, se adoptaron medidas tendientes a facilitar los flujos de capitales, liberalizándose tanto los ingresos como las salidas de divisas. El proceso de apertura de la cuenta de capitales, que se había venido desarrollando de manera gradual y sostenida durante la década de los noventa, logró su culminación durante los años 2000 y 2001. Las medidas adoptadas en estos años, culminaron un proceso de gradual desregulación del

mercado cambiario, permitiendo a las personas y empresas la posibilidad de disponer de un acceso más fluido y eficiente a los beneficios de la integración financiera y comercial de Chile con el exterior, logrando un mayor potencial de crecimiento y diversificación de riesgos de la economía nacional.

Entre las medidas tomadas en esta etapa para completar el proceso de apertura de la cuenta de capitales, destacan la eliminación de las limitaciones respecto de la moneda en la que se puede emitir o contraer deuda externa, el término del requisito de autorización previa para las operaciones de ingreso y salida de capitales, la eliminación de las restricciones a las clasificaciones de riesgo mínimo y plazos ponderados mínimos para la emisión de bonos, así como las restricciones a las emisiones de ADR. Se excluyeron de la normativa las limitaciones a las cláusulas especiales de prepago y aceleración de créditos externos y, finalmente, se eliminó el encaje a los capitales provenientes desde el exterior (fijado en cero en ese momento). En materia de operaciones de comercio exterior, la nueva normativa establece que los importadores y exportadores podrán optar por efectuar la totalidad de sus operaciones a través del mercado cambiario informal, debiendo sólo informar sus operaciones directamente al Banco Central.

En el actual contexto de libertad cambiaria y total desregulación de los flujos de capitales, la actual normativa del Banco Central se ha orientado a permitir la obtención de información relevante sobre las operaciones de cambios internacionales, en el marco de la necesidad de que el Banco Central y el público dispongan de información confiable y oportuna sobre el desempeño de la economía. El criterio principal que ha guiado al Instituto Emisor, es obtener y procesar la necesaria información de la manera más eficiente posible, minimizando los costos asociados, tanto públicos como privados.

Política Financiera

Las reformas adoptadas durante este período tienen como factor común la búsqueda gradual, pero sistemática, de un sistema financiero más eficiente y seguro, que permita alcanzar un funcionamiento del mercado de capitales comparable con el que se observa en países desarrollados y, de esta forma, contribuir a un crecimiento sostenido de la economía. Las reformas impulsadas por el Banco Central apuntan a flexibilizar ciertos aspectos de la normativa financiera, entregando más espacios para la autorregulación de la banca, incluyendo, sin embargo, exigencias de una adecuada medición de los riesgos involucrados y la solvencia necesaria para hacer frente a situaciones inesperadas. Además, las reformas están orientadas a exigir una mayor transparencia respecto de los riesgos que enfrenta el sistema bancario, a través de la entrega periódica de indicadores que reflejan los riesgos de crédito, de liquidez y de mercado. Estas reformas han sido extendidas, recientemente, a otros prestadores de servicios financieros (Cooperativas de Ahorro y Crédito) con el propósito de ampliar el acceso a los mercados de capitales y de crédito de un mayor porcentaje de la población en condiciones equivalentes de seguridad y eficiencia. Finalmente, el propio Banco Central está haciendo una importante tarea al modernizar la administración de los sistemas de pagos de alto valor en que participan las instituciones financieras, tópico que se desarrolla a continuación.

Sistema de Pagos

Con el propósito de impulsar la modernización del funcionamiento de los sistemas de pagos del país, el Banco Central, en septiembre del 2000, adoptó un plan de acción que permitiese a nuestra economía, en el mediano plazo, alcanzar los más altos estándares internacionales vigentes en la

materia. Debido a la complejidad operacional que involucra el funcionamiento de los sistemas de compensación entre agentes financieros y para lograr el consenso necesario de éstos, se diseñó un plan de trabajo con plazos adecuados para modernizar los sistemas de pagos. El sistema de pagos se define como el conjunto de los medios de pago (cheques, vales vista, etc.), y de los procedimientos y normativas que regulan la compensación de estos medios a través del sistema bancario y que se encuentran normados por el Banco Central. Un sistema de pagos eficiente, seguro y confiable, contribuye a mejorar la efectividad de la política monetaria y a resguardar la estabilidad del sistema financiero.

En enero del 2001, el Banco Central introdujo modificaciones a los reglamentos de las cámaras de compensación, separándose las operaciones de la cámara de cheques y otros documentos en moneda nacional de las operaciones de la cámara de operaciones interfinancieras, como un paso previo y transitorio a las modificaciones más significativas que se adoptarían en relación con las transacciones de alto valor de la economía. Durante el segundo semestre de 2001, el Banco Central desarrolló un proyecto para modificar la administración de los pagos de alto valor que se canalizan a través del sistema bancario, tomando en consideración los principios y recomendaciones de instituciones como el Banco de Pagos Internacionales (BIS). Este sistema, denominado "Liquidación Bruta en Tiempo Real" (LBTR), se encuentra en pleno desarrollo y se espera que esté en funcionamiento a fines de 2003. El sistema LBTR, tal como su nombre lo indica, operará bajo la modalidad de liquidación bruta de las operaciones en moneda nacional. Es decir, se liquidarán las operaciones entre bancos en orden de entrada, una por una, sin acumular y sin compensar obligaciones entre dos

instituciones cualesquiera, previa verificación de que los fondos necesarios para el pago que debe efectuar una institución financiera obligada se encuentran disponibles en la cuenta corriente que dicha institución mantiene en el Banco Central. Adicionalmente, el sistema LBTR operará en tiempo real, es decir, las obligaciones de pago se ejecutarán en el momento que se envían al sistema.

El sistema LBTR, junto con el marco regulatorio que complementa y determina su funcionamiento, permitirá una adecuada administración y control del riesgo de crédito y de liquidez entre instituciones financieras, reduciendo significativamente el riesgo sistémico y los efectos negativos que éste ocasiona sobre la estabilidad del sistema financiero.

Instrumentos de deuda del Banco Central

En los noventa, el Banco Central comenzó a emitir instrumentos de deuda de largo plazo, inicialmente expresados en Unidades de Fomento (Pagarés Reajustables en Cupones, PRC) y luego se incorporaron instrumentos expresados en dólares de Estados Unidos (Pagarés Reajustables en Dólares, PRD) y en pesos (Pagarés Descontables del Banco Central, PDBC). Estas emisiones respondieron a distintas necesidades: alargar los plazos de madurez de la deuda, proveer instrumentos de cobertura del riesgo cambiario y acomodar la estructura de la deuda a los menores niveles de inflación y la nominalización de la política monetaria. Sin embargo, la proliferación de múltiples series de cada tipo de instrumento y la particularidad de sus flujos en relación con los estándares internacionales dificultaba la liquidez de los mercados de deuda.

Durante el segundo semestre del 2002, el Banco Central adoptó una serie de reformas con el objeto de modernizar el

programa de administración de instrumentos de deuda de la institución. Dicho programa consideró la emisión de títulos de deuda, denominados Bonos Banco Central, en pesos (BCP) y reajustables, alternativamente, en UF (BCU) o en dólares de Estados Unidos (BCD). Estos instrumentos reemplazaron a los PRC, PDBC y los PRD, mediante un programa gradual de sustitución de papeles. Los nuevos títulos son emitidos con un formato tipo *bullet*, es decir, pagan intereses en forma semestral y el capital es pagado al vencimiento. Los títulos de deuda en pesos y reajustables en dólares son emitidos con plazos de vencimiento de 2 y 5 años. En tanto que los títulos reajustables en UF son emitidos a 5, 10 y 20 años plazo, los cuales reemplazaron a los PRC emitidos previamente a 8 y 20 años plazo.

Asimismo, se adoptaron medidas para emitir series con un tamaño mínimo del orden de US\$300 millones y en plazos coherentes con los estándares internacionales, lo cual, a su vez, permite cubrir un espectro amplio de la curva de retorno de tasas de interés.

Las reformas implementadas en este ámbito han permitido aumentar la liquidez del mercado de renta fija nacional, facilitar la internacionalización de los pagarés del Banco Central y profundizar la nominalización de los mercados financieros. Este programa de modernización debería contribuir en el mediano plazo a una mayor eficiencia del funcionamiento del mercado de capitales, puesto que permitirá un mejor desarrollo de los mercados de deuda privada.

Riesgos de mercado y de liquidez

Otro conjunto de reformas que implementó el Banco Central entre los años 1996 y 2003 está relacionado con los riesgos de mercado y de liquidez que enfrenta la banca. En un mercado de capitales más

desarrollado y profundo, donde continuamente las instituciones financieras están ofreciendo productos más complejos, más un contexto macroeconómico de completa movilidad de los flujos de capitales y de flotación cambiaria, es importante disponer de regulaciones que acoten la exposición de los bancos a las fluctuaciones de precios propias de un contexto más integrado con los mercados mundiales. Es por dicho motivo que el Banco Central dispuso que las instituciones financieras cumplieran, en una primera etapa, ciertas condiciones que limitan la exposición de éstas al riesgo de moneda extranjera y de tasas de interés. En relación con la primera de estas disposiciones, la normativa establece que la suma de las diferencias absolutas de las operaciones activas y pasivas en moneda extranjera no podrán superar el 20% del Capital Básico. Por otra parte, para cautelar la exposición a la volatilidad de las tasas de interés del mercado de capitales los bancos, en todo momento, deberán mantener un descalce entre los flujos (amortización más intereses) activos y pasivos que no podrá superar el 8% del Capital Básico.

Para cautelar el riesgo de liquidez de las instituciones financieras se estableció que éstas deberían mantener relaciones entre los flujos residuales de activos y pasivos sobre capital que dependen del plazo al vencimiento de las operaciones. Por ejemplo, cuando el plazo de vencimiento es inferior a 90 días, los flujos residuales pasivos menos los flujos residuales activos no pueden superar en dos veces el Capital Básico de la institución. La normativa establece requisitos más exigentes para los flujos residuales con plazos al vencimiento iguales o inferiores a 30 días, acotando de esta forma paulatinamente los descalces en que incurren las instituciones financieras en el curso de sus operaciones.

El Banco Central está revisando la normativa para incorporar las recomendaciones de organismos internacionales

como el Comité de Supervisión Financiera del Banco de Pagos Internacionales (BIS) sobre la administración de la liquidez. Entre las recomendaciones se destacan aquellas que entregan espacios para una mayor autorregulación por parte de las instituciones financieras, obligando a una mayor participación del directorio del banco en la definición de las políticas internas sobre la administración de la liquidez.

Es importante señalar que tanto las normativas que regulan los riesgos de liquidez como aquellas que regulan los riesgos de mercado constituyen reformas de “primera generación”, puesto que todas ellas fueron introducidas en un contexto donde no había ninguna regulación tan específica para abordar estos aspectos de la regulación financiera y, en consecuencia, se estimó que era más prudente abordar estos temas de manera gradual y en el mediano plazo, tal como ocurre con la normativa de liquidez, acercándose así a las recomendaciones que proponen los organismos internacionales.

Normas de Cooperativas de Ahorro y Crédito

Recientemente, el Banco Central estableció disposiciones que complementan el marco regulatorio de estas entidades dispuesto por la nueva Ley General de Cooperativas, la cual entró en vigencia el segundo trimestre de 2003. Las modificaciones adoptadas están referidas a normas prudenciales en materia de gestión crediticia y financiera, lo que contribuirá al desarrollo sólido y sostenido del sector cooperativo de ahorro y crédito, bajo la fiscalización de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y el Departamento de Cooperativas del Ministerio de Economía.

Con la entrada en vigencia de la nueva ley de cooperativas y de los cambios a la

normativa del Banco Central sobre estas entidades, las Cooperativas de Ahorro y Crédito podrán prestar nuevos servicios a sus clientes y realizar nuevos tipos de operaciones tales como: abrir cuentas de ahorro a la vista a sus socios, otorgar a sus clientes servicios financieros por cuenta de terceros, invertir en efectos de comercio y bonos con adecuada clasificación de riesgo y obtener préstamos de instituciones financieras nacionales y extranjeras. Según lo establece la nueva Ley General de Cooperativas, aquellas que se encuentren fiscalizadas por la SBIF y que cuenten con un patrimonio superior a UF400.000 podrán: otorgar préstamos con letras hipotecarias, efectuar operaciones de *factoring* y *leasing* financiero, emitir bonos y otros valores de oferta pública, efectuar cobranzas, pagos y transferencia de fondos.

Esta ampliación de las operaciones que pueden realizar estas instituciones permitirá incrementar la oferta de servicios financieros y de crédito a los pequeños y micro-empresarios, a los trabajadores por cuenta propia y a otros segmentos de la población que se vinculan tradicionalmente con estas entidades. Cabe destacar que la nueva normativa aprobada por el Banco Central contempla también resguardos financieros orientados a cautelar la solvencia de estas cooperativas. En este sentido, se establecen requisitos de capital en función del riesgo de crédito de las operaciones que realizan —en un esquema similar al de los bancos—, se hace obligatoria la clasificación de riesgo de sus colocaciones, se establecen controles a los riesgos financieros de liquidez y de tasas de interés muy similares a los aplicados a la banca y se limita la concentración de créditos en general y para personas relacionadas. Finalmente, dadas las características particulares del sector cooperativo, y como una forma de resguardar la solvencia del capital de estas instituciones, se establecen procedimientos formales para la devolución de los aportes

enterados por los socios a través de suscripción de cuotas de participación, lo cual permitirá que los socios de las cooperativas puedan ejercer su derecho a retiro de dichas cuotas sin afectar el respaldo de capital de las entidades.

Modernizaciones en la administración del Banco Central

Durante este período, se han continuado realizando profundos cambios en el funcionamiento del Banco, con una serie de logros que se resumen a continuación.

Se ha reorganizado la estructura de divisiones del Banco, creándose la División de Análisis y Política Financiera con el objeto de dar mayor prioridad a estos aspectos una vez logrado el objetivo inflacionario.

Se ha puesto en aplicación un sistema de planificación estratégica, que permite definir los objetivos institucionales a largo plazo, identificar metas y objetivos cuantitativos de las unidades, desarrollar estrategias y planes para alcanzar dichos objetivos y asignar los recursos para llevarlos a cabo. Este sistema está conformado por las Directrices Estratégicas que anualmente define el Consejo para los siguientes dos años, los Planes de Trabajo a realizar por las unidades del Banco, en concordancia con las directrices estratégicas y el Presupuesto de Gastos e Inversiones de Administración, que en este período se ha consolidado con importantes perfeccionamientos.

Conforme con el proceso de liberalización cambiaria y para facilitar las gestiones que deben realizar los agentes que operan en el comercio exterior, el Banco dejó de fiscalizar el valor de las mercaderías importadas y exportadas y convino con el Servicio Nacional de Aduanas el traspaso de esta función y de parte del personal que el Banco Central tenía asignado a esta tarea.

Para elevar la eficiencia en el uso del medio circulante, permitiendo a los usuarios operar con menor cantidad de piezas, se modificó la estructura de denominaciones, incorporándose los billetes de \$2.000 y de \$20.000, los cuales actualmente constituyen 8,4% y 6,2% del total de billetes, respectivamente.

El Banco Central se ha preocupado de incorporar tecnologías computacionales de última generación, optimizando sus aplicaciones tecnológicas y dotando al personal de mayor capacidad tecnológica, en equipos PC y portátiles y en *software* de productividad, econométricos y específicos.

En esta modernización tecnológica destaca el desarrollo de tecnologías asociadas a Internet, para aumentar la transparencia de los objetivos y funciones del Banco y facilitar la interacción con diversos agentes externos. En el sitio *web* se encuentra información como el *Informe de Política Monetaria*, las reuniones del Consejo, estadísticas monetarias, las conferencias de los Consejeros y otras autoridades del Banco, así como también aplicaciones transaccionales para comercio exterior, el sistema de formularios del CNCI y la Base de Datos Económicos, todos los cuales funcionan en esquemas de alta disponibilidad y seguridad. Para mejorar la comunicación e información al interior del Banco se desarrolló la Intranet.

En línea con los avances computacionales incorporados al Banco Central, en este período se ha tenido como objetivo eliminar los títulos del Banco Central impresos en papel, los que en 1996 alcanzaban la cifra de 217.000, lográndose que en los últimos 14 meses sólo se hayan emitido títulos en forma desmaterializada, generándose registros electrónicos que las entidades financieras adquirentes de títulos en el mercado primario derivan hacia su sistema de custodia electrónico.

Para dar mayor fluidez a los procesos de licitaciones de pagarés del Banco, se desarrolló el proyecto SOMA, que permite que estos procesos se puedan efectuar en tiempo real. Con ello, las instituciones financieras pueden adquirir dichos pagarés con ofertas en línea, en lugar del envío de sobres con ofertas al Banco.

Entre las más importantes modernizaciones que se han continuado en el período, está el ajuste necesario en la cantidad y composición del personal. Con las adecuaciones de funciones y las orientaciones estratégicas adoptadas periódicamente por el Consejo, el personal ha disminuido desde 657 funcionarios en 1996 hasta 560 en 2003. La proporción de profesionales se ha incrementado desde 28% en 1996 hasta 38% en la actualidad, en tanto que su proporción en conjunto con ejecutivos y jefaturas subió desde 41% en 1996 a 49% en 2003. En esta misma dirección, se han reforzado las políticas de capacitación en general y de postgrados en particular, tanto en el país como en el extranjero.

En el período, se ha continuado la política de traspasar servicios a proveedores externos con el objeto de aumentar la productividad de los servicios que apoyan a las distintas funciones del Banco Central, realizando, además, un importante esfuerzo para mejorar las condiciones ambientales en que se desempeñan las labores habituales, como también el desarrollo de otras actividades complementarias y recreativas.

Con motivo de la sustracción de información reservada descubierta a fines

de enero de 2003, el Banco Central adoptó una serie de medidas y acciones que implican la incorporación, perfeccionamiento y actualización de normas y procedimientos sobre seguridad de la información, cuya aplicación será auditada por la Contraloría del Banco, conforme a un programa anual específico que aprobará el Consejo. Se ha estipulado en un cuerpo normativo diferenciado, un conjunto de principios éticos a mantener en el Banco Central. Asimismo, se estableció un Manual de Políticas de Seguridad Informática, que incluye un conjunto de doce políticas.

En armonía con lo anterior, se ampliaron, consolidaron y perfeccionaron normas sobre distintos tópicos del quehacer informático y se incluyeron también en la normativa interna, medidas sobre confidencialidad y distribución de la información que se genera y maneja en el Banco. También se desarrolló una normativa especial para el tratamiento de la Información Altamente Sensible (IAS), que incluye disposiciones sobre características y procedimientos asociados al uso de este tipo de información.

Por último, se han puesto en aplicación diversos *software* que permiten aumentar la seguridad de la información, destacando entre ellos, la generación de estadísticas de las comunicaciones electrónicas enviadas y recibidas por unidad, el análisis completo de la operación del correo electrónico del Banco y la incorporación de criptografía y certificación digital en el correo electrónico, para un grupo seleccionado de usuarios que operarán con la IAS.

4. CONCLUSIONES

En el período 1997-2003, se realizó un importante cambio en el marco de políticas durante una situación compleja. La economía chilena enfrentó diversos *shocks* externos que golpearon principalmente el crecimiento y pudieron poner en riesgo los logros en materia de inflación conseguidos hasta 1996. Una política monetaria guiada por una inflación meta en un rango de 2% y 4% anual y en torno a 3%, un sistema cambiario flexible desde 1999, una profundización de la apertura en la cuenta de capitales y numerosas reformas de la política financiera han permitido que la inflación se mantenga dentro de la meta establecida por el Banco Central y que la economía siga creciendo, no obstante, a tasas más bajas que las observadas en la primera mitad de los noventa.

El marco de política vigente hasta 1996, no era completamente coherente con el nuevo escenario internacional. Como resultado del cambio de marco que introdujo mayor flexibilidad, se evitó una crisis mayor. Contrariamente a lo ocurrido en el caso de la gran mayoría de los países que han flotado su moneda, incluyendo el nuestro en el pasado, una preparación

cuidadosa de la flotación evitó consecuencias desestabilizadoras y contribuyó a afianzar la credibilidad del Banco Central. Esto considerando movimientos bastante amplios en el precio del petróleo, menor crecimiento mundial y un tipo de cambio depreciado. Con el nuevo marco de políticas, se logró estabilizar las expectativas de inflación en 3%, un logro vital para el Banco Central de Chile, dada nuestra historia inflacionaria.

Paralelamente, se profundizó la integración financiera, se perfeccionó la política monetaria y financiera y se modernizó sustancialmente el Banco Central.

Todas estas reformas establecen algunas de las bases más importantes para que la economía chilena retorne a la senda del crecimiento. Una inflación controlada y una política monetaria y financiera eficientes son parte esencial del marco dentro del cual los agentes privados, los inversionistas y el gobierno pueden desarrollar sus actividades en forma óptima y sin trabas adicionales para asegurar en el futuro un mayor crecimiento y equidad.

5. REFERENCIAS

- Alfaro, R., H. Franken, C. J. García y A. Jara (2002), "Bank Lending Channel and the Monetary Transmission Mechanism: The Case of Chile," Artículo presentado en la *Sexta Conferencia Anual Industria Bancaria y Transmisión de la Política Monetaria*, Diciembre 12 y 13, 2002, Santiago, Chile.
- Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S. y A. S. Posen (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton University Press: Princeton.
- Bravo, H., and C. J. García, (2002). "Medición de la Política Monetaria y el Coeficiente de Traspaso (Pass-Through) en Chile." *Revista Economía Chilena*, 5 (3), Diciembre: 5-28.
- Cecchetti, S. y M. Ehrmann (2002). "Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers Preferences and Outcomes." En *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, editado por N. Loayza y K. Schmidt-Hebbel. Santiago. Banco Central de Chile: 247-274.
- Corbo, V., O. Landerretche y K. Schmidt-Hebbel (2002). "Does Inflation Targeting make a Difference?" En *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, editado por N. Loayza y R. Soto, Santiago, Banco Central de Chile: 221-269.
- Correa, V., A. Escandón, R. Luengo y J. Venegas, (2002), "Empalme PIB: Series Anuales y Trimestrales 1986-1995, Base 1996, Documento Metodológico," *Documento de Trabajo 179*, Banco Central de Chile.
- Eichengreen, B. (1994). *International Monetary Arrangements for the 21st Century*. Brookings Institution. Washington DC.
- García, C. J. (2001). "Políticas de Estabilización en Chile Durante los Noventa." *Documento de Trabajo 132*, Banco Central de Chile.
- Hochreiter, E., K. Schmidt-Hebbel y G. Winckler (2002). "Monetary Union: European Lessons, Latin American Prospects." Presentado en la Conferencia *Monetary Union: Theory, EMU Experience, and Prospects for Latin America*, Viena, Austria.
- Lefort, F. y K. Schmidt-Hebbel (2002). "Indexation, Inflation, and Monetary Policy: An Overview." En *Indexation, Inflation and Monetary Policy*, editado por F. Lefort y K. Schmidt-Hebbel. Santiago, Banco Central de Chile:1-18.
- Loayza, N. y R. Soto (2002). "Inflation Targeting: An Overview." En *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, editado por N. Loayza y R. Soto. Santiago, Banco Central de Chile:1-22.
- Landerretche, O., F. Morandé y K. Schmidt-Hebbel (2000). "Inflation Targets and Stabilization in Chile." En *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, editado por L. Mahadeva y G. Sterne. Londres: Routledge: 445-483.
- Mies, V., F. Morandé y M. Tapia (2002). "Política monetaria y mecanismos de transmisión: Nuevos elementos para una vieja discusión." *Economía Chilena* 5(3): 29-66.
- Schmidt-Hebbel, K. y M. Tapia (2002a) "Inflation Targeting in Chile." *North American Journal of Economics and Finance* 13: 125-46.
- Schmidt-Hebbel, K. y M. Tapia (2002b) "Monetary Policy Transparency in Inflation

Targeting Economies: Evidence from 20 Countries." Mimeo. Banco Central de Chile.

Schmidt-Hebbel, K. y M. Tapia (2002c). "Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation-Targeting Countries." *Documento de Trabajo 166*, Banco Central de Chile.

Sterne, G. (2002). "Inflation Targets in a Global Context." En *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, editado por N. Loayza y R. Soto. Santiago, Banco Central de Chile: 23-78.

World Economic Outlook, FMI , varios números.