

*Política Económica Contemporánea*  
*Rafael Cruz Fabres - Jaime Gallegos Zúñiga.*



**UNIVERSIDAD DE CHILE**  
**FACULTAD DE DERECHO**

DEPARTAMENTO DE DERECHO ECONOMICO

**BREVE SÍNTESIS DE LA POLÍTICA MONETARIA Y EL BANCO CENTRAL**

CÁTEDRA: POLÍTICA ECONÓMICA CONTEMPORÁNEA  
PROFESORES: RAFAEL CRUZ FABRES y  
JAIME GALLEGOS ZÚÑIGA

### **Breve Síntesis de Política Monetaria**

Entendemos por **Política Monetaria** el conjunto de acciones, medidas y operaciones destinadas a regular la utilización del dinero y los demás medios de pago, por la autoridad económica respectiva, dentro de un Estado determinado.

Por su parte **dinero** se define como un medio de cambio o de pago generalmente aceptado en una comunidad de pagos.

Ahora bien, la **finalidad específica** de la de la Política Monetaria en nuestro país, conforme a lo prescrito por la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central, es mantener la estabilidad del valor del dinero (controlar la inflación) y velar por el normal funcionamiento de la balanza de pagos.

La institución que está a cargo de la Política Monetaria es el **Banco Central de Chile**, órgano de autonomía constitucional (artículo 108 CPR), cuyo funcionamiento y finalidad se regula por la Ley Orgánica Constitucional 18.840 de 1989, que en su artículo tercero describe los objetivos específicos antes dichos. Para cumplir con este propósito, la Ley otorga al Banco Central atribuciones para regular la cantidad de dinero y de crédito en circulación; ejecutar operaciones de crédito y cambios internacionales; y dictar normas en materias monetarias, crediticias, financieras y cambiarias.

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.

El Banco Central de Chile, a través de la CPR de 1980 adquirió la autonomía (*auto / nomos* = *normarse a sí mismo en la esfera de sus facultades e intereses*), luego de 55 años de vida, subordinado a las directrices del Poder Ejecutivo, lo que condujo a un manejo ineficaz en plano del **control inflacionario**<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> “En sus inicios, el Ejecutivo no tenía el control mayoritario del BCCh –su Consejo se componía en su mayoría de representantes del sistema financiero y productivo– lo que en teoría lo aislaría de presiones de los bancos o del Gobierno. Pero la situación fiscal y la propensión del Emisor a otorgar créditos al Gobierno y a los bancos dificultaron inexorablemente el control inflacionario. De hecho, entre 1925 y 1989 la inflación anual promedio en Chile llegó a 47,5%, con una volatilidad de 99,1% (medida como desviación estándar de la inflación anual). Si se excluyen del cálculo los años de altísima inflación entre 1972-75, estas cifras caen a 21,5% y 27,2%, respectivamente. En los dieciséis años de autonomía, la inflación ha promediado 8,1% con una volatilidad de 7,2%. Excluyendo los tres primeros años de funcionamiento autónomo del BCCh- cuyos resultados, puede argumentarse, estuvieron condicionados por decisiones de política monetaria previas- la primera llega a 5,2% y la segunda a 3,3%. Además, el BCCh ha sido

La **autonomía**<sup>2</sup> con la que se encuentra dotado el Banco Central es **relativa** y no plena, ya que conforme a lo prescrito por el artículo 6 LOCBC, al adoptar sus acuerdos, *el Consejo del Banco Central, debe tener presente la orientación general de la Política Económica del Gobierno*. Lo anterior con el objetivo de lograr una regulación armónica y coherente en los diferentes planos de las políticas económicas.

Como ya mencionamos, el Banco Central es un órgano autónomo, que además se caracteriza por ser de rango constitucional (artículos 108 y 109 CPR), de carácter técnico, con personalidad jurídica y patrimonio propio.

La autonomía<sup>3</sup> se ha considerado vital para el correcto planteamiento políticas de mediano y largo plazo, sin quedar sujetos a los vaivenes políticos, lo que en parte conduce a la estabilidad y confianza en el sistema, tópicos tan importantes en materia económica.

---

especialmente exitoso a la hora de mantener la inflación alineada con las metas. Estos resultados sugieren que la autonomía puede haber tenido un efecto de primer orden en la conducción de la política monetaria de Chile” (CESPEDES, L. y VALDES, R. “Autonomía de Bancos Centrales: La Experiencia Chilena”. *En*: Revista Economía Chilena. 9 (1): 25, abril 2006.)

<sup>2</sup> “Hace veinte años, la mayoría de los bancos centrales del mundo funcionaba como un departamento del Ministerio de Hacienda. De ellos se esperaba –por ley, costumbre, o ambas- que utilizaran sus instrumentos de política para lograr innumerables objetivos, tales como altos niveles de crecimiento y empleo, financiamiento del gasto público y la solución de los problemas de la balanza de pagos. También se esperaba que mantuviera la estabilidad financiera y de precios, pero el objetivo de estabilidad de precios era uno entre diversos objetivos de la ley orgánica del banco y no tenía una categoría especial. En algunos casos, como en España y Noruega, ni siquiera aparecía en dicha ley. En forma paralela a esta situación, la teoría económica no atribuía especial importancia a la independencia del banco central, y el concepto de credibilidad de la política monetaria se encontraba en sus primeras etapas de desarrollo. Asimismo –un notable legado de la revolución keynesiana-existía la creencia de que cierto nivel de inflación conduce al crecimiento económico.

Si bien algunos bancos poseían una cuota razonable de independencia legal o de derecho, su verdadera autonomía solía ser menor que la señalada en la ley, en especial en los países en desarrollo. Salvo contadas excepciones, los bancos centrales carecían de independencia de instrumentos y la responsabilidad respecto de la estabilidad de precios le correspondía, al menos implícitamente, al Ministerio de Hacienda y a otras ramas económicas del Gobierno. En unas pocas economías desarrolladas con amplios mercados de capitales (tales como Alemania Occidental, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido), la estabilidad de precios se mantenía gracias a la acción de una Tesorería relativamente conservadora o un banco central con autonomía efectiva o de hecho.

La mayoría de los demás países que ostentaban una razonable estabilidad de precios, lograba este resultado fijando su moneda a la de un país con políticas nominales agregadas lo bastante conservadoras. Conforme al sistema de Bretton Woods, la mayoría de las monedas se ataba automáticamente al dólar estadounidense. Luego del fracaso de este sistema en los setenta, muchos países adoptaron unilateralmente un tipo de cambio fijo y, más tarde una banda cambiaria. Los países sin ninguno de estos tres mecanismos sufrieron prolongados episodios de inflación alta y variable, como ejemplifican los casos de Argentina, Brasil, Chile, Israel y México.

Esta situación contrasta con la práctica y el consenso académico actuales sobre la independencia del banco central. La mayoría de los bancos centrales goza hoy en día de mucha más autonomía, tanto legal como efectiva, que veinte años atrás. La autonomía del banco central y los arreglos institucionales que la acompañan –por ejemplo, un régimen de metas de inflación- se han convertido en mecanismos de compromiso de gran aceptación. Si bien quedan algunos aspectos polémicos, ha surgido el siguiente amplio consenso práctico, respaldado por trabajo académico. La responsabilidad primordial de un banco central es asegurar la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Sin sacrificar estos objetivos, el banco central también debe apoyar las políticas económicas del Gobierno. Se otorga al banco independencia de instrumentos de manera que pueda lograr sus objetivos principales. La delegación de autoridad en una institución no elegida debería ir acompañada de responsabilidad (*accountability*) y transparencia. Cabe señalar que esas dos palabras de moda de las instituciones monetarias modernas rara vez se oían hace veinte años. A falta de independencia, la responsabilidad no era necesaria y los gobiernos y ministerios de hacienda, como entidades políticas, no tenían ningún incentivo para plantear interrogantes sobre su propia transparencia en la conducción de la política monetaria” (CUKIERMAN, Alex. “Independencia del Banco Central e Instituciones responsables de la Política Monetaria: Pasado, Presente y Futuro”. *En*: Revista Economía Chilena. 9 (1): 5-6, abril 2006).

<sup>3</sup> “Las atribuciones del nuevo Banco central autónomo son considerables: manejo de política monetaria y crediticia, formulación de las normas financieras para los sustitutos cercanos al dinero, prestamista de última instancia ante eventuales “corridos” bancarias, control de cambio y manejo de la política cambiaria, regulación de los movimientos de

La estructura orgánica y jerárquica del instituto emisor se regula en los títulos I y II de la LOCBC. Dentro de cuyas normas, conviene destacar los siguientes puntos:

La dirección y administración del Banco Central queda entregado a manos de su Consejo, el cual es el encargado de ejercer las facultades legalmente establecidas para este órgano autónomo. Dicho Consejo del Banco Central se compone por cinco miembros, designados por el Presidente de la República, previo acuerdo con el Senado.

Los miembros del Consejo del Banco Central duran diez años en sus cargos, pudiendo ser designados para nuevos períodos, renovándose por parcialidades de uno por cada dos años.

El Presidente del Consejo es a su vez es Presidente del Banco Central, es designado por el Presidente de la República de entre los miembros del Consejo, durando en tal cargo cinco años, o el tiempo menor que le reste como consejero, pudiendo ser designado para nuevos períodos.

El Consejo debe funcionar con la presencia de al menos tres de sus miembros, adoptando sus acuerdos cuando cuenten con el voto favorable de la mayoría de los asistentes, salvo los casos en que la ley orgánica exija una mayoría especial. En caso de empate dirimirá quien presida la sesión.

El Consejo celebra sesiones ordinarias a lo menos una vez a la semana, y extraordinarias cuando así las cite el Presidente del Consejo o ésta sea requerida por al menos dos consejeros.

Una disposición que hace alusión al uso con fines particulares de la información privilegiada que manejan los consejeros del Banco Central es la contenida en el artículo 13 de la LOCBC, el cual prescribe: "Ningún miembro del Consejo podrá intervenir ni votar en acuerdos que incidan en operaciones de crédito, inversiones u otros negocios, en el que él, su cónyuge, o sus parientes hasta

---

capitales, determinación de la política de reservas internacionales, regulación de las operaciones de endeudamiento externo.

En este contexto es válida la pregunta de Milton Friedman: ¿es realmente tolerable en un régimen democrático concentrar tanto poder en una institución que no está sujeta a ningún control político?" En realidad, la autonomía del Banco Central le otorga independencia para el manejo de la política monetaria, pero no elimina la posibilidad de un comportamiento discrecional y errático por su parte. ¿Por qué sería preferible la discrecionalidad del presidente del Banco Central a la del ministro de Hacienda?

Para evitar ese peligro, la lógica monetarista sugiere el establecimiento de reglas claras que induzcan a un automatismo en el comportamiento de las variables monetarias; ello, supuestamente, posibilitaría la predictibilidad de la evolución de la economía. La economía chilena en el período 1980-81 se ajustaba bastante a la lógica implícita en el funcionamiento ideal de un Banco Central autónomo: el presupuesto fiscal no sólo estaba equilibrado, sino que tenía superávit; existía una regla clara, estable y "permanente", el tipo de cambio nominal fijo, y el Banco Central estaba administrado por economistas monetaristas supuestamente idóneos. El resultado fue un desequilibrio incontrolable en 1982. El Banco Central, como prestamista de última instancia, tuvo que ser rescatado por la Tesorería, que debió financiar los déficit acumulados por el Banco Central. Luego, ¿quién protege a la Tesorería del Banco Central?

En la coyuntura macroeconómica de los 90, un programa económico consistente requiere de la coordinación de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria; para ello es necesaria la interacción entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda, sin subordinación de ninguna de las partes. El principio básico del comportamiento de un Banco Central autónomo debe ser el ejercicio de esa autonomía *dentro* del gobierno; un Banco Central autónomo *del* gobierno puede generar señales económicas inconsistentes a nivel global, que pueden conducir a una situación de caos y desequilibrio" (MELLER, Patricio. "Un siglo de economía política chilena (1890-1990)", Segunda Edición, 1998. Editorial Andrés Bello, Santiago de Chile. P.274-275)

el tercer grado de consaguinidad o segundo de afinidad, inclusive, tengan un interés de carácter patrimonial.

No se entenderán comprendidos en estas prohibiciones los acuerdos destinados a producir efectos de carácter general.

En caso de producirse alguna de la inhabilidades referidas en este artículo, el consejero implicado no será considerado para los efectos de determinar el quórum respectivo”.

En el supuesto que alguno de los miembros del Consejo violente esta prohibición o abusen de su cargo con fines particulares, aquel miembro puede ser acusado ante la Corte de Apelaciones de Santiago, la cual resolverá en única instancia a través de una de sus salas, si se ha incurrido en infracción o abuso, en cuya tramitación la Corte puede dictar medidas para mejor resolver.

La acusación debe ser fundada e interpuesta por el Presidente de la República, por el Presidente del Banco o por a lo menos dos consejeros.

Si el fallo resuelve que el Consejero ha incurrido en infracción o abuso, el consejero afectado cesa de inmediato en sus funciones, y la Corte de Apelaciones debe remitir los antecedentes al tribunal que corresponda, para efectos de hacer efectiva la responsabilidad civil o penal si fuere procedente.

El consejero que cese en funciones por los motivos recién indicados no podrá ser designado nuevamente en el cargo.

Los artículos 16 y 17 de la LOCBC abordan otros supuestos de destitución de consejeros del Banco Central, por parte del Presidente de la república, previo acuerdo con el Senado, lo que denota la alta magistratura que implica el desempeñarse como consejero del Banco Central.

Además a los consejeros se les imponen, dada la investidura de su cargo y la fuerte ingerencia que sus decisiones pueden tener en la economía, una serie de incompatibilidades con el desarrollo de otra actividad sea ésta remunerada o no, a menos que se trate de funciones en corporaciones o fundaciones que no persigan fines de lucro, en cuyo caso, tales actividades no pueden ser remuneradas.

Con todo, por texto expreso de la LOCBC, se permite que un consejero del Banco Central desempeñe labores académicas o docentes, siendo ésta la excepción más fuerte y particular dentro de las incompatibilidades contenidas en el artículo 14, cuyo inciso final impone la obligación de presentar una declaración patrimonial y de intereses por parte de los consejeros antes de asumir sus cargos. Disposiciones todas tendientes a garantizar la probidad y transparencia en el actuar de los integrantes del Consejo del Banco Central.

Por último, en lo que dice relación con la estructura orgánica y funcional del Banco Central, conviene tener presente lo dispuesto en el artículo 19 de la LOCBC que regula la intervención del Ministro de Hacienda en las sesiones del Consejo.

El Ministro de Hacienda puede asistir a las sesiones del Consejo con derecho a voz, pudiendo proponer la adopción de determinados acuerdos, los que deben resolverse por los miembros de este órgano.

Además, el Ministro de Hacienda se encuentra facultado para suspender la aplicación de un acuerdo o resolución que adopte el Consejo por un plazo no superior a quince días, contado desde la fecha de la correspondiente sesión, a menos que la totalidad de los consejeros insista en su aplicación, en cuyo caso primará la voluntad del Consejo.

En caso de que se verifique la suspensión del acuerdo o resolución, el Ministro de Hacienda podrá requerir al Presidente del Banco Central que convoque a una sesión extraordinaria donde se aborde la materia sujeta a la medida, a lo cual el Presidente del Banco Central no podrá negarse.

Esta última disposición es un ejemplo más de la autonomía relativa del Banco Central de Chile, pues da una herramienta directa al Gobierno para intervenir, al menos de un modo temporal, en las decisiones que adopte el Banco, lo que denota la debida coherencia y armonía que debe existir entre las Políticas Monetarias y Fiscales que se aplican en el país.

#### Objetivos del Banco Central

En términos simples, el Banco Central debe proteger el valor de la moneda, buscando que la inflación sea baja y estable.

El concepto de **estabilidad de precios** no es irrelevante, sino que sirve al objetivo más amplio de encaminar a la economía nacional por una ruta de **crecimiento** sostenido, de pleno empleo y en general, de progreso y bienestar para la población. A su vez conducen a la formación de **confianza** entre los individuos, aliciente para el ahorro, la inversión y las ganancias de productividad, todos ellos elementos indispensables para el crecimiento económico<sup>4</sup>. Además de proteger el ingreso de los sectores más indefensos de la sociedad.

Sin embargo, la Política Monetaria no puede influir sobre la trayectoria de crecimiento de largo plazo más allá de su contribución a la estabilidad de precios.

---

<sup>4</sup> “En brusco contraste con los años ochenta, hoy gran parte del mundo goza de estabilidad de precios, y los bancos centrales se han convertido en guardianes de esta estabilidad. Esto es un buen arreglo, ya que un banco central con un grado razonable de autonomía está en mejores condiciones de mantener la estabilidad de precios que bajar una tasa de inflación alta.

Existen varios motivos para pensar que esta era de estabilidad de precios llegó para quedarse. En primer lugar, incluso a un banco central moderadamente autónomo le resulta más fácil hoy que en el pasado insistir en tener la estabilidad del nivel de precios como su objetivo, porque hoy cada país realiza una parte considerable de su comercio con economías que también se caracterizan por la baja inflación. Esto es reforzado por la gran liberalización de los flujos de capitales y por mercados de capitales internacionales más profundos. En esta nueva era, la inestabilidad nominal o financiera dentro de un solo país es mucho más costosa que en el pasado en términos de restricciones al acceso a los mercados de capitales. Los ministerios de hacienda y los gobiernos que buscan asegurar un acceso sin trabas al crédito en caso de necesidad, entienden que permitir que la inflación se desvíe en forma persistente de la norma mundial aumentará la prima por riesgo en sus préstamos y, en general, limitará su capacidad para obtenerlos. Así pues, están más dispuestos que en el pasado a permitir que el banco central se centre en la estabilidad de precios. Consideraciones similares se aplican a la mantención de la estabilidad financiera. Mercados de capitales libres y profundos fortalecen los incentivos para los gobiernos de designar autoridades relativamente conservadoras en el banco central y otorgarles suficiente libertad como para mantener un fuerte énfasis en el logro de la estabilidad de precios” (CUKIERMAN, Alex. Op. Cit. 16-17).

La Política Monetaria sigue una **orientación anticíclica**, que además de preservar la estabilidad de precios, busca evitar las variaciones extremas del gasto global, o demanda interna, conducentes a riesgos innecesarios en los mercados financieros y a situaciones aflictivas en materia de recesión y desempleo.

El Banco Central, busca mantener la inflación a través del tiempo en un rango entre 2 y 4% anual. El valor central de este rango, 3% constituye la **meta operacional** que guía la Política Monetaria en el mediano plazo.

A pesar de que la meta operacional se ubica algo por encima de las tasas medias de inflación observadas en economías desarrolladas (entre 1 y 3%). El rango de 2 a 4% toma en cuenta un **grado de inercia inflacionaria** que se deriva del uso extendido de **prácticas indizatorias** (respecto de la inflación pasada) en diversos mercados, prácticas que a su turno son herencia de la historia de alta inflación que exhibe nuestro país desde la década de 1930. En segundo lugar, la experiencia internacional revela que los países que crecen más rápido que el promedio (como Chile) son también aquellos con mayores crecimientos de productividad en los **sectores transables** (vinculados al comercio exterior), lo cual se asocia con un leve sesgo al alza en la inflación, ya que las mejoras en productividad en el sector transable ejercen presión sobre los aumentos salariales.

La meta operacional de mediano plazo se define en términos de la variación del **IPC**. Este indicador, sin embargo, puede mostrar un grado relativamente alto de volatilidad mes a mes, como resultado de variaciones en los precios de alimentos perecibles y de los combustibles. Por lo tanto, para interpretar la información de precios periódicamente y a corto plazo (hasta 12 meses), el Banco Central centrará su atención preferentemente en mediciones de **inflación subyacente o de tendencia**, tales como la variación del IPC subyacente (el índice total excluyendo verduras, frutas y combustibles) que registra el INE.

Las desviaciones transitorias de la inflación de tendencia respecto del valor central del rango (3%) son tolerables, mas sólo en la medida en que se mantengan acotadas respecto de los límites establecidos, y que con razonable seguridad pueda esperarse que, en un lapso prudente, la inflación retornará al 3%.

#### Operatoria

La política monetaria tiene como principal instrumento operativo las **Operaciones de Mercado Abierto** que realiza administrando mes a mes los cupos de licitaciones de sus propios títulos de deuda y colocando o sustrayendo liquidez del mercado interbancario de muy corto plazo.

#### Canales de transmisión y Horizonte de la Política Monetaria

La transmisión de los cambios en la Política Monetaria hacia el resto de la economía sucede a través de varios canales y toma un tiempo relativamente largo y variable en materializarse. Así, por ejemplo, una Política Monetaria más restrictiva (reflejada en un aumento en la Tasa de Política) incide en un menor gasto privado en inversión y consumo y, por esa vía, afecta a la brecha entre la demanda agregada y el producto potencial y, finalmente, a la inflación. Al mismo tiempo, el alza de la Tasa de Política también puede afectar al tipo de cambio (apreciándose el peso), disminuyendo

eventualmente la inflación de los productos importados, además de afectar también a la demanda externa y a la brecha gasto a producto. Desde que se cambia la Tasa de Política hasta que la inflación reacciona sustancialmente, por el conjunto de canales de transmisión, pueden pasar entre uno y dos años. Este período se define como lapso prudente que el Banco Central como **Horizonte de la Política Monetaria**.

Por lo anterior, las acciones de dicha Política se basan en la evolución esperada de la inflación para un plazo de 12 a 24 meses y no necesariamente en su comportamiento presente. Del mismo modo, movimientos de inflación puntualmente fuera de este rango podrían no requerir acciones de Política si existe una presunción fundada de que son de muy corta duración y que arriesgan desanclar la inflación de tendencia.

#### Flotación Cambiaria

El esquema vigente de **flotación cambiaria** permite que al Banco Central usar su instrumental monetario con más flexibilidad e independencia que en caso de un régimen de rigidez del tipo de cambio. Esto es importante, porque se puede combinar la estabilidad de precios que busca la Política Monetaria, con la posibilidad de absorber impactos de la economía mundial a través de la flexibilidad del tipo de cambio.

El régimen de flotación cambiaria, además es perfectamente coherente con la perspectiva de mediano plazo que tiene actualmente la Política Monetaria, en cuanto a los efectos inflacionarios o deflacionarios de fluctuaciones cambiarias transitorias, que tienden a cancelarse entre sí en horizontes mayores a un año.

La adopción conjunta de un esquema de Política Monetaria basado en metas de inflación y en un régimen de flotación cambiaria es cada vez más común a nivel internacional, tanto en países desarrollados (Canadá, Nueva Zelanda, Australia, Suecia, Gran Bretaña, etc.), como en economías emergentes (Israel, Brasil, Chile). Estas experiencias han sido particularmente exitosas en mantener la estabilidad de precios en un ambiente de crecimiento.

#### Efectos de la Política Monetaria en los Mercados Financieros

La Política Monetaria es una herramienta que usa el Banco Central para mostrar al mercado cuál es su posición frente a la coyuntura económica y las perspectivas de inflación. Esta política se manifiesta en una tasa de interés que se conoce como Tasa de Política Monetaria (o **Tasa de Política**) la cual se vincula, desde 1995, directamente con la **tasa de interés interbancaria**. Esta última es la tasa a la cual se prestan recursos los bancos comerciales entre sí, de un día para otro, con el propósito de satisfacer sus necesidades de liquidez (mayormente por el encaje legal). No obstante, el Banco Central no fija por decreto su Tasa de Política, sino que anuncia respecto de ella un objetivo operativo que interesa sostener por medio de **operaciones de mercado abierto**. En otras palabras, inyecta o retira liquidez, a veces con frecuencia diaria y con títulos de muy corto plazo, de modo que la tasa interbancaria se ubique alrededor de la Tasa de Política.

El efecto cuantitativo que un cambio en la Tasa de Política tiene sobre otras tasas de interés, y sobre los mercados financieros en general, depende de hasta qué punto fue anticipado este cambio de política y cómo afecta las expectativas sobre políticas futuras.



a) Tasas de Interés de Corto Plazo.

Un cambio no anticipado en la Tasa de Política se transmite inmediatamente a otras tasas de corto plazo del mercado monetario. Por de pronto, las **tasas interbancarias** se ajustan *pari passu*, afectando desde ahí las **tasas nominales de captación y colocación** a plazos entre 30 y 90 días y, con un poco menos de intensidad, las **tasas nominales y reales de los títulos, depósitos y colocaciones** hasta un año plazo, donde se destacan los papeles del Banco Central como los PRBC a 90 días y los PDBC de 360 y 90 días. Sin embargo, estas tasas no siempre varían en la magnitud exacta en que lo hace la Tasa de Política, y, transitoriamente, también puede haber ajustes en los **spreads** o márgenes entre tasas activas (colocación) y pasivas (depósitos).

b) Tasas de Interés de Largo Plazo

Aunque una alteración en la Tasa de Política inequívocamente produce cambios, el impacto sobre las tasas de interés a plazos más largos puede ser en cualquier dirección. Puesto que dichas tasas de largo plazo se ven afectadas por un **promedio de tasas** de corto plazo tanto actuales como futuras, de tal forma que el resultado depende de la dirección y de la magnitud del impacto que tiene el cambio en la Tasa de Política sobre las **expectativas** acerca del comportamiento futuro de las tasas de interés. Así, por ejemplo, un aumento en la Tasa de Política podría generar la expectativa de una reducción futura de las tasas de interés.

c) Tipo de Cambio

Las variaciones en las tasas de interés inducidas por la Política Monetaria también pueden afectar al tipo de cambio.

El impacto preciso que tiene una modificación en la Tasa de Política sobre el tipo de cambio es incierto, debido a que dicho impacto dependerá de las **expectativas** existentes sobre las tasas de interés y la inflación interna y externa. Estas expectativas, a su vez, se pueden ver influidas por los cambios en las políticas. Sin embargo, si todo lo demás permanece igual, un aumento inesperado en la Tasa de Política normalmente conduce a una **apreciación inmediata del peso** frente al dólar. La apreciación se debe al hecho de que el aumento de las tasas de interés internas con relación a las externas aplicadas a activos equivalentes en moneda extranjera, ocasiona que los activos en pesos resulten más atractivos a los inversionistas locales y extranjeros.

Considerando el **grado de sustitución** entre los títulos en dólares y aquellos en pesos, esos inversionistas quedarían indiferentes a tener activos en cualquiera de las dos monedas. En esas condiciones, el diferencial de interés correspondiente para instrumentos de cualquier plazo es aproximadamente igual a la suma de la tasa de variación esperada en el tipo de cambio en ese plazo, el premio por el riesgo cambiario y el premio por el riesgo de los instrumentos en pesos.

d) Precios de los Activos

Los cambios en la Tasa de Política afectan, además, los precios en el mercado de valores de **bonos y acciones**. El precio de los bonos es inversamente proporcional a la tasa de interés a

largo plazo, por lo cual un aumento en dichas tasas ocasiona una disminución en el precio de los bonos. Si todo lo demás permanece igual (especialmente las expectativas), un aumento en las tasas de interés también hace bajar los precios de otros valores como las acciones y las propiedades. Esto a raíz de que los retornos esperados a futuro se descuentan a una tasa mayor, de modo tal, que el valor presente de cualquier fuente de ingresos futura sufre una caída.

e) Liquidez, Cantidad de Dinero y Crédito Bancario

Aunque la demanda por dinero puede ser inestable, lo cierto es que un cambio en la Tasa de Política afectará la cantidad disponible de **activos monetarios líquidos** (aquellos que no pagan intereses o pagan intereses muy bajos), como el **circulante** y el **M1A** (que agrega al anterior básicamente los depósitos a la vista). Por ejemplo, un aumento en la Tasa de Política tenderá a asociarse a una **restricción monetaria**, puesto que el efecto al alza sobre las tasas de interés de mercado implicará que el costo para el público de mantener esos activos líquidos suba y entonces disminuya su cantidad demandada. Esto hace que los bancos requieran menos liquidez para sus operaciones, a la tasa de interés interbancaria más alta, por lo que el Banco Central necesita proveer menos liquidez para sostener la nueva tasa.

La **menor demanda por activos monetarios líquidos** tiene como contraparte una reducción en los depósitos a la vista en los bancos, lo cual si no se compensa con un aumento en otras formas de depósito, disminuye las fuentes de fondos de los bancos y su base para dar créditos. De igual modo, aunque otras formas de depósito que paguen intereses se incrementen exactamente como para compensar la disminución en los depósitos a la vista, al banco le saldrá más caro la obtención de fondos, por lo que tenderá a cobrar más por sus créditos. Mas, no sólo se afecta el **costo de los créditos**, sino que también se impacta en la oferta de créditos. En efecto, un aumento en las tasas de interés cobradas por los créditos hace que un banco comercial sea más cauteloso en la **evaluación de riesgo** de los préstamos a sus clientes y, consecuentemente, puede restringir parcialmente el acceso al crédito a algunos clientes.

Una Política Monetaria más restrictiva anticipa una **desaceleración del gasto global**, lo cual impactará en la capacidad de repago de algunos clientes de los bancos, lo que también lleva a las instituciones financieras a ser cautelosas.

f) Expectativas

Los cambios en la Tasa de Política pueden influir sobre las expectativas acerca del rumbo futuro de la actividad real, al afectar las **decisiones de inversión** y de **consumo** en forma directa y, con ello, eventualmente, a la misma inflación. Esto ocurre aun antes que medien los efectos indirectos.

En síntesis, aunque el Banco Central sólo actúa directamente sobre una tasa de interés específica de corto plazo, los cambios en la Tasa de Política afectan las tasas de interés del mercado, el tipo de cambio y, en menor medida los precios de los activos. La respuesta de estas variables no es siempre la misma, sino que varía considerablemente de tiempo en tiempo.

## **Política Monetaria en la década de los noventa<sup>5</sup>**

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.

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.

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. 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.

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.

Elemento clave para la credibilidad del Banco Central de Chile es su autonomía, la cual se encuentra consagrada en su Ley Orgánica Constitucional. La autonomía del Banco Central es fundamentalmente operativa. 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<sup>6</sup> 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<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> MASSAD, Carlos. La Política Monetaria en Chile en la Última Década (Documentos de Política Económica, Banco Central de Chile N° 1, Octubre 2001)

<sup>6</sup> Se realizan 3 informes a la Comisión de Hacienda en el año, lo que resulta como contrapartida de la autonomía con la que se encuentra dotado el Banco Central.

<sup>7</sup> “Dado que los bancos centrales son instituciones no elegidas, tienen que responder ante los representantes de la sociedad elegidos democráticamente. Existe amplio acuerdo sobre este principio, pero hoy en día se discute más que en el pasado. La razón es simple. Veinte o más años atrás, la mayoría de los bancos centrales tenía poca independencia de instrumentos, de modo que la responsabilidad se aseguraba automáticamente. A medida que se intensificó la delegación de autoridad

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.

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.

i) Mantenimiento de Metas de Inflación

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.

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.

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.

---

sobre la conducción de la política monetaria, fue necesario concebir instituciones para proteger explícitamente la responsabilidad. Así, una mayor delegación de autoridad sobre la política monetaria va de la mano con mecanismos más explícitos destinados a hacer que el banco central sea responsable ante el público.” (...) “La transparencia es una característica relacionada que también ha sido muy exaltada. La opinión de consenso es que es deseable no sólo porque aumenta la responsabilidad del banco central, sino también porque proporciona al banco un mejor control de las expectativas del público. Por lo general, esto mejora la eficacia de la política monetaria y en muchos casos, el bienestar. No obstante, las autoridades del banco central y los académicos no han llegado a un consenso respecto del grado óptimo de transparencia o de los procedimientos específicos para implementarla.” (...) “Existen desacuerdos en materias tales como la publicación anticipada de los pronósticos del banco central y la publicación de los votos individuales de los miembros del consejo monetario. Esto último se relaciona con la interrogante de si la responsabilidad debería ser colectiva o individual.” (CUKIERMAN, Alex. Op. Cit. 19-20)

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.

En este período, el Banco Central operó de manera simultánea con metas para el déficit de la cuenta corriente y el tipo de cambio nominal, permitiendo a este último flotar al interior de una banda prefijada. 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.

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.

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 influxo de capitales y del encaje a los influxos 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.

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.

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.

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).

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.

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 países 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%.

ii) Flotación Cambiaria

La segunda etapa del régimen de metas de inflación comenzó en septiembre de 1999, cuando la banda cambiaria fue abandonada 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.

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. 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.

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.

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.

iii) Nominalización de la Tasa de Política Monetaria

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

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

En la discusión sobre la nominalización del objetivo de tasa de política monetaria 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.

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.

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. 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.

iv) Profundización de la institucionalidad regulatoria del sistema financiero chileno

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.

El uso intensivo de información requerido por el sistema bancario lo hace permeable a fallas de mercado como las provocadas por la existencia de información asimétrica. 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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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<sup>8</sup> y swaps<sup>9</sup>.

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 descalces 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.

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.

---

<sup>8</sup> Forwar es uno de los tipos de derivados sustentados en un acuerdo, formalizado mediante un contrato, entre dos partes, para comprar o vender un bien a un precio preespecificado en una fecha determinada. El contrato especifica la cantidad y calidad del bien a ser entregado, el precio de entrega, la fecha y el lugar de entrega. Los forwards son instrumentos de cobertura de riesgo y de juego de suma – cero donde las ganancias del ganador son iguales a las pérdidas del perdedor. Refiriéndose a estos instrumentos el profesor Sandoval López (SANDOVAL, Ricardo. “Nuevas Operaciones Mercantiles”, 5ta edición. Editorial Lexis Nexis, Santiago, 2004. P. 234) nos señala: “*La prestación que constituye su objeto, esto es, entregar o recibir respectivamente, en una fecha futura preestablecida, una cantidad de dinero a un tipo de interés convenido al tiempo de su celebración, debe cumplirse en todo caso según el precio estipulado inicialmente, con independencia de cuál sea el tipo de interés corriente o el tipo de cambio en el mercado al momento del vencimiento previsto. Siendo esto así, resulta que:*

- *el riesgo es bilateral, porque en relación al precio del mercado podrá obtener beneficio o pérdida cualquiera de las partes;*
- *el compromiso adquirido no admite cambios de contenido ni opción alguna en el futuro; más aún estando frente a un instrumento negociable, de suerte que si sus estipulaciones llegan a ser gravosas para uno de los participantes esto sólo podrá contrarrestarlas conviniendo otro forward en sentido contrario.*

*Por otra parte, el marcado carácter financiero de esta operación implica la falta de un desembolso inicial de parte de los operadores. Es preciso tener en cuenta que el acuerdo de voluntades de las partes recae sobre el tipo de interés que va a rendir un hipotético préstamo o depósito estipulado a plazo, cuyos respectivos capitales principales siempre están teóricamente disponibles y son también objeto de la operación, si bien no se entregan nunca. En efecto, como el pacto recae sobre los tipos de intereses que van a resultar de ese préstamo o depósito al término estipulado, habrá que admitir que sólo entonces y sobre dichos intereses que se produzca el flujo de dinero, denominado flujo de liquidación o settlement flow, a favor de quien resulte en cada caso beneficiado o ganador. En cada caso la operación es la que va a determinar el saldo acreedor o deudor para cada uno de los sujetos que han participado en ellas, compensándose por las diferencias”.*

<sup>9</sup> El swap es un instrumento de cobertura de riesgo financiero consistente en un contrato que fija un acuerdo entre dos partes, para intercambiar flujos de caja en el futuro bajo condiciones preestablecidas. El contrato define las fechas en las cuales se intercambian los flujos de caja y la manera de calcular dichos flujos.

La finalidad de los swaps es múltiple como transformar posiciones activas o pasivas de tasa variable a tasa fija o viceversa, transformar posiciones pasivas a activas, transformar inversiones de una moneda a otra, estabilizar ciertos flujos de caja, etc.

Refiriéndose al swap o permuta financiera el profesor Sandoval López (SANDOVAL, Ricardo. *Ibíd.* P. 241 ss.) nos dice: “*Los swaps o permuta financiera, han nacido en los mercados como consecuencia, fundamentalmente, de la existencia de necesidades similares aunque opuestas de los empresarios. Tales necesidades opuestas o encontradas de los empresarios no tienen por qué originarse entre flujos de pagos en distintas monedas, sino que pueden producirse también respecto de operaciones con una misma moneda. Esto último se presenta con frecuencia en la forma más normal de swap, que es la relativa a los tipos de interés, y más concretamente en aquellos casos en que el propósito de cada parte consista en cambiar la estructura de sus respectivas deudas, por ejemplo, deudas contraídas en virtud de contratos de préstamos anteriores, debido al hecho que las formas de pago pactadas en el contrato de origen han dejado de convenirles. De esta suerte, si la deuda que una deudora a un tipo de interés fijo y prefiere que el interés sea variable, se opone a la deudora que la otra parte ha asumido y que no quiere mantener, por ejemplo, es deudora del mismo monto de capital a un tipo de interés variable, y ahora desea pagar un interés fijo, ambas partes quedarán satisfechas con tan solo cruzar o intercambiarse las operaciones”.*

Como consecuencia del cumplimiento sistemático de las metas de inflación y de la disminución en el nivel y volatilidad de ésta, un incremento del descalce 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.

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.

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 incurrir.

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.

\* \* \*

Por último, y de modo meramente enunciativo, siguiendo para ello el criterio funcional que dispone la LOCBC señalamos las más importantes **facultades del Banco Central de Chile**:

a) Facultades en materia de regulación de circulante y crédito (art. 34):

i) ***Abrir líneas de crédito. Descontar y redescantar letras de cambio y pagarés.***

(1) *“Abrir líneas de crédito a las empresas bancarias y sociedades financieras y celebrar los contratos correspondientes; otorgarles refinanciamiento; descontarles y redescantarles letras de cambio, pagarés y otros documentos negociables en moneda nacional y extranjera.*

*Las operaciones de descuento y redescuento deberán ser efectuadas siempre con la responsabilidad de la institución cedente.*

*Tratándose de créditos otorgados al Banco por organismos financieros extranjeros o internacionales, éste podrá transferirlos a las empresas bancarias o sociedades financieras, fijando las condiciones para que dichos recursos sean traspasados a terceros;*"

En este numeral se comprenden dos operaciones, una de ellas es abrir líneas de crédito a los bancos, financiando así sus operaciones y la otra dice relación con las operaciones de descuento y redescuento.

El descuento es aquella operación en virtud de la cual un tercero avanza al titular de un documento de crédito (letra de cambio, pagaré, título de crédito u otro documento) el valor total del documento, con una deducción de una cantidad de dinero que la entidad cobra a título de interés.

En interés que se cobrará por esta operación se determina conforme a la fecha misma de la operación del descuento y la fecha de vencimiento de la letra de cambio o pagaré (u otro).

Las operaciones de descuento se efectúan entre particulares y bancos comerciales, sin embargo, en este numeral se faculta para que el Banco Central opere como descontante de documentos que le presenten bancos comerciales.

El redescuento por su parte, es el nombre que se le da a la operación del Banco Central de avanzar el valor de las letras de cambio (u otros documentos) que le presenten los bancos comerciales, ya descontados por ellos.

**ii) Fijar la tasa de encaje<sup>10</sup> (con un tope máximo de 40 y 20% según el tipo de depósitos que se trate)**

(2) *"Fijar las tasas de encaje que, en proporción a sus depósitos y obligaciones, deban mantener las empresas bancarias, sociedades financieras y cooperativas de ahorro y crédito, en las condiciones que éste determine.*

*Para el ejercicio de esta facultad se requerirá acuerdo de la mayoría del total de los miembros del Consejo.*

*El encaje deberá estar constituido por billetes y monedas de curso legal en el país, que estén disponibles en caja o depositados a la vista en el Banco o, en su caso, en divisas de general aceptación en los mercados internacionales de cambio. Se considerará como parte del encaje el depósito de garantía a que se refiere el artículo 36 de la Ley General de Bancos.*

*Sin perjuicio de lo dispuesto precedentemente, el Banco podrá autorizar que parte del encaje se constituya en títulos o valores emitidos por éste.*

*Las tasas de encaje que pueda fijar el Banco deberán ser generales para los distintos tipos de obligaciones. Sin perjuicio de lo anterior, podrán establecerse tasas diferentes, ya sea atendiendo a la naturaleza de los depósitos u obligaciones, a partes en que estén expresados, o*

---

<sup>10</sup> Véase CIFUENTES, Rodrigo. "Encaje a los depósitos: Argumentos Teóricos e Impactos a la Liquidez de los Bancos". *En: Revista Economía Chilena* 4 (3): 97-101, diciembre 2001.

a la circunstancia de tratarse de una institución que, atendida la fecha de su creación, no pueda regirse por normas de general aplicación.

*En ningún caso las tasas de encaje que se establezcan podrán exceder, en promedio, del 40% tratándose de depósitos u obligaciones a la vista, ni de un 20% en el caso de los restantes depósitos y obligaciones.*

*Sin perjuicio de lo señalado precedentemente, el Banco podrá, en casos calificados, fijar tasas de encaje adicionales para los depósitos que efectúe el Fisco en las empresas bancarias o sociedades financieras.*

*Lo señalado en este número se entenderá sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 80 bis de la Ley General de Bancos;"*

Los bancos sólo pueden prestar hasta un cierto porcentaje de las sumas recibidas en depósito. La suma que el banco debe conservar, y por ende, no puede otorgar en créditos, de las cantidades recibidas en depósito, está determinada por la tasa de encaje.

Cabe tener presente que en los depósitos a la vista la tasa de encaje que podrá establecer el Banco Central tendrá un máximo de un 40%, mientras que el tope de la tasa de encaje en los depósitos a plazo ascenderá a 20%, ello se explica pues en los depósitos a la vista será necesario que los bancos cuenten con más dinero "fácilmente recuperable" para sus cuentacorrentistas, quienes pueden hacer giros en cualquier momento, que lo que ocurre en el caso de los depósitos a plazo, donde los ahorrantes, para obtener el interés convenido deben esperar el plazo dado para poder rescatar sus fondos, motivo por el cual, el banco no necesitaría contar con aquel dinero en todo momento.

La palabra "encaje" viene del francés "*en caisse*" que significa en caja. Por tanto, cuando hablamos de encaje, nos referimos a la cantidad o porcentaje de los dineros recibidos en depósito que el banco no puede dar en préstamo, y debiese mantener "en caja".

**iii) Comprar y vender en el mercado abierto valores mobiliarios y efectos de comercio.**

*"(5) Emitir títulos, que deberán contener las condiciones de la respectiva emisión, como asimismo, colocarlos y adquirirlos en el mercado abierto.*

*(6) Comprar y vender en el mercado abierto, valores mobiliarios y efectos de comercio, emitidos por empresas bancarias y sociedades financieras. No obstante, en el ejercicio de esta atribución, el Banco no podrá adquirir acciones de las referidas entidades, sin perjuicio de lo dispuesto en los números 2 y 3 del artículo 26, y"*

Estas son las denominadas Operaciones a Mercado Abierto (OMA), que corresponden a compras y ventas de instrumentos por parte del Banco Central con el objeto de controlar la liquidez.

El principal instrumento programado que se negocia en este tipo de operaciones es el Pagaré Descontable del Banco Central a 30 y 90 días. Además, se efectúan operaciones con pagarés reajustables y otros instrumentos.

El mercado primario de estos los pagarés (como instrumentos negociables de las operaciones de mercado abierto) opera exclusivamente en el Banco Central, mediante colocaciones directas a través del Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA).

Las entidades que pueden operar en el mercado primario del Banco Central, conforme a los criterios generales establecidos son: las empresas bancarias, sociedades financieras, administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros y administradoras de fondos mutuos.

Las adquisiciones de estos pagarés pueden realizarse, ya sea participando en las licitaciones que el Banco central organiza o comprando directamente en la ventanilla que este órgano habilita para tal efecto, todo ello en operaciones que pueden efectuarse con o sin descuento.

**iv) Fijar tasas de interés (tasa de instancia monetaria)**

*“(7) Fijar las tasas de interés, comisiones, sistemas de reajuste y demás condiciones aplicables a las operaciones que efectúe el Banco”*

*“(3) Ceder documentos de su cartera de colocaciones o de inversiones a las empresas bancarias y sociedades financieras y adquirir de estas entidades, con responsabilidad de las mismas, documentos de sus carteras de colocaciones o de inversiones, en las condiciones que determine el Consejo.*

*(4) Recibir y efectuar depósitos en moneda nacional o extranjera de o en las empresas bancarias y sociedades financieras.*

*Por acuerdo de la mayoría del total de los miembros del Consejo, el Banco podrá recibir depósitos del Fisco o de otras instituciones, organismos o empresas del Estado. En el evento que tales depósitos devenguen intereses, éstos no podrán exceder de las tasas normales del mercado.*

**b) Facultades en materia de regulación del sistema financiero y del mercado de capitales (art. 35):**

- i) Dictar normas para la captación de fondos.
- ii) Autorizar el pago de intereses en las cuentas corrientes bancarias
- iii) Fijar el interés máximo a pagar por las empresas bancarias sobre depósitos a la vista.
- iv) Regular fianzas y avales
- v) Regular la emisión y operación de tarjetas de crédito.
- vi) Autorizar el sistema de reajuste que utilicen las operaciones de crédito.

**c) Facultades para cautelar la estabilidad del sistema financiero (art. 36):**

- i) Conceder créditos de emergencia a bancos comerciales por falta transitoria de liquidez, hasta por 90 días. Adquirir instrumentos de su cartera de colocaciones.
- ii) Conceder créditos y adquirir activos de las empresas bancarias y las sociedades financieras.

d) Facultades como Agente Fiscal (art. 37):

- i) Contratación de créditos internos y externos
- ii) Amortización de la deuda externa
- iii) Conversión y renegociación de la deuda externa.

e) Facultades en materia internacional (art. 38):

- i) Representar al Gobierno ante organizaciones financieras internacionales.
- ii) Otorgar créditos a bancos o entidades financieras extranjeras (siempre que no intervenga con funciones propias).
- iii) Recibir depósitos o abrir cuentas corrientes a bancos o instituciones financieras internacionales.
- iv) Mantener, administrar y disponer de sus reservas internacionales en el país o en el exterior.