



INSTITUCIONALIDAD Y POLITICAS DEL BANCO CENTRAL

Enrique Marshall
Consejero

La Serena



Agenda

- I. Marco Institucional
- II. Régimen de Política Monetaria
- III. Escenario Actual
- IV. Conclusiones



I. Marco Institucional



Marco Institucional

- El Banco Central de Chile (BCCH) fue creado en 1925.
- Aunque la Institución ha permanecido en funcionamiento en forma ininterrumpida durante más de 80 años, las definiciones originales se han modificado a través del tiempo respondiendo a nuevas circunstancias.



Marco Institucional

- En 1989, el BCCH comenzó a funcionar con un nuevo estatuto legal que lo proveyó de autonomía y le entregó el claro mandato de mantener la inflación bajo control, junto con velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.
- Esto significa que los objetivos del BCCH, muy en línea con la mayoría de los bancos centrales del mundo, se pueden describir como la estabilidad de precios y la estabilidad financiera.



Marco Institucional

- Estos son objetivos que se refuerzan mutuamente. Así, un sistema financiero estable y eficiente facilita la tarea del Banco Central en orden a mantener la estabilidad de precios, en tanto una inflación controlada promueve a su vez la estabilidad de los mercados financieros.



Marco Institucional

- Las principales funciones que se derivan de estos objetivos son:
 - Conducir la política monetaria.
 - Proveer liquidez al sistema bancario en caso de necesidad.
 - Regular algunas actividades bancarias y financieras.
 - Regular las operaciones de cambios internacionales.
 - Emitir billetes y monedas para satisfacer las necesidades del mercado.



Marco Institucional

- La dirección y administración superior del Banco Central de Chile la ejerce su Consejo, que está constituido por 5 miembros (nombrados por el Presidente de la República y ratificados por el Senado). Uno de ellos se desempeña al mismo tiempo como Presidente del Banco.
- El Consejo tiene, entre otras, la responsabilidad de conducir la política monetaria.



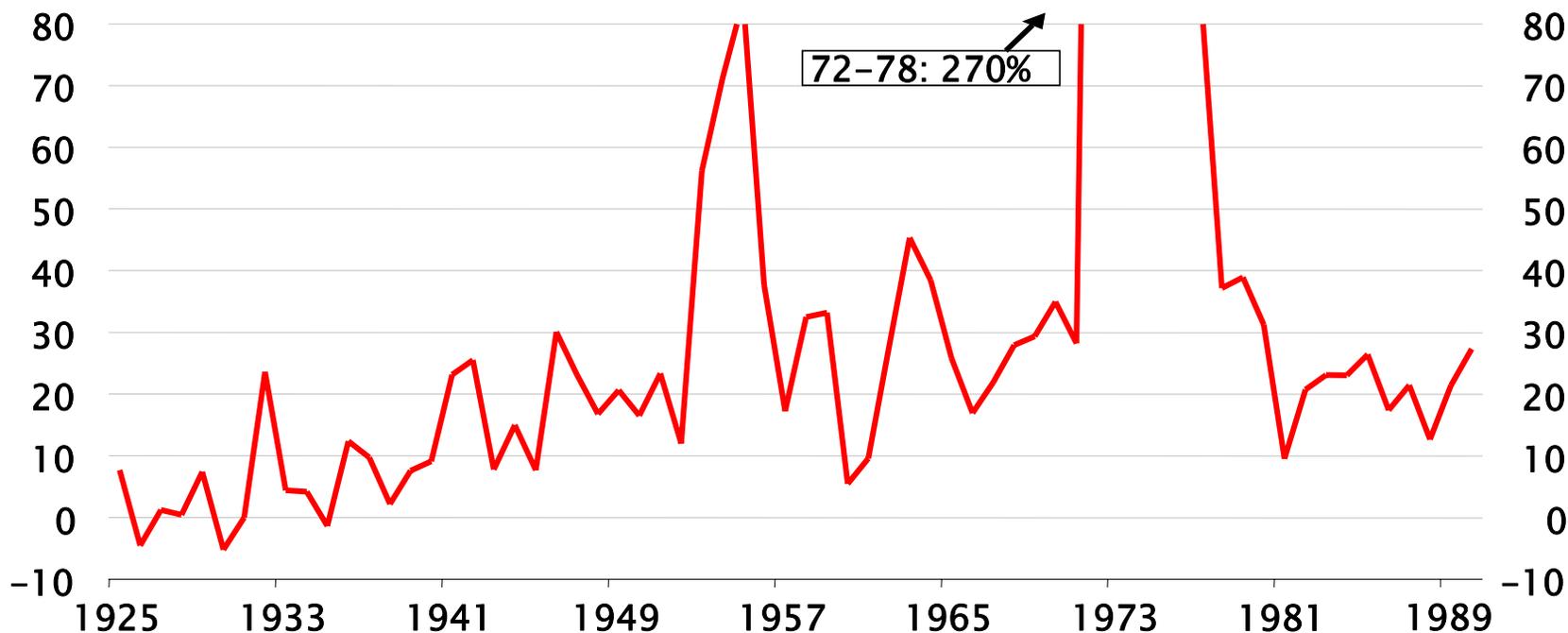
Marco Institucional

- La prioridad que se le asigna actualmente a la estabilidad de precios no estuvo siempre presente en el pasado, por lo menos no con el mismo énfasis.
- En realidad, la inflación comenzó a ser un problema serio en nuestro país al poco tiempo que el BCCH fue establecido.
- La causa principal fue una política fiscal expansiva, que dejaba poco margen de maniobra al BCCH para lograr la estabilidad de precios.



Como resultado, la mayor parte del siglo pasado se caracterizó por presentar tasas de inflación altas y volátiles.

Tasas de inflación, 1925-89

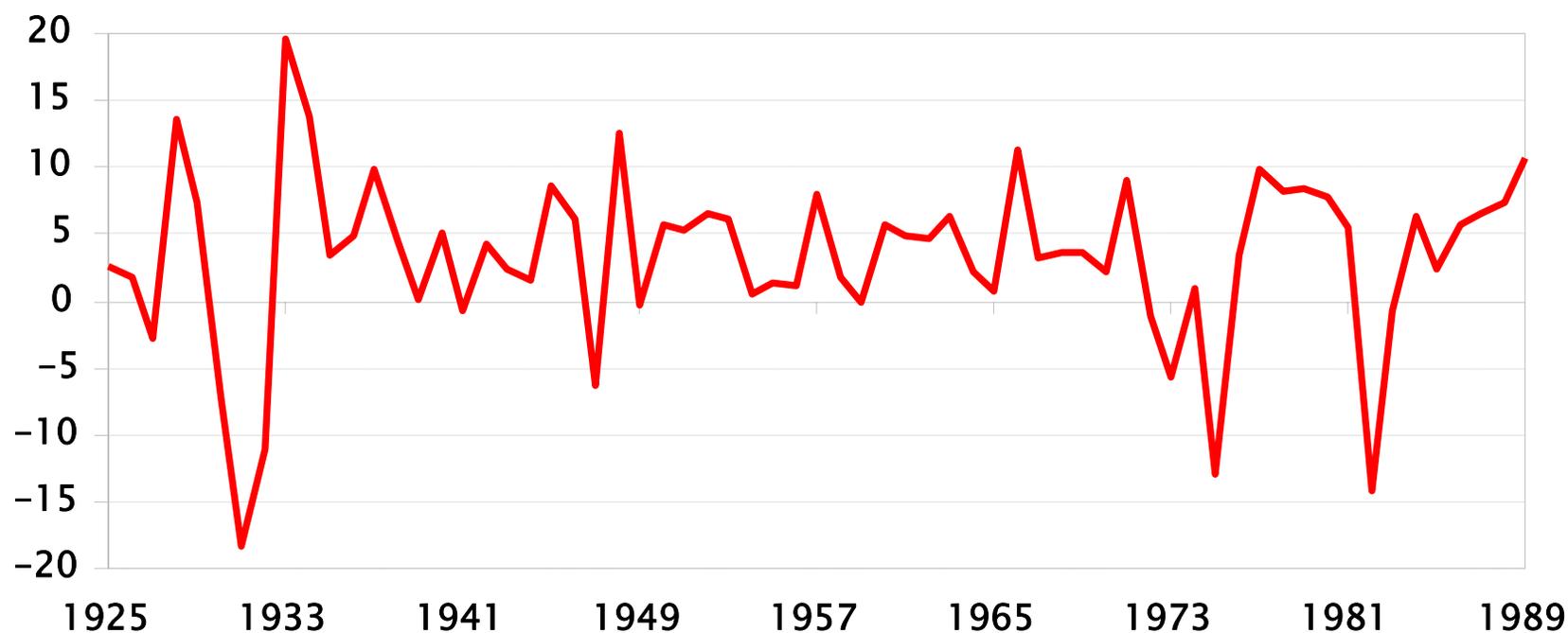


Fuente: Díaz, et al. (2003) e INE.



Ello estuvo acompañado por tasas de crecimiento también muy volátiles.

Tasas de crecimiento, 1925-89



Fuente: Banco Central e Haindal (2006).



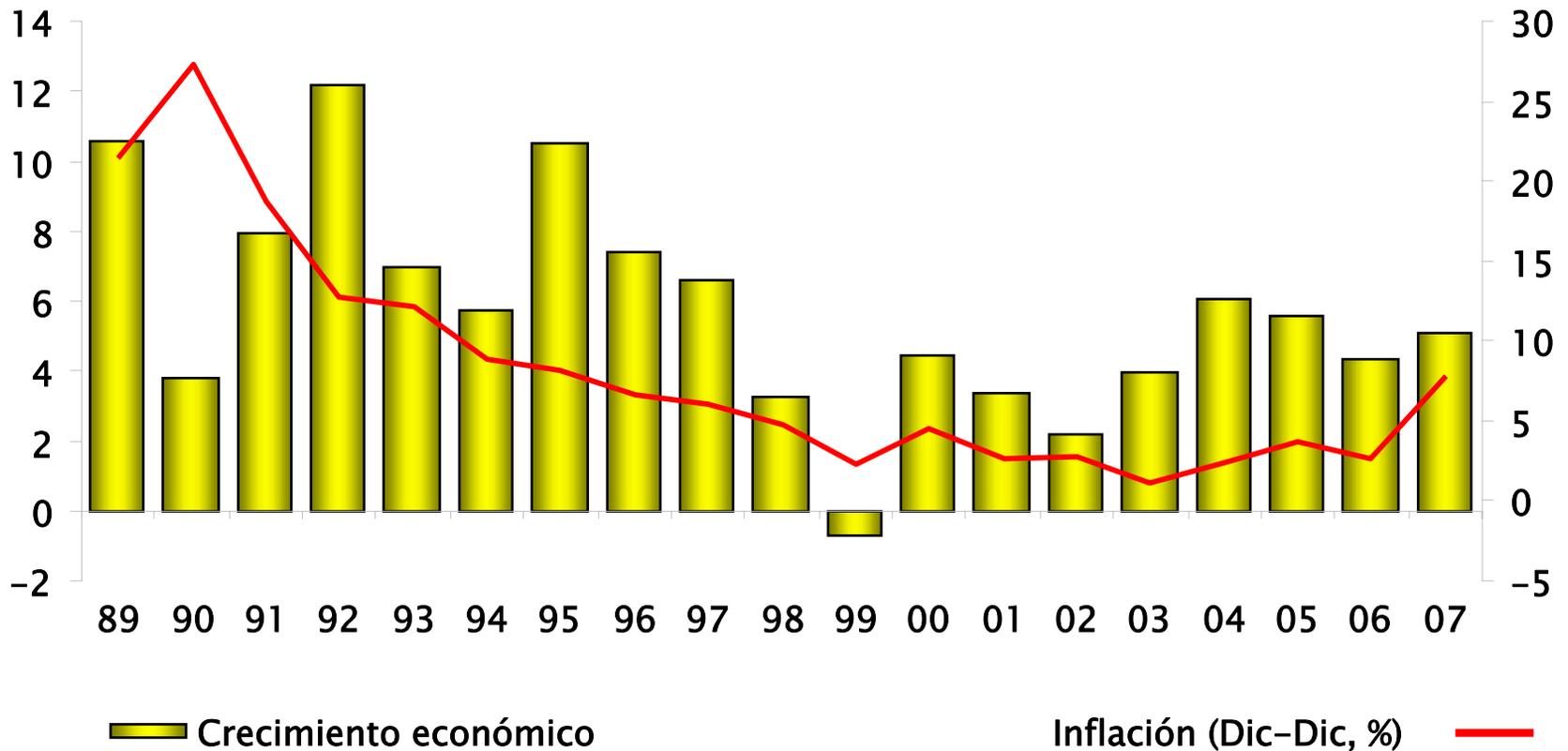
Marco Institucional

- La estabilidad macro y, particularmente, la estabilidad de precios experimentó un progreso significativo después de la introducción del actual estatuto legal en 1989.
- El claro mandato para mantener la inflación bajo control y el otorgamiento de un estatuto de autonomía fueron decisivos para este logro.



Crecimiento e Inflación, 1989–2007

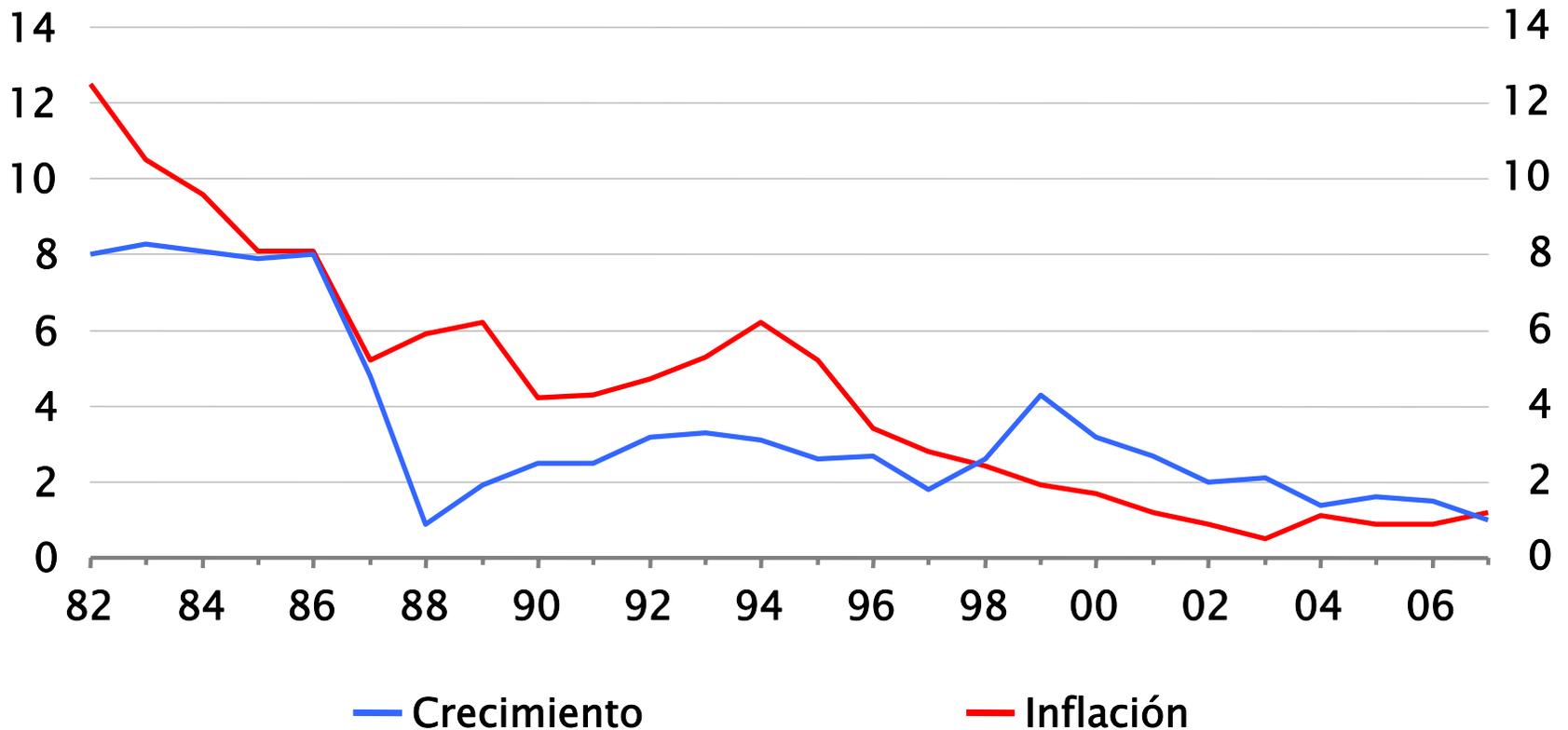
(porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Volatilidad del crecimiento y de la inflación (desviación estándar de un promedio móvil de 5 años)



Fuente: Estimaciones propias, basadas en información del Banco Central de Chile e INE.



Marco Institucional

- La política monetaria es clave para la estabilidad macro, pero no actúa aisladamente; lo hace en un marco de instituciones y políticas que se refuerzan mutuamente.
- En esa perspectiva, se deben mencionar todos los pilares que contribuyen a la estabilidad macroeconómica del país.



Marco Institucional

- Estos pilares incluyen:
 - Un Banco Central autónomo con el claro mandato de mantener la inflación bajo control.
 - Una política fiscal responsable y predecible.
 - Un sistema financiero sólido, bien capitalizado, gestionado profesionalmente y sometido a una supervisión prudencial moderna.
 - Una integración comercial y financiera creciente con los mercados internacionales.



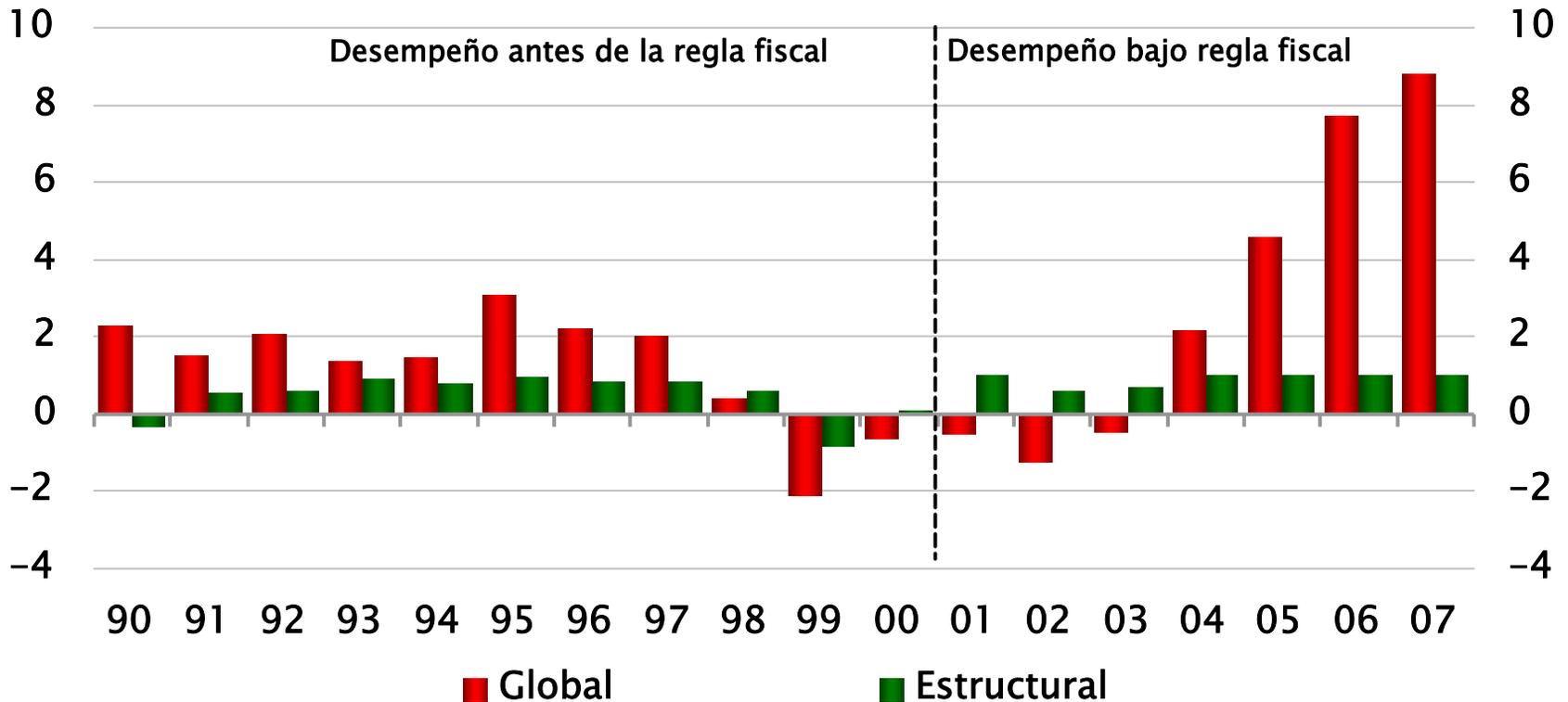
Marco Institucional

- En relación con la política fiscal, el gobierno introdujo en el año 2000 la tan conocida “regla de superávit estructural”, bajo la cual el presupuesto debe alcanzar un excedente estructural (calculado utilizando la tasa de crecimiento del PIB potencial y el precio del cobre de largo plazo)
- Originalmente, el objetivo era un superávit fiscal del 1% del PIB, pero éste se redujo a un 0,5% a partir de este año.
- Una política fiscal responsable y predecible facilita la conducción de la política monetaria.



La regla fiscal, en este período de abundantes ingresos, ha fortalecido la posición presupuestaria del Gobierno.

Balance Fiscal (porcentaje del PIB)

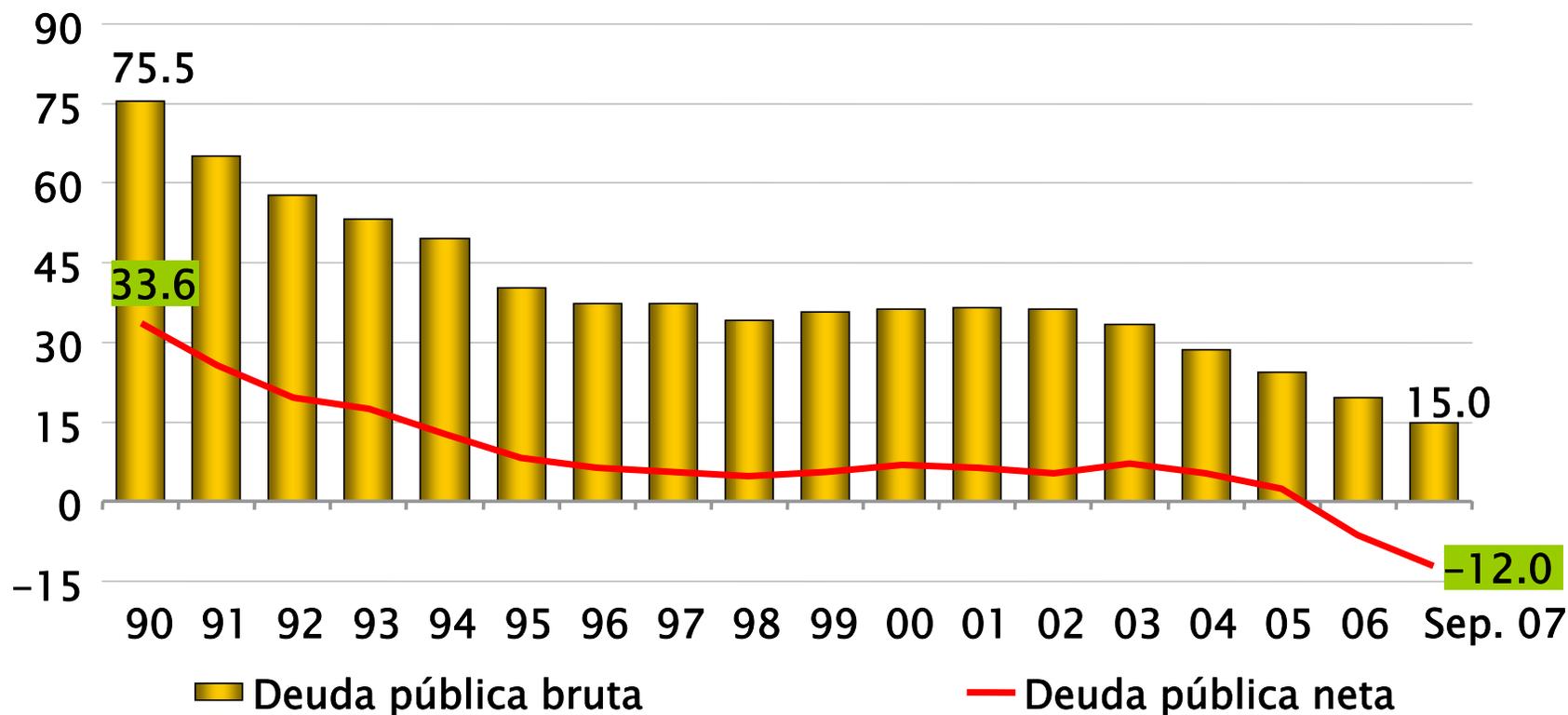


Fuente: Ministerio de Hacienda.



Ello ha permitido acumular recursos en moneda extranjera y reducir la deuda pública.

Deuda del Gobierno Consolidado (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.



Marco Institucional

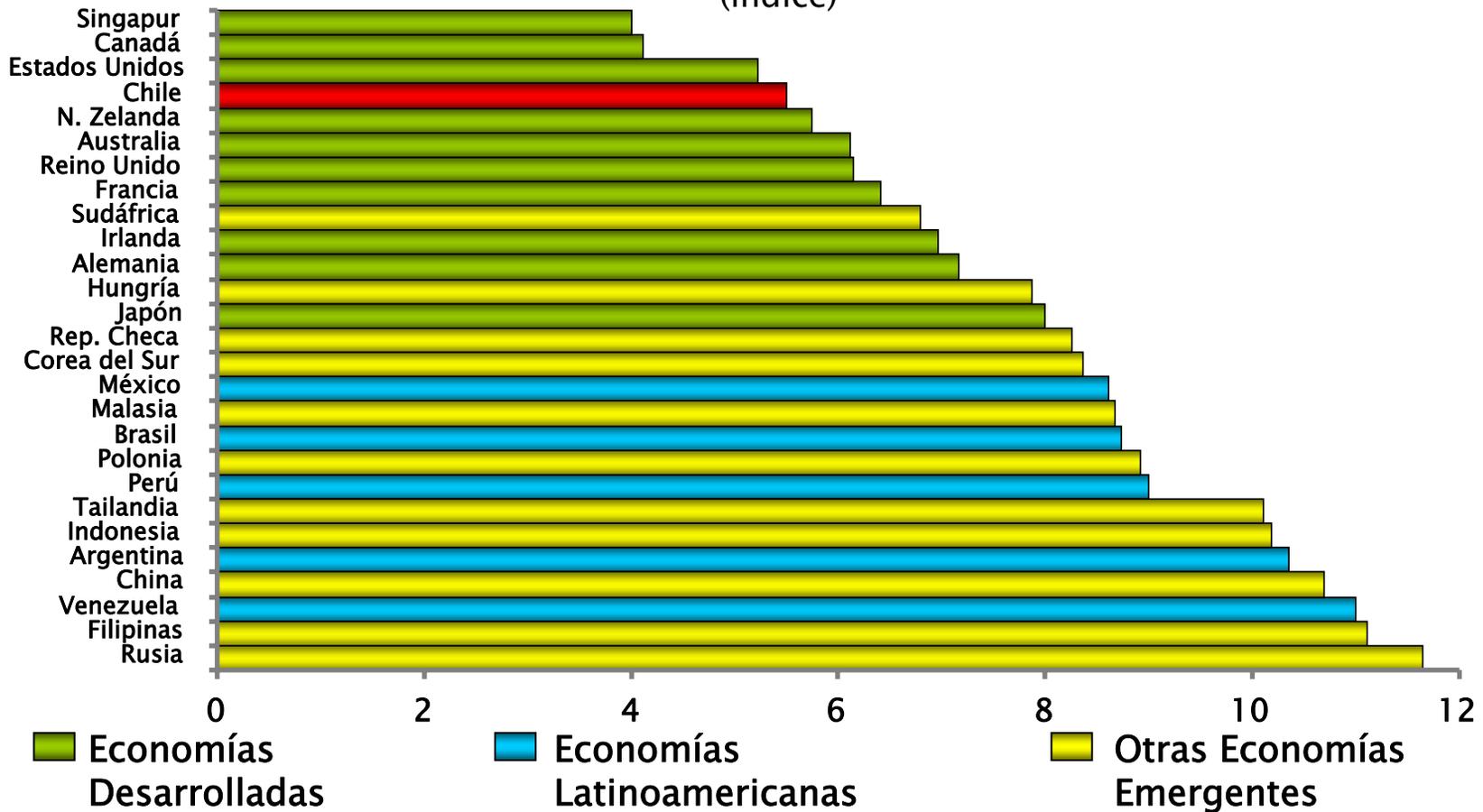
- En lo que se refiere al sistema financiero, éste se muestra sólido y eficiente, bien capitalizado y gestionado según prácticas internacionales.
- El marco de regulación y supervisión es moderno y está en línea con recomendaciones ampliamente aceptadas.
- Un sistema sólido y eficiente facilita la conducción de la política monetaria.



Nuestro sistema financiero se compara favorablemente con los de otras economías emergentes.

Ranking de fortaleza bancaria (*)

(índice)



(*) Menor valor del índice indica mayor fortaleza bancaria.

Fuente: Banco Central de Chile en base a *Moody's Financial Strength Ranking*, enero de 2008.



Marco Institucional

- En cuanto a la integración comercial y financiera, ésta ha fortalecido a través del tiempo y hoy se expresa en:
 - Tarifas efectivas bajas (2% de promedio).
 - Tratados de comercio y de comercio libre con los principales socios comerciales.
 - Libre flujo de capitales.
 - Un régimen de flotación cambiaria (vigente desde 1999).
- Todo ello contribuye a generar condiciones favorables para la conducción de la política monetaria.



II. Régimen de Política Monetaria



Política Monetaria

- La política monetaria comprende las acciones y decisiones adoptadas por el Banco Central para lograr y preservar la estabilidad de precios.
- Pero, ¿por qué es importante el objetivo de la estabilidad de precios?
- La inflación tiene efectos adversos y costos económicos significativos.



Política Monetaria

- Por una parte, afecta negativamente la asignación de los recursos y las decisiones de inversión. La inflación distorsiona las señales de precios (los precios relativos) y desalienta el desarrollo financiero. Por todo ello, limita o restringe el crecimiento económico.
- Por otra parte, la inflación tiene efectos adversos sobre la distribución del ingreso porque perjudica normalmente a quienes viven de una remuneración o pensión.



Política Monetaria

- Por todo ello se puede sostener que una inflación baja y estable contribuye al bienestar de la población.
- Ahora bien, los conceptos en materia de política monetaria han cambiado significativamente en las últimas 3 o 4 décadas.



Política Monetaria

- Hasta los años sesenta, la teoría predominante postulaba que con algo más de inflación se podía lograr permanentemente un menor desempleo y una mayor actividad económica real.
- Pero la teoría económica y la evidencia empírica superaron estos conceptos.
- Hoy día, la visión ampliamente compartida por los economistas es que los intentos por reducir el desempleo por debajo de su nivel normal o por elevar el producto por sobre su nivel potencial conducen a una aceleración de la inflación.



Política Monetaria

- Por ello, en la actualidad la PM se asocia con objetivos de estabilidad y no se la ve como un instrumento para resolver problemas estructurales de desempleo o de bajo crecimiento potencial.
- La política monetaria tuvo en el pasado diseños distintos a los actuales. Hoy día, el esquema que goza de creciente aceptación es el de metas de inflación.



Política Monetaria

- En Chile, este régimen se aplica en forma integral desde el año 2001. Existieron con anterioridad metas de inflación, pero con un alcance parcial o limitado.
- Todo esto se complementa con un sistema de flotación cambiaria que facilita el ajuste de la economía frente a choques externos. En todo caso, el Banco Central se reserva siempre el derecho a intervenir en circunstancias excepcionales.



Política Monetaria

- La meta del BCCH es que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno al 3%, con un rango de tolerancia de $\pm 1\%$.
- Las acciones de política están basadas en la inflación proyectada para un plazo de aproximadamente dos años.
- Esto reconoce rezagos en la transmisión de la PM y, al mismo tiempo, permite adaptar *shocks* transitorios de oferta como los que hemos enfrentado en el último tiempo (precios de la energía y los alimentos).



Política Monetaria

- La meta está definida para la variación del IPC, que es el índice de precios más utilizado en Chile.
- Como este índice incluye precios de bienes que presentan una alta volatilidad, tales como alimentos perecibles y combustibles, se calculan diferentes medidas de la inflación subyacente para apreciar la tendencia inflacionaria.



Política Monetaria

- Como se señaló, el enfoque de la PM es esencialmente prospectivo. Lo que interesa principalmente es la inflación proyectada en el horizonte de política.
- Ello plantea la necesidad de visualizar el escenario económico que prevalecerá hacia delante.



Política Monetaria

- Para estos efectos, el BCCH realiza ejercicios de proyección basados en modelos económicos y estadísticos, que interactúan siempre con el juicio fundado del Consejo.
- Como resultado de estos análisis, que tienen limitaciones, se define un escenario base (escenario más probable) y escenarios alternativos o de riesgo en el sentido que presentan desviaciones respecto de lo considerado en el escenario base.



Política Monetaria

- La política monetaria opera finalmente a través de los movimientos en la TPM, pero también a través de los comunicados y minutas que se entregan al mercado.
- Estos últimos proveen la visión del BCCH sobre la evolución económica y los cursos de acción más probables para el cumplimiento de la meta de inflación.



Política Monetaria

- Parte importante de los efectos de la política monetaria se transmiten a través de las expectativas de mercado sobre la evolución futura de la inflación y la TPM.
- En este marco, la confianza en la política monetaria y, en particular, en el cumplimiento de la meta, es un elemento de primer orden.



Política Monetaria

- Adoptadas las decisiones, la PM actúa a través de varios mecanismos en tanto afecta las expectativas de inflación, las tasas de interés, los precios de los activos financieros y los agregados monetarios y crediticios.
- Todo ello ejerce un impacto sobre la demanda, la actividad real, los costos y, finalmente, sobre la inflación.



Política Monetaria

- La TPM es una referencia muy importante para los mercados. Sin embargo, las tasas que llegan a las personas y empresas dependen además de otros factores como: los riesgos implícitos en las operaciones, los plazos, los costos de transacción, y otros elementos asociados con los instrumentos utilizados.



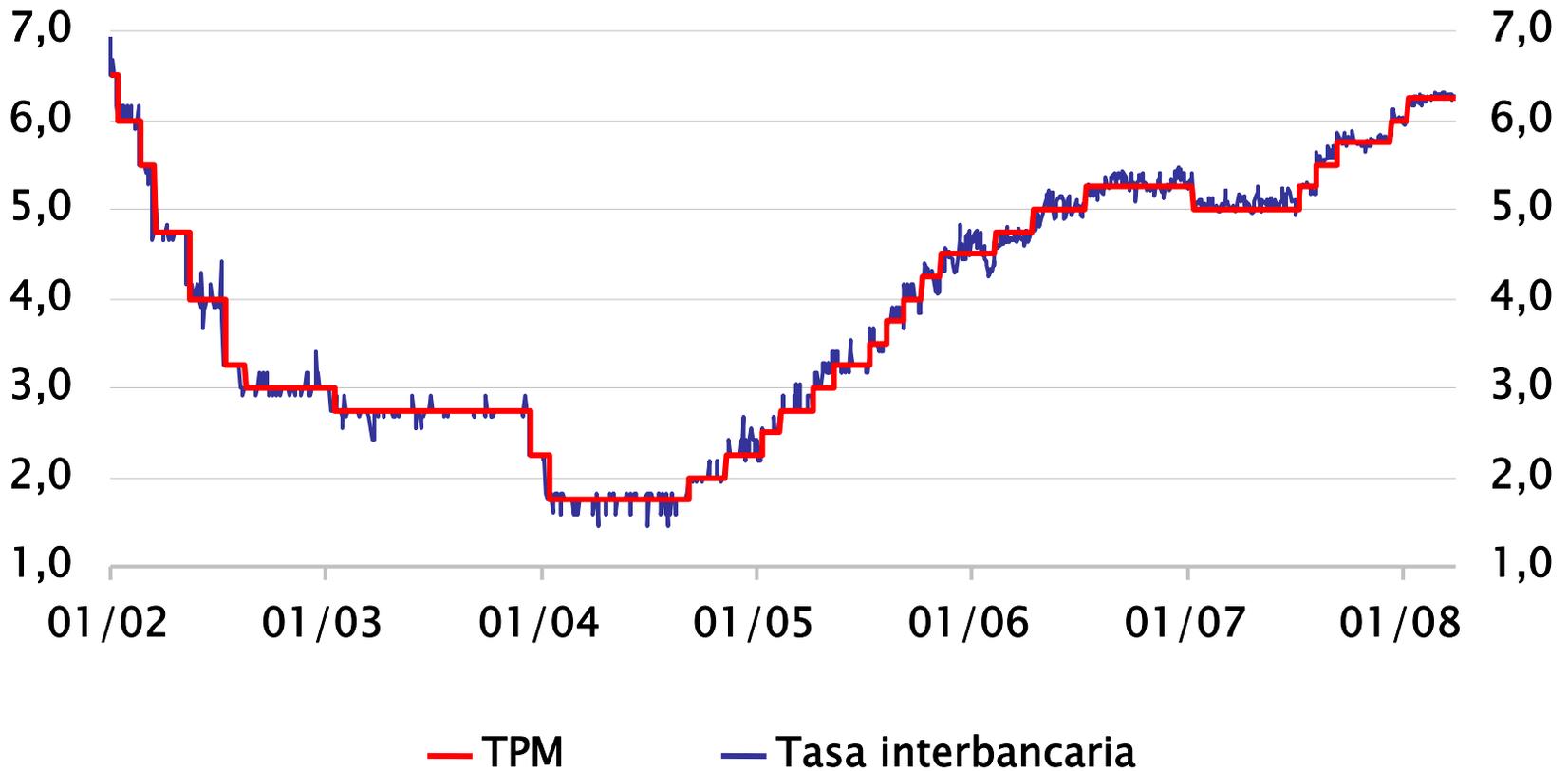
Política Monetaria

- Desde un punto de vista operativo, el BCCH implementa la política monetaria de manera que la tasa interbancaria a un día (tasa a la cual los bancos se prestan o toman prestado fondos) se ubique alrededor de la TPM.
- Para ello el BCCH utiliza varios instrumentos: operaciones de mercado abierto (compra y venta de valores elegibles); facilidad de liquidez; y facilidad de depósito.



TPM y tasa interbancaria

(tasas diarias en %)



Fuente: Banco Central de Chile.



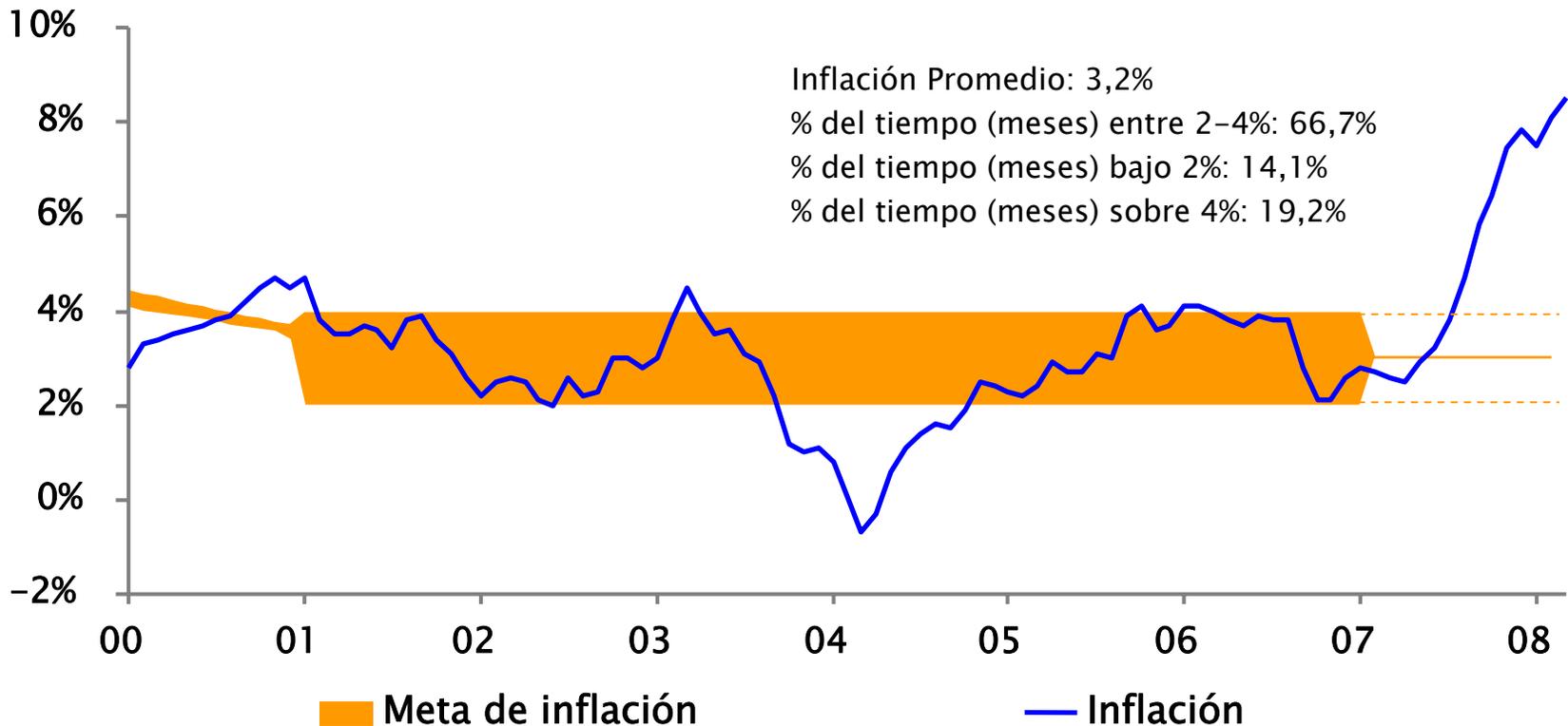
Política Monetaria

- Más allá del reciente aumento de la inflación, los logros y resultados de este marco de política resultan positivos a la luz de nuestra propia historia pasada o bien si nos comparamos con otras economías, principalmente emergentes.



El cumplimiento de la meta, más allá de la desviación actual, ha sido satisfactorio.

Desviación respecto de la meta (Enero 2000 – marzo 2008, variación anual, %)

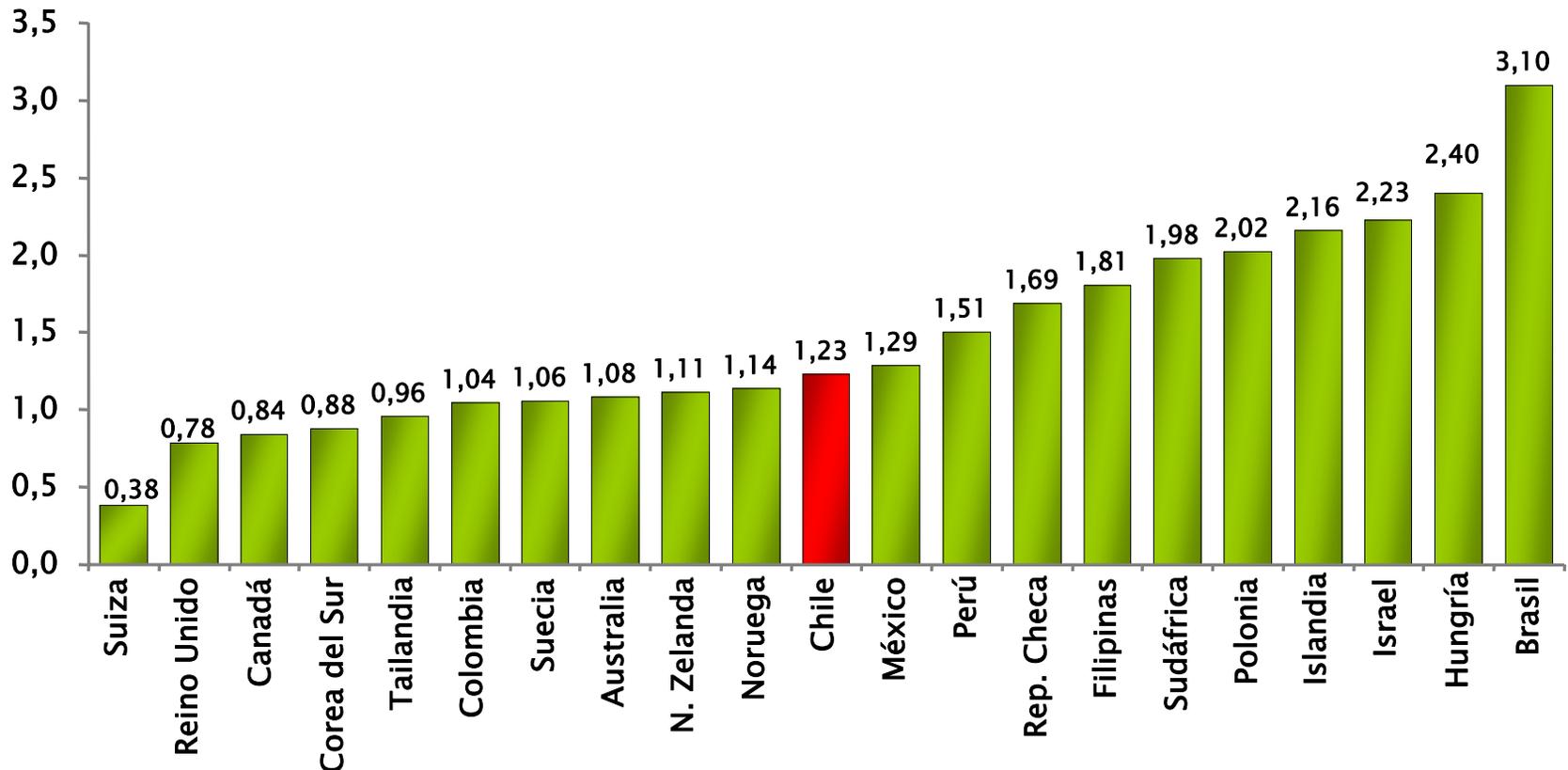


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



La comparación con otros países bajo régimen de metas de inflación también resulta positiva.

Desviación absoluta de la inflación respecto a la meta



Nota: Considera desde el período de inicio del esquema de meta de inflación, el cual varía entre países, hasta diciembre del 2007. Fuente: Basado en Albagli y Schmidt-Hebbel (2005).



III. Escenario Actual



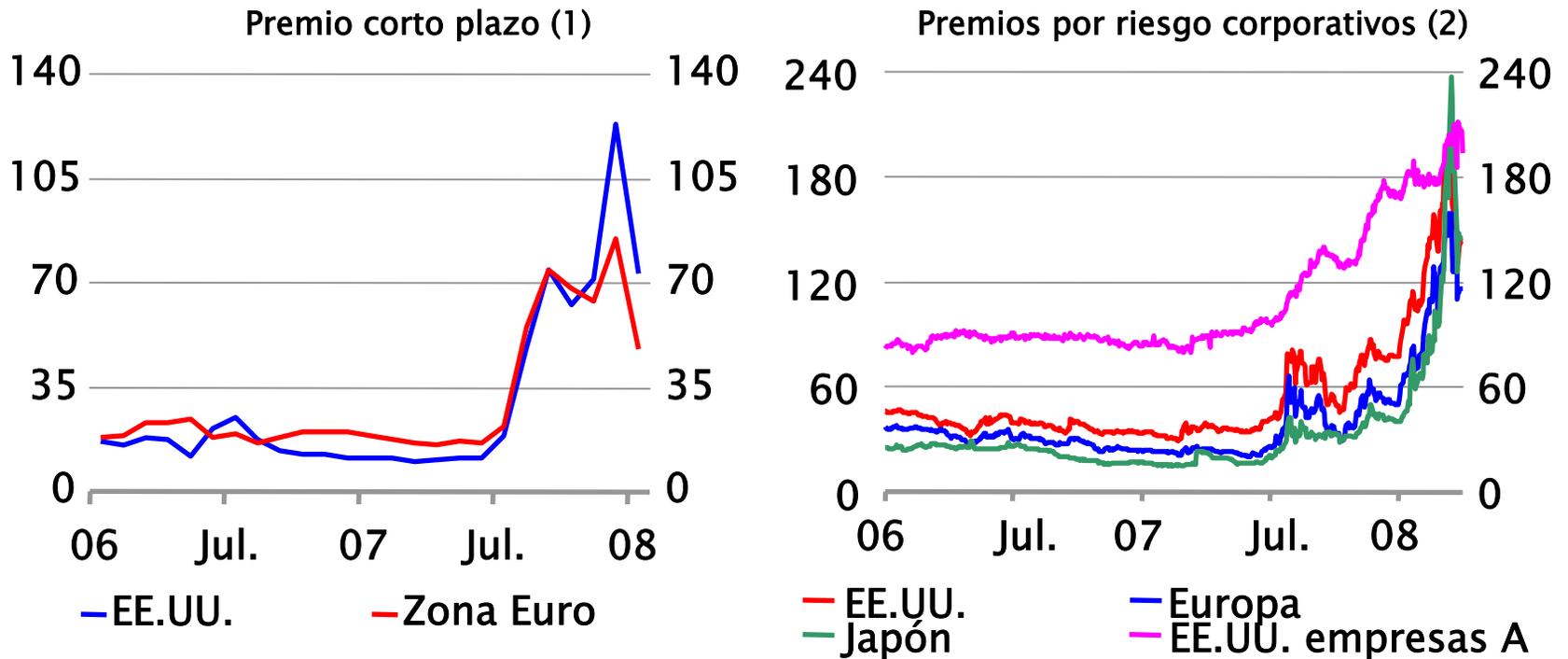
Escenario Actual

- En los últimos meses, el panorama se ha tornado muy complejo para la conducción de la política monetaria:
 - El escenario externo se ha deteriorado y los riesgos han aumentado.
 - La inflación anual ha seguido subiendo y los *shocks* de oferta que afectaron la inflación el 2007 han adquirido nuevamente relevancia.
 - La actividad se ha debilitado.
 - El peso se ha apreciado significativamente.



La crisis financiera en los países desarrollados se ha extendido en el tiempo y la preocupación por sus efectos sobre la economía real han aumentado.

Liquidez en mercados monetarios y de créditos (puntos base)



(1) Corresponde a la diferencia entre tasa Libor 3 meses y tasa de política monetaria promedio de tres meses.

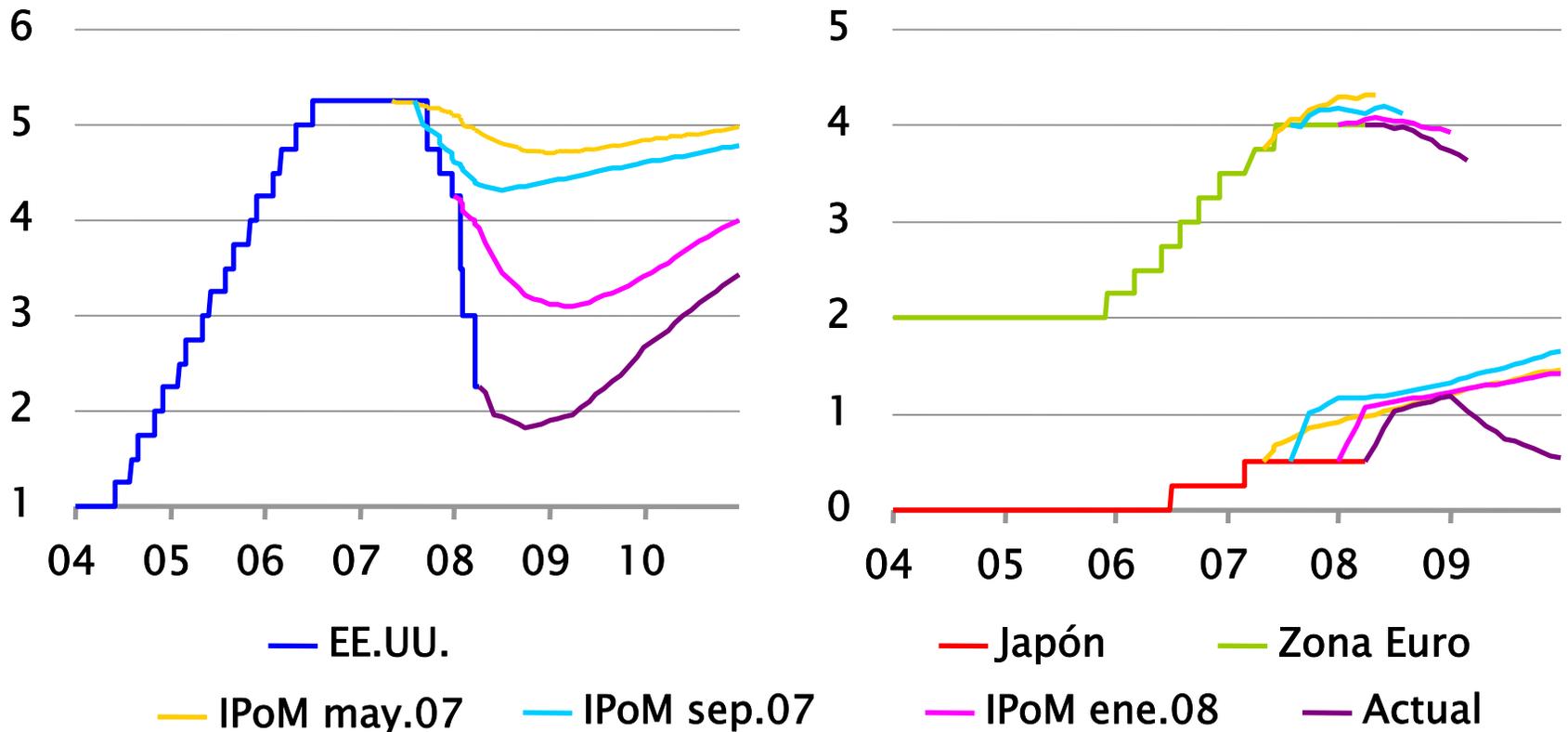
(2) Corresponde de *credit default swap spread* de empresas de grado de inversión, con excepción a EE.UU. Empresas A que corresponde al premio por riesgo pagado por las empresas con calificación A.

Fuente: Bloomberg.



La preocupación por los efectos de la crisis financiera sobre la actividad ha llevado al mercado a ajustar a la baja las expectativas de TPM en las economías desarrolladas.

Expectativa de cambio en TPM (*)
(porcentaje)



(*) Elaborado por el Banco Central de Chile en base a contratos futuros de tasas de interés. Valores al cierre estadístico de cada IPoM y valor spot al 02 de abril de 2008.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



El crecimiento global se ha debilitado y las proyecciones se han ajustado a la baja, con particular intensidad en EEUU. Junto con ello, los riesgos hacia delante han aumentado.

Crecimiento mundial

(variaciones respecto al período anterior, porcentaje)

	Prom. 00-05	2006	2007 (e)	2008 (f)		2009 (f)	
				IPoM (*) Ene.08	CF Mar.08	IPoM (*) Ene.08	CF Mar.08
Mundial	3,7	5,0	4,9	4,2 ▼	4,1	4,5 ▼	4,3
Mund. a TC de mcdo.	2,9	3,9	3,7	3,1 ▼	2,9	3,4 ▼	3,2
Estados Unidos	2,6	2,9	2,2	1,8 ▼	1,4	2,6 ▼	2,3
Zona Euro	1,8	2,8	2,6	1,7 ▼	1,5	1,9 ▼	1,8
Japón	1,6	2,4	2,1	1,4 ▼	1,3	2,1 ▼	1,8
China	9,4	11,1	11,4	10,2 =	10,2	9,6 =	9,6
Resto de Asia	4,8	5,5	5,7	5,0 =	5,0	5,6 ▼	5,3
América Latina	2,9	5,4	5,6	4,5 ▼	4,4	4,1 ▲	4,2
Exp. de Commodities	3,1	2,7	3,1	2,5 ▼	2,2	2,9 ▼	2,6
Socios Comerciales	3,2	4,5	4,3	3,7 ▼	3,6	3,8 =	3,8

(*) En base a nuevos ponderadores a PPP del FMI de enero de 2008.

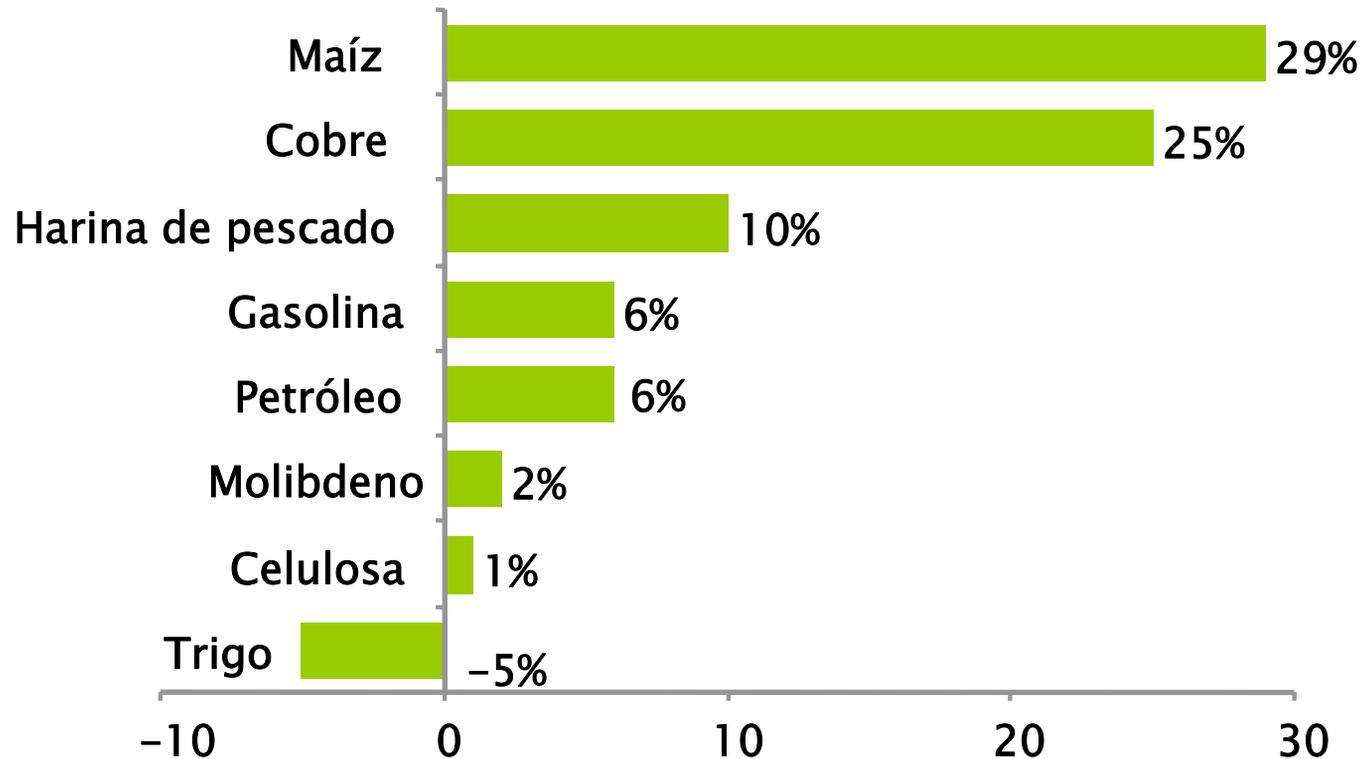
(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Consensus Forecast y reportes de bancos de inversión.



No obstante lo anterior, los precios de las materias primas han vuelto a aumentar, lo que ha despertado una preocupación por la inflación a nivel global.

Variaciones en precios de productos básicos durante el 2008 (*) (porcentaje)



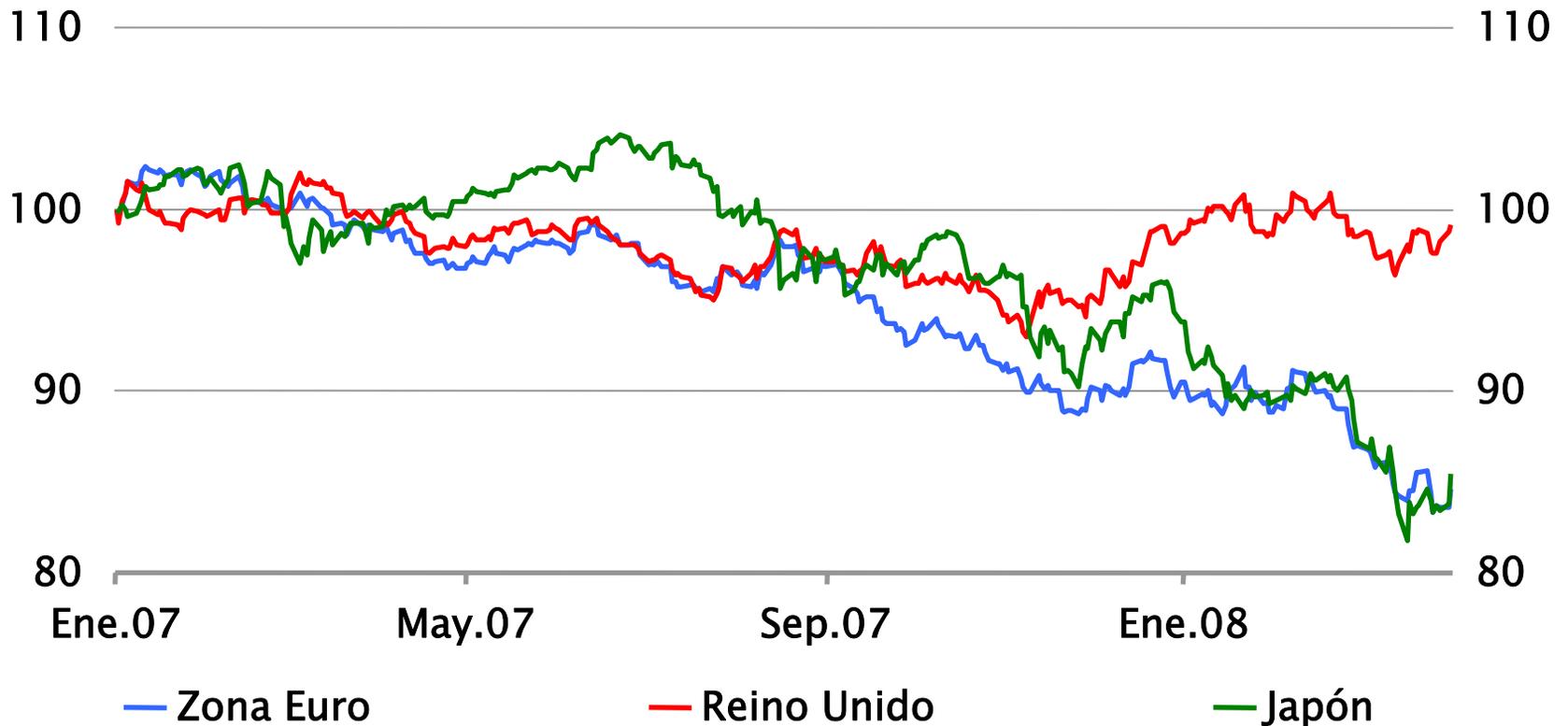
(*) Considera el promedio de los últimos 3 días al 31 de diciembre de 2007 y 2 de abril del 2008, respectivamente.

Fuente: Bloomberg.



La debilidad de la economía de EE.UU. ha conducido a una depreciación del dólar que ha llegado a niveles históricamente bajos.

Paridades cambiarias (*)
(índice, base 1 de enero 2007 = 100)



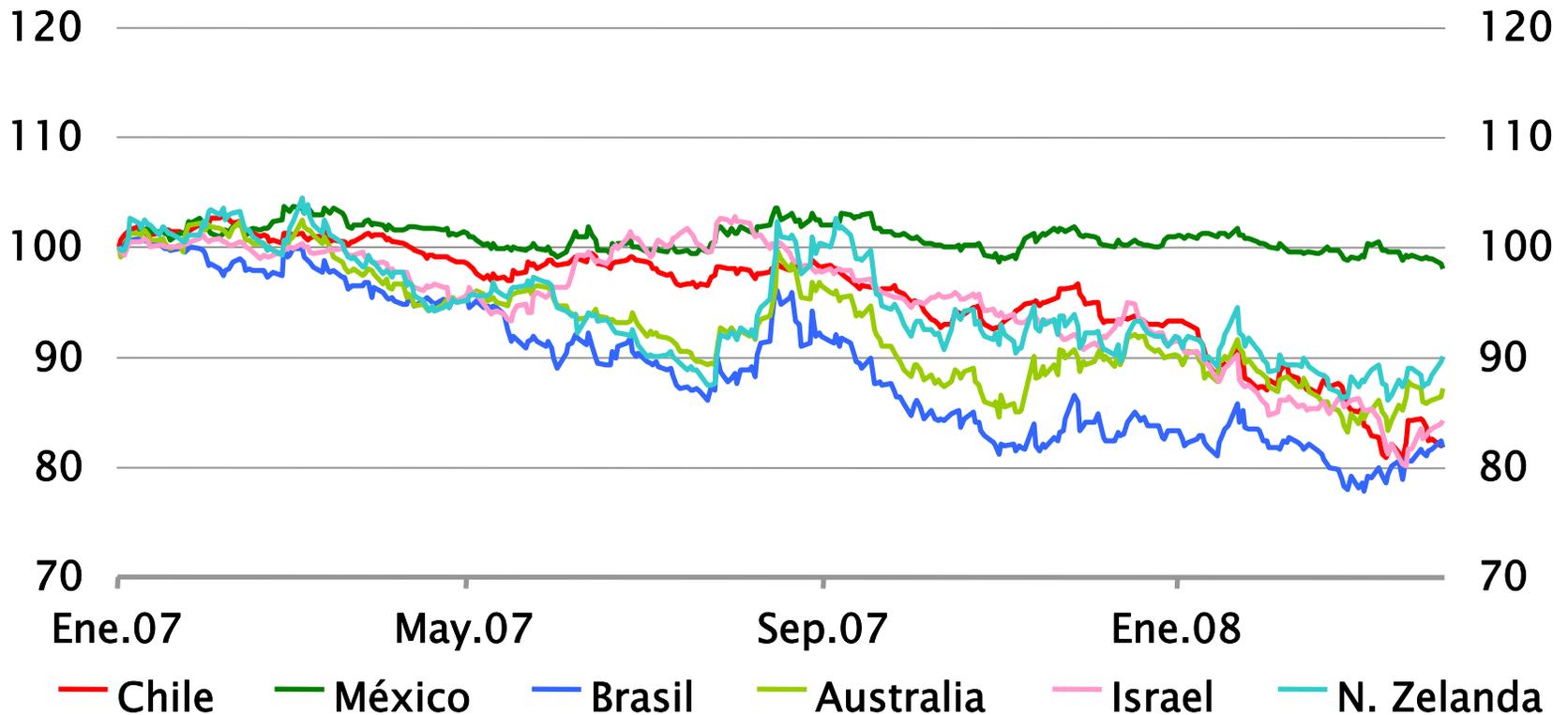
(*) Corresponde al tipo de cambio respecto del dólar estadounidense. Una caída indica una apreciación de la moneda frente al dólar estadounidense.

Fuente: Bloomberg.



Como contrapartida, la mayoría de las monedas distintas al dólar han mostrado una significativa apreciación.

Paridades cambiarias (*)
(índice, base 1 de enero 2007 = 100)



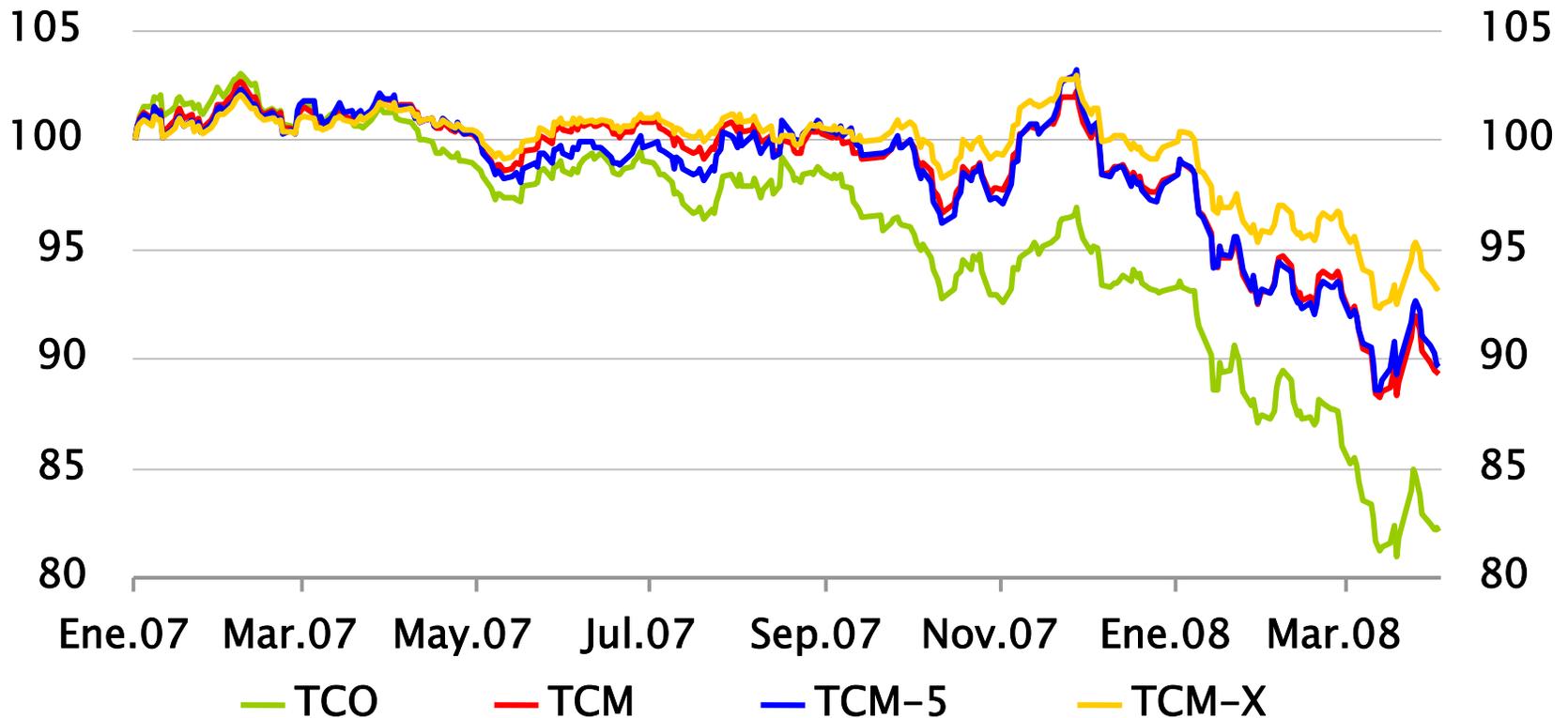
(*) Corresponde al tipo de cambio respecto del dólar estadounidense. Una caída indica una apreciación de la moneda frente al dólar estadounidense.

Fuente: Bloomberg.



El peso chileno no ha estado ajeno a este movimiento global del dólar. Comparado con una canasta de monedas la apreciación del peso ha sido mucho menor.

Tipo de cambio nominal (*)
(índice, 02/01/2007 = 100)



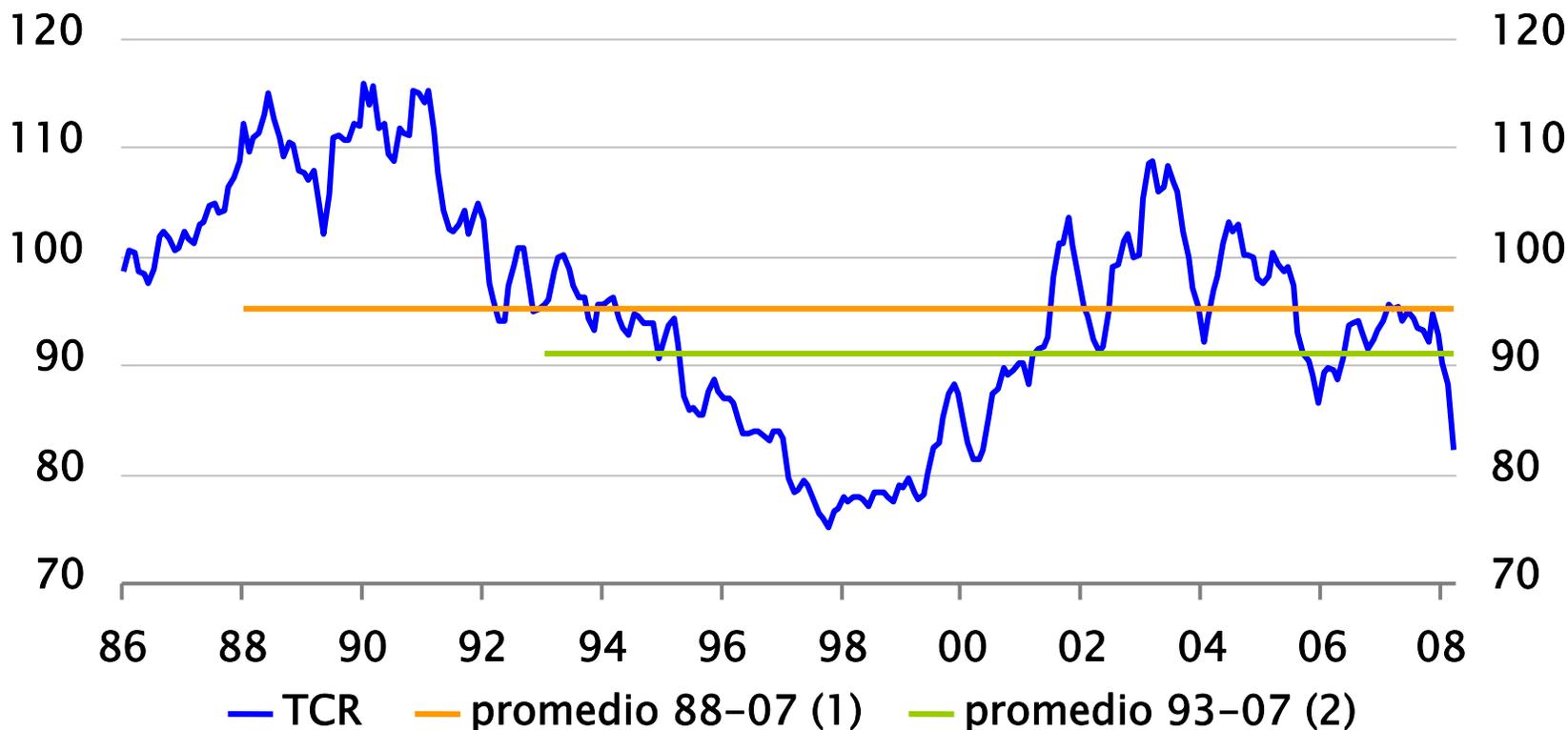
(*) TCM corresponde al tipo de cambio multilateral. El TCM-5 considera a las monedas de Canadá, EE.UU., Japón, Reino Unido y Zona Euro. El TCM-X corresponde al TCM excluyendo el dólar estadounidense.

Fuente: Banco Central de Chile.



Esta apreciación del peso se ha dado no solo en términos nominales sino también en términos reales.

Tipo de cambio real (índice, base 1986 = 100)



(1) Promedio del período enero de 1988 a diciembre de 2007.

(2) Promedio del período enero de 1993 a diciembre de 2007.

Fuente: Banco Central de Chile.



El peso chileno aparece como una de las monedas que más se ha apreciado en el último tiempo.

- Un factor explicativo es el alto precio del cobre.
- Otro factor es la ampliación del diferencial de tasas de interés con EEUU.
- En todo caso, no se observan flujos de capital ni otros movimientos financieros que puedan estar estén ejerciendo una presión particularmente intensa sobre el tipo de cambio.



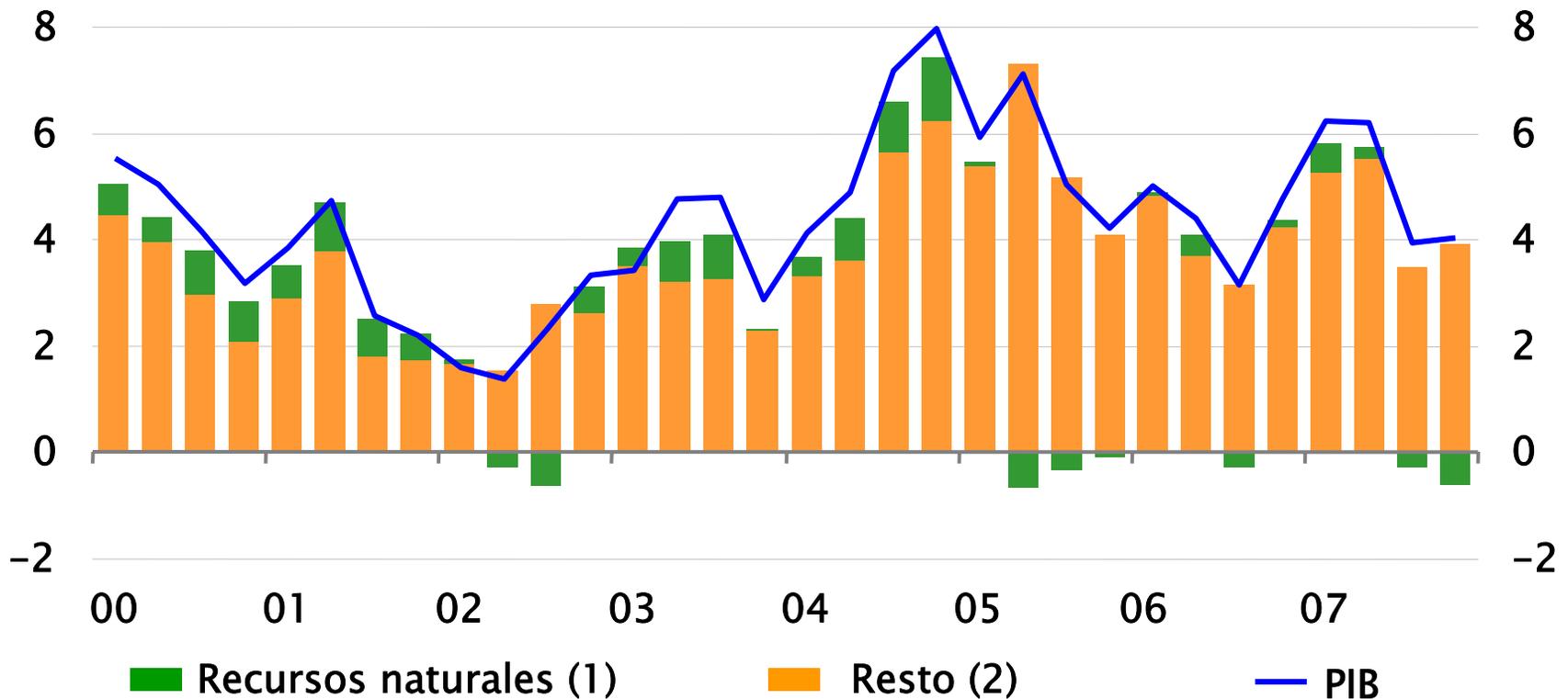
Este desarrollo es monitoreado con atención por parte del Banco Central.

- Primero porque la apreciación del peso, de ser persistente, debería tener implicancias para la inflación y por tanto para la política monetaria. La apreciación, por ejemplo, abre la posibilidad de que la tasa de interés sea más baja que en otras circunstancias.
- Y segundo, porque el BCCH no ha descartado una intervención en el mercado cambiario si el tipo de cambio alcanza niveles que amenacen la estabilidad de la economía y si existen fundamentos para esperar que la intervención será efectiva.



La actividad interna ha seguido observando debilidad, validando el sesgo a la baja anticipado en enero pasado.

Producto interno bruto (contribución al crecimiento del PIB, porcentaje)



(1) Corresponde a los sectores: minería, pesca y EGA, que ponderaron 10,7% del PIB total preliminar del 2007.

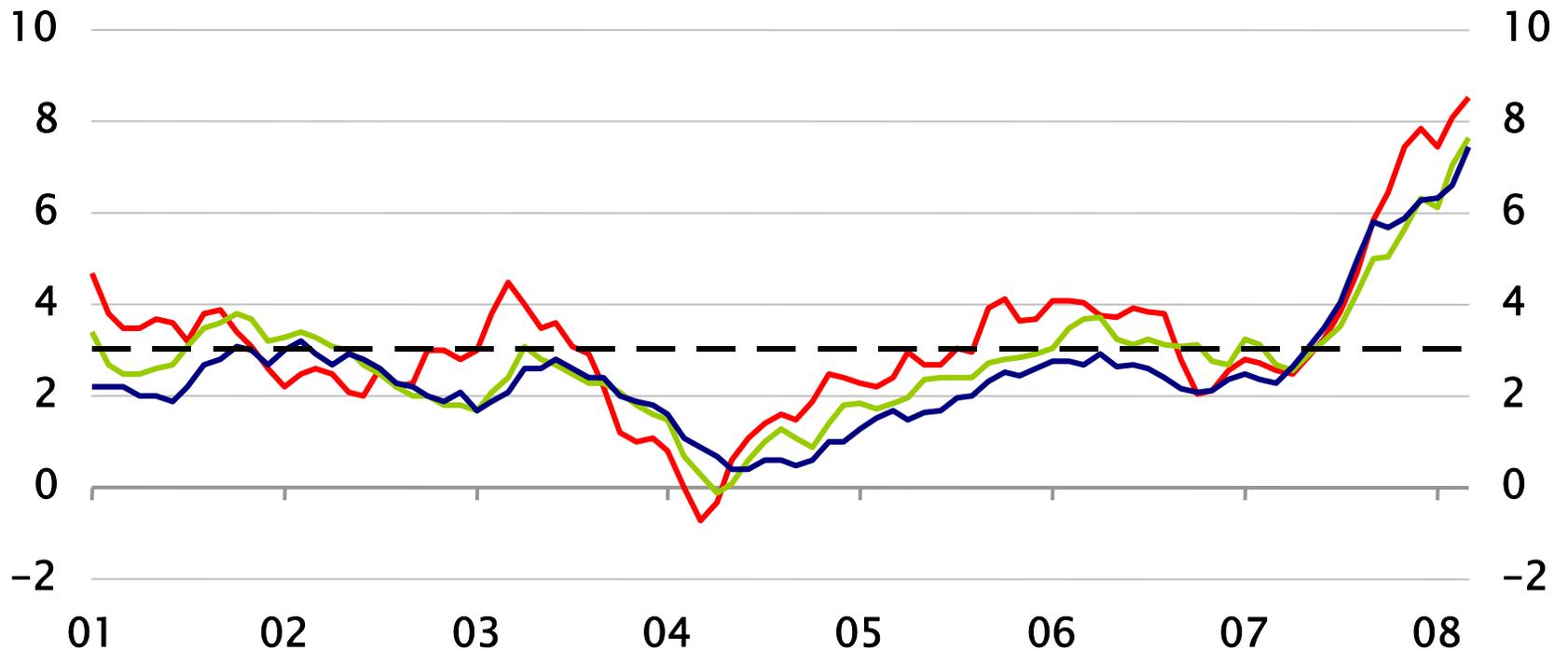
(2) Corresponde al valor agregado de los sectores distintos de recursos naturales que ponderaron 83,7% del PIB total preliminar del 2007.

Fuente: Banco Central de Chile.



La inflación ha alcanzado los niveles previstos, muy por sobre la meta.

Inflación IPC, IPCX e IPCX1 (variación anual, porcentaje)

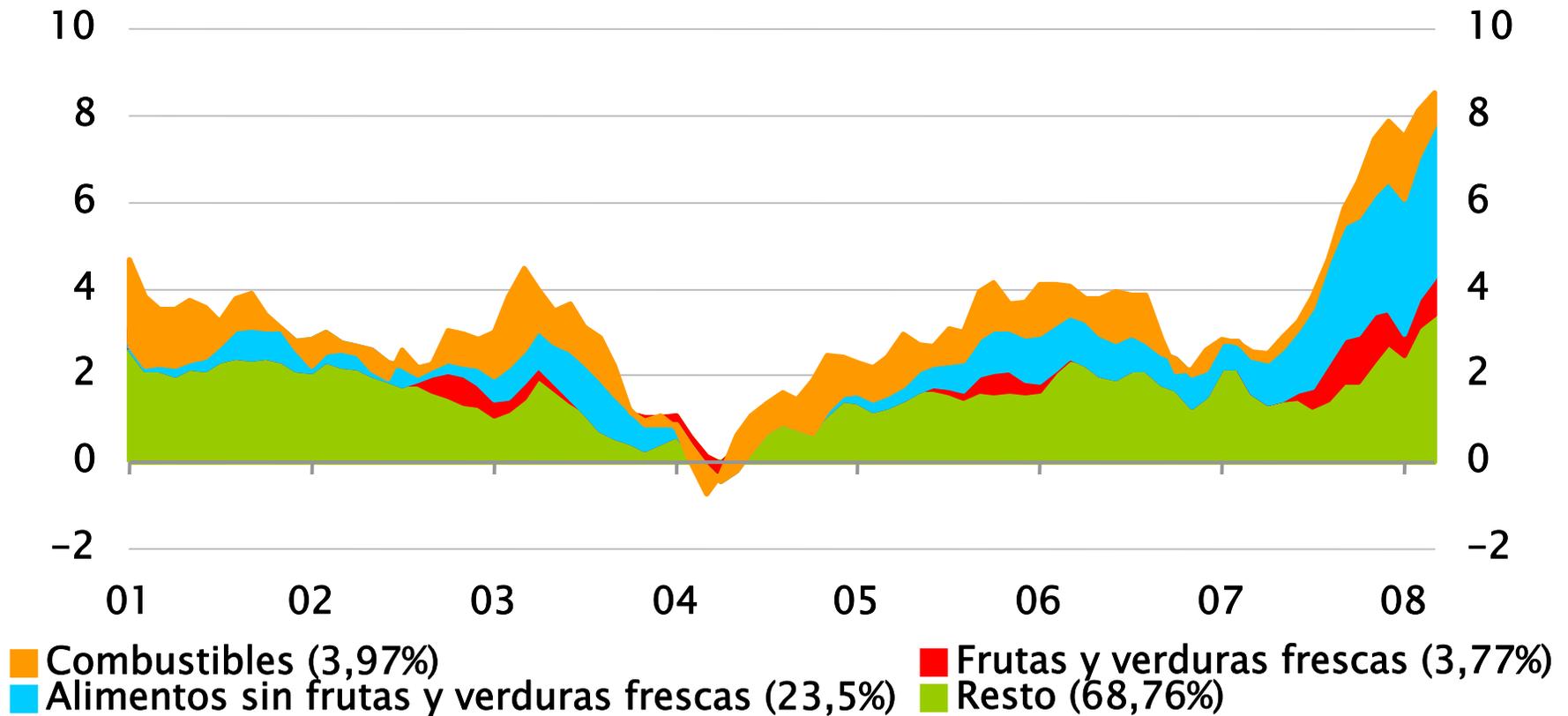


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Esto se explica principalmente por la presencia simultánea de los *shocks* de oferta que han afectado a los precios de los alimentos, los combustibles y la electricidad.

Incidencias en la inflación anual del IPC (*) (puntos porcentuales)

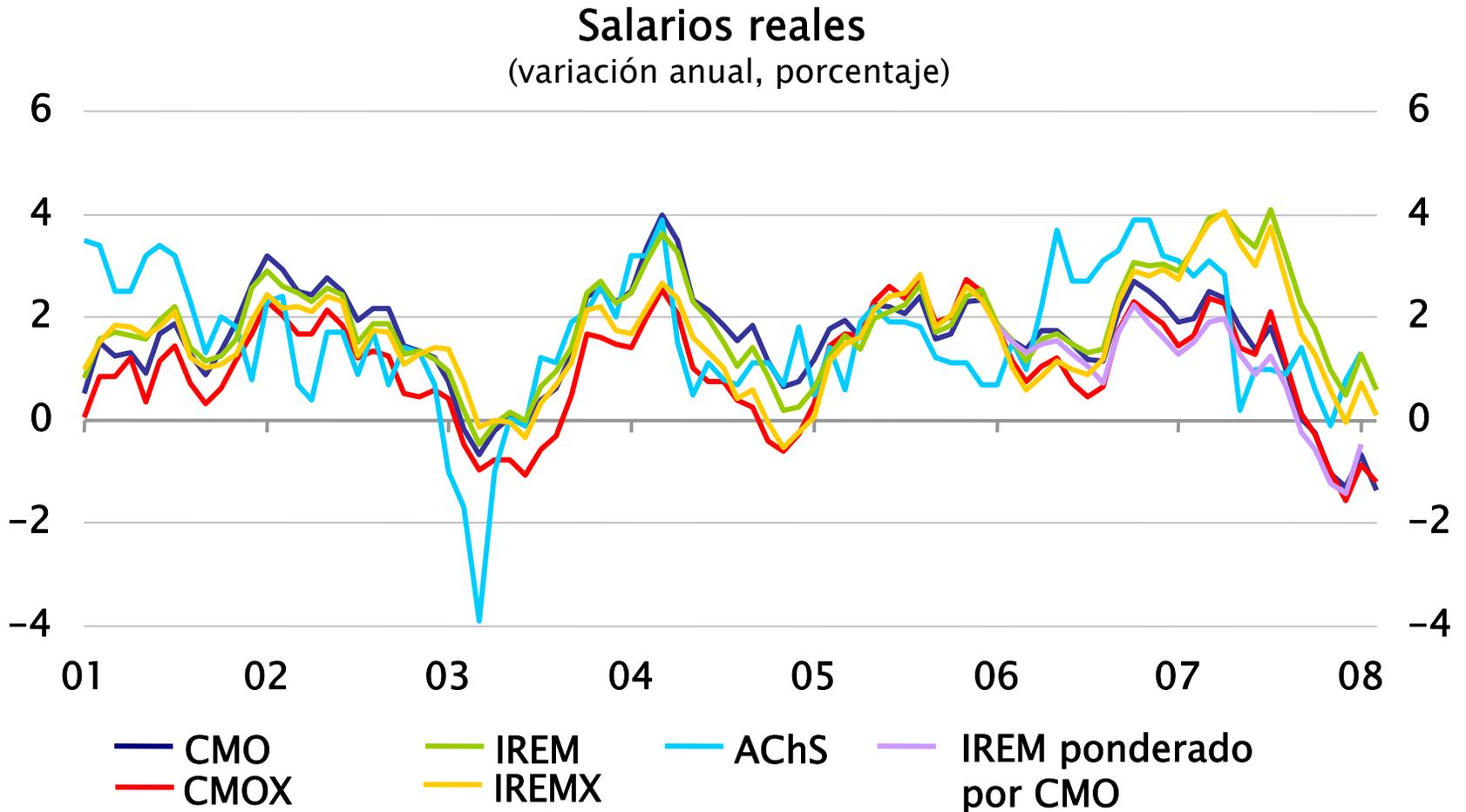


(*) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Con todo, la propagación de los efectos de estos *shocks* hacia otros precios y hacia los salarios sigue siendo moderada.

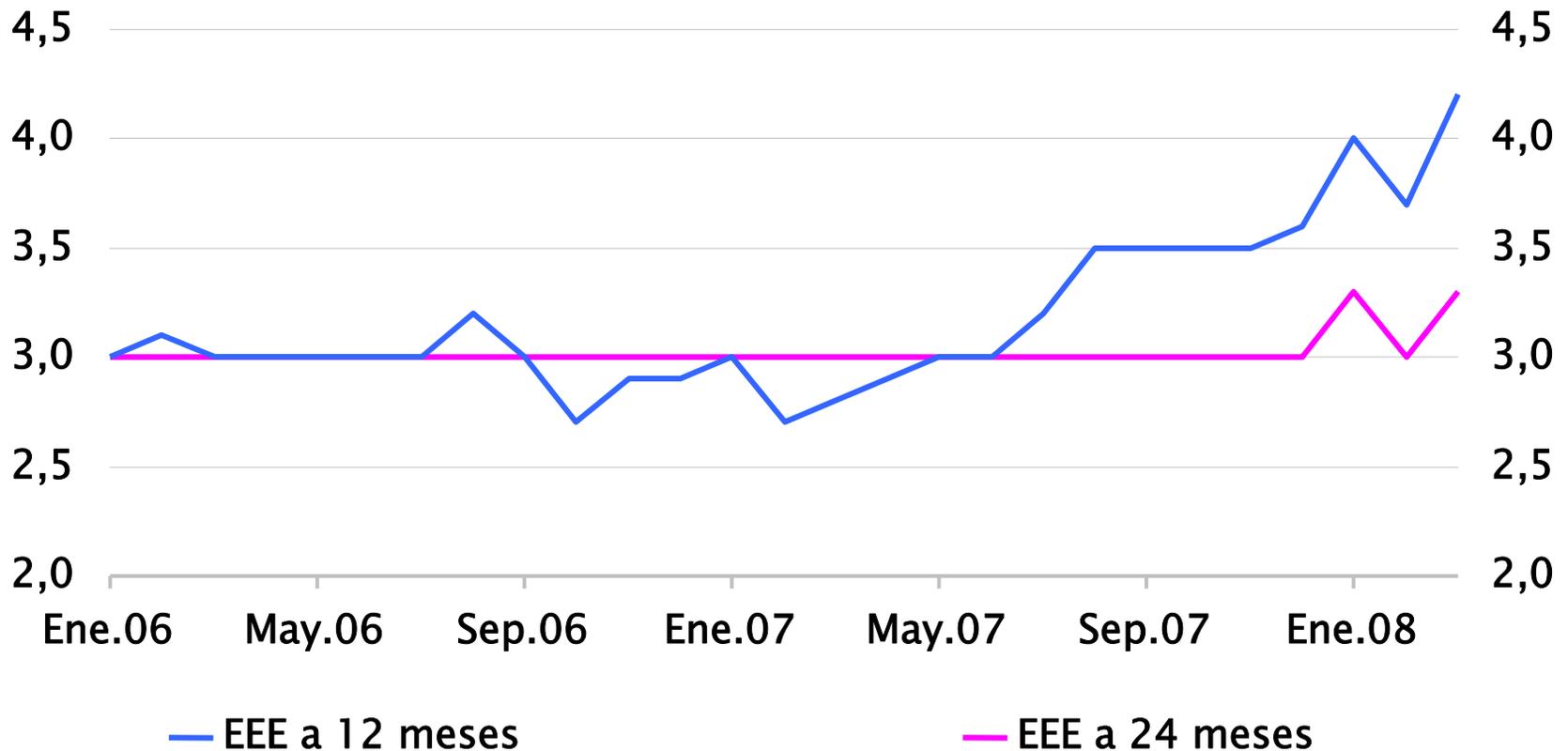


Fuentes: Asociación Chilena de Seguridad, Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Adicionalmente, las expectativas de inflación se mantienen ancladas a la meta.

Encuesta de expectativas de inflación (porcentaje)



Fuente: Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), Banco Central de Chile.



Implicancias para la PM

- Todo ello configura un panorama complejo para la PM.
- Existen fuerzas que apoyan una convergencia de la inflación a la meta:
 - La apreciación cambiaria.
 - La debilidad de la actividad interna.
 - El ajuste del precio interno de los combustibles.
- Pero existen, al mismo tiempo, fuerzas que operan en sentido contrario, como son los incrementos en los precios de alimentos y las materias primas.



Implicancias para la PM

- A ello habría que agregar que los riesgos inherentes a la evolución futura de la inflación y la actividad han aumentado y sus repercusiones dependerán, entre otros, de los siguientes factores:
 - El desenvolvimiento de la actual crisis financiera internacional y su impacto sobre la economía real.
 - La propagación de las alzas observadas en precios específicos hacia las remuneraciones y los precios en general.
 - El impacto de la sequía tanto en la producción agrícola como en los precios de estos productos e, indirectamente, en las tarifas eléctricas.
- Todo ello exige ponderar cuidadosamente todos los elementos y mantenerse muy atento a los nuevos desarrollos.



Implicancias para la PM

- Valga recordar que el BCCH ha reaccionado a este nuevo escenario ajustando la TPM en tres oportunidades desde septiembre pasado, cada una en 0,25%, hasta llevarla a un nivel de 6,25%.
- La decisión adoptada en la última RPM fue mantener la tasa en ese nivel, junto con señalar que, aunque la trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, no se puede descartar que sea necesario ajustar nuevamente la TPM, de forma de asegurar la convergencia de la inflación a la meta.
- De particular importancia para esto serán las implicancias para la inflación del desarrollo del escenario internacional, de la persistencia de la apreciación cambiaria real y de la eventual propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios.



IV. Conclusiones



Conclusiones

- La estabilidad de precios, como lo demuestra la literatura y la experiencia, es un prerrequisito para lograr un crecimiento alto y sostenido.
- Ello está bien recogido por nuestro ordenamiento institucional que provee los elementos necesarios para alcanzar dicha estabilidad.
- En esa perspectiva se destaca la autonomía conferida al Banco Central para conducir la política monetaria y el mandato de mantener la inflación baja y estable.



Conclusiones

- Los avances en materia de inflación han sido notables en el curso de las últimas dos décadas.
- La política monetaria ha contado también con el apoyo de otros componentes de nuestro marco institucional y de políticas como son, en particular, la disciplina fiscal y la solidez del sistema financiero.



Conclusiones

- Sin embargo, los logros alcanzados no están garantizados y requieren disciplina y perseverancia.
- Por ello el Banco Central reafirma permanentemente su compromiso con el objetivo de la estabilidad de precios y, en particular, con su decisión de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.



Conclusiones

- Al actuar de esta forma, el Banco Central cumple con el mandato que le ha entregado la ley y, al mismo tiempo, efectúa su mejor contribución al crecimiento de la economía y al bienestar de la población.



INSTITUCIONALIDAD Y POLITICAS DEL BANCO CENTRAL

Enrique Marshall
Consejero

La Serena