



POLITICA MONETARIA: OBJETIVOS E INSTRUMENTOS

Enrique Marshall

Consejero



Agenda

- I. Marco Institucional
- II. Principios y Conceptos de Política Monetaria
- III. Régimen de Política Monetaria Aplicado por el BC
- IV. Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria
- V. Implementación de la Política Monetaria
- VI. Reunión de Política Monetaria
- VII. La PM en la Actual Coyuntura
- VIII. Conclusiones



I. Marco Institucional



Marco Institucional

- La conducción de la Política Monetaria (PM) es la principal tarea de un banco central.
- La PM comprende las acciones orientadas a preservar la estabilidad de precios, mediante el uso de los instrumentos propios de un banco central, entre los que se incluye la tasa de interés.
- El Banco Central de Chile (BC) cumple esta tarea dentro de un marco institucional y legal que revisaremos brevemente.



Marco Institucional

- En la actualidad, el BC se rige por una ley de rango constitucional vigente desde 1989.
- Los elementos que se destacan en dicho cuerpo legal son:
 - La claridad de los objetivos que se le asignan.
 - La autonomía que se le confiere para efectos del cumplimiento de su mandato y, en particular, para la conducción de la política monetaria.



Marco Institucional

- De acuerdo a la ley, el BC tiene como objetivo *“velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”* (Art. 3° LOC).
- La estabilidad de la moneda es interpretada como estabilidad de precios e implica, en último término, que la inflación sea baja, estable y sostenible en el tiempo.



Marco Institucional

- El normal funcionamiento de los pagos supone que el sistema bancario cumple adecuadamente los roles que tiene asignados y, en particular, el de proveedor de parte importante de los medios de pago de la economía.



Marco Institucional

- Estos son objetivos que se apoyan y refuerzan mutuamente. Así, un sistema financiero estable y eficiente facilita la tarea del BC en orden a mantener la estabilidad de precios, en tanto una inflación controlada promueve la estabilidad del sistema bancario.
- En esta materia, el BC está bastante alineado con lo que se observa en otros países.



Marco Institucional

- ¿Por qué es tan importante la estabilidad de precios?
- Por una parte, la inflación desalienta las actividades productivas (distorsiona las señales de precios) y por tanto afecta adversamente el crecimiento económico.
- Por otra parte, la inflación tiene efectos negativos sobre la distribución del ingreso, porque normalmente perjudica a quienes viven de una remuneración o pensión.



Marco Institucional

- Por todo ello, se puede sostener que una inflación baja y estable contribuye al crecimiento económico y en último término al bienestar de la población.
- Ahora bien, la prioridad que se le asigna actualmente a la estabilidad de precios no estuvo siempre presente en el pasado, o por lo menos no con el mismo énfasis.



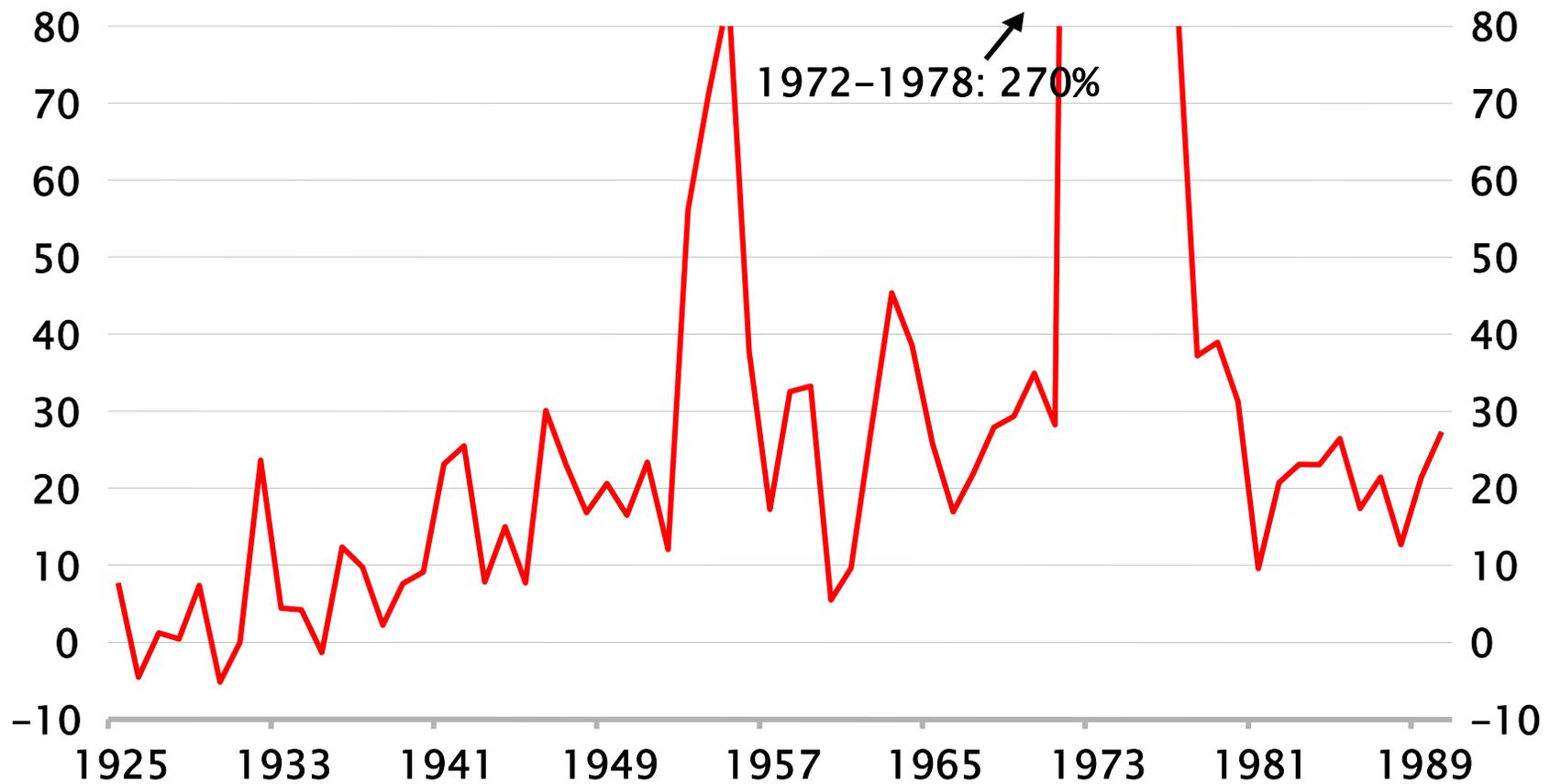
Marco Institucional

- La historia muestra que la inflación, a pesar de los esfuerzos desplegados, se transformó en un problema serio y crónico en el curso del siglo pasado.
- La causa principal de la inestabilidad fue una política de gasto público muy expansiva que dependía en forma importante del financiamiento del BC.



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

Tasas de inflación, 1925-1989
(porcentaje)

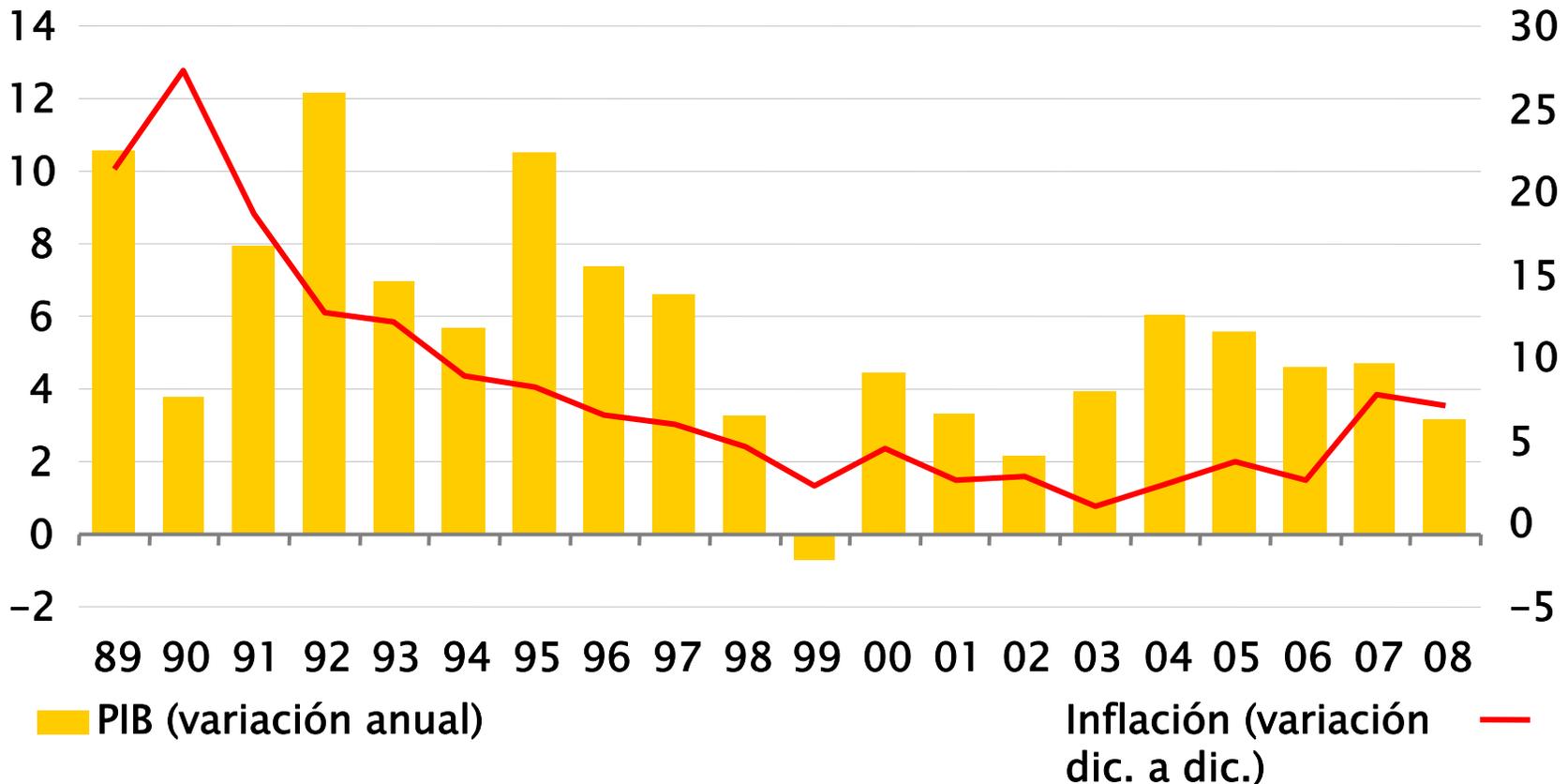


Fuente: Díaz, et al. (2003) e INE.



Este cuadro cambia a partir de la entrada en vigencia del nuevo marco legal (1989), en que los avances en inflación son acompañados por tasas de crecimiento más estables.

PIB e inflación
(porcentaje)



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



Marco Institucional

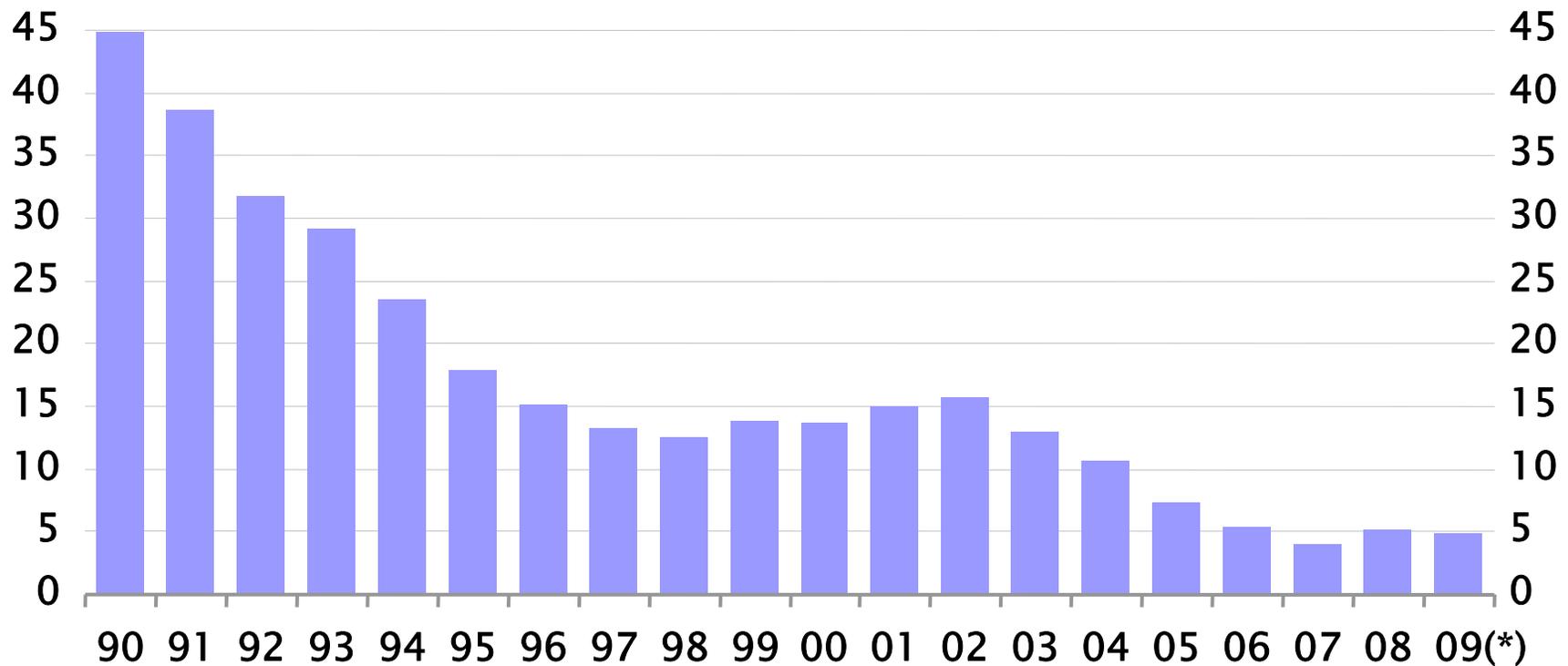
- La política monetaria es clave para la estabilidad macro, pero no actúa aisladamente; lo hace en un marco de instituciones y políticas que se refuerzan mutuamente.

- En Chile, la estabilidad se ha favorecido por:
 - Una política fiscal responsable.
 - Un sistema financiero sólido, bien capitalizado y gestionado, y sometido a un marco de regulación y supervisión prudencial.
 - Un mercado de capitales relativamente desarrollado que provee financiamiento de mediano y largo plazo.
 - Una integración comercial y financiera creciente con los mercados internacionales.



La disciplina fiscal ha conducido a una significativa reducción de la deuda pública en los últimos años.

Deuda Pública
(porcentaje del PIB)

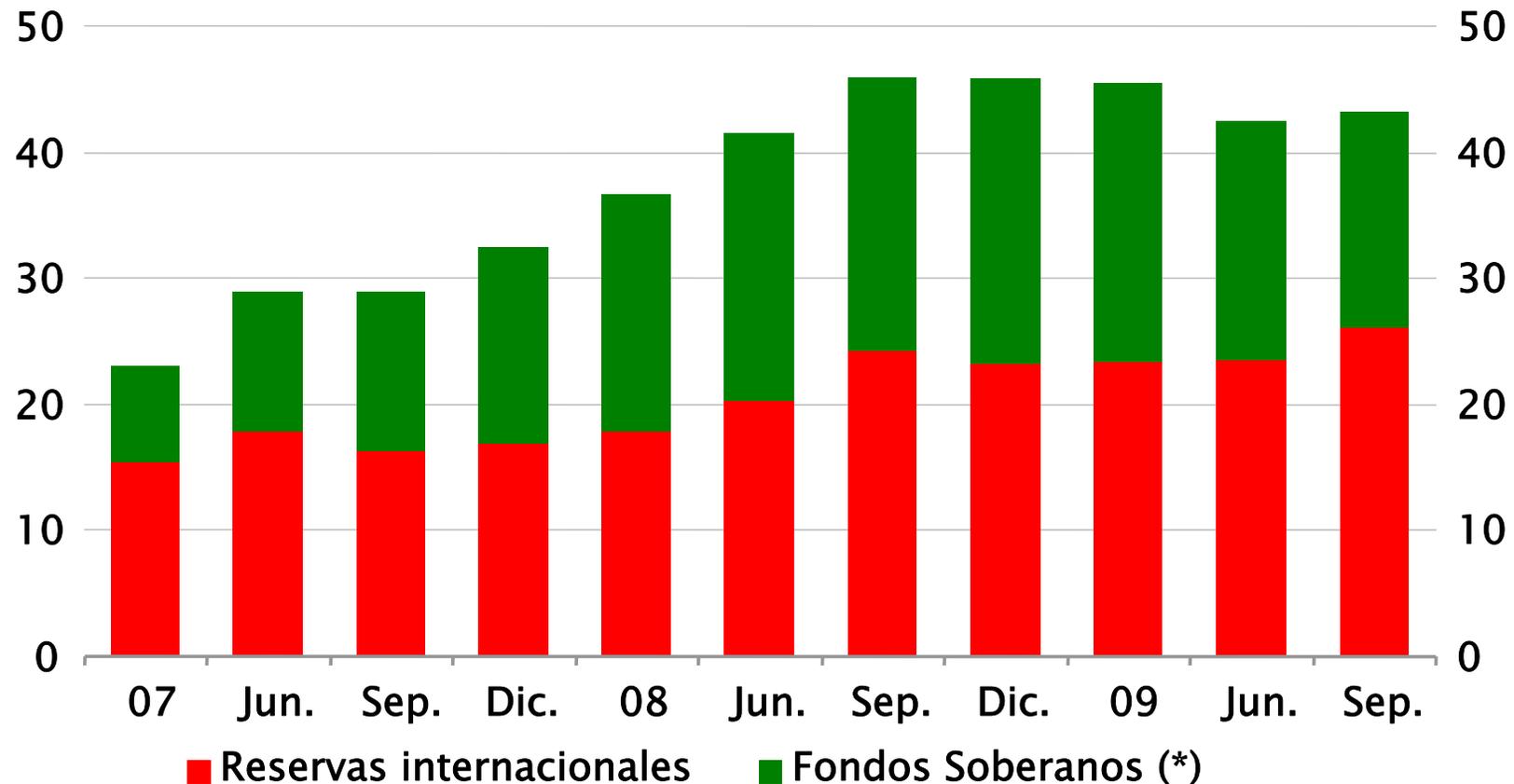


(*) Cifras a junio del 2009.
Fuente: Ministerio de Hacienda.



El ahorro de los ingresos extraordinarios del cobre y la acumulación de RIN por parte del BC aumentaron los activos en moneda extranjera del Gobierno Consolidado.

Reservas internacionales netas y fondos soberanos
(miles de millones de dólares)



(*) Considera el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) y el Fondo de Estabilización Económico y Social (FEES).
Fuentes: Banco Central de Chile y Ministerio de Hacienda.



II. Principios y Conceptos de Política Monetaria



Política Monetaria

- Los conceptos en materia de política monetaria han evolucionado a través del tiempo.
- Antiguamente (hasta los años sesenta) se pensaba que la PM tenía la opción de contribuir permanentemente al crecimiento, pagando quizá el precio de una mayor inflación.



Principios de política monetaria

- Pero la teoría económica y la evidencia empírica condujeron a dar por superados estos conceptos.
- Hemos aprendido que no existe un dilema permanente entre crecimiento e inflación y que la PM no puede resolver problemas estructurales de desempleo o de bajo crecimiento potencial.



Principios de política monetaria

- La experiencia nos ha enseñado que los intentos por reducir el desempleo más allá de su nivel normal o bien por aumentar el producto por sobre su nivel potencial conducen inevitablemente a una aceleración de la inflación.
- También hemos aprendido que una inflación baja y estable es una condición necesaria para el crecimiento sostenido.



III. Régimen de Política Monetaria Aplicado por el BC



Política Monetaria

- La forma como se conduce la PM también ha evolucionado a través del tiempo.
- Hoy, el esquema que goza de mayor aceptación es el de metas de inflación. Este consiste en el anuncio explícito de una meta permanente de inflación, que es perseguida mediante movimientos en la tasa de interés y acciones comunicacionales.
- En Chile, la PM se conduce bajo un esquema pleno de meta de inflación desde el año 2000.



Política Monetaria

- Este esquema se complementa con un sistema de flotación cambiaria. Esto quiere decir que el tipo de cambio lo determina libremente el mercado. No obstante, el BC se reserva el derecho a intervenir este mercado en circunstancias excepcionales, como lo hizo el año pasado y, anteriormente, en agosto del 2001 y octubre del 2002.
- Ello le confiere mayor independencia al BC para conducir la PM y facilita el ajuste de la economía frente a cambios bruscos en el entorno mundial.



Política Monetaria

- La meta establecida por el BC es que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3%, con un rango de tolerancia de +/- un punto porcentual.
- Esta es una meta permanente; se procura alcanzar en todos los meses del año y no solo en diciembre.
- Admite desviaciones transitorias cuando se enfrentan *shocks*.



Política Monetaria

- La PM se orienta de manera que la inflación proyectada sea 3% en un “horizonte de política” definido en torno a dos años.
- La definición de un “horizonte de política” es fundamental.
- Primero, reconoce que los efectos de la PM no son instantáneos, sino que tardan algún tiempo en manifestarse plenamente.
- Segundo, permite acomodar *shocks* transitorios de oferta que permanecen en la medición de la inflación anual por varios meses.



Política Monetaria

- El principal instrumento de la PM es la Tasa de Política Monetaria (TPM). Por ello, las acciones de política monetaria consisten principalmente en movimientos de la TPM.
- La TPM es la tasa de interés que sirve de referencia para las operaciones monetarias entre el BC y los bancos comerciales.
- El BC procura que la tasa de interés interbancaria (a un día) se aproxime a la TPM.



Política Monetaria

- Sin embargo, la TPM es una tasa relevante solo para un conjunto acotado de operaciones financieras. Sus efectos sobre la economía se transmiten en forma indirecta, como veremos más adelante.
- Pero la PM actúa también a través de los comunicados e informes que se entregan al mercado y que proveen la visión del Consejo del BC sobre la evolución y perspectivas de la economía y, en particular, sobre la trayectoria esperada de la inflación.



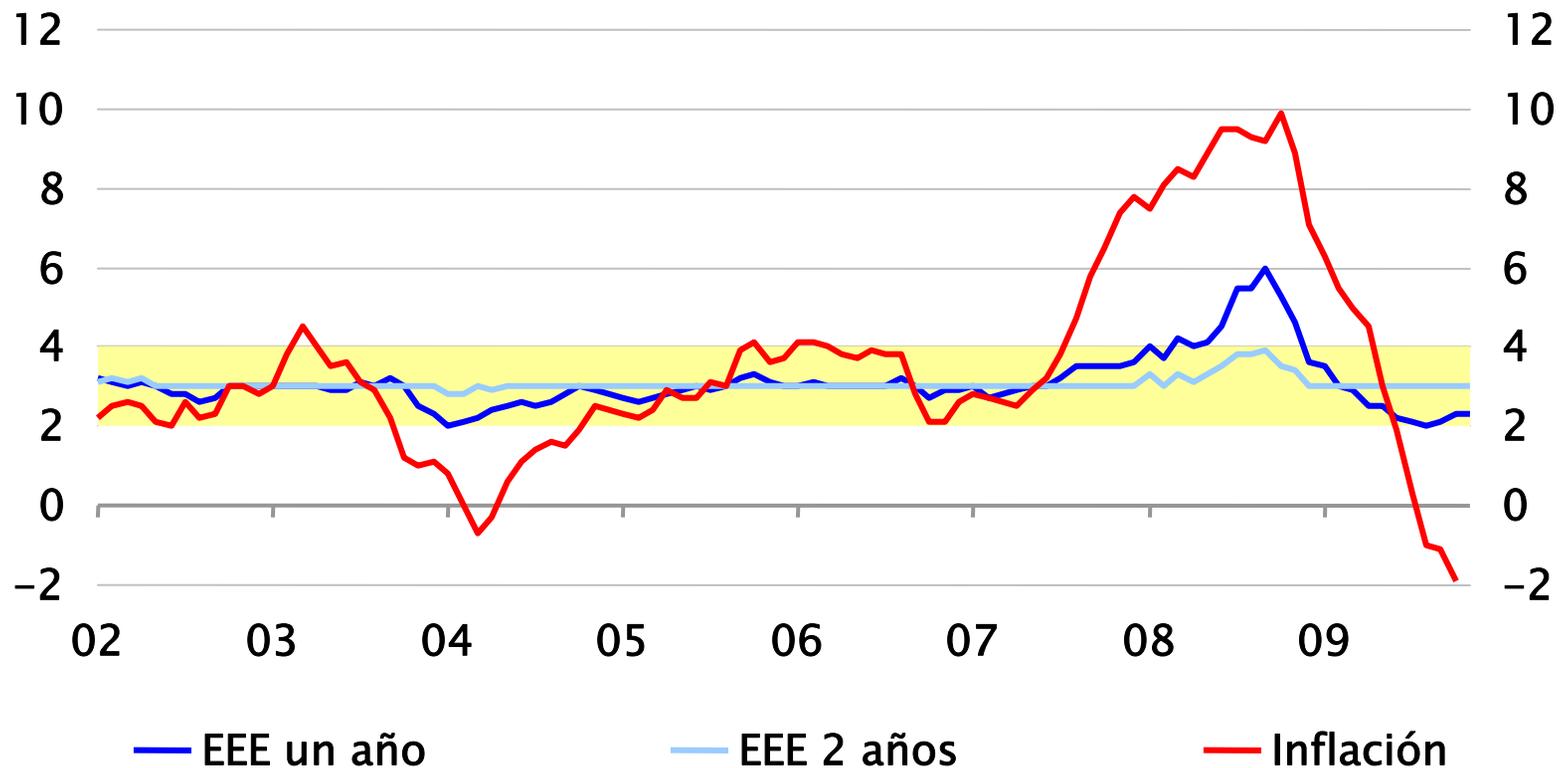
Evaluación del actual marco de PM

- Hasta mediados del 2007, los resultados que se exhibían eran muy satisfactorios: la inflación promedio para más de 7 años se ubicaba muy próxima a 3% y la mayor parte del tiempo (74%) estaba dentro del rango de tolerancia.
- Los resultados de los últimos dos años están marcados por la crisis. La inflación se ha desviado significativamente del rango de tolerancia, pero ello se explica en gran medida por los fuertes movimientos en los precios de la energía y los alimentos en los mercados internacionales; y también por factores idiosincrásicos.



Inflación efectiva y esperada y grado de cumplimiento de la meta.

Inflación IPC y expectativas de inflación
(variación anual, porcentaje)



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



IV. Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria



Política Monetaria

- La PM actúa a través de varios mecanismos.
- Los cambios (alzas o bajas) en la TPM producen, en primer lugar, efectos sobre un conjunto de variables financieras:
 - Las tasas de interés de mercado
 - Los precios de los activos financieros
 - Los agregados monetarios y crediticios
 - Las expectativas sobre la trayectoria futura de la TPM
 - El tipo de cambio
- También tienen incidencia sobre las expectativas de inflación y la confianza de los agentes económicos.



Política Monetaria

- En todo caso, el mecanismo de transmisión más conocido es el de las tasas de interés.
- La PM afecta a las tasas enfrentadas por el BCCH (tasas libres de riesgo) para distintos plazos a través de las expectativas sobre la trayectoria futura de la TPM.
- Luego, las tasas que se aplican a las personas y empresas se forman agregando primas de riesgo y otros recargos, razón por la cual pueden resultar bastante más altas que la TPM o que la tasa libre de riesgo para un mismo plazo.



Política Monetaria

- En todo caso, son estas tasas las que influyen sobre el gasto de las personas y empresas.
- Las decisiones de consumo e inversión determinan enseguida la brecha de capacidad (producto efectivo – producto de tendencia) e inciden sobre los costos de producción.
- Finalmente, todo ello tiene un impacto sobre la inflación.



Política Monetaria

- Así, cuando la economía se expande excesivamente, el BC aumenta la TPM para contener las presiones inflacionarias.
- Por el contrario, cuando la economía se contrae en forma significativa, como ha ocurrido en el último tiempo, el BC reduce la TPM para generar un estímulo que permita estabilizar la economía.



V. Implementación de la PM



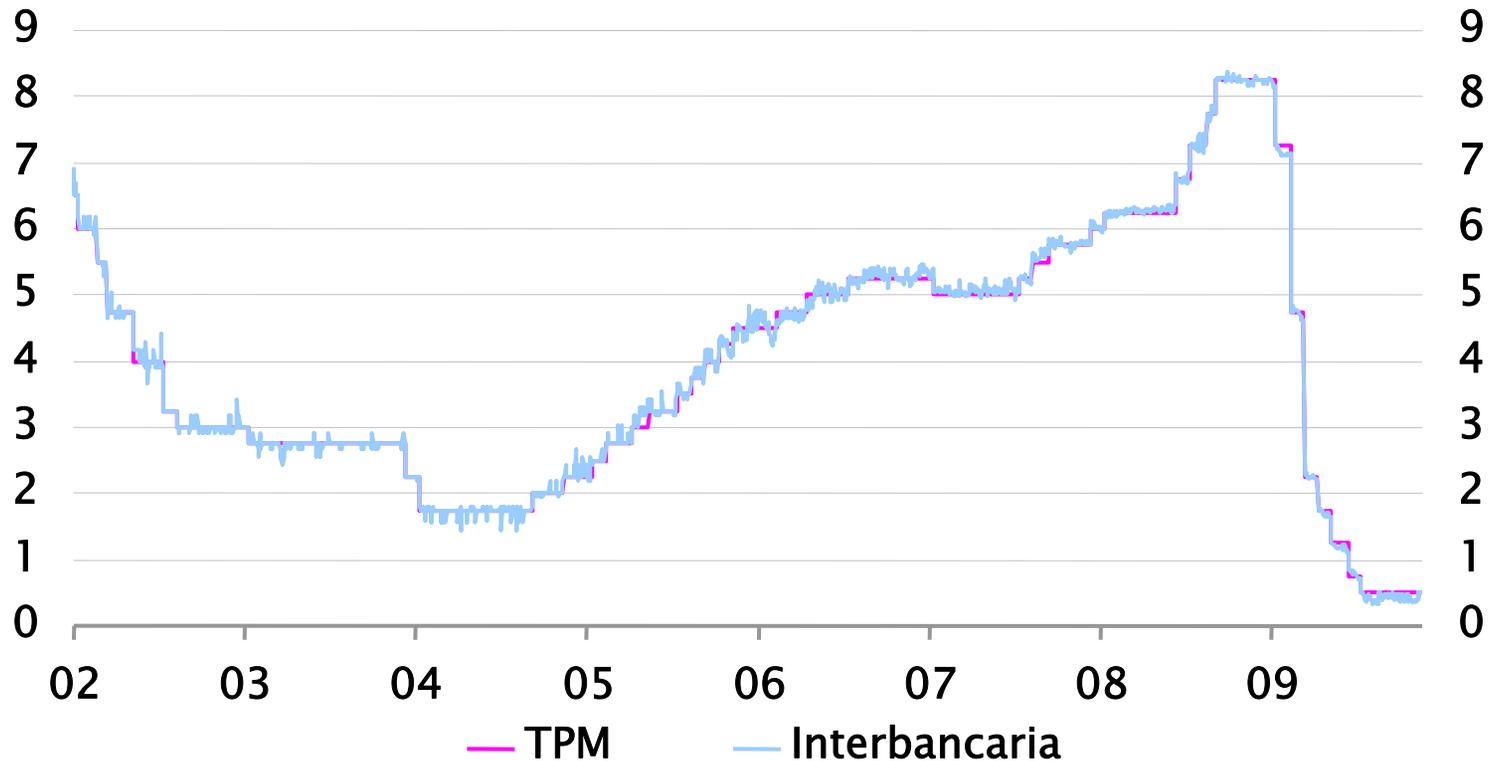
Implementación operativa de la PM

- Desde un punto de vista operativo, la PM persigue que la tasa interbancaria a un día (TIB) se ubique en un nivel tan próximo como sea posible al de la TPM.
- Para ello el BC utiliza varios instrumentos de manejo monetario.
- Como la TIB es una tasa de mercado, que depende no solo de la gestión del BC, sino también de factores no controlables, se admiten desviaciones menores de la TIB respecto de la TPM. Así, es usual observar desviaciones del orden de $+/- 4$ puntos base.



TPM y Tasa interbancaria

Tasas de interés de corto plazo
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



Implementación operativa de la PM

- La gestión monetaria tiene como objetivo acomodar la liquidez de manera que resulte concordante con el nivel de la TPM.
- Para estos efectos, el BC recurre a varios mecanismos que permiten aumentar o disminuir la liquidez del sistema.
- En primer lugar, emite y coloca instrumentos monetarios de corto plazo denominados PDBC, principalmente a plazos de 30 y 90 días. Con ello logra una acomodación gruesa de la liquidez demandada por el sistema.



Implementación de la PM

- Luego, para una acomodación “más fina” utiliza:
 - Repos (compra con pacto de retroventa de un título de deuda de alta calidad lo que equivale a un préstamo del BC a un banco comercial garantizado por un instrumento financiero de bajo o nulo riesgo)
 - Anti-repos (operación inversa al repo)
 - Línea de crédito de liquidez que se ofrece a una tasa de interés igual a $TPM + 25$ pb.
 - Depósitos de liquidez que pagan una tasa de interés igual a $TPM - 25$ pb.



Implementación de la PM en la actual coyuntura

- En la actual coyuntura, el BC ha utilizado medidas no convencionales para proveer liquidez y reforzar la PM.
- Una de ellas es la denominada FLAP, que es un mecanismo de provisión de liquidez para los bancos, que opera con plazos más largos que los habituales, esto es, a 90 y 180 días y con una tasa de interés igual a la TPM vigente. Recientemente el BC ha anunciado el retiro gradual de esta facilidad.



VI. Reunión de Política Monetaria



Importancia de la RPM

- La decisión más importante en materia de política monetaria, que es la fijación de la TPM, se adopta en la llamada Reunión de Política Monetaria (RPM).
- Esta reunión se celebra mensualmente y concita un alto interés en el mercado y en la opinión pública en general. La fecha de realización se anuncia con seis meses de antelación.



La prensa le brinda normalmente una buena cobertura noticiosa.

EL MERCURIO
VIERNES 13 DE NOVIEMBRE DE 2009

Reunión de Política Monetaria:

Banco Central mantiene la tasa de interés en 0,50% e inicia retiro de medidas de liquidez

La tasa de referencia se mantendrá al menos hasta junio de 2010 y alza será más gradual de lo que prevé el mercado.

El retiro de la Facilidad de Liquidez a Plazo a la que acceden los bancos se iniciará el 14 de diciembre.

LINA CASTAÑEDA

La señal fue clara: contrario a las expectativas del mercado, el Banco Central señaló que la tasa de política monetaria (TPM) se mantendrá sin cambios por un tiempo prolongado, "al menos hasta el segundo trimestre del próximo año".
La decisión de mantener la TPM en 0,50% anual estaba den-

El Consejo estima que el ritmo de normalización de la TPM durante el segundo semestre del próximo año será más gradual que el implícito en los nacidos de los activos.



SEÑALES.— El Consejo del Banco Central anunció ayer el retiro gradual de uno de los estímulos monetarios aplicados para enfrentar la crisis financiera.

» Baja del dólar alinea el mercado y las expectativas del Central

La fuerte corrección que ha registrado el tipo de cambio ha incidido también en las tasas de interés. Porque hace algunos días las tasas a seis meses mostraban una divergencia entre las expectativas del mercado y la precisión del Banco Central respecto a el alza de tasas se iniciaría durante el segundo trimestre.

Hasta hace algunas semanas, las tasas a seis meses se encontraban en un nivel de 0,8%, incorporando un alza a 0,75% de la tasa de referencia, dice Pablo Correa, de Santander GBM.

Sin embargo, comentó que a contar del 9 de noviembre pasar estas se corrigieron hasta niveles entre 0,58% y 0,59%, netamente por un efecto de tipo de cambio. Sólo en la última semana la divisa retrocedió \$16,1, acercando su valor a los \$500.

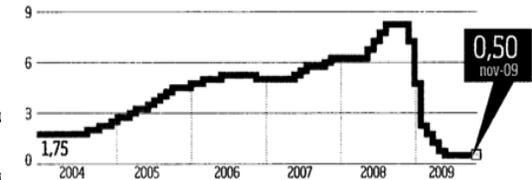
El impacto de la caída de la moneda estadounidense se ha visto también en las expectativas inflacionarias.

Si hasta hace algunos días el mercado proyectaba una inflación de entre 2,7% y 2,8% para fines de 2010, estas expectativas ya se corrigieron a niveles entre 2,2% y 2,3%.

Evolución de la TPM y el tipo de cambio

Tasa Política Monetaria

En %



Tas:
En %
Jap
EE.U
Chil
R.U
Eur
Per
Nue

Central inicia el retiro de las medidas adicionales que adoptó por la crisis

El BC eliminará paulatinamente -entre diciembre y mayo de 2010- las facilidades de liquidez otorgadas a los bancos.

Además, anunció que el alza de tasas será más gradual de lo que prevé el mercado.

El mercado se divide frente a la evolución que tendrá el dólar.

MANTUVO LA TASA

Central Anuncia Reducción Gradual de Apoyo a Liquidez de Bancos (Pág. 4)

Tasa Política Monetaria (Nominal, en %)

0,50%

© 2009. Fuente: Banco Central

E F M A M J J A S O N D 2008 2009

Diario Financiero
Economía
e-mail: economia@df.cl

24

Viernes 13 de noviembre

INSTITUTO EMISOR INSISTIÓ EN QUE TPM NO SE MOVERÁ DE 0,5% HASTA EL SEGUNDO TRIMESTRE DEL PRÓXIMO AÑO

Central refuerza mensaje de tasa de interés baja e inicia retiro de medidas de liquidez



¿Quiénes asisten?

- 5 consejeros con derecho a voto.
- Ministro de Hacienda con derecho a voz pero no a voto.
- Gerentes y profesionales que apoyan al Consejo para efectos de esta decisión.



Formato de la reunión

- La reunión de política monetaria se divide en dos sesiones:
 - En la mañana, se presenta y revisa en detalle la información económica y financiera relevante.
 - En la tarde, se identifican y evalúan las opciones de política, se procede a la votación y, finalmente, se aprueba un breve comunicado de prensa.



Una RPM en la Sala de Consejo





Material preparado para la RPM

- Antecedentes para la RPM. Este documento contiene un resumen de la información económica y financiera relevante para la decisión que corresponde adoptar. Se da a conocer un día antes de la reunión a través del portal electrónico del BC.
- Presentación de la División de Estudios durante el día de la reunión. Este documento se da a conocer al día siguiente de la reunión a través del portal electrónico del BC.



Resultados de la RPM

- Decisión sobre la TPM, que puede ser la de mantener, subir o bajar la tasa.
- Comunicado de prensa informando y justificando la decisión y entregando los eventuales cursos de acción. Este comunicado se despacha inmediatamente después de la reunión.
- Dos semanas después de la RPM se publica una minuta que incluye mayores detalles:
 - Opciones de política consideradas.
 - Los principales argumentos esgrimidos
 - La votación de cada consejero.



Ejemplo de comunicado prensa

Comunicado

Santiago, 12 de noviembre de 2009

Reunión de Política Monetaria - noviembre 2009

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual. Además, ha decidido reducir el plazo máximo de la FLAP desde 180 a 150 días a partir del 14 de diciembre próximo y continuar disminuyéndolo cada mes en 30 días, de forma de extinguir el acceso a esta facilidad en mayo del próximo año.

En el ámbito externo, los datos recientes reafirman las perspectivas de actividad global para este año y el próximo. Estas perspectivas han incidido en una progresiva estabilización de los mercados financieros. Los precios de los productos básicos han subido.

En el plano interno, la información disponible sugiere que, a pesar del retroceso de septiembre, la actividad y la demanda se expandieron en el tercer trimestre, aunque a una velocidad menor que la prevista. El desempleo y la ocupación han permanecido estables. Las condiciones crediticias han mejorado en el margen, pero se mantienen estrechas.

En octubre, el IPC y las diversas medidas subyacentes no mostraron variación. La dinámica salarial sigue acorde con sus patrones históricos. Se prevén registros de inflación anual reducidos en los próximos trimestres. Las expectativas de inflación de mediano plazo se han mantenido estables. El tipo de cambio real ha caído.

El Consejo considera que el entorno macroeconómico y sus implicancias de política monetaria no difieren sustantivamente de lo contemplado en el IPoM. Esto es congruente con una TPM que se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% por un período prolongado, que se extenderá al menos hasta el segundo trimestre del próximo año.

El Consejo estima que el ritmo de normalización de la TPM durante el segundo semestre del próximo año será más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros. Con ello, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.



VII. La PM en la Actual Coyuntura



La PM en la Actual Coyuntura

- La crisis económica y financiera global, la más severa de la últimas décadas, ha impuesto enormes desafíos a la PM en prácticamente todos los países, incluido Chile.
- Esta crisis ha pasado por varias fases con distintos efectos sobre la economía y las finanzas a nivel mundial.



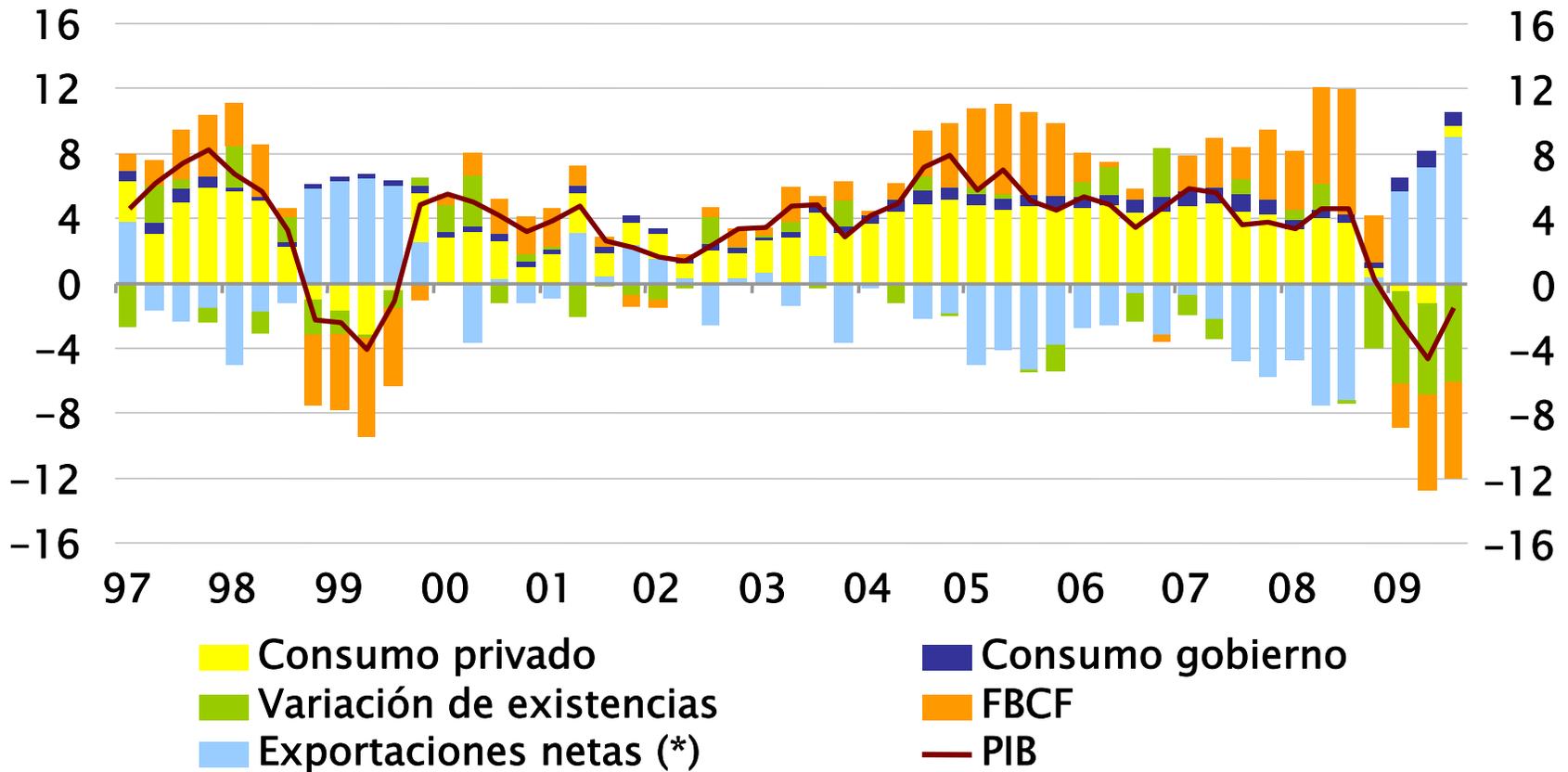
La PM en la Actual Coyuntura

- A fines del año pasado, el deterioro global adquirió particular intensidad:
 - Los mercados financieros se tensionaron fuertemente.
 - La confianza se resintió.
 - La demanda y la producción cayeron en forma considerable.
 - Las precios de las materias primas se desplomaron.
 - La inflación se redujo significativamente.



Ello cambió bruscamente el escenario económico interno, afectando por de pronto la trayectoria de la demanda y la actividad. Con todo, últimas cifras reafirman una recuperación este semestre.

Contribución al crecimiento del PIB (variación real anual, puntos porcentuales)



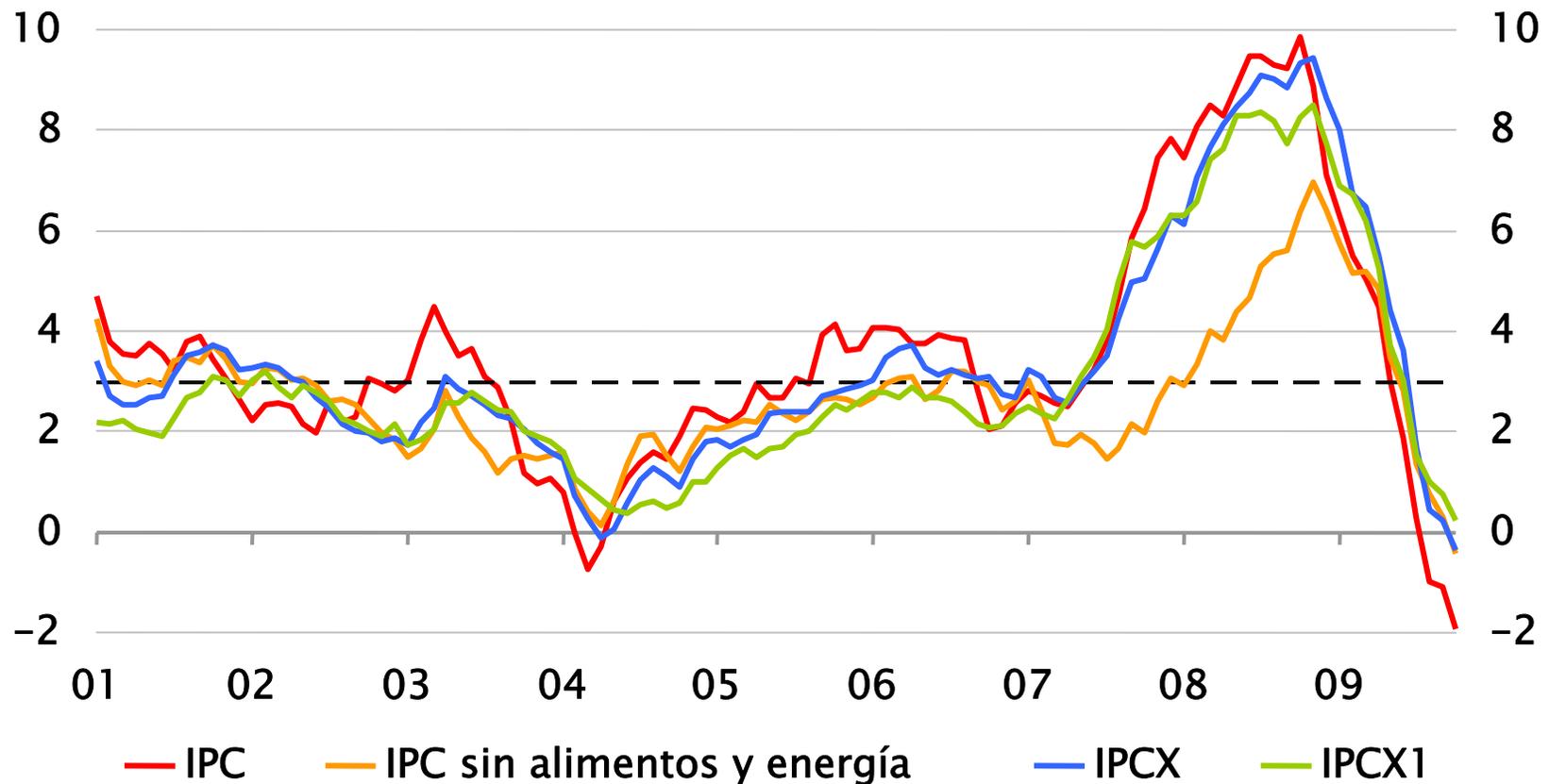
(*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.



También cambió el panorama inflacionario: la tasa de inflación anual, que había alcanzado niveles altos, comenzó a descender rápidamente entrando incluso en terreno negativo en lo más reciente. Se prevé que se mantendrá en niveles reducidos en los próximos meses.

Indicadores de inflación (variación anual, porcentaje)





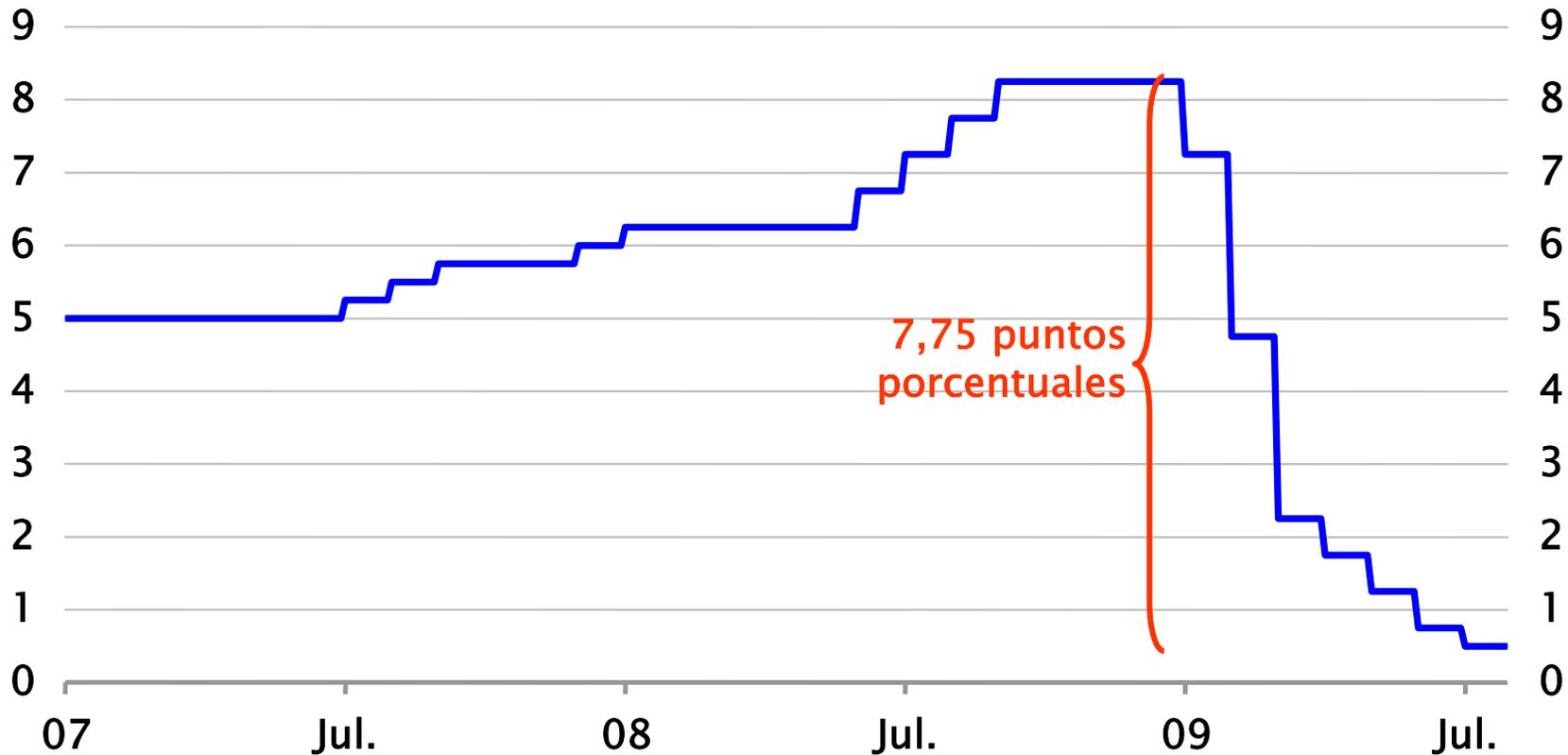
La PM en la Actual Coyuntura

- Durante la fase más crítica de la crisis, la primera reacción de política por parte del BC fue disponer medidas extraordinarias de provisión de liquidez, tanto en pesos como en dólares.
- Ello permitió asegurar el normal funcionamiento del sistema financiero, no obstante el fuerte aumento en la percepción de riesgo.



Enseguida, el BC reaccionó llevando en corto tiempo la TPM a un mínimo histórico de 0,5%.

Tasa de Política Monetaria
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



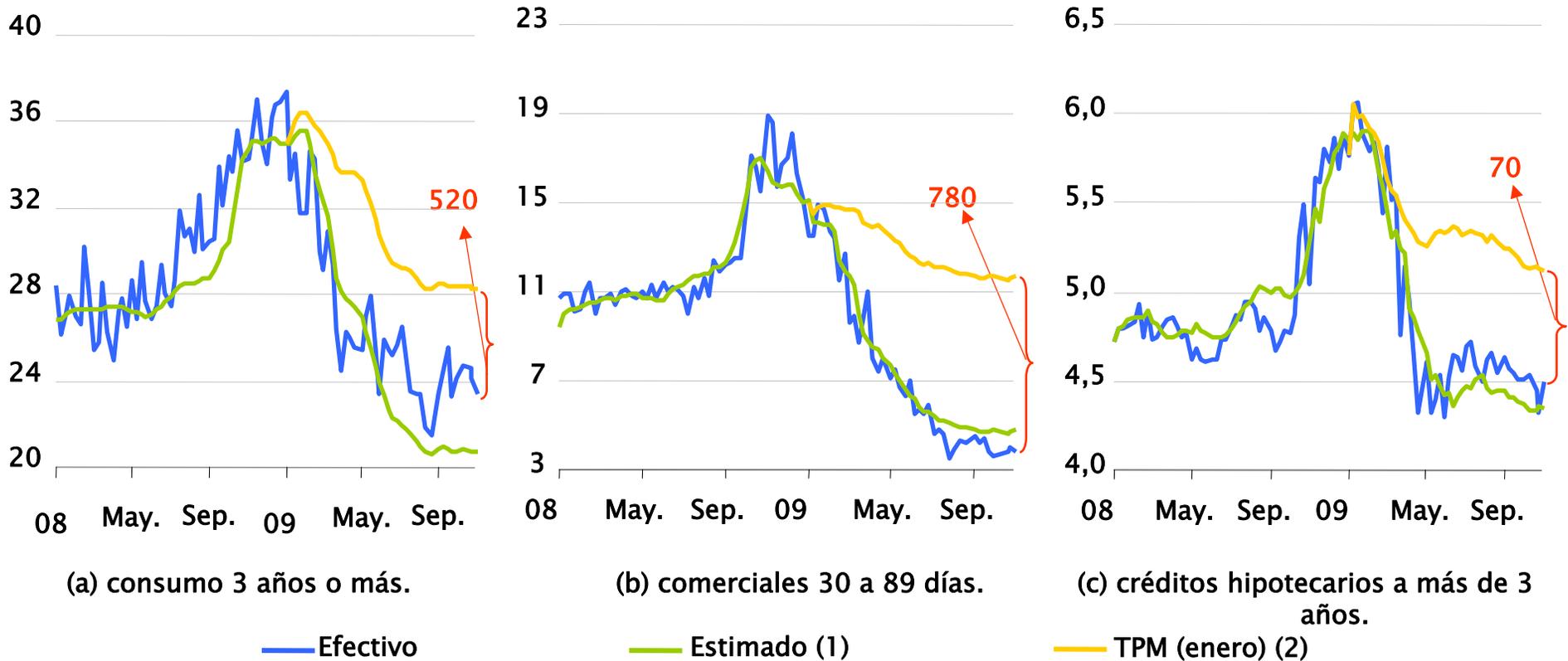
La PM en la Actual Coyuntura

- En julio pasado, cuando la TPM se encontraba en su nivel mínimo, el BC entregó una fuerte señal en el sentido que ésta permanecería en dicho nivel por tiempo prolongado.
- Para reforzar esta señal, puso en aplicación medidas complementarias (facilidad de financiamiento hasta 180 días a una tasa igual a 0,5%).
- Recientemente, el BC ha señalado que la TPM se mantendrá en 0,5% al menos hasta el segundo trimestre del 2010 y durante el segundo semestre el ritmo de normalización será más gradual que lo anticipado por el mercado.



Estas acciones de PM han resultado determinantes para el descenso de las tasas de interés enfrentadas por los clientes del sistema financiero.

Tasas de interés (datos semanales, porcentaje)



(1) Corresponde a los niveles de tasas de colocación según el modelo de Becerra *et al.*

(2) Nivel al que se estima estarían las tasas de colocación, de haberse mantenido la TPM en 8,25%.

Fuentes: Banco Central de Chile y Becerra *et al.* (2009).



VIII. 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. Entre ellos se destacan 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. Sin embargo, los logros alcanzados no están garantizados y requieren perseverar en la aplicación de buenas políticas.
- El régimen de meta de inflación ha implicado un significativo avance en la conducción de la PM y ha reforzado el compromiso del BC con la estabilidad de precios.
- Las políticas del BC se han visto facilitadas, además, por el conjunto de políticas macroeconómica en aplicación y en particular, por la disciplina fiscal y la buena regulación y supervisión del sistema financiero.



Conclusiones

- El BC ha enfrentado desafíos extraordinarios durante esta crisis global, pero ha respondido con rapidez y decisión. En una acción inédita, recortó la TPM en 775 puntos base en sólo siete meses y puso en aplicación medidas complementarias para reforzar los efectos de la PM.
- Los sólidos fundamentos de la economía y el marco de políticas macroeconómicas vigente han permitido esta reacción de la PM.



Conclusiones

- La conducción de una buena política monetaria, orientada al logro de la estabilidad de precios, es la mejor contribución que el BC puede hacer al crecimiento de la economía y al bienestar de la población.



POLITICA MONETARIA: OBJETIVOS E INSTRUMENTOS

Enrique Marshall

Consejero