



# El Banco Central y la Política Monetaria en Chile

*Inauguración Año Académico de la Facultad de Economía y Negocios  
Universidad Central, Santiago, Chile*

**11 de abril de 2018**

**Mario Marcel**

Presidente

Banco Central de Chile



# Agenda

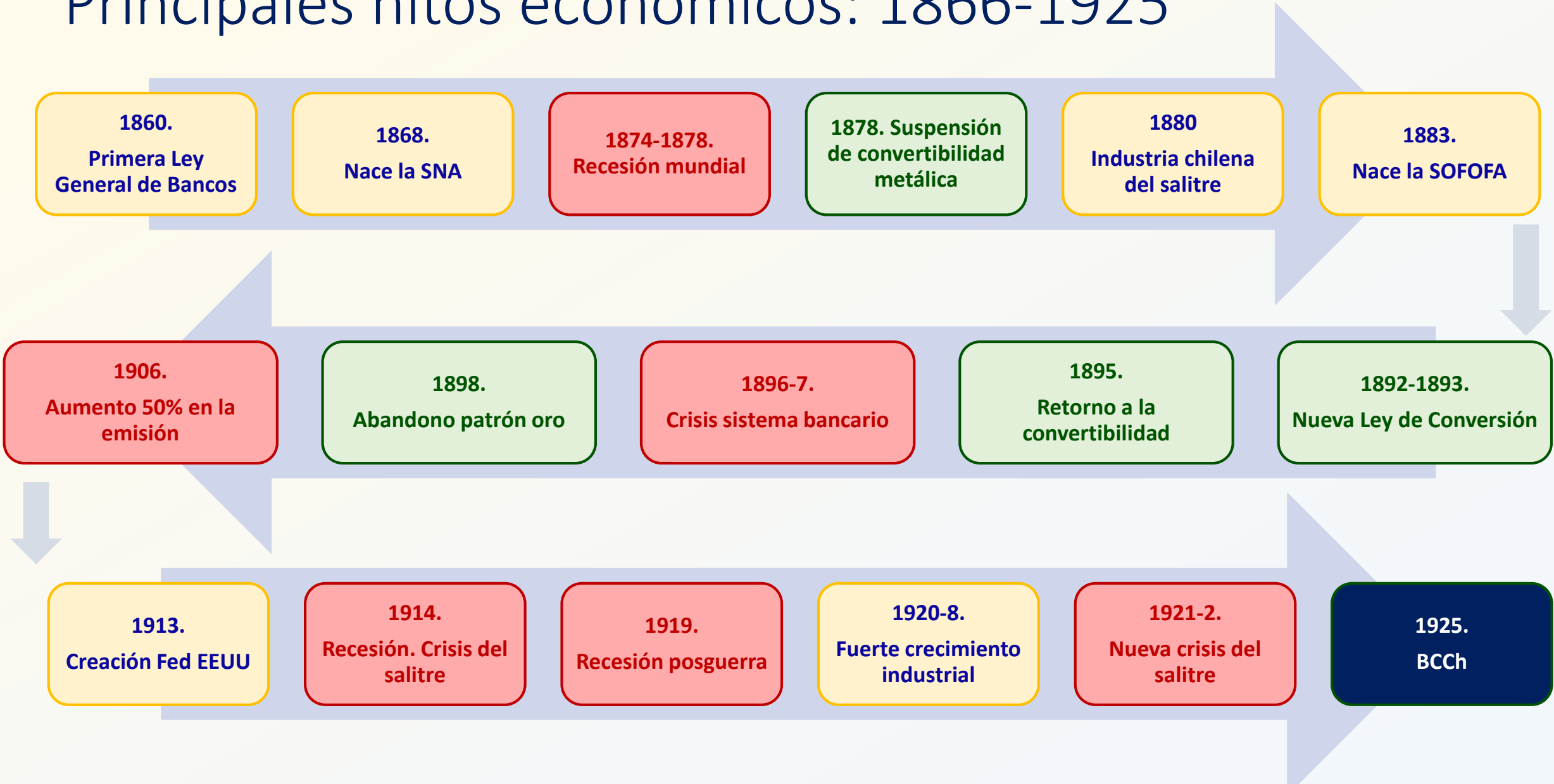
- I. El BCCh: historia, objetivos, e instrumentos
- II. La política monetaria en Chile: marco, implementación, transmisión
- III. Efectividad de la política monetaria en Chile: condiciones necesarias



# El BCCh: historia, objetivos, e instrumentos



# Principales hitos económicos: 1866-1925





# Nacimiento institucional del BCCh

- El **22 de agosto de 1925** se firmó el D.L. N°486 sobre la creación del BCCh, iniciando sus funciones el 11 de enero de 1926.
- La motivación inicial para la creación del banco fue evitar la **inestabilidad de la moneda** y las **crisis financieras**.
- La autonomía del BCCh respecto del gobierno fue un tema presente en sus orígenes.
- La *Superintendencia de Bancos* se crea en paralelo con el BCCh, con lo que la regulación bancaria quedó compartida entre ambas instituciones.





# El BCCh abre sus puertas el 11 de enero de 1926

LA NACION — Martes 8 de Diciembre de 1925

## El señor don Ismael Tocornal acepta y asume ayer la presidencia del Banco Central

EN LA REUNION DEL DIRECTORIO DE LA INSTITUCION SE NOMBRO GERENTE AL SEÑOR DON ABEL GOMEZ.—ADEMAS SE APROBARON LOS ESTADUTOS DEL BANCO REDACTADOS POR MR. JEFFERSON, EXPERTO DE LA MISION KEMMERER.—UNA VISITA DE AGRADECIMIENTO

El señor don Ismael Tocornal, presidente del Banco Central, en la mañana de hoy abrió sus puertas al público. El Banco Central del Estado, según por decreto ley, Estaban presentes en el acto de inauguración el presidente del Banco Central, señor Ismael Tocornal, todo el directorio, el asesor técnico señor Walter M. Van Deusen y un numeroso público.

En la tarde de ayer recibimos la visita del señor don Ismael Tocornal, quien vino especialmente a agradecer la impresión que nos causó la visita comunicada en la tarde el pasado, muy honroso para el señor don Ismael Tocornal, presidente del Banco Central del Estado.

El señor Tocornal después de haber sido en la Dirección del Banco Central abrió sus puertas al público en los primeros días del año próximo, y sus oficinas funcionarán en la mañana de hoy.

En la tarde de ayer recibimos la visita del señor don Ismael Tocornal, quien vino especialmente a agradecer la impresión que nos causó la visita comunicada en la tarde el pasado, muy honroso para el señor don Ismael Tocornal, presidente del Banco Central del Estado.

El señor Tocornal después de haber sido en la Dirección del Banco Central abrió sus puertas al público en los primeros días del año próximo, y sus oficinas funcionarán en la mañana de hoy.



EL SEÑOR DON ISMAEL TOCORNAL, PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL

11 de Enero de 1926

ACTUALIDADES

Pág. 11

## Hoy abrió sus puertas el Banco Central del Estado

Acude a las oficinas del Banco una gran cantidad de personas.—La inauguración se hace en presencia del directorio.— El asesor técnico señor Van Deusen.— Curiosidad del público por las monedas de oro.— Algunas anécdotas.— Reunión del directorio

Como estaba anunciado, en la mañana de hoy abrió sus puertas al público el Banco Central del Estado, según por decreto ley. Estaban presentes en el acto de inauguración el presidente del Banco Central, señor Ismael Tocornal, todo el directorio, el asesor técnico señor Walter M. Van Deusen y un numeroso público.

No hubo depósitos de ninguna especie.

### LOS DISEÑOS Y MONEDAS EN CIRCULACION

Los nuevos billetes y monedas lanzadas a la circulación corresponden, los primeros, al tipo de \$ 10, 100, 500 y 1.000. Las monedas son del tipo de cien pesos. Las de otros tipos serán puestas en circulación en el curso de la semana.

Debido a la falta de monedas de menor valor, mucha parte del público que se acercó a las oficinas, no se pudo servir.

En la mañana de hoy, a las 10 horas, se abrió el Banco Central del Estado, según por decreto ley. Estaban presentes en el acto de inauguración el presidente del Banco Central, señor Ismael Tocornal, todo el directorio, el asesor técnico señor Walter M. Van Deusen y un numeroso público.

No hubo depósitos de ninguna especie.

### LOS DISEÑOS Y MONEDAS EN CIRCULACION

Los nuevos billetes y monedas lanzadas a la circulación corresponden, los primeros, al tipo de \$ 10, 100, 500 y 1.000. Las monedas son del tipo de cien pesos. Las de otros tipos serán puestas en circulación en el curso de la semana.

Debido a la falta de monedas de menor valor, mucha parte del público que se acercó a las oficinas, no se pudo servir.



PRESIDENTE DEL BANCO DON ISMAEL TOCORNAL



PARTE DEL PUBLICO QUE CONCURRIO AL BANCO CENTRAL



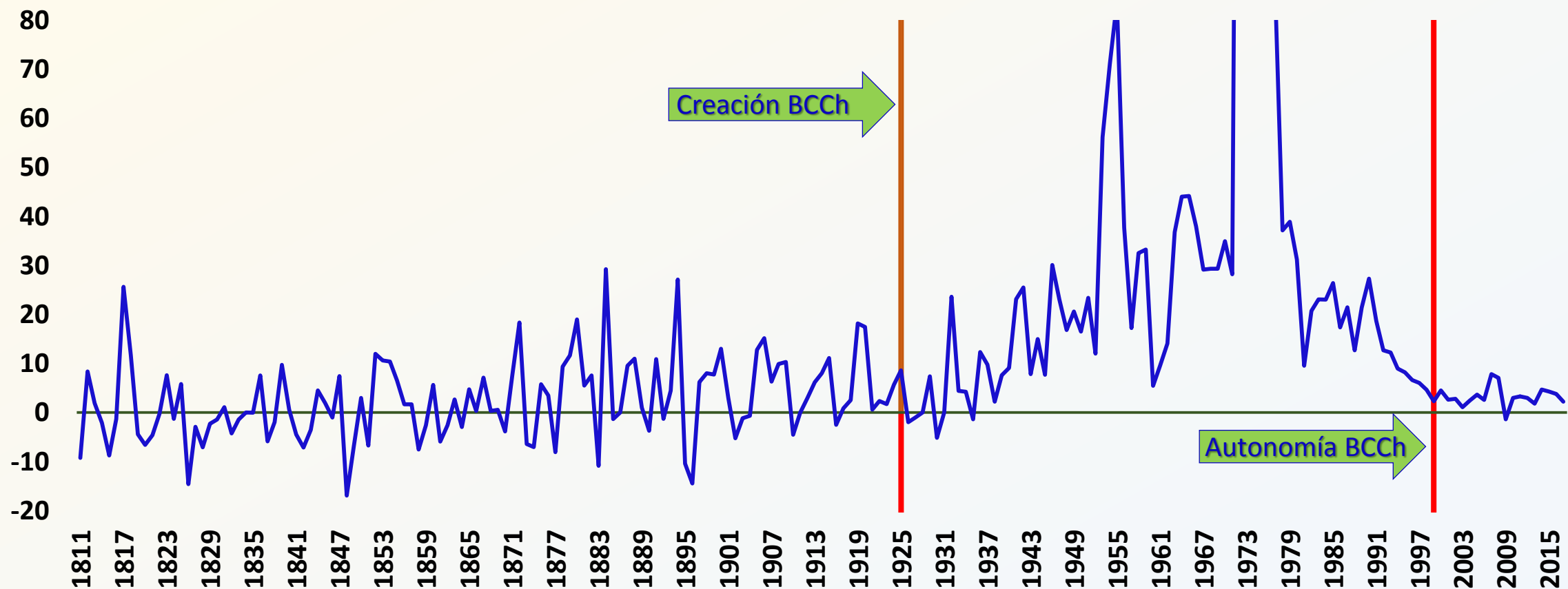
# Evolución en el foco de atención del Banco Central

- El BCCh nace con una preocupación centrada en la estabilidad cambiaria y la estabilidad financiera.
- La combinación de la Superintendencia de Bancos como regulador y el Banco Central como proveedor de liquidez logra reducir significativamente la frecuencia e intensidad de las crisis bancarias.
- Sin perjuicio de ello, la Gran Depresión tiene un fuerte impacto sobre la economía chilena y eventualmente se traduce en un cambio en el modelo de desarrollo.
- Las fluctuaciones de la moneda y su relación con el comercio exterior mantienen su relevancia en el contexto de una economía cerrada. El BCCh asume responsabilidades crecientes en materia de comercio exterior y cambios.
- Con el correr del tiempo, la preocupación por la inflación pasa a ocupar un papel central, especialmente en la década de 1960.
- La crisis de 1982-83 releva la importancia crucial de la estabilidad financiera.



# La atención evoluciona hacia la estabilidad de precios

Tasa de inflación anual histórica: 1811-2017 (\*)



(\*) Tasa anual de crecimiento del Índice de Precios al Consumidor, 2003=100. Fuentes: Díaz, J., R. Lüders, y G. Wagner, *Chile 1810–2010. La República en Cifras. Historical Statistics*, 2016 e INE.

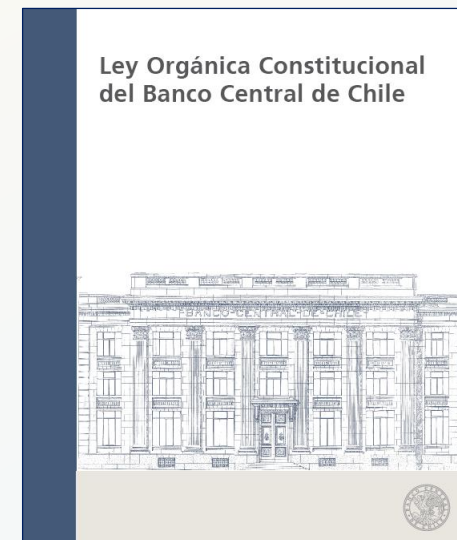


# Evolución institucional y la Ley Orgánica Constitucional

- El BCCh nace con un fuerte sello de autonomía institucional
- Sin embargo, la autonomía respecto del gobierno se va reduciendo con el tiempo.
  - Desaparecen los accionistas privados y el gobierno incrementa su rol en las decisiones del Banco Central
  - El Banco Central se transforma en una fuente importante de financiamiento para el Gobierno
- La Constitución de 1980 establece la autonomía del BCCh (título XIII):
  1. **Artículo 108°** Organismo autónomo, de carácter técnico y con patrimonio propio.
  2. **Artículo 109°** Limitaciones al accionar del BCCh: prohibición de otorgar créditos a organismos públicos, y potestad para dictar normas.

## Ley 18.840 de 1989, LOC BCCh

- Traduce en la práctica el concepto de autonomía: objetivos, composición y funcionamiento del Consejo; facultades monetarias, crediticias, financieras y cambiarias.
- Se consagran los objetivos centrales de **estabilidad macroeconómica y financiera**.
- En 1989 se constituye el primer Consejo.





# Objetivos institucionales

- La LOC establece que el objetivo del BCCh es “**velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.**”
- La **estabilidad de la moneda** supone la estabilidad de los precios y, en último término, que la inflación sea baja y estable en el tiempo.
- El **normal funcionamiento de los pagos internos y externos** supone que las instituciones financieras se ajustan ordenadamente frente a cambios abruptos, de manera que las transacciones fluyan expedita y regularmente.





# Instrumentos del BCCh para el cumplimiento de su objetivo dual

- **Política Monetaria** | **Estabilidad de la moneda.**
  - El principal instrumento de la política monetaria es la **Tasa de Política Monetaria** (TPM), la que se define regularmente en la **Reunión de Política Monetaria** (RPM).
  - La TPM regula el costo de la liquidez en el corto plazo y es más efectiva para asegurar la estabilidad de precios que otros mecanismos tradicionales, como el tipo de cambio, la emisión o la masa monetaria, en una economía abierta, con un mercado financiero más profundo.
  - Operacionalmente, la fijación de la TPM y su transmisión al sector financiero se produce a través de **operaciones de mercado abierto**. Dado este expertise, el BCCh puede actuar también como **agente fiscal** en el manejo de activos y pasivos financieros fiscales
- **Política Financiera** | **Estabilidad del sistema de pagos.**
  - El principal instrumento para la estabilidad financiera es la **posibilidad de otorgar financiamiento** a los bancos comerciales cuando éstos enfrentan necesidades transitorias de liquidez.
  - Otras herramientas son la fijación de reservas y requerimientos de liquidez, así como la emisión de normas **financieras** y cambiarias (medios de prepago, créditos externos, etc.)
  - La **acumulación de reservas** en moneda extranjera, es otro mecanismo de apoyo a la estabilidad financiera.





# Otras funciones institucionales

## *Emisión de dinero y tesorería*

- El BCCh tiene potestad exclusiva de emitir billetes y acuñar monedas.
- Únicos medios de pago de circulación legal en todo el país.
- El dinero entra en circulación a través del sistema bancario y responde a la demanda del público.
- El BCCh es responsable del ciclo de vida del dinero.



## *Otras funciones*

- El BCCh publica estadísticas de carácter monetario, cambiario, Balanza de Pagos, y Cuentas Nacionales.
- Atribuciones en materias internacionales, participando y operando con organismos internacionales.



BANK FOR  
INTERNATIONAL  
SETTLEMENTS





# La política monetaria en Chile: marco, implementación, transmisión



# El marco de la política monetaria en Chile

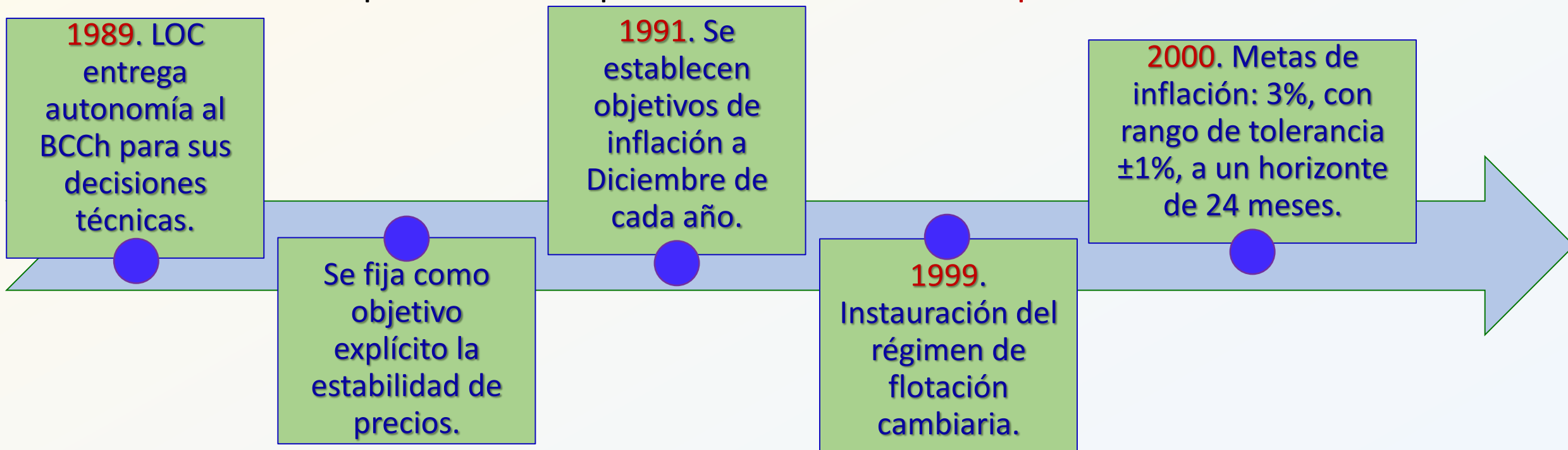
- El conjunto de decisiones y acciones que adopta el BCCh para mantener la estabilidad de precios, conforman lo que se llama la **Política Monetaria**.
- La política monetaria **se conduce bajo ciertos principios** ampliamente compartidos por los economistas y autoridades.
- Se reconoce, por ejemplo, que la política monetaria tiene efectos sobre la inflación, pero no efectos permanentes sobre la actividad y el empleo, por lo que se dice que “**actúa sobre el ciclo**”.
- La política se asocia con fines de estabilización y **no como un instrumento para resolver problemas estructurales** de desempleo o crecimiento potencial.





# Esquema de metas de inflación y flotación cambiaria

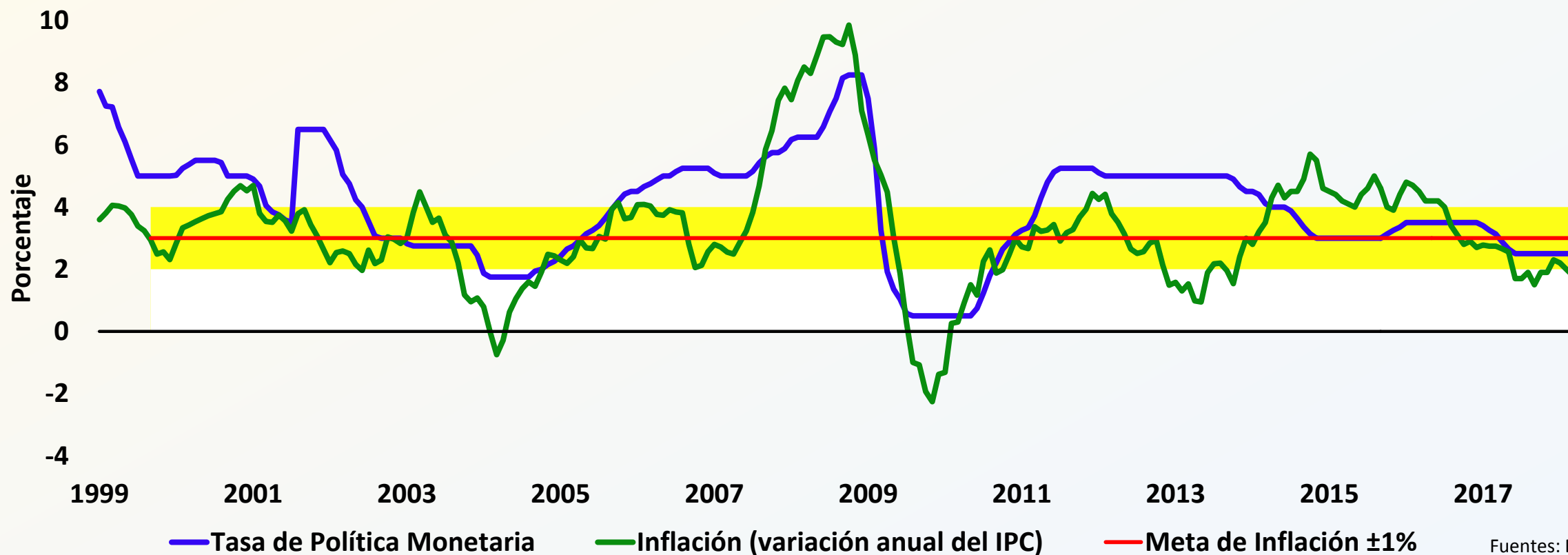
- Desde 2000, la política monetaria se conduce bajo un **régimen de metas de inflación**.
- La meta establecida por el BCCh es de **3%** de la variación anual del IPC, con un rango de tolerancia de **±1%**.
- Las acciones de política se adoptan en un **horizonte temporal de 24 meses**.





# El BCCh ha logrado controlar la inflación y anclar las expectativas del público

- La inflación ha fluctuado en torno a la meta, aunque se registran períodos en que se desvió de la banda de tolerancia de  $\pm 1\%$ .
- La respuesta de la política monetaria ha sido significativa y está lejos de ser mecánica.





# El rol del tipo de cambio bajo metas de inflación

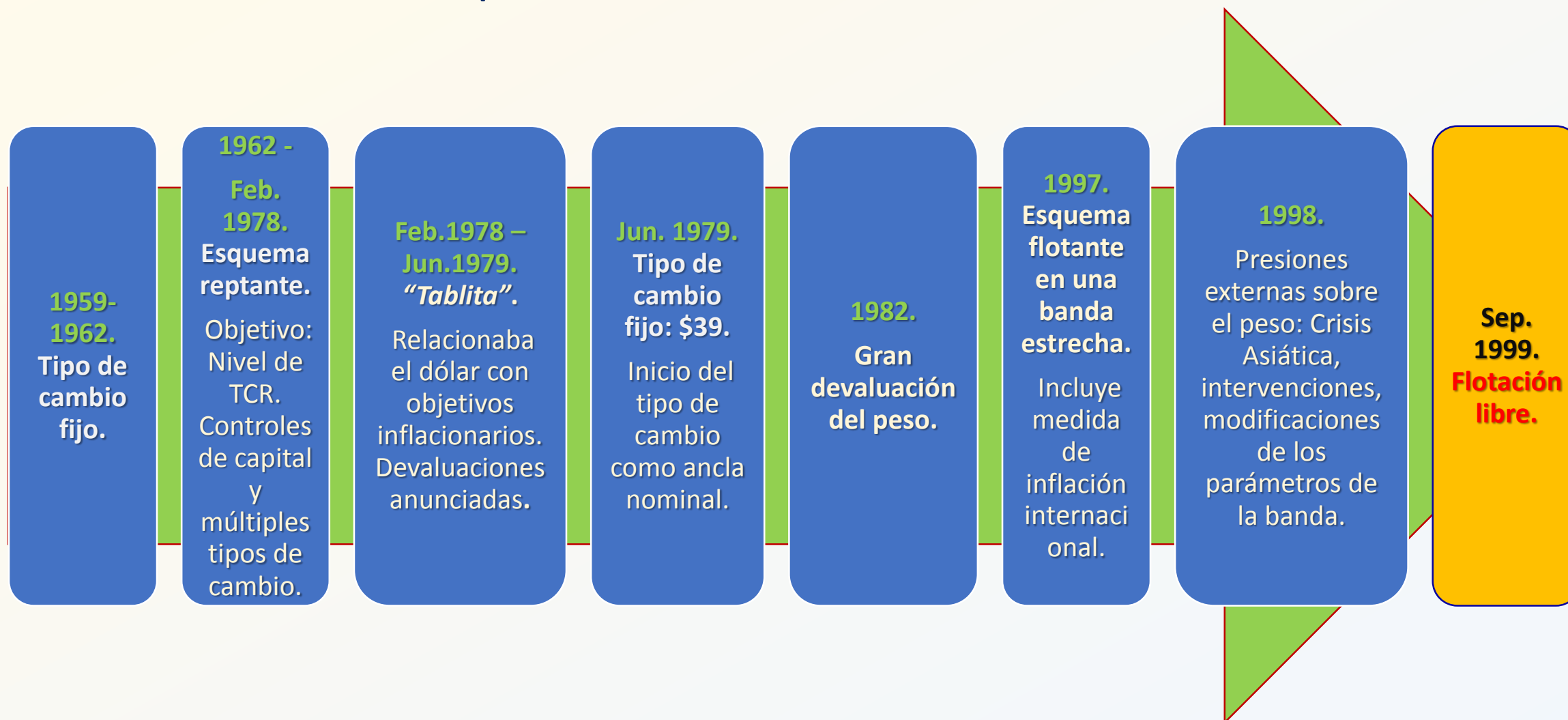
- El **origen y consecuencias de las fluctuaciones cambiarias** han cambiado en el tiempo: flotación generalizada en los sectores de la economía y movilidad de capitales.
- El tipo de cambio es, por definición, **un precio relativo**: depende tanto del numerador como del denominador.
- El tipo de cambio provee un **efecto colchón** frente a *shocks* externos con menos efecto derrame.
- **Facilita el esquema de metas de inflación** una vez identificadas las presiones de oferta y demanda en precios.

## **Efecto de las variaciones del tipo de cambio:**

- Cambios en precios relativos
- Transacciones de comercio internacional
- Determinante de los flujos de capitales
- Anclaje de expectativas de inflación



# Evolución de la política cambiaria



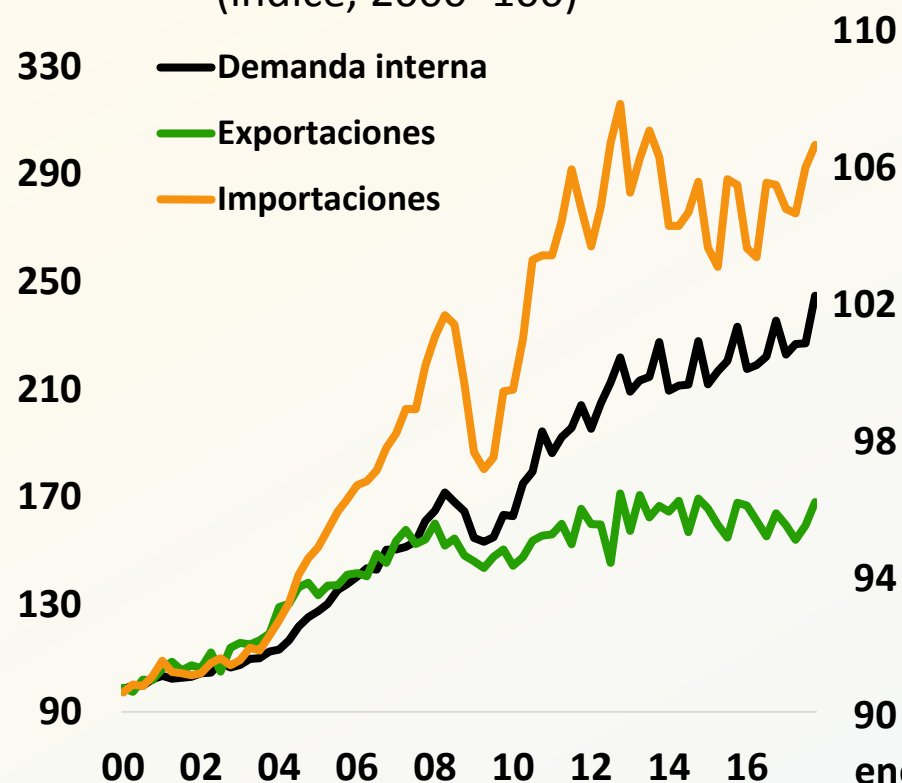
La política cambiaria chilena se ha caracterizado históricamente por algún grado de rigidez, salvo en ciertos momentos de la postguerra hasta 1999, en el que flotó libremente.



# Comercio internacional, traspaso de tipo de cambio, y mercado cambiario

## Demanda interna y balanza comercial

(índice, 2000=100)



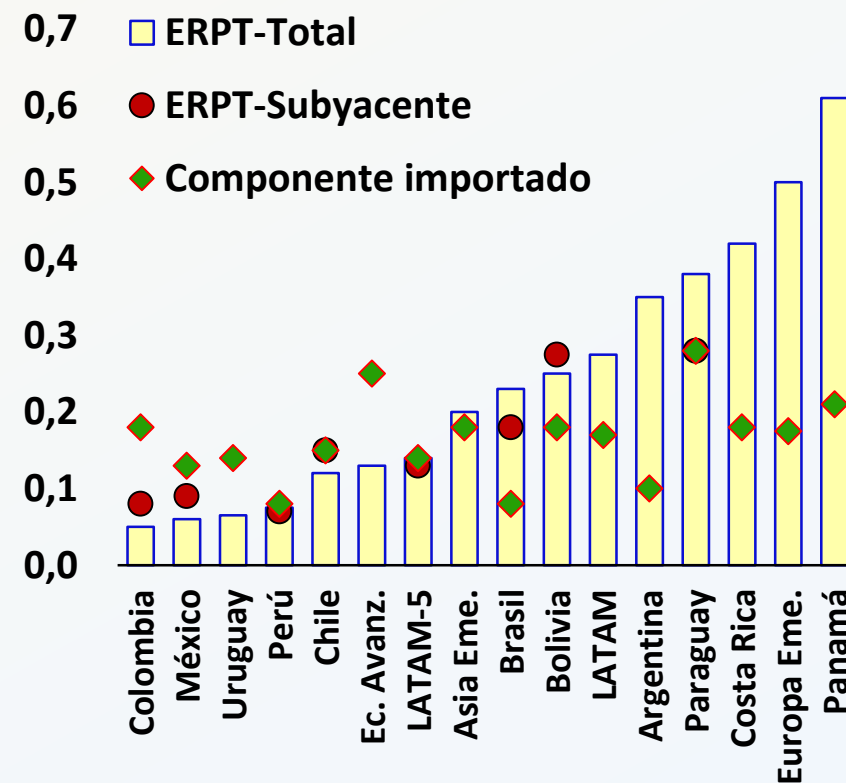
## Paridades respecto al dólar

(índice 2017-2018=100)



## Traspaso de tipo de cambio a precios domésticos

(porcentaje)

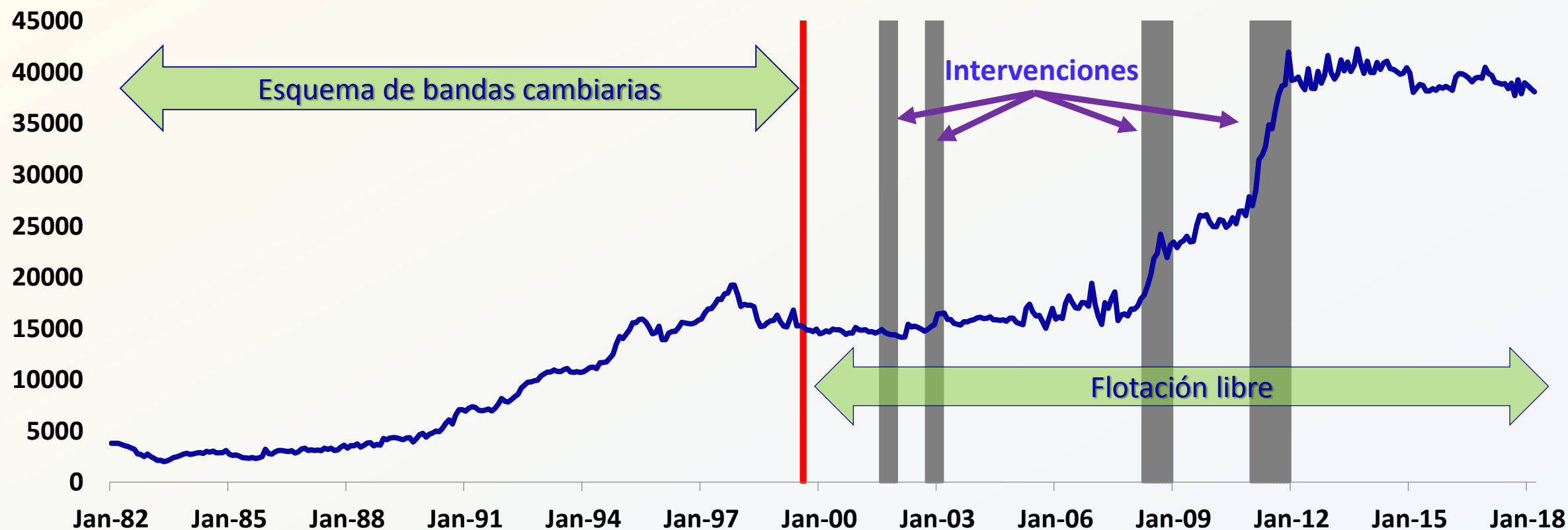




# La flotación cambiaria no excluye la posibilidad de que el BCCh intervenga en circunstancias excepcionales

Reservas internacionales (millones de USD) e intervenciones en el mercado cambiario

**Chile: 1982-2018.I**





# Implementación operacional de la política monetaria

## *Reunión de Política Monetaria*

- Instancia oficial del BCCh (8 veces al año) **donde se fija la TPM** en tramos de 25 pb.
- Participa el Consejo BCCh, el Ministro de Hacienda, y el equipo técnico del BCCh.

## *Implementación de la Política Monetaria*

- Se ejecuta mediante la proyección y administración de la oferta monetaria, ajustándola para satisfacer la demanda de reservas bancarias y circulante (**base monetaria**).
- La **tasa de préstamos interbancarios diaria** constituye el objetivo operacional del BCCh (promedio ponderado diario de los préstamos *overnight* no colateralizados entre los bancos).
- La tasa de los préstamos interbancarios diarios **debe fluctuar** en torno a la TPM.
- La transmisión de tasas y su efecto sobre el precio de los activos financieros, **afecta el comportamiento** de los agentes económicos, **cumpliendo la meta de inflación en el horizonte de política**.



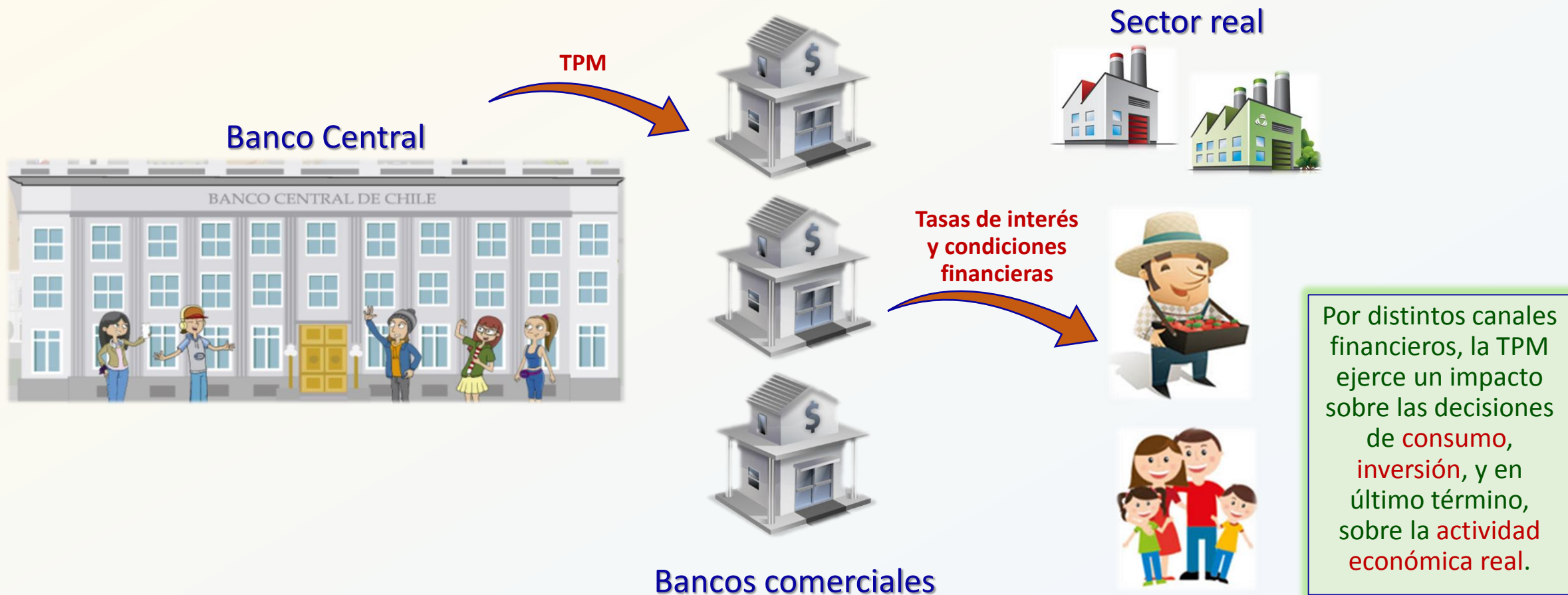
# Instrumentos para la ejecución de la política monetaria

- El primer eslabón de transmisión de tasas es la **tasa de préstamos interbancarios diarios** (TIB).
- **Operaciones de Mercado Abierto** | Principal modalidad para ajustar la liquidez por parte del BCCh.
- **Licitaciones periódicas** de pagarés (títulos de deuda entre 1 y 12 meses plazo) y bonos (*cupos*). Demanda generada por el vencimiento de los títulos emitidos.
- Operaciones de **compra de títulos de deuda elegibles** por parte del BCCh con pacto de retroventa al vencimiento (REPO) (1 a 15 días).
- **Depósitos de Liquidez** (DL) permitiendo que los bancos con excedentes de fondos los depositen en el BCCh (1 a 15 días).
- **Swap de monedas**: contratos de compra y venta de moneda extranjera.



# Transmisión de la política monetaria

La **TPM** se aplica a operaciones entre el BCCh y los bancos comerciales, los que influyen sobre las tasas de interés del sistema financiero.





# El desempeño de la política monetaria ha estado constantemente bajo evaluación académica

- **Cabrera y Lagos (2002)** | Encuentran una *débil* influencia sobre variables de actividad e inflación para el periodo 1986-1997.
- **Parrado (2001)** | 1991-2001. Un *shock* monetario contractivo *afecta* la inflación significativamente a partir del horizonte de un año.
  - La volatilidad del producto tiene un rol similar al de economías desarrolladas.
  - Efectos monetarios externos tienen un rol acotado en la tasa de interés doméstica.
- **Caputo, Liendo, y Medina (2007)** | Modelo DSGE (1990-2005) explica con relativo éxito la dinámica inflacionaria chilena.
  - Rigideces de salarios son más importantes que las de precios, y en particular que la indexación de los salarios mejora el ajuste del modelo.
- **Betancour, De Gregorio, y Medina (2008)** | 1990-2006. Transmisión de *shocks* monetarios parecieran explicar en buena medida la “gran moderación” chilena.
  - La menor propagación de los *shocks* negativos se asocia a importantes mejoras en las políticas macroeconómicas.



# Rendición de cuentas

- Pese a ser un organismo autónomo, el Banco Central tiene obligaciones de consulta y rendición de cuentas.
  - Consulta: participación del **Ministro de Hacienda** en RPM, con derecho a voz
  - Rendición de cuentas: informe anual de gestión institucional al **Senado**
- El Consejo del BCCh ha agregado una serie de mecanismos de comunicación, información y auditoría:
  - Informe de Política Monetaria (**IPoM**): cuatro veces al año
  - Informe de Estabilidad Financiera (**IEF**): dos veces al año
  - **Forward guidance** en comunicados de RPM
  - Comité de Auditoría y Cumplimiento
- Reciente actualización del **proceso de política monetaria**, para elevar calidad de decisiones, transparencia y comunicación; pieza importante de **estrategia institucional 2018-2021**.



# Efectividad de la política monetaria en Chile: condiciones necesarias



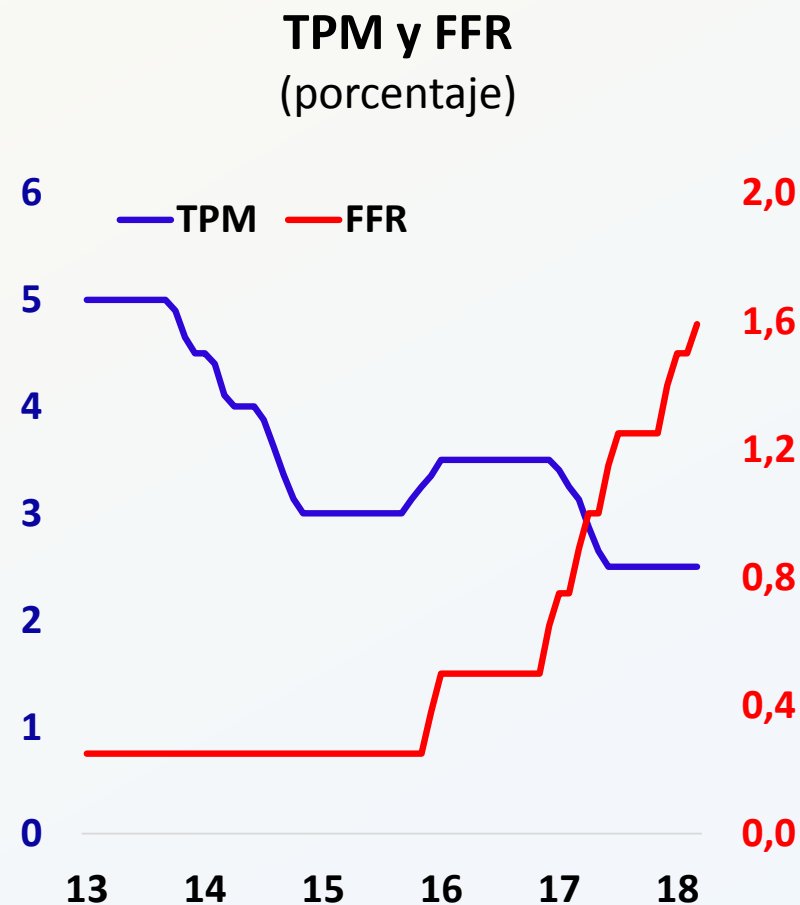
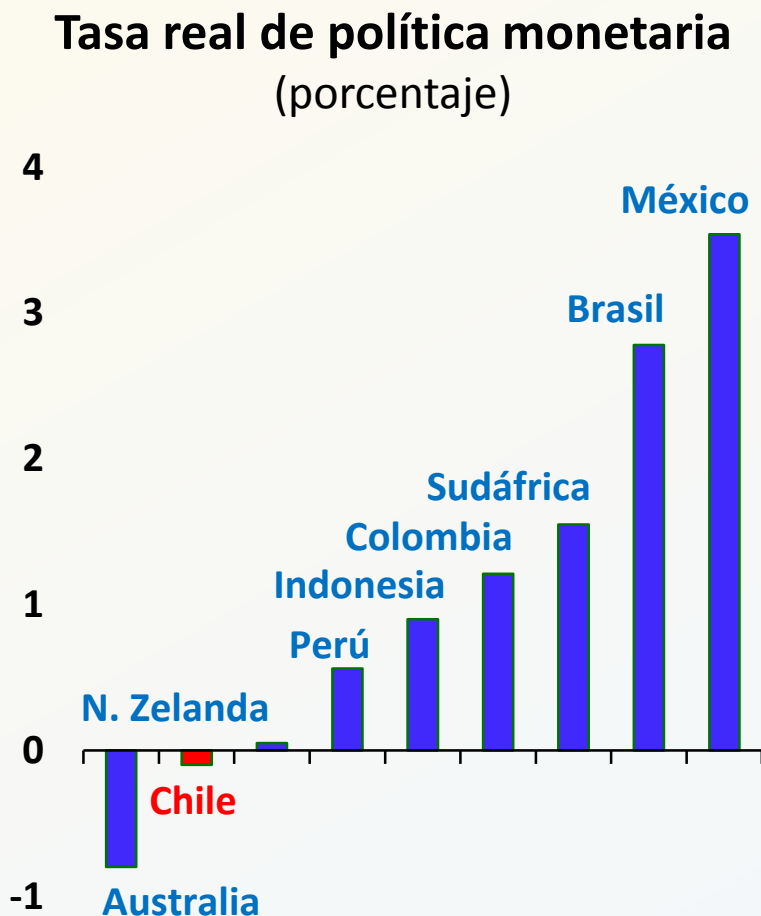
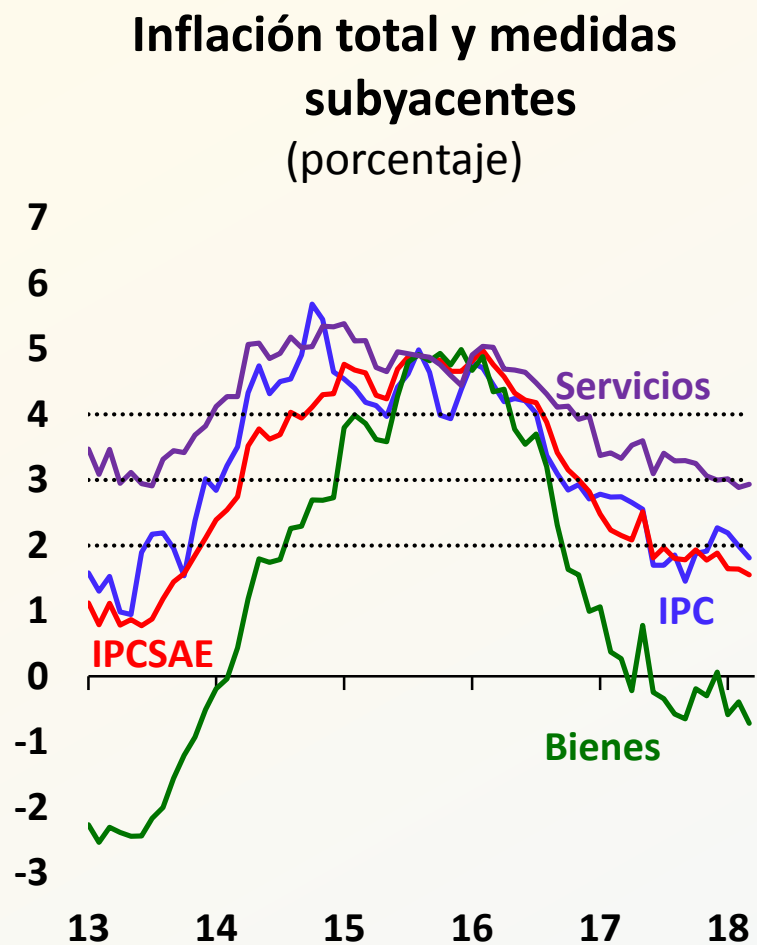
# Política monetaria: condiciones necesarias

- El marco de política macroeconómica probó ser especialmente eficaz en el actual ciclo.
- La acción contracíclica de la política monetaria, unida a la regla fiscal estructural, permitieron amortiguar shocks externos y debilidades internas, evitando una recesión
- Las respuestas de política al ciclo adverso que recién termina se apoyó en holguras que se acumularon en años anteriores.
- La política monetaria fue capaz de acomodar un alza relevante de la inflación provocada por una depreciación cambiaria privilegiando una rebaja de las tasas de interés.
- En el pasado, una situación similar se habría resuelto con un alza de tasas que habría tenido efectos negativos sobre la actividad.
- En contraste, después de un período de bajo crecimiento, la economía comienza ahora a recuperar su dinamismo.
- El mayor crecimiento significará un cierre de la brecha de actividad respecto de su potencial, lo que ayudará a que la inflación converja a la meta de política, a pesar de la presión que ejerce actualmente la apreciación del peso.





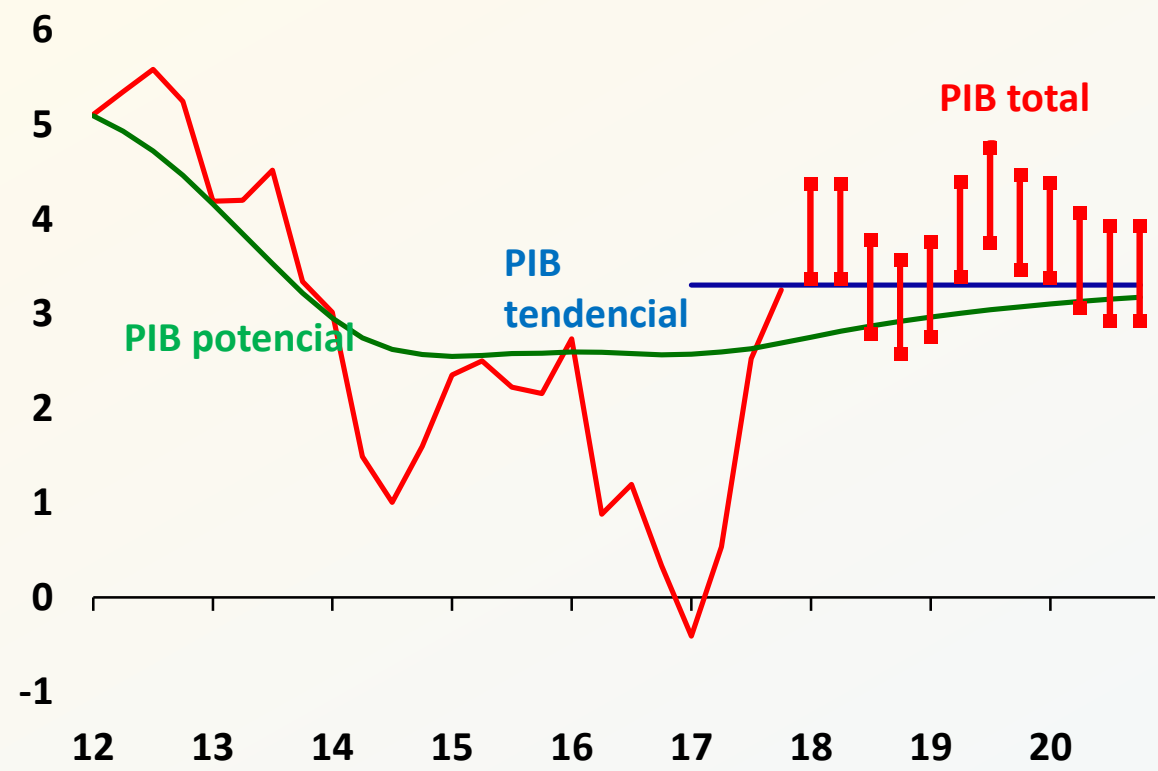
# Evolución reciente de la inflación y TPM



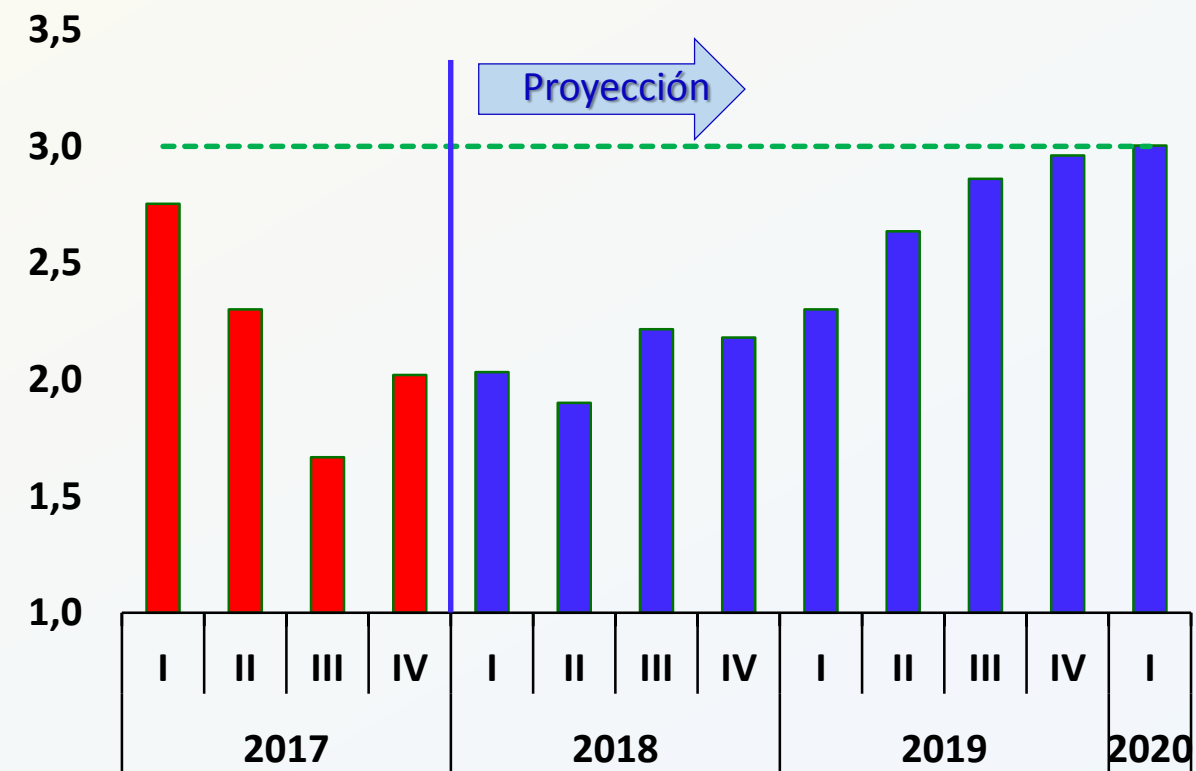


# PIB, brecha de actividad, y proyección de inflación

**PIB total, potencial, y tendencial**  
(variación anual, porcentaje)



**Inflación efectiva y proyección IPoM Marzo**  
(variación anual, porcentaje)





# Bases del actual marco de política económica

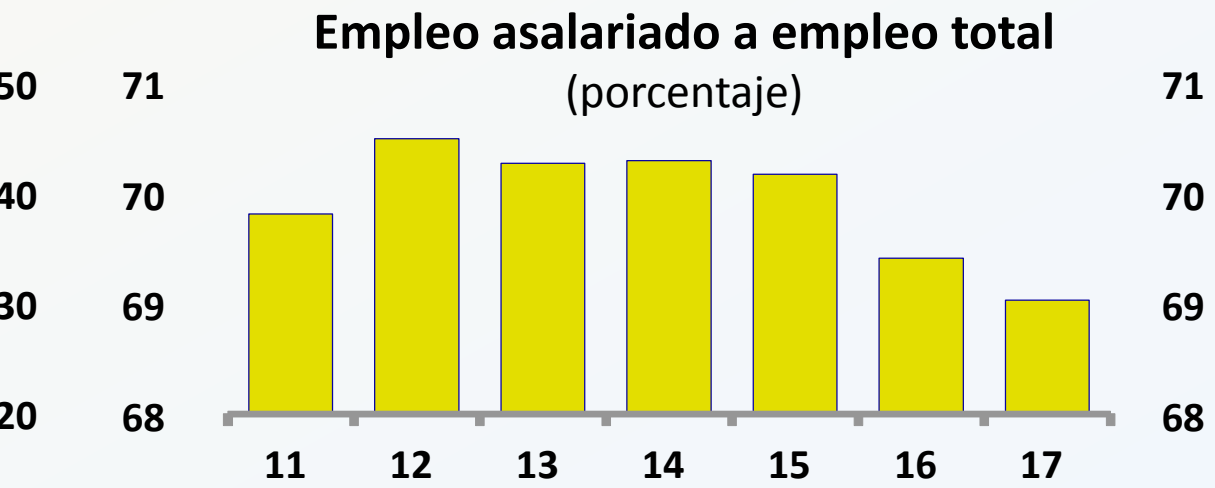
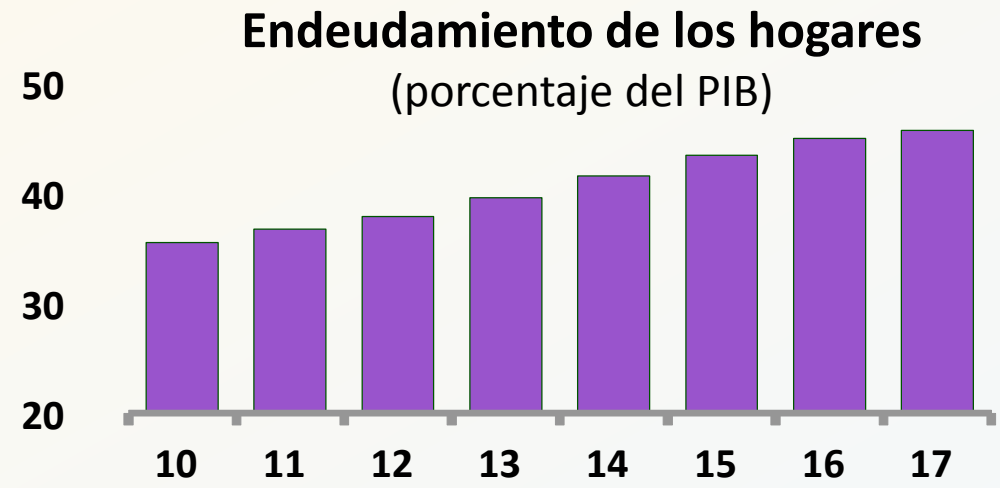
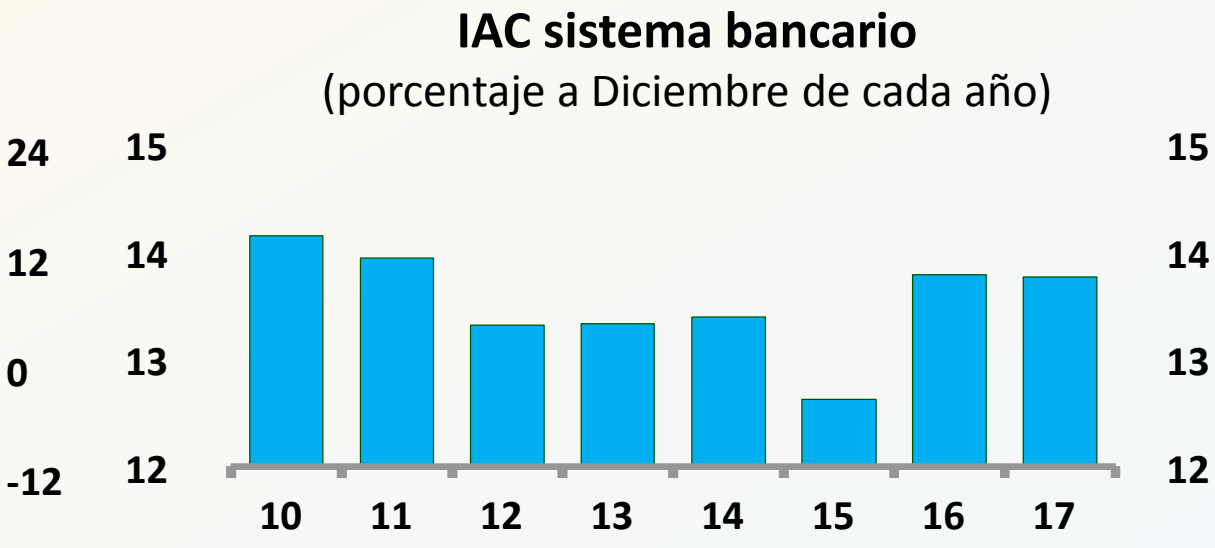
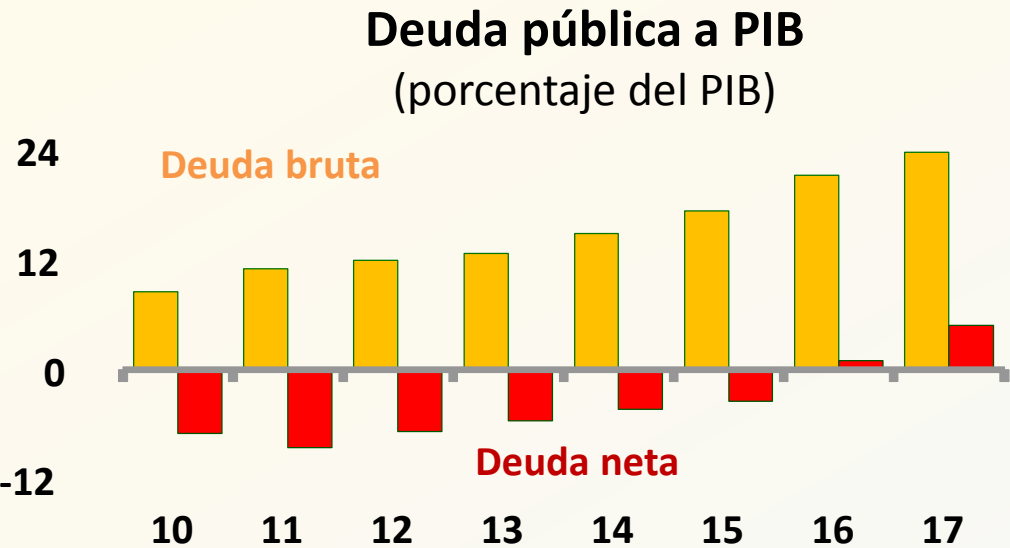
## El marco de política se construyó en base a:

- Un bajo nivel de **endeudamiento público**,
- Un alto grado de **capitalización** de las instituciones financieras,
- La **solvencia financiera** de empresas y hogares,
- La **credibilidad** de la política fiscal y monetaria,
- Un nivel adecuado de **reservas internacionales**.





# En los últimos años se ha ido consumiendo parte de las holguras que respaldaron a la política macroeconómica



Fuentes: BCCh en base a información de la DIPRES, SBIF, SUSESO, SVS, e INE.

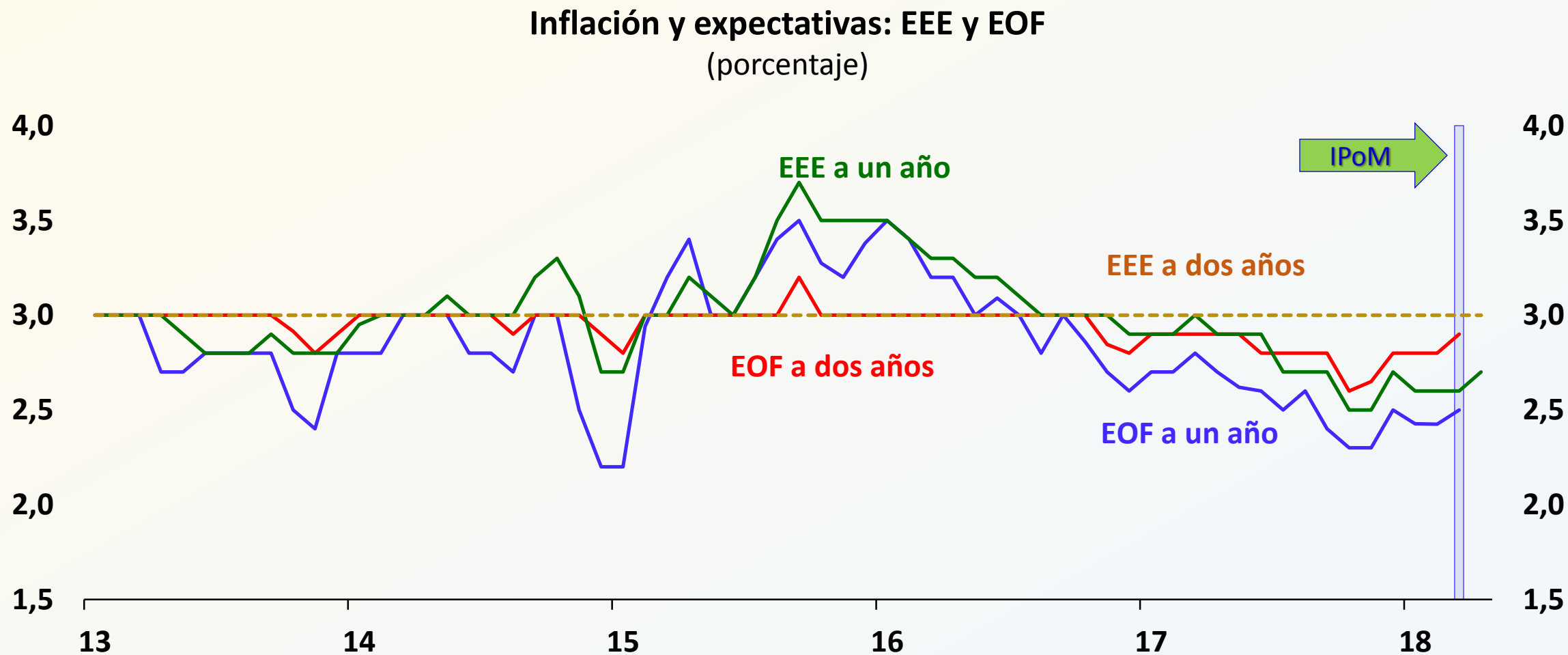


# ¿Cómo recuperar holguras?

- Capitalización de la banca (Nueva Ley General de Bancos)
- Consolidación fiscal y fortalecimiento de la credibilidad de la política fiscal
- Regulaciones prudenciales sobre el crédito en el ciclo (colchón contracíclico en LGB)
- Educación del público, monitoreo de crédito no bancario
- Análisis y comunicación de riesgos financieros
- Políticas que faciliten un funcionamiento eficiente del mercado del trabajo
- Mantener credibilidad de la política monetaria



# Expectativas de inflación e hipótesis de anclaje





# Conclusiones

- La *estabilidad de precios y del sistema financiero*, como lo demuestra la literatura y la experiencia, son prerequisites para lograr un crecimiento alto y sostenido.
- Chile cuenta con un conjunto de *instituciones y políticas macroeconómicas* que han generado las condiciones necesarias para un desarrollo estable de la economía.
- El principal activo del BCCh no es el oro almacenado en su bóveda, sino la *confianza del público*. Se debe seguir ganando cada día porque también se puede perder con facilidad.
- Estos desafíos involucran aplicar el marco de metas de inflación en un *contexto macroeconómico cambiante*.
- El BCCh tiene un rol clave en asegurar la *estabilidad de la economía*.





# El Banco Central y la Política Monetaria en Chile

*Inauguración Año Académico de la Facultad de Economía y Negocios  
Universidad Central, Santiago, Chile*

**11 de abril de 2018**

**Mario Marcel**

Presidente

Banco Central de Chile