



# Política monetaria en Chile

Rodrigo Valdés  
Gerente División de Estudios



# Introducción

- La LOC del BCCh determina sus objetivos (Art. 3°)
  - Estabilidad de la moneda
  - Normal funcionamiento de los pagos internos y externos
- ¿Qué es estabilidad de la moneda?
- ¿Por qué es necesaria?
- ¿Qué hace el BC para lograr el primer objetivo?



# Agenda

- I. Los objetivos de la política monetaria
- II. El esquema de metas de inflación
- III. Inflación y mecanismos de transmisión
- IV. La reunión de política monetaria
- V. Implementación de la política monetaria
- VI. Transparencia y estrategia de comunicación del BCCh
- VII. Conclusiones



# I. Objetivos de la política monetaria



# Aunque nos hemos acostumbrado, la inflación controlada no era algo habitual

## Inflación (variación dic. a dic.)

Periodo	Promedio	Volatilidad
(1925-2004)	40.1	90.6
(1925-1989)	47.5	99.1
(1925-2004)*	21.5	27.2
(1925-1989)*	24.8	29.3
(1990-2004)	8.1	7.2
(1993-2004)	5.2	3.3

\* se excluye el periodo 1972-75

Fuente: Díaz et al. (2003); INE.

- Además de elevada, era muy variable:





Y, por sus costos, una noticia que acaparaba atención y preocupación

fundado en Valpo. el 12 de Sept. 1827  
Año CXLVI — Nº 49.421 (M. C. R.)

# EL MERCURIO

fundado en Sgo. el 1º de  
Año LXXIII—Nº 26.225 (Es

PRIMER CUERPO

Santiago de Chile, Jueves 15 de Febrero de 1973

PRECIO: Eº  
AEREO: Eº

# Inflación en 12 Meses: 180,3%

- Alza del costo de la vida en enero: 10,3%;
- Alimentación subió en un 258,1%

El Instituto Nacional de Estadísticas informó oficialmente que el Índice de Precios al Consumidor alcanzó a 478,84 en

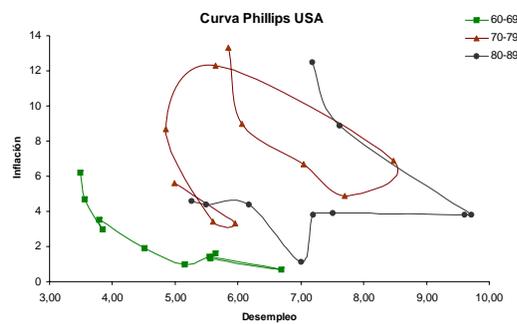
ne un índice general y tres subíndices ó rubros que influyen en el primero. Los aumentos anuales y mensuales año ha.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICAS		ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (Base: Diciembre 1969=100)					Vic. Mackenna 115-Casilla 6177 Correo 22-Santiago						
AÑOS Y MESES	ÍNDICE GENERAL				ALIMENTACIÓN		VIVIENDA		VESTUARIO		VARIOS		
	Índice	Variación %	Variación Resp. Sept.	Variación Resp. Dic.	Variación En 12 ms.	Índice	Variación %	Índice	Variación %	Índice	Variación %		
1960 Promedio	11,74	11,6	-	-	(1) 5,4	10,96	14,7	15,75	9,3	12,60	7,1	9,18	10,5



# Se creía que la PM podía influir sistemáticamente en la actividad

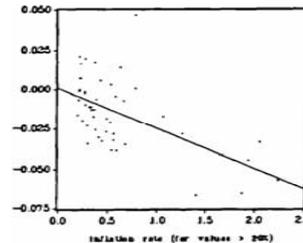
- Durante los sesenta se pensaba que se debía tener algo más de inflación para tener persistentemente menor desempleo y mayor actividad.
- Esta idea se resumía en la llamada “Curva de Phillips”, una relación negativa (y supuestamente estable) entre tasa de desempleo y actividad.





# Hemos aprendido que la política monetaria tiene límites

- Aprendizaje clave:
  - No existe un dilema permanente entre crecimiento e inflación, sino más bien lo contrario.
  - Una inflación baja y estable es un prerrequisito para crecer.



- La PM no puede resolver problemas estructurales de desempleo o de bajo crecimiento potencial.
- Lo que mejor puede hacer la PM es generar un ambiente de estabilidad de precios.



# Pero un rol importante en la estabilización de corto plazo

- En el corto plazo, la PM sí tiene efectos:
  - Sobre variables nominales, como los precios, pero también reales, como el empleo y el producto.
  - En magnitudes y con rezagos que son cambiantes y no plenamente conocidos.
  - Y que se modifican incluso con la propia conducción de la PM.
- La no neutralidad en el corto plazo admite que la PM pueda ayudar a estabilizar el ciclo económico.
  - Pero también se enfrentan dilemas (*tradeoffs*).
  - Requiere de conducción apropiada, que tome en cuenta este poder y sus límites.



# La Ley Orgánica del BCCh recoge estas lecciones

- Establece como objetivo del BCCh “Velar por la estabilidad de la moneda y del normal funcionamiento del sistema de pagos interno y externo”.
- Lo que se entiende como:
  - Alcanzar un nivel de inflación baja, estable y sostenible en el tiempo
  - Preservar las funciones primordiales del sistema financiero a través de una regulación y supervisión adecuada.
- Existen diferentes maneras de organizar la PM para alcanzar el primer objetivo:
  - Metas de agregados monetarios
  - Metas de tipo de cambio
  - Metas de inflación



## II. El esquema de metas de inflación



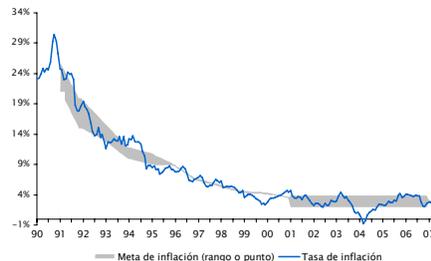
# Características principales del esquema vigente

- Desde el año 2000 en Chile, la PM se conduce bajo un esquema pleno de metas de inflación.
- Este esquema tiene como pilares fundamentales:
  - 1. El anuncio explícito de una meta de inflación permanente.
  - 2. Flotación en el tipo de cambio.
  - 3. Apoyo clave del marco institucional: posición fiscal sólida y un sistema financiero adecuado.



# Características principales del esquema vigente

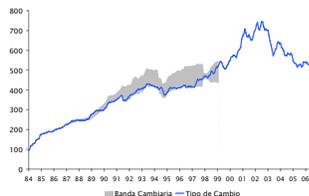
- 1. Meta permanente de inflación:
  - El objetivo es mantener la inflación anual la mayor parte del tiempo en torno a 3%, con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual.
    - Siempre, no sólo en diciembre.
    - De manera sostenible en el tiempo.
    - Admitiendo desviaciones transitorias cuando se enfrentan *shocks*.





# Características principales del esquema vigente

- 2. Flotación cambiaria:
  - Desde octubre de 1999 el valor del tipo de cambio se determina libremente en el mercado cambiario.
  - Sin embargo, el BCCh se reserva el derecho a intervenir en circunstancias excepcionales (dos episodios desde 1999: agosto 2001 y octubre 2002).
  - El esquema de flotación permite mayor independencia en la implementación de la PM y facilita el ajuste de la economía a *shocks* reales.





# Características principales del esquema vigente

- 3. Complemento institucional clave:
  - Política fiscal responsable (regla de superávit estructural).
  - Adecuada regulación y supervisión financiera.



# Objetivo operacional de la PM:

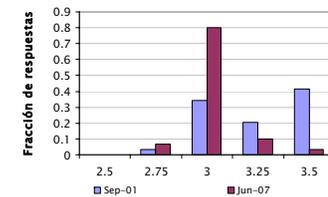
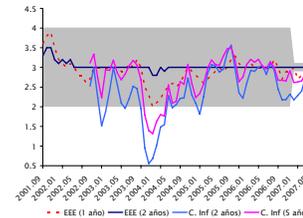
- El BCCh tiene un “horizonte de política” en torno a dos años.
  - Se estima que la PM tiene efecto relevante en la inflación a ese horizonte.
  - Ese horizonte permite acomodar *shocks* transitorios en la inflación (por definición, ellos se mantienen en la inflación anual durante 12 meses).
- La PM se orienta de manera que la inflación proyectada sea 3% a ese horizonte. Con ello:
  - Se maximizan las posibilidades de estar cerca de 3%.
  - Se toma explícitamente en cuenta que la PM tiene efectos sobre la volatilidad de la actividad y de las tasas de interés.
  - Aunque también se analiza que podría suceder más adelante y posibles riesgos.



# Resultados positivos:

- Algunas estadísticas (enero 2000 a julio 2007):
  - Promedio inflación 12 meses = 2,9%
  - Porcentaje del tiempo (meses):
    - Entre 2% y 4% = 73,6%
    - Bajo 2% = 15,4%
    - Sobre 4% = 11,0%

- Creciente credibilidad





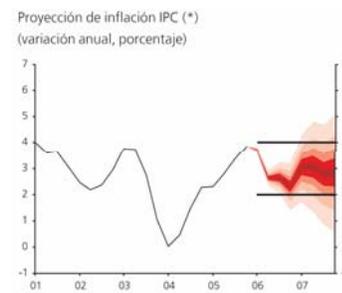
# Elementos claves en este marco de PM:

- El análisis es eminentemente prospectivo:
  - Como la PM toma tiempo en surtir efectos (existen rezagos), es necesario imaginar cómo será la situación económica cuando se manifiesten estos efectos.
- Las proyecciones juegan un rol clave:
  - La única manera de imaginar seriamente el futuro es a partir de ejercicios de proyección desde la realidad actual.
  - Las proyecciones no se cumplen exactamente porque existen *shocks* y conocimiento limitado.
  - La PM se ajusta para enfrentar las consecuencias de los *shocks*.



# Elementos claves en este marco de PM:

- Elementos fundamentales del proceso de proyecciones:
  - Se apoya en un conjunto de modelos estadísticos y económicos, en continua mejoría.
  - La información entregada por los modelos interactúa con el análisis y juicio, el cual es insustituible.
  - De esta interacción resulta un escenario base (más probable) y escenarios alternativos o de riesgo:





# Elementos claves en este marco de PM:

- La credibilidad actúa como el “ancla” del sistema:
  - En sistemas alternativos, como objetivo de agregados y tipo de cambio fijo, el ancla es evidente.
  - Con metas, la confianza de los agentes se basa en que el BC ajustará la PM de manera que la inflación sea 3%.
- Para eso es necesario “hacer lo que se dice se hará”.
  - Regla de política 1989–2003 estimada por Céspedes y Soto (2005):

$$r_t = \underset{(0.06)^{***}}{0.73} r_{t-1} + (1 - \underset{(0.06)^{***}}{0.73}) \left\{ \underset{(0.43)^{**}}{0.86} (\pi_t - \bar{\pi}_t) + \underset{(0.22)^{**}}{0.53} y_t \right\} + u_i$$



## III. Inflación y mecanismos de transmisión



# Determinantes de la inflación

- Dinero y precios guardan una estrecha relación en períodos prolongados. La inflación en el largo plazo es un fenómeno monetario.
- Según la teoría cuantitativa:  $M \times V = P \times y$  ,
- Entonces si la PM es neutral:  $\pi \approx \hat{m} - \hat{y}$
- Sin embargo, en el horizonte de política, y con un nivel de inflación acotado, el dinero no es especialmente informativo.
  - En países con baja inflación la correlación entre crecimiento del dinero e inflación es más débil (V es relativamente menos estable).
  - En Chile, una vez que se controla por costos y brechas, el dinero aporta poco a la predicción de inflación al horizonte de política.
  - Aún así, los distintos agregados se analizan con cuidado.



# Determinantes de la inflación

- Episodios de alta inflación han estado asociados usualmente a elevados déficits en las cuentas fiscales y a autoridades monetarias no comprometidas con la lucha antiinflacionaria.
- En el corto plazo, la presencia de rigideces nominales en precios y salarios hace que la política monetaria tenga efecto sobre las variables reales en el corto plazo.
- En la medida que las variables reales, como el empleo o la actividad, se alejen de su tendencia de largo plazo por efecto de la PM, estas fluctuaciones terminan afectando a la inflación en la medida que transcurre el tiempo.



# Determinantes de la inflación: Ejemplo

- Curva de Phillips simple:

$$\pi_t = a\pi_{t-1} + (1-a)\pi_{t+1}^e + b(y_t - \bar{y}_t)$$

- En el largo plazo (en promedio) ocurre :

$$\pi_t = \pi_{t-1} \quad y_t = \bar{y}_t$$

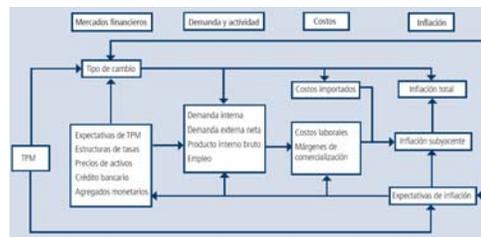
- Esto implica que:

$$\pi_t = \pi_{t+1}^e$$



# Mecanismos de transmisión de la política monetaria

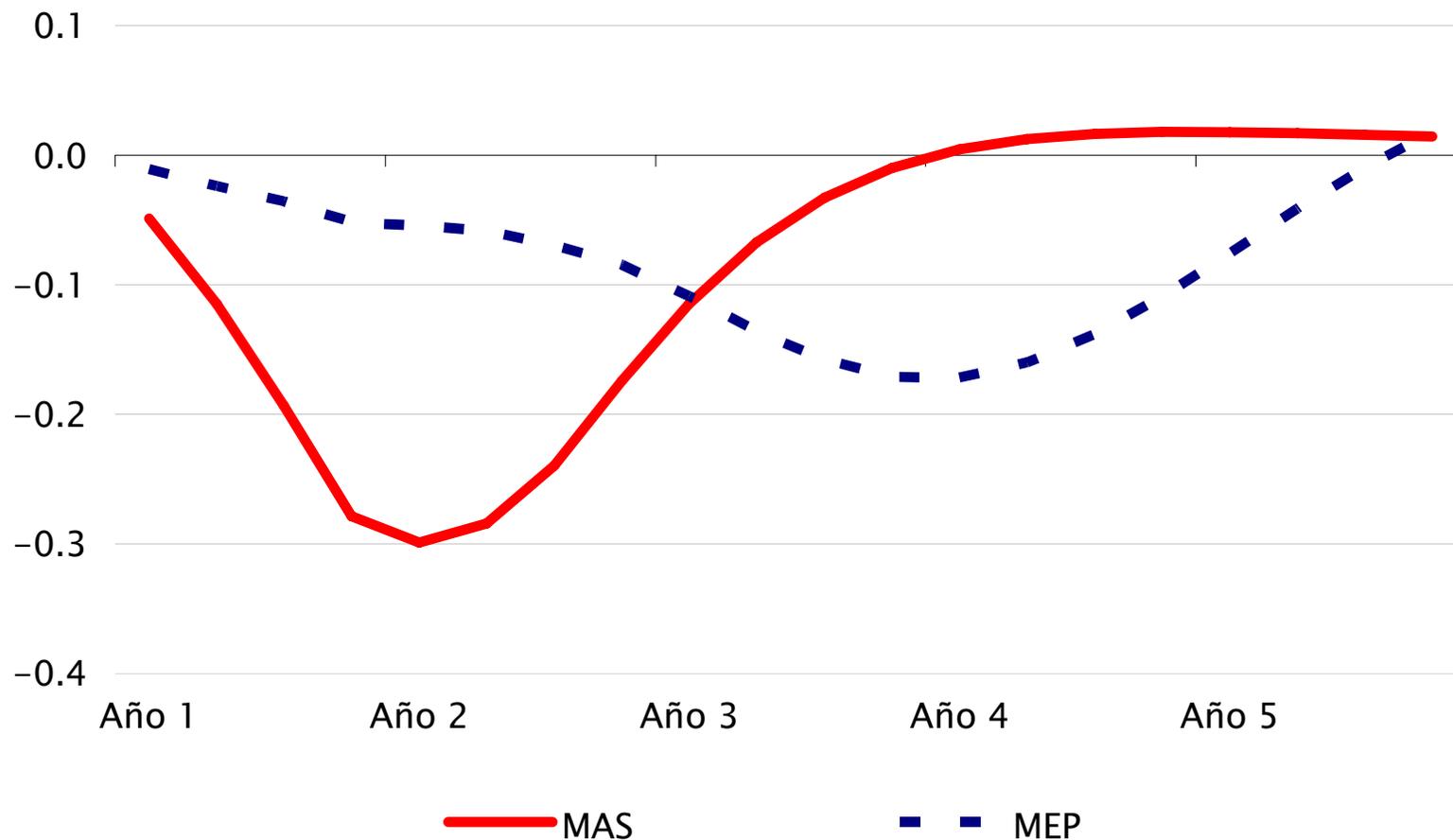
- Además de influir en las tasas de interés, la PM afecta el tipo de cambio, el crédito y el dinero.
- Todo ello tiene a su vez efectos en el desempeño del sector real y en costos.
  - Evidentemente muchas otras variables, tanto internas como externas, influyen en el desempeño de cada una de las variables macroeconómicas.





# Ejemplo de transmisión de la política monetaria

Efectos de un aumento en la TPM de 25 pb por un año, sobre la inflación

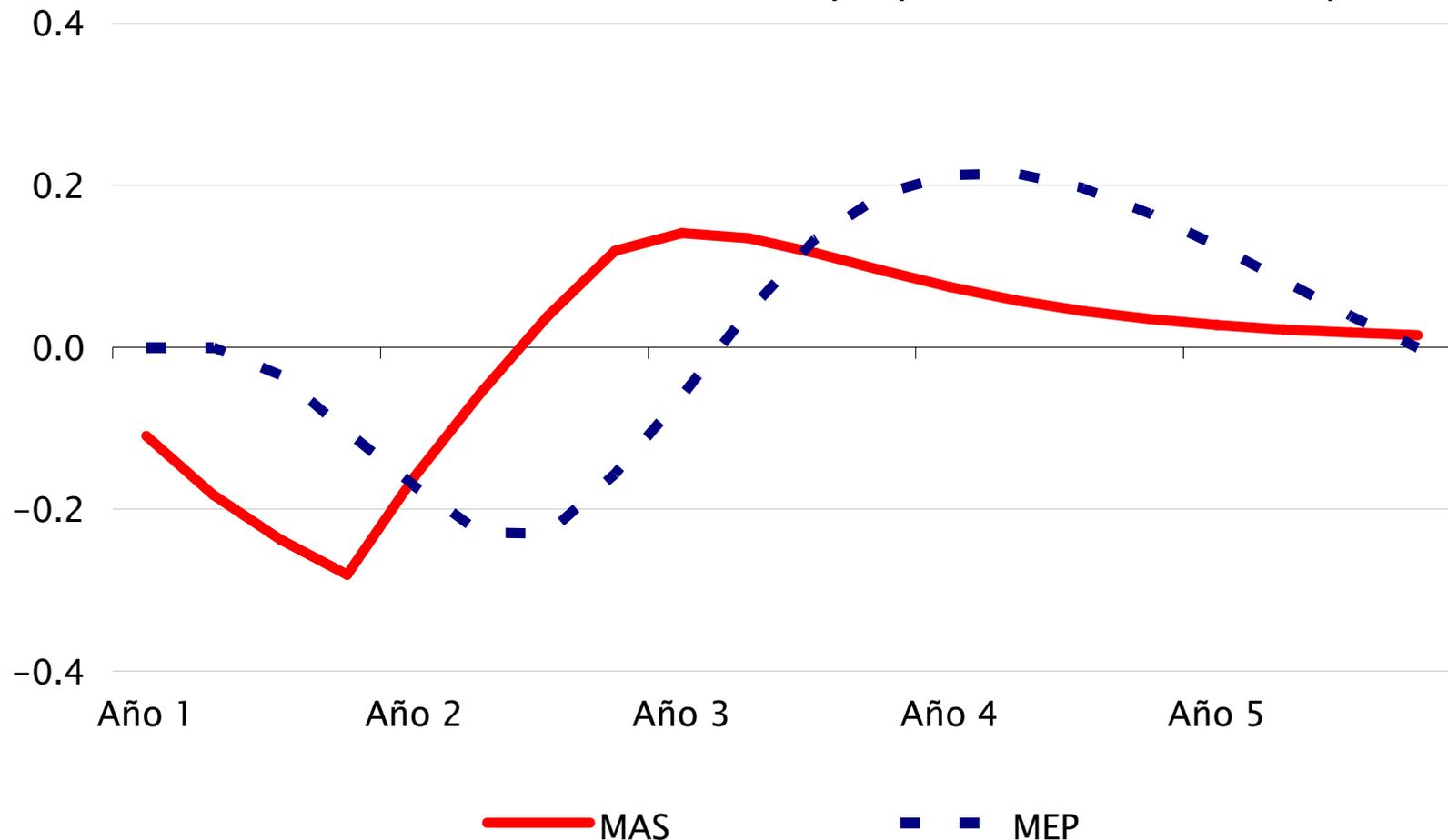


Fuente: Banco Central de Chile



# Ejemplo de transmisión de la política monetaria

Efectos de un aumento en la TPM de 25 pb por un año, sobre el producto

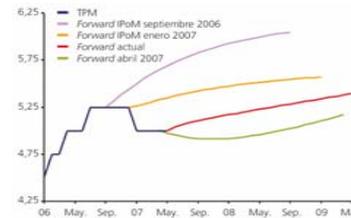
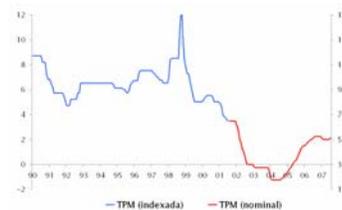


Fuente: Banco Central de Chile



# Desde la TPM al resto de las tasas

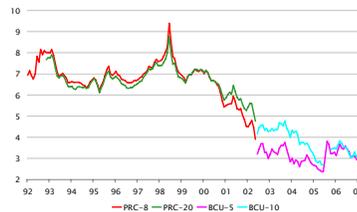
- El BCCh decide el nivel de la TPM y maneja la liquidez disponible (circulante y reservas) a través de OMAs de manera que la tasa interbancaria a un día (TIB1) se ubique en ese nivel.
- La TIB1 no tiene efectos directos sobre la economía, pero sí a través de las demás tasas que determina el sistema financiero y se vinculan a la TIB1 por arbitraje.





# Desde la TPM al resto de las tasas

- Por ejemplo, la tasa de interés en operaciones a 3 meses no puede diferir mucho del promedio de expectativas de TIB1 por los próximos 90 días (a igual riesgo de crédito).
- Las tasas de mayor plazo también se ven influidas por la PM a través de las expectativas de TPM a distintos horizontes.





## IV. Reunión de política monetaria



# La reunión de política monetaria (RPM)

- Reunión mensual en que se deciden cambios en la TPM.
- Prenunciada con seis meses de antelación.
- Habitualmente en dos partes:
  - 11:30 hrs. – Revisión de antecedentes.
  - 16:00 hrs. – Análisis de opciones, votación y comunicado.
- Participantes:
  - Votan los 5 Consejeros del BCCh.
  - Participa el Ministro de Hacienda con derecho a voz (LOC).
  - Personal del BCCh (varios gerentes, Fiscal, Ministro de Fe, algunos asesores).



# La reunión de política monetaria (RPM)

- 48 horas antes se distribuye material reservado:
  - Análisis de la información disponible.
  - Proyecciones de corto plazo (y mediano plazo si hay IPoM).
- 2 horas antes se distribuye documento de opciones (análisis de costos y beneficios de las alternativas)
- En la reunión, presentación y discusión de participantes de distintos temas.



# La reunión de política monetaria (RPM)

## Escenario Internacional

Proyección de Crecimiento (porcentaje)

	90-99 Prom.			2003 (e)			2004 (e)			2005 (f)			2006 (f)		
	IPoM Sept.	Nov.	Dic.	IPoM Sept.	Nov.	Dic.	IPoM Sept.	Nov.	Dic.	IPoM Sept.	Nov.	Dic.	IPoM Sept.	Nov.	Dic.
Mundial	3.2	4.0	5.1	4.1	4.3	4.4	4.1	4.3	4.4	4.1	4.3	4.4	4.1	4.3	4.4
Mund. a TC Mcd.	2.4	2.6	4.0	3.0	3.2	3.2	3.2	3.4	3.4	3.2	3.4	3.4	3.2	3.4	3.4
EE.UU.	3.1	2.7	4.2	3.6	3.6	3.7	3.3	3.6	3.6	3.3	3.6	3.6	3.3	3.6	3.6
Europa	2.1	1.0	2.2	1.2	1.4	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Zona Euro	2.1	0.7	1.7	1.0	1.3	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Japón	1.7	1.4	2.7	1.8	2.2	2.4	1.8	2.5	2.5	1.8	2.5	2.5	1.8	2.5	2.5
Resto de Asia	7.8	7.5	8.2	7.4	7.6	7.6	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
China	9.7	9.5	9.5	9.0	9.3	9.3	8.3	8.4	8.5	8.3	8.4	8.5	8.3	8.4	8.5
América Latina	2.8	2.1	5.8	3.7	4.0	4.1	3.2	3.5	4.0	3.2	3.5	4.0	3.2	3.5	4.0
Soc. Comerciales	3.2	2.8	4.5	3.3	3.6	3.7	3.4	3.7	3.8	3.4	3.7	3.8	3.4	3.7	3.8

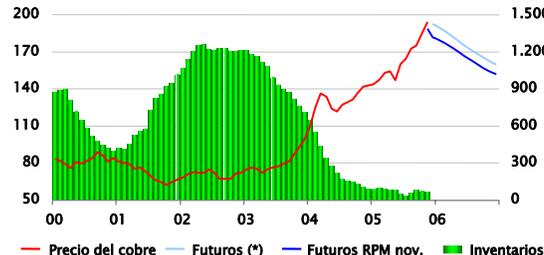
(e) Estimación.  
(f) Proyección.

BANCO CENTRAL DE CHILE 13 DE DICIEMBRE DE 2005

## Escenario Internacional

Mercado del Cobre

(centavos de dólar por libra y miles de toneladas métricas)



— Precio del cobre — Futuros (\*) — Futuros RPM nov. — Inventarios

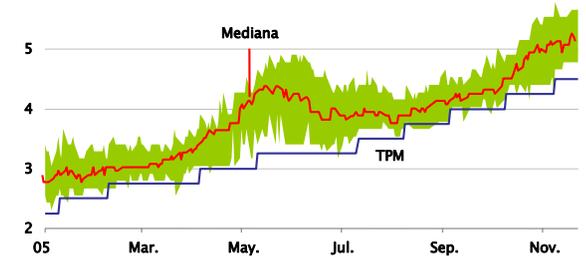
(\*) Considera promedio de los últimos 20 días hábiles al 30 de noviembre de 2005.

Fuente: Bloomberg

BANCO CENTRAL DE CHILE 13 DE DICIEMBRE DE 2005

## Mercados Financieros

Tasas de Interés de Captación a 30 días, 10 Principales Bancos (porcentaje)



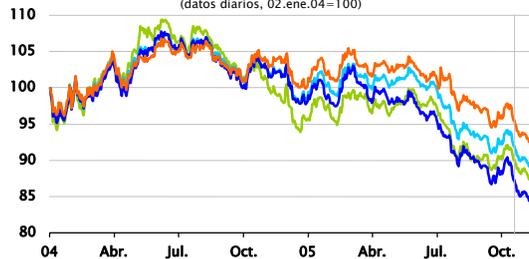
Fuente: Banco Central de Chile.

BANCO CENTRAL DE CHILE 13 DE DICIEMBRE DE 2005

## Mercados Financieros

Tipo de Cambio Nominal

(datos diarios, 02.ene.04=100)

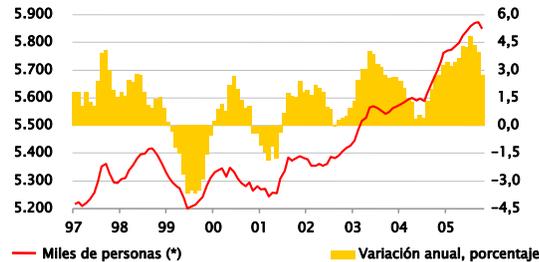


(\*) Hasta el 22 de julio excluye EE.UU., Ecuador y China. Posteriormente solo excluye EE.UU. y Ecuador.  
Fuente: Banco Central de Chile.

BANCO CENTRAL DE CHILE 13 DE DICIEMBRE DE 2005

## Empleo

Empleo Nacional



(\*) Serie desestacionalizada.

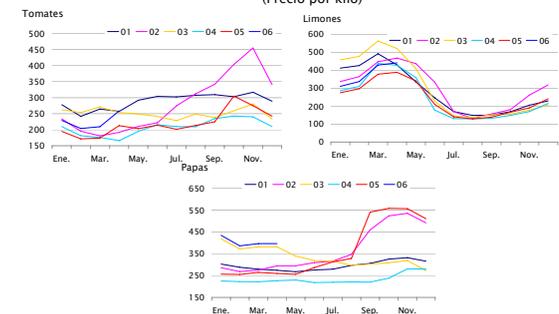
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

BANCO CENTRAL DE CHILE 13 DE DICIEMBRE DE 2005

## Precios y Costos

Precio de Perecibles

(Precio por kilo)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Banco Central de Chile.

BANCO CENTRAL DE CHILE 13 DE DICIEMBRE DE 2005



# La reunión de política monetaria (RPM)

- Ciclo de 6 semanas de trabajo del personal junto al Consejo.
  - Evaluación de proyecciones previas y análisis de desviaciones.
  - Identificación de escenario central y análisis de riesgos.
  - Uso intensivo de modelos y juicio.
  - Análisis de temas específicos relevantes para la coyuntura.
- Ingrediente fundamental para la toma de decisiones.
  - Permite tener escenario base.
  - Permite evaluar las novedades coyunturales mes a mes y analizar su impacto para el escenario central.
- Componente clave de la RPM respectiva.



# La reunión de política monetaria (RPM)

- Aproximadamente tres semanas después de la reunión se publica una minuta que incluye:
  - Un resumen de los antecedentes revisados en la reunión y principales puntos de análisis.
  - Las opciones de política consideradas.
  - Los principales argumentos considerados por el Consejo en la decisión.
  - La votación de cada Consejero.



## V. Implementación de la política monetaria



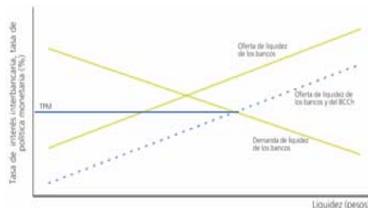
# El mercado interbancario

- Interacción entre la demanda y oferta de fondos prestables o liquidez del sistema financiero, cuyo equilibrio determina la tasa de interés interbancaria (el precio del bien).
- Determinantes de la demanda por liquidez :
  - Requerimientos legales de encaje y reserva técnica.
  - Liquidación de transacciones.
- Determinantes de la oferta de liquidez:
  - Excesos de fondos de los bancos.
  - Oferta neta de liquidez del BCCh (vencimiento y emisión de deuda).



# El mercado interbancario

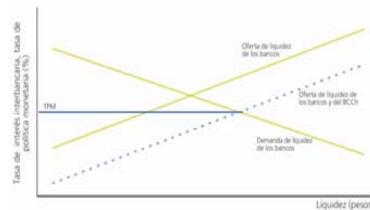
- La disponibilidad de liquidez en la economía (base monetaria) se realiza a través de OMAs, es decir intercambio de liquidez por documentos de deuda.
- La expansión de la base monetaria ocurre cuando el BCCh abona las cuentas que los bancos tienen en el BC, por ej., vencimiento de documentos del BCCh.
- La contracción de la base monetaria ocurre cuando existe un cargo en dichas cuentas, por ej, cuando los bancos compran un documento del BCCh.





# El mercado interbancario

- Es desde 1995 que el BCCh define un objetivo para la tasa interbancaria a un día (TIB1), es decir, la tasa de interés de los créditos entre bancos de un día para otro (overnight).
- Para lograr este objetivo el BCCh influye sobre la oferta de liquidez en el mercado interbancario de manera tal que la TIB1 iguale a la TPM.





# Ejecución e instrumentos de la PM

- El BCCh licita papeles de distinta denominación y plazos para regular la oferta de liquidez en el mercado financiero:
  - Pagarés descontables: PDBC30, PDBC90
  - Bonos en pesos: BCP2, BCP5, BCP10
  - Bonos en UF: BCU5, BCU10



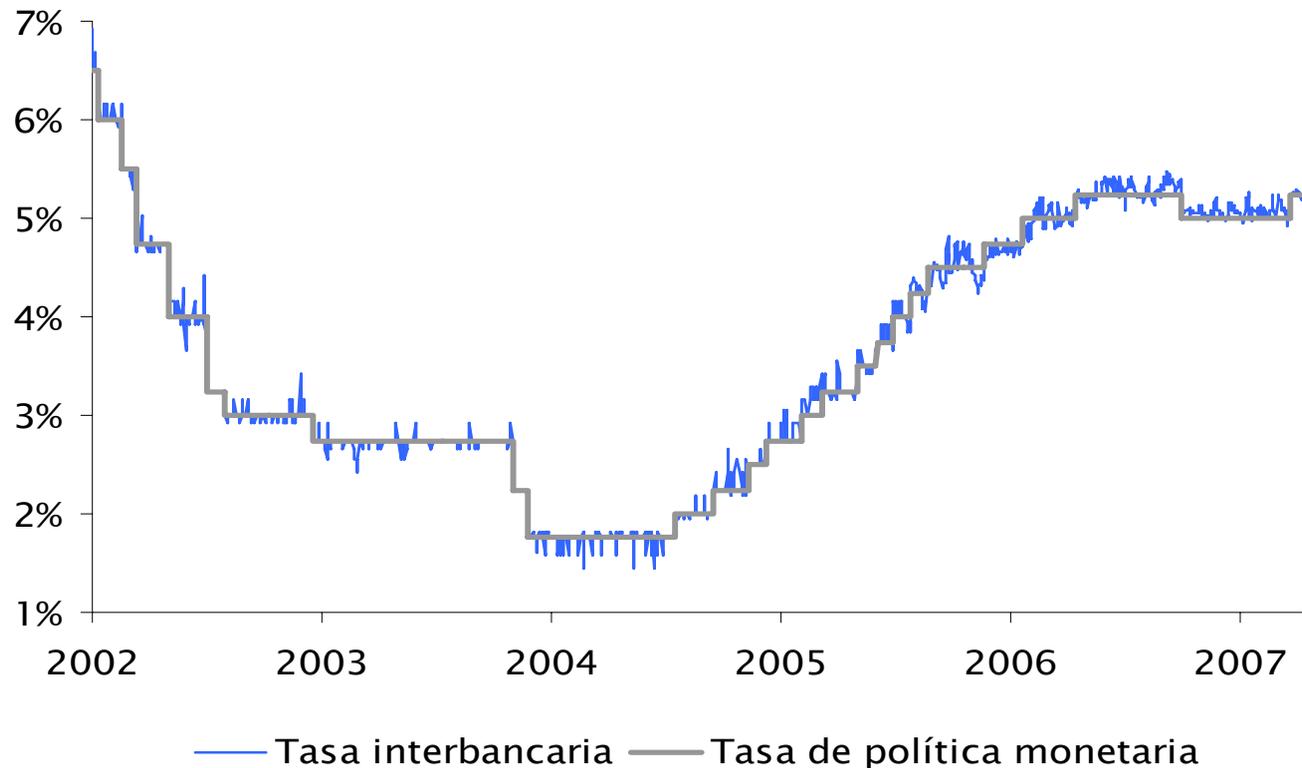
# Ejecución e instrumentos de la PM

- En la práctica, el BCCh elabora cada mes un flujo de caja del sistema financiero para el período de medición del encaje y estima una demanda de base monetaria consistente con la TPM.
- Para asegurar que la TIB1 sea cercana a la TPM en todo momento, el BCCh cuenta con instrumentos que permiten acomodar rápidamente la liquidez del sistema financiero, las llamadas “facilidades”:
  - Línea de crédito de liquidez (compra de pagarés con pacto de retroventa al día hábil siguiente con tasa TPM + 25 pb)
  - Depósito de liquidez (depósitos en el BCCh durante 1 día hábil bancario con tasa TPM – 25 pb)



# Ejecución e instrumentos de la PM

- Estos instrumentos establecen una banda simétrica de estabilización de la TIB1 en torno a la TPM (mas/menos 25 pb)





## VI. Transparencia y estrategia de comunicación del BCCh



# Transparencia y efectividad de la política monetaria

- Una mayor transparencia y mejor comunicación del BC con el público se basa en dos principios que se refuerzan mutuamente: responsabilidad y efectividad.
  - Por un lado, la autonomía del BCCh motiva una mayor entrega de información al público.
  - Por otro, la efectividad de la PM requiere de su comprensión por parte de los agentes económicos.



# Transparencia y efectividad de la política monetaria

- La PM afecta una tasa corta (TIB1), cuya relevancia se origina en su efecto sobre toda la estructura de tasas.
- Las tasas de mediano y largo plazo dependen de lo que se espere sea la trayectoria de tasas de corto plazo (y posiblemente otras variables). Si el mercado no tiene clara percepción de lo que hace el BC, la tasa larga puede independizarse de la tasa corta.
- Por lo tanto, una adecuada comprensión por parte de los agentes sobre el curso futuro de la PM y de cómo de ajustará a nuevos antecedentes es fundamental para su efectividad.

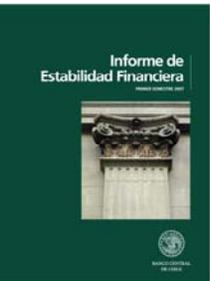


# Transparencia y efectividad de la política monetaria

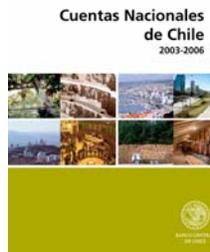
- Los elementos comunicacionales y de transparencia son cruciales bajo un esquema de metas de inflación, porque el principio ordenador de la discusión se centra en la proyección de inflación y el accionar del BC.



# Transparencia y comunicación en la práctica



Frecuencia	Políticas del Banco	Estudios	Estadísticas
Diaria			<i>Informativo Diario</i>
Mensual	Comunicado oficial del Consejo Minuta de la reunión de política monetaria Minuta de antecedentes		Avance estadístico <i>Boletín Mensual</i>
Trimestral			<i>Indicadores de Comercio Exterior</i>
Cuatrimestral	<i>Informe de Política Monetaria (IPOM)</i>	<i>Economía Chilena</i>	
Semestral	<i>Informe de Estabilidad Financiera (IEF)</i>		
Anual	<i>Memoria Anual del BCCh</i>	<i>Serie de Libros Banca Central. Análisis y Políticas Económicas</i>	<i>Anuario de Cuentas Nacionales</i> <i>Balanza de Pagos de Chile</i> <i>Deuda Externa de Chile</i> <i>Síntesis Monetaria y Financiera</i>
Esporádica	<i>Modelos Macroeconómicos y de Proyecciones del BCCh</i> <i>Documento de Política Monetaria del Banco Central de Chile</i>	<i>Documentos de Política Económica</i> <i>Documentos de Trabajo</i> <i>Estudios Económicos Estadísticos</i>	Varias. Véase: <a href="http://www.bcentral.cl/esp/publ/">www.bcentral.cl/esp/publ/</a>





## VII. Conclusiones



# Conclusiones

- La PM en Chile se formula dentro de un sistema de metas de inflación.
- Este sistema entrega flexibilidad pero también disciplina.
- Lo que determina la inflación en el largo plazo es la confianza del público respecto de que el BC utilizará sus instrumentos de manera que la inflación sea efectivamente igual a la meta.
- Debido a los distintos *shocks* la inflación no es necesariamente igual a la meta en cada período.
- Ello también implica ajustes a la TPM para que la inflación efectivamente vuelva meta.

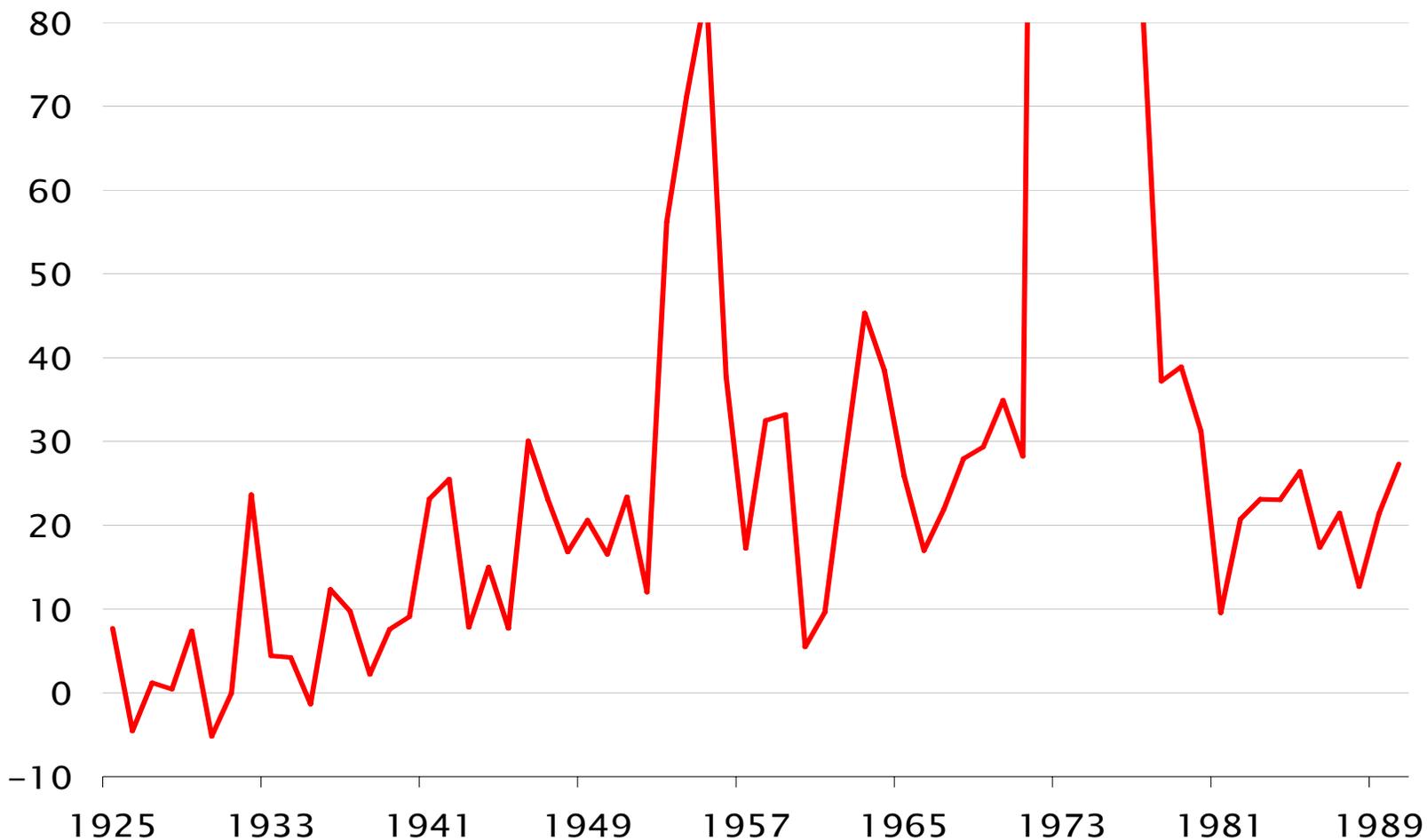


# Política monetaria en Chile bajo metas de inflación

Rodrigo Valdés  
Gerente División de Estudios



# Inflación en Chile (variación % dic. a dic.)

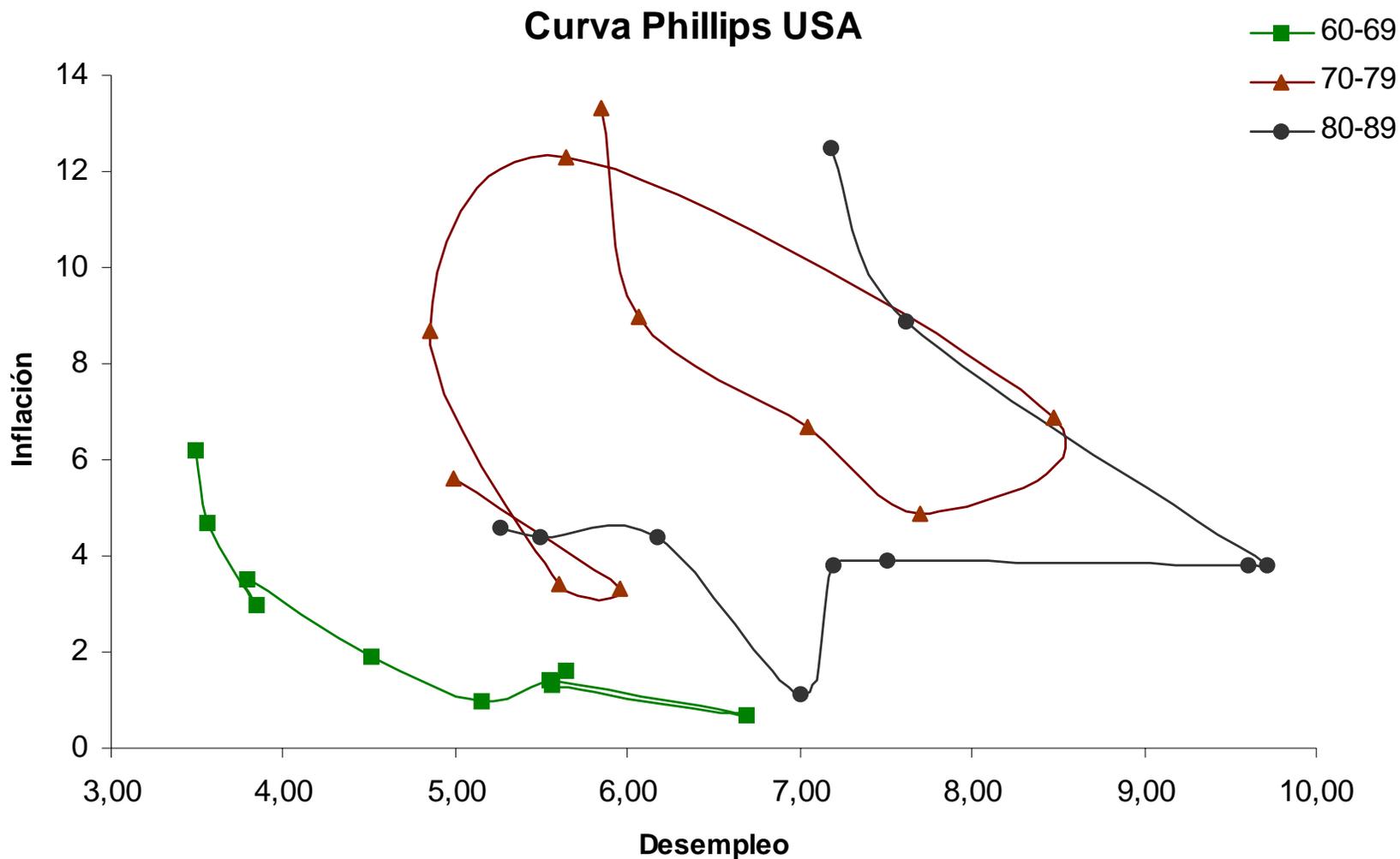


Fuente: Díaz et al., (2003) e INE.



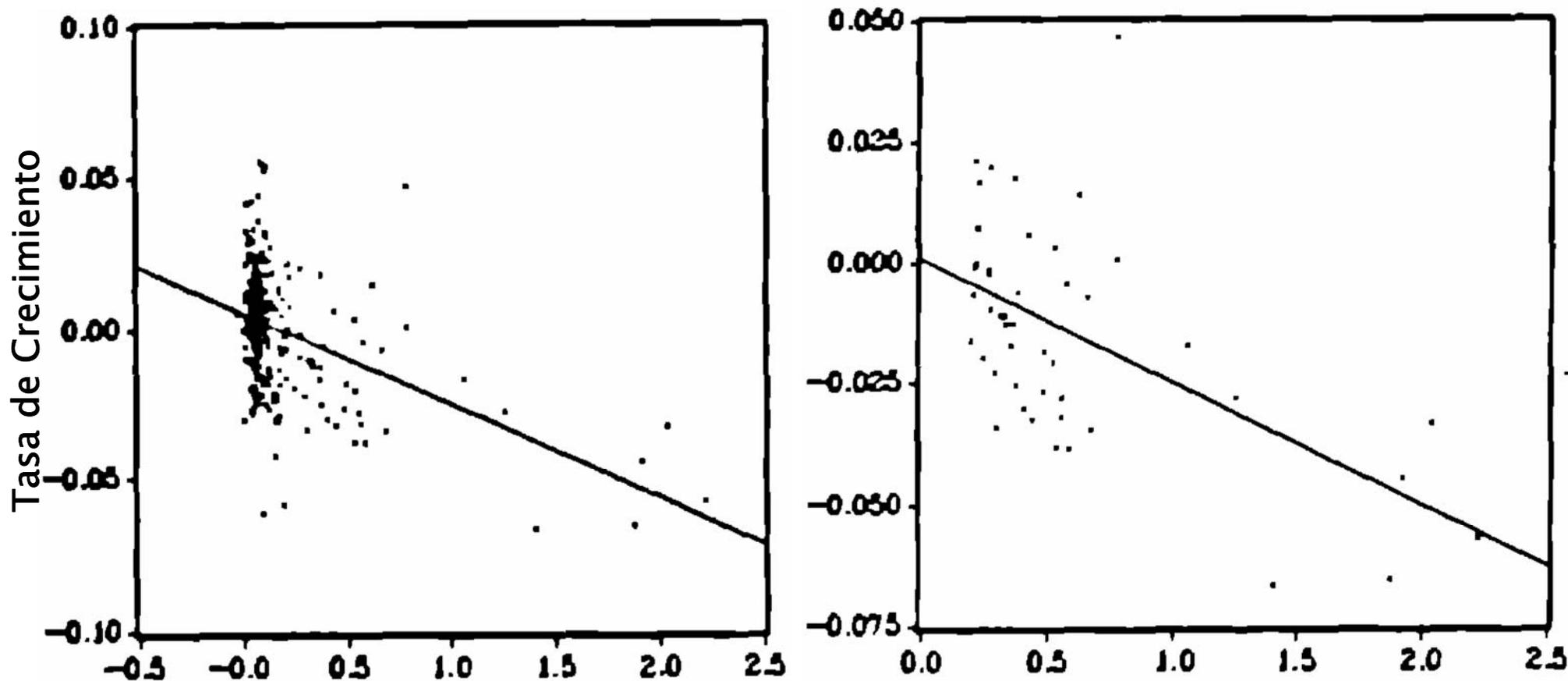


# Curva de Phillips en EEUU (%), (1960-1989)





# Inflación y crecimiento (otros factores constantes)

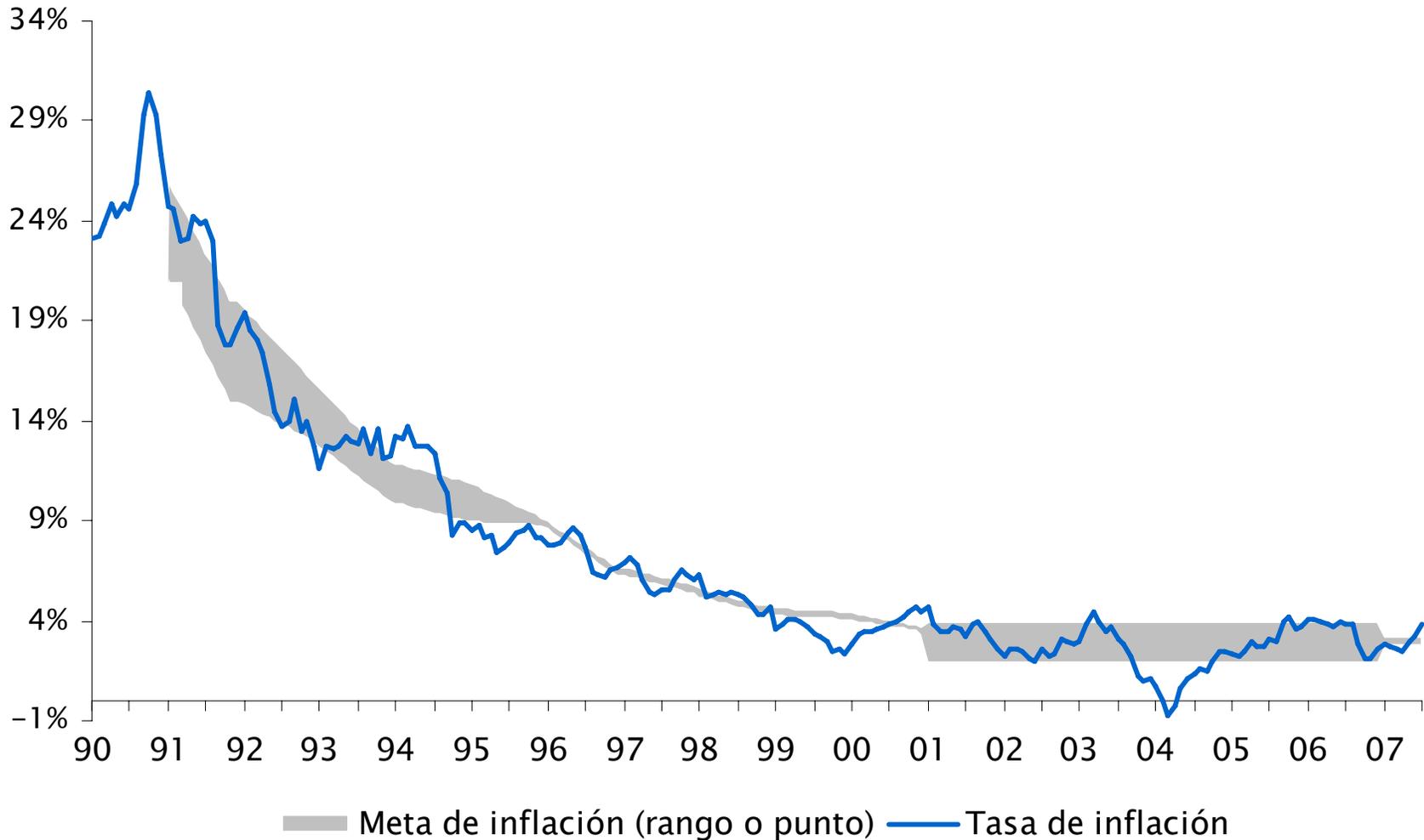


Fuente: Determinants of Economic Growth, R. Barro (1997)



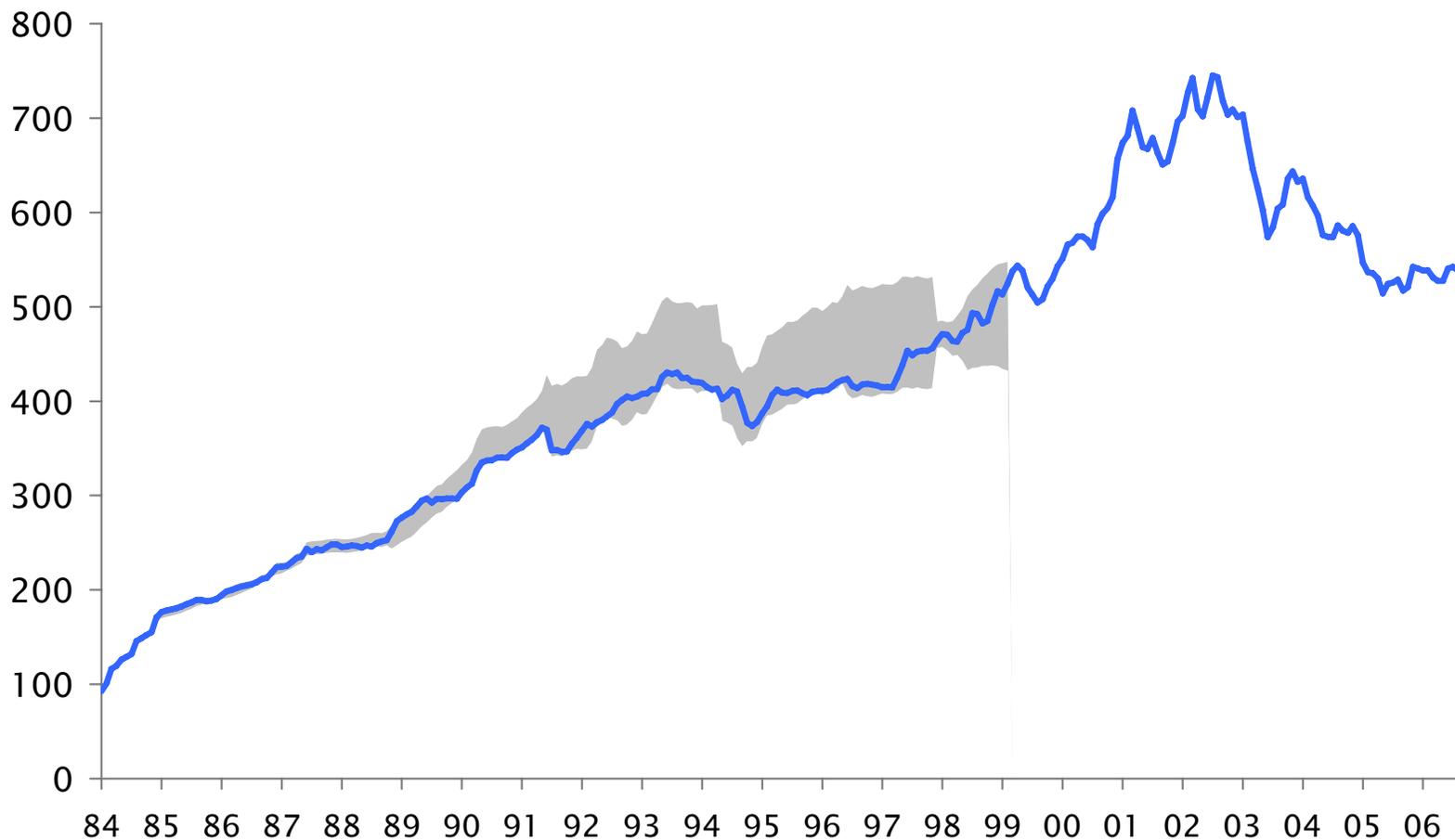


# Meta de inflación en Chile:





# Tipo de cambio y banda cambiaria en Chile (1984-2006)

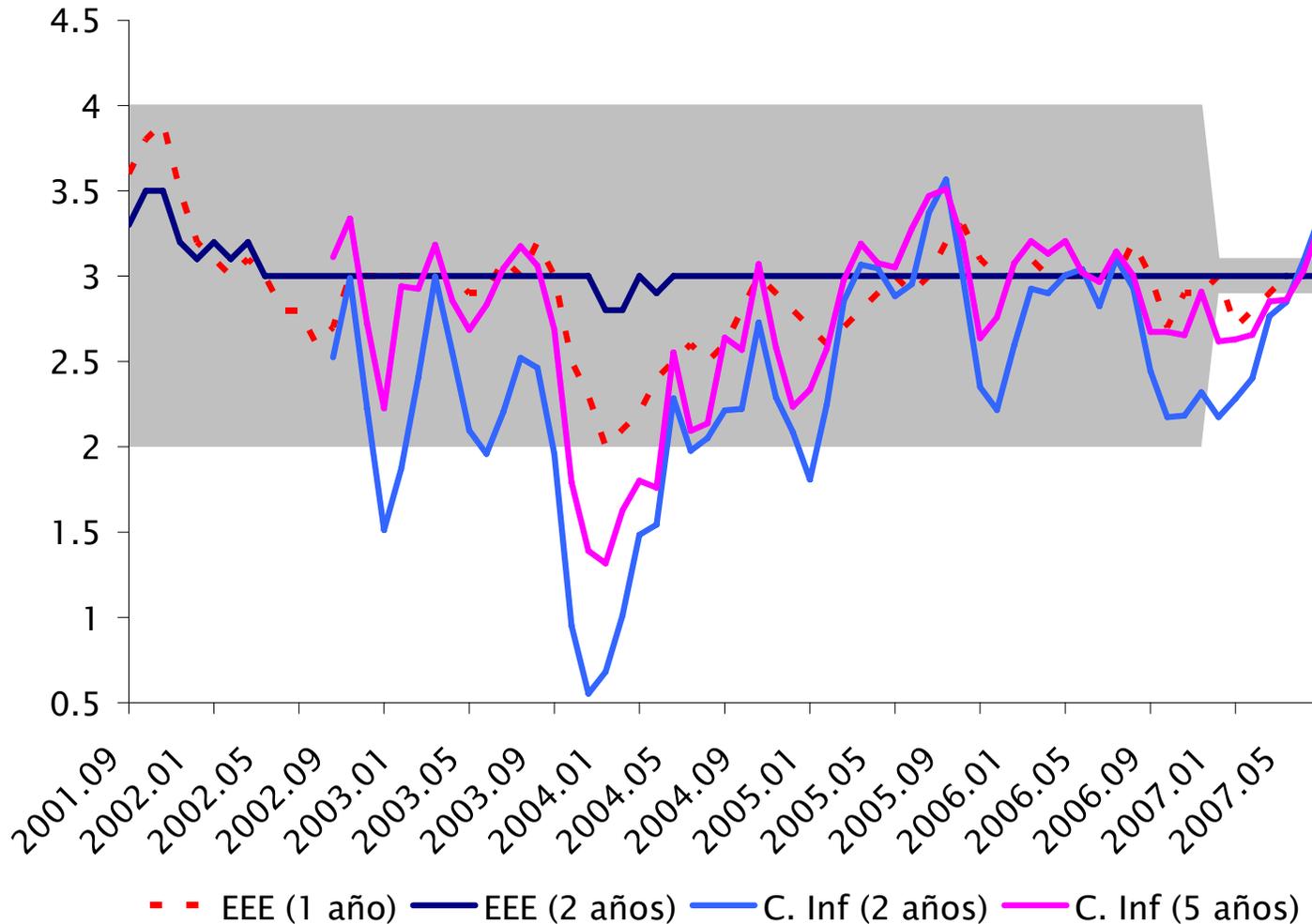


■ Banda Cambiaria — Tipo de Cambio



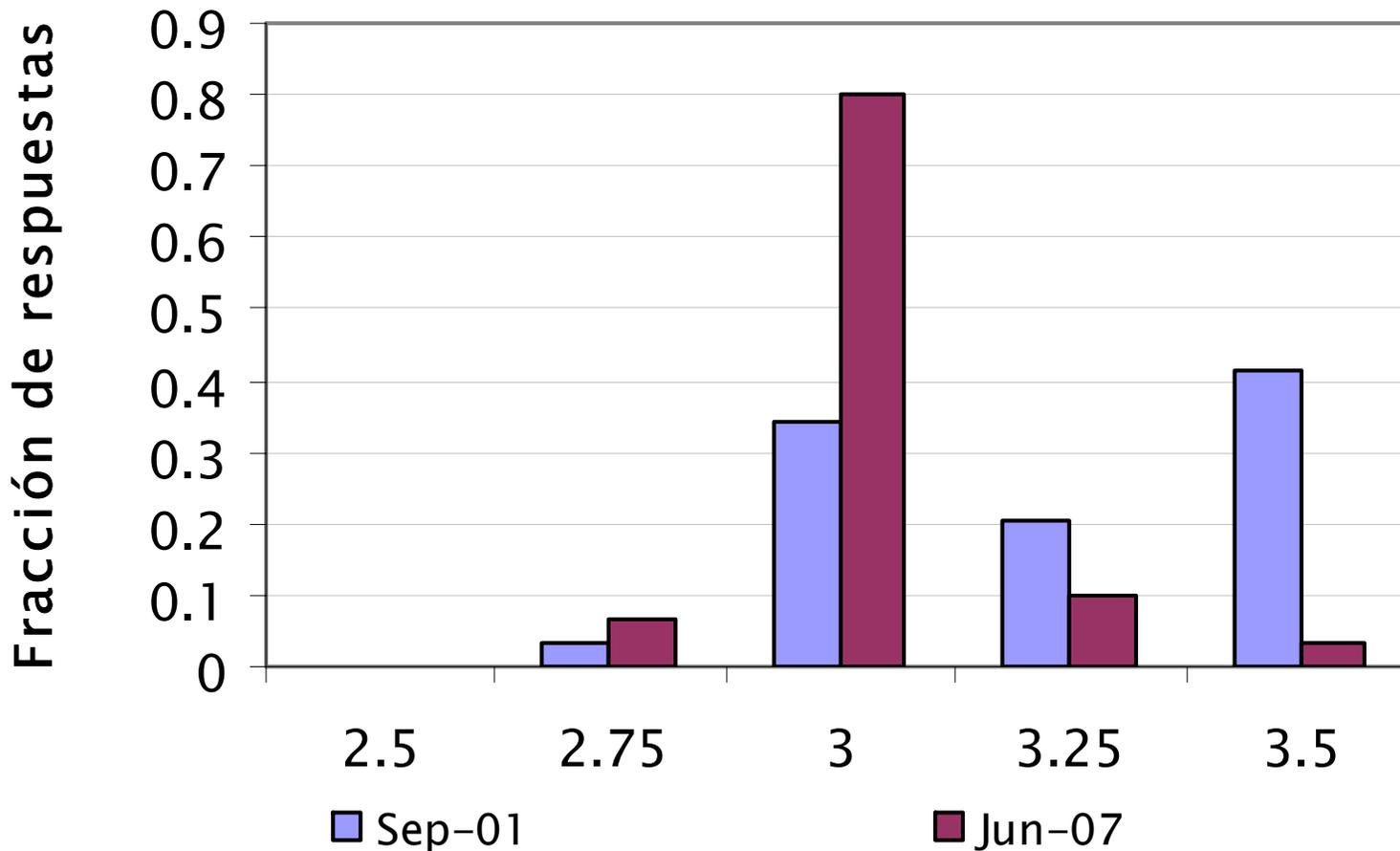


# Expectativas de inflación (%):



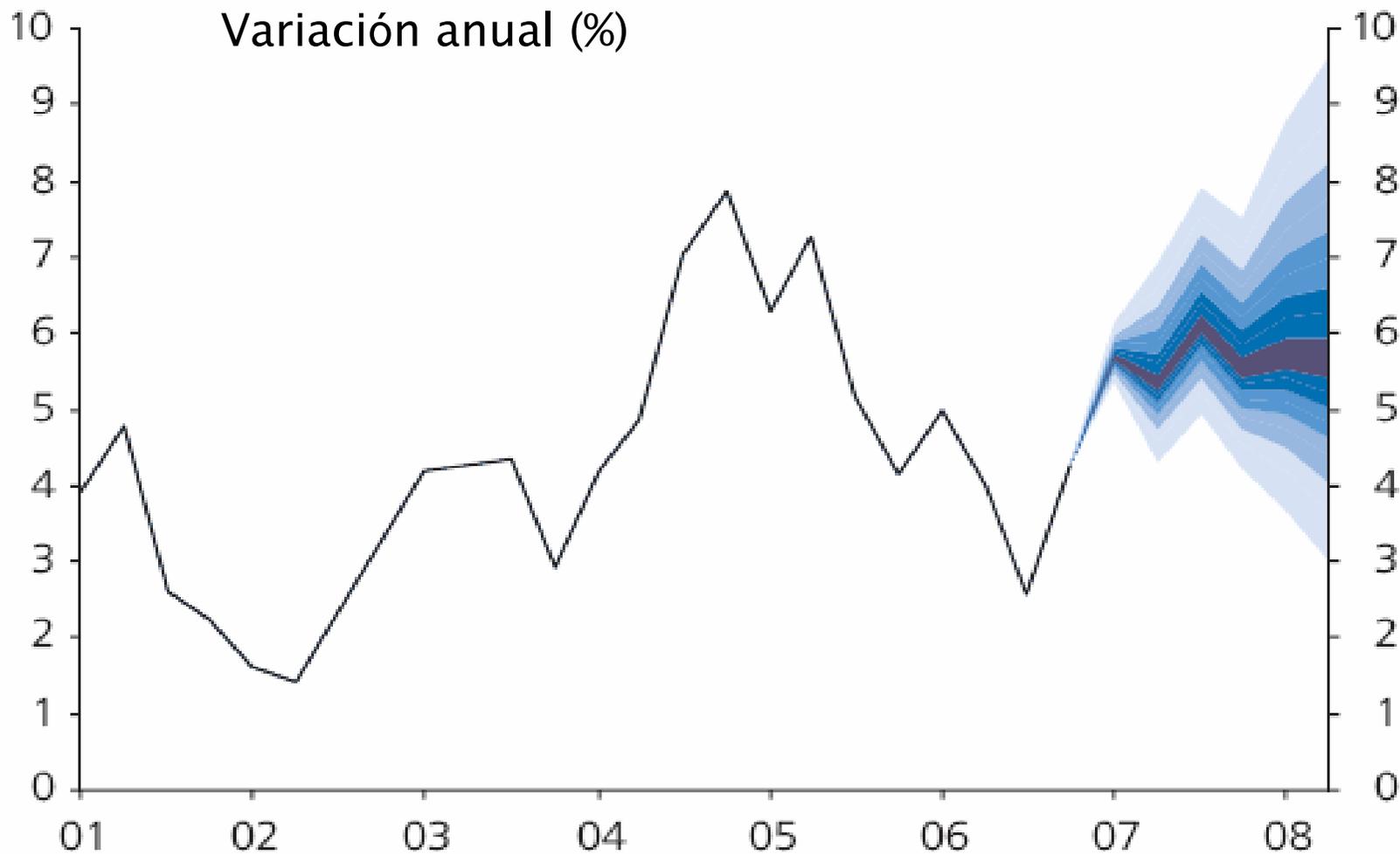


# Distribución de expectativas de inflación (%):



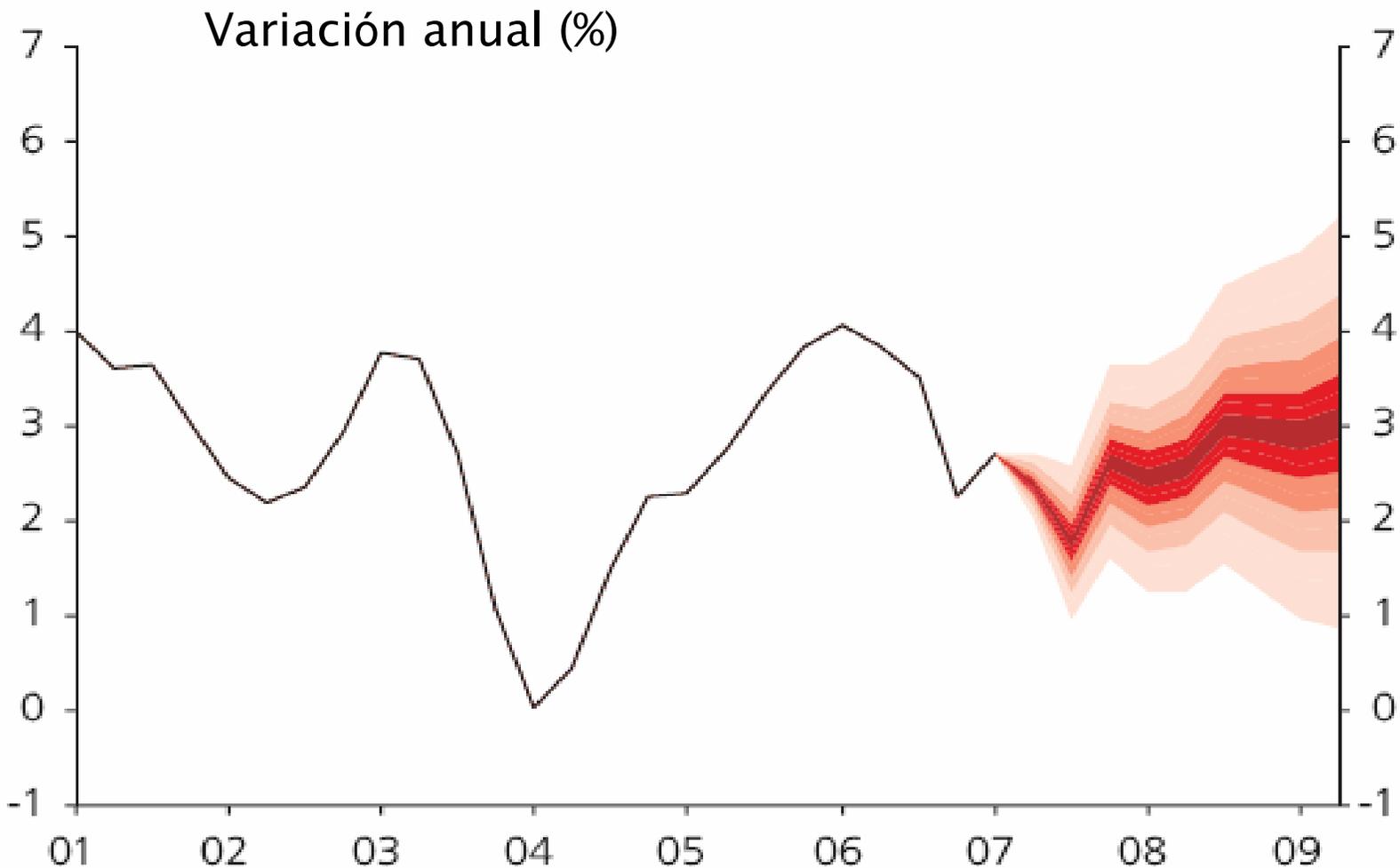


# Proyección de actividad (IPoM mayo 07)



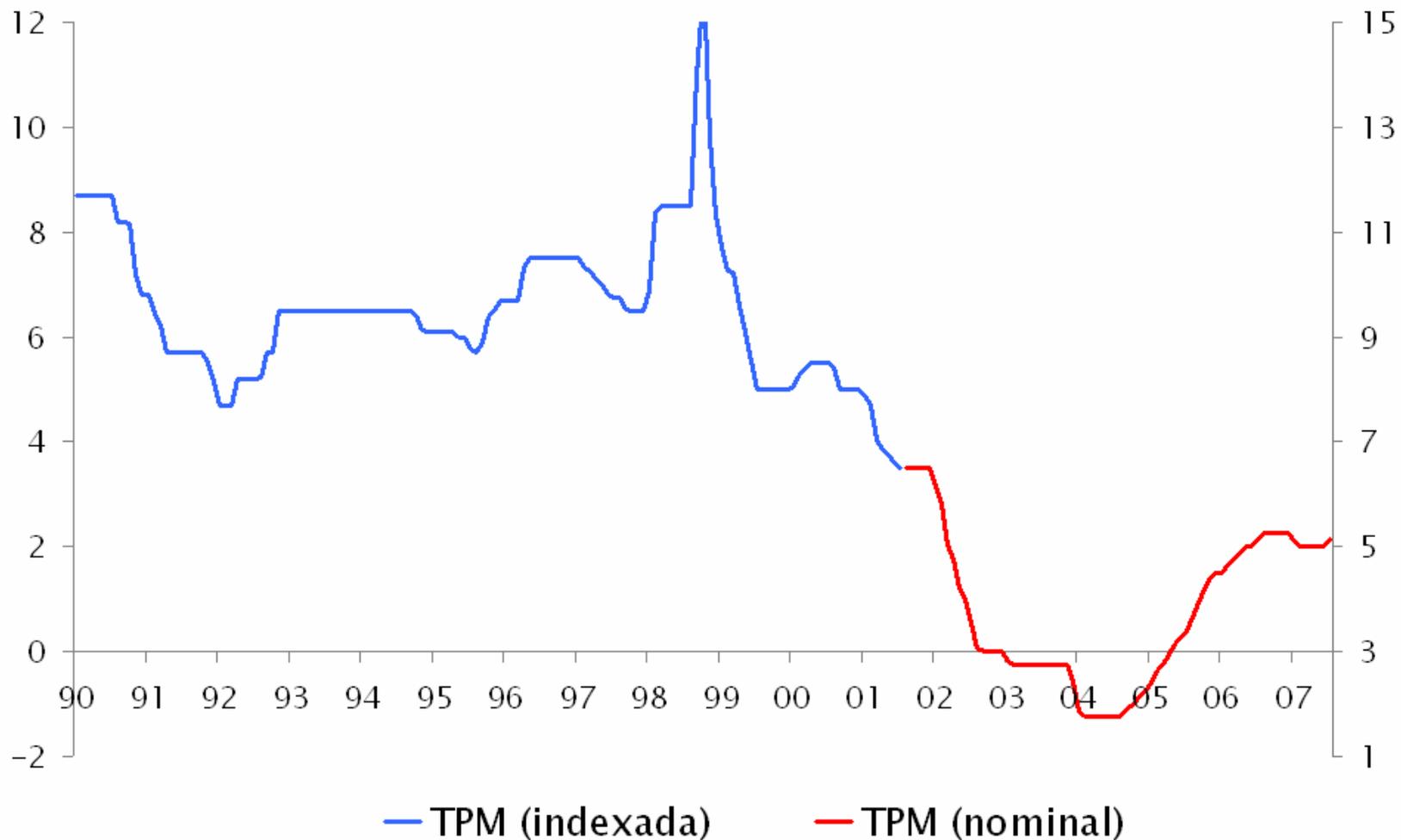


# Proyección de inflación (IPoM mayo 07)



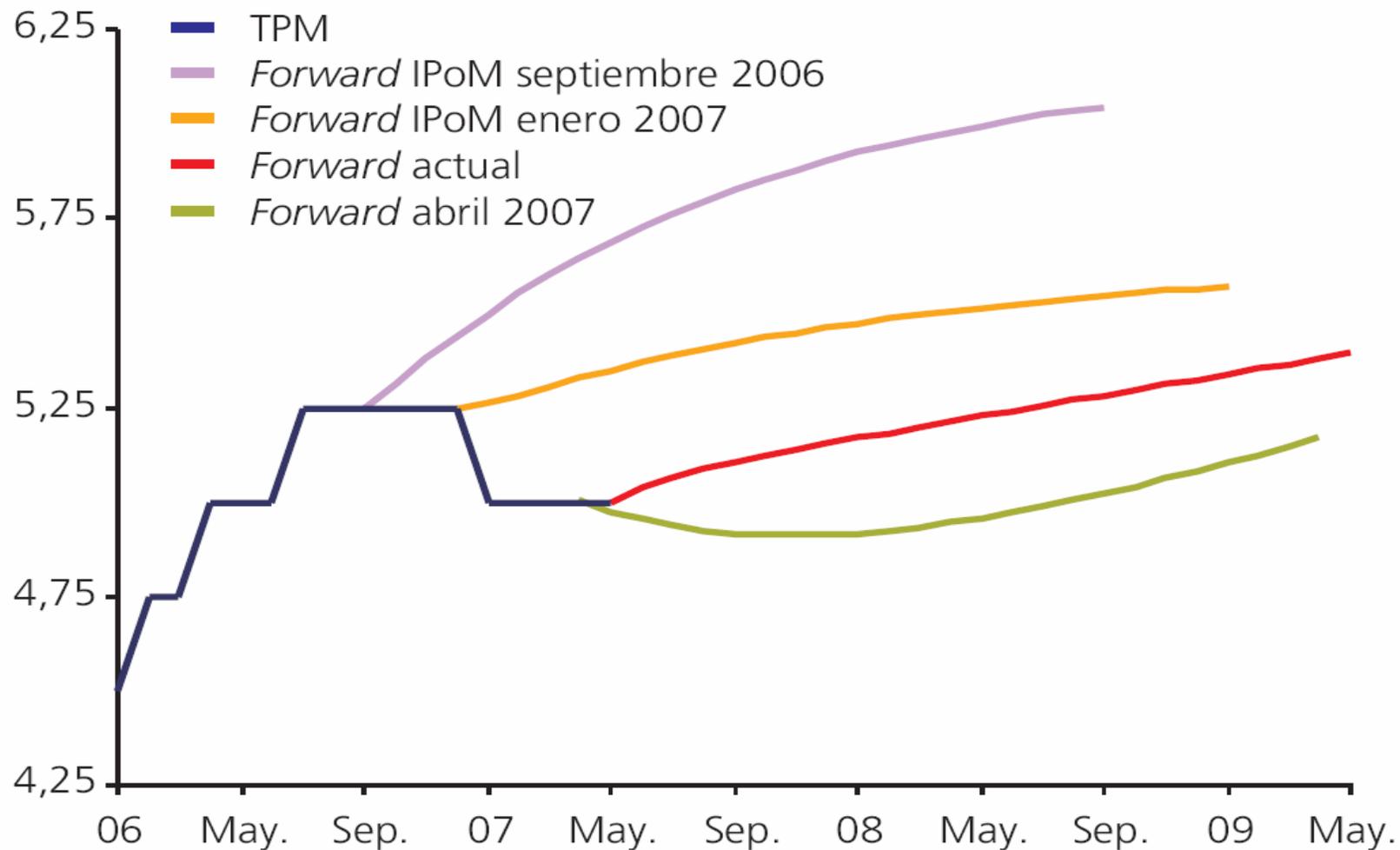


# Tasa de política monetaria (%)



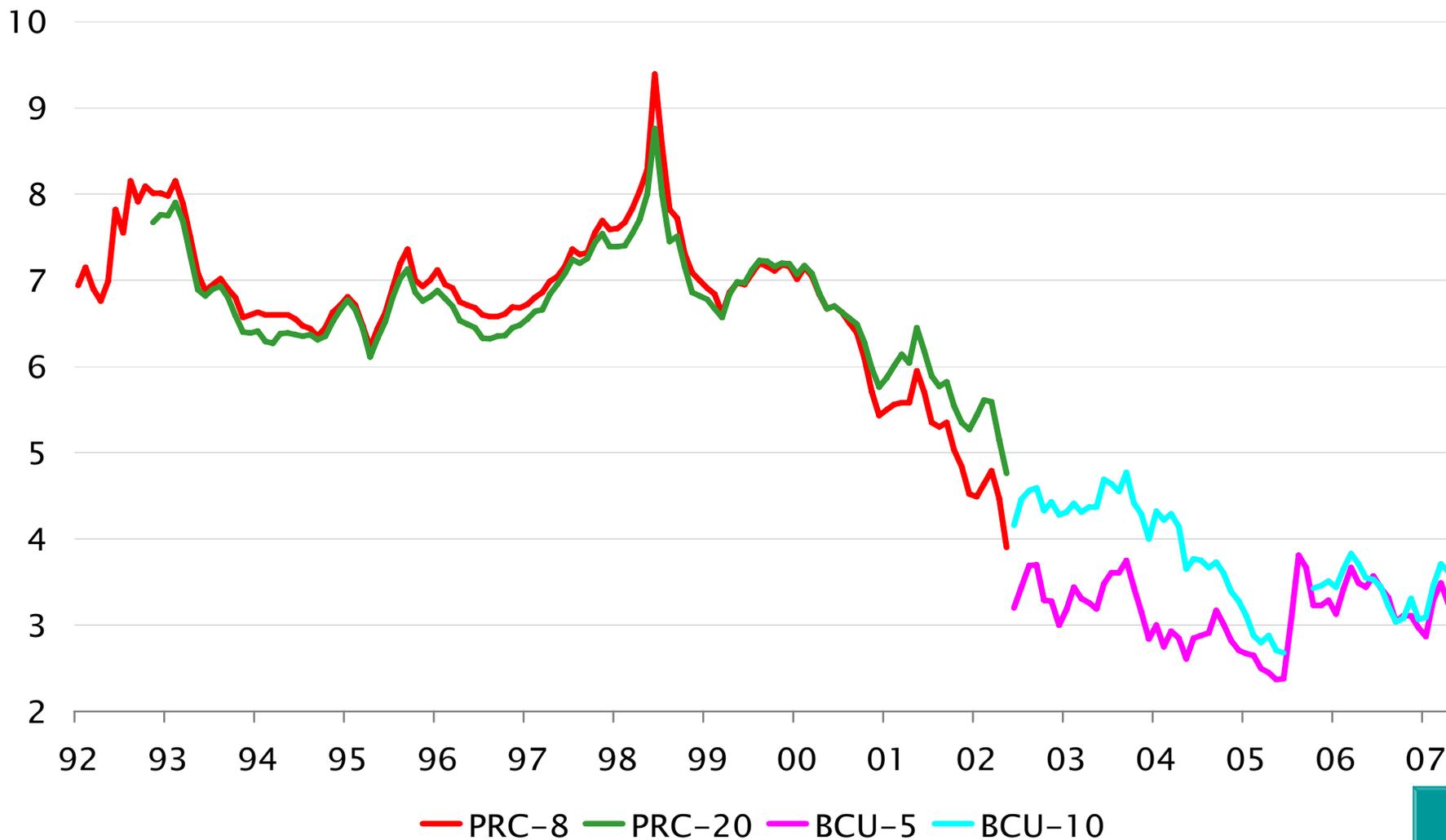


# Curva forward y TPM (%)



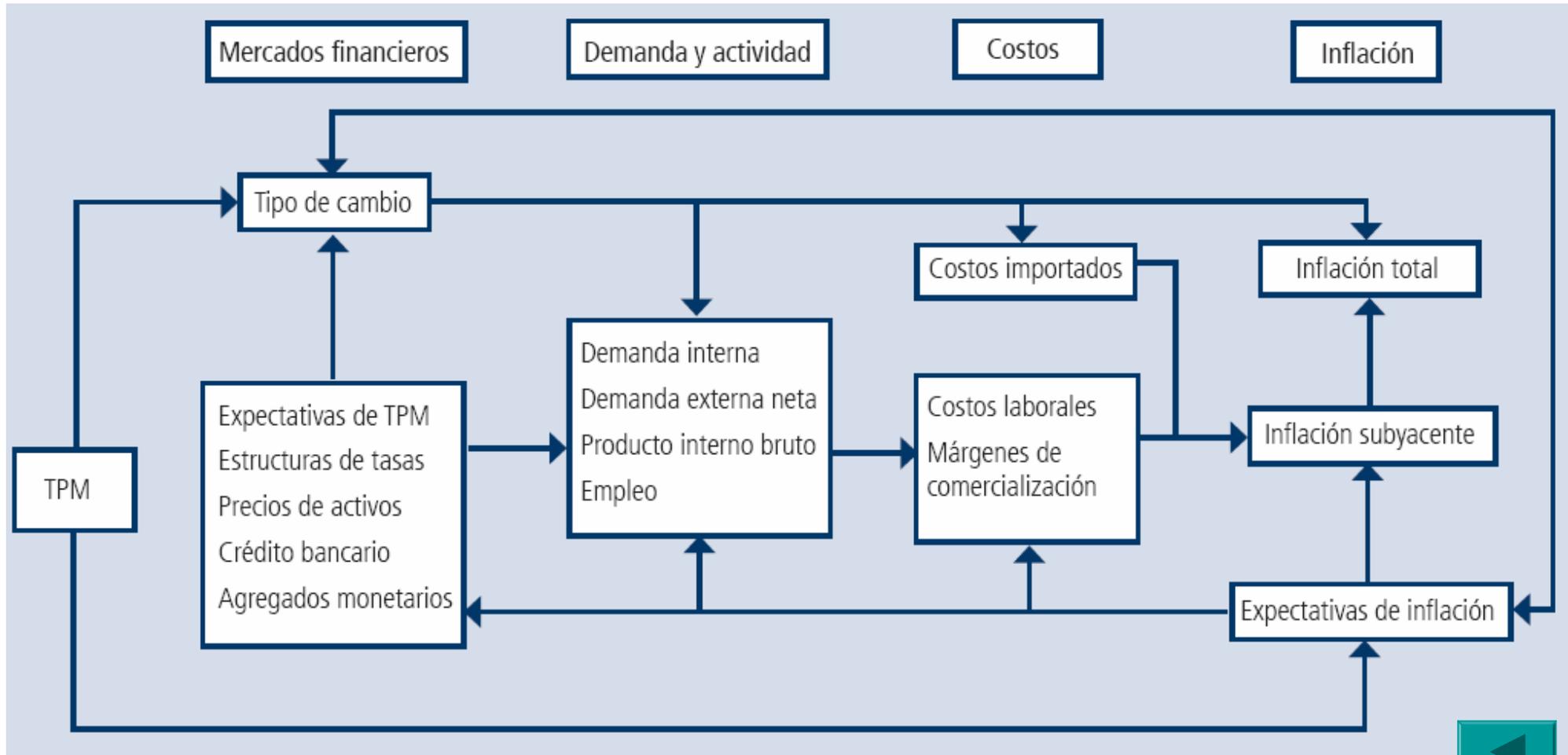


# Tasas reales de largo plazo: instrumentos del BCCh (%)



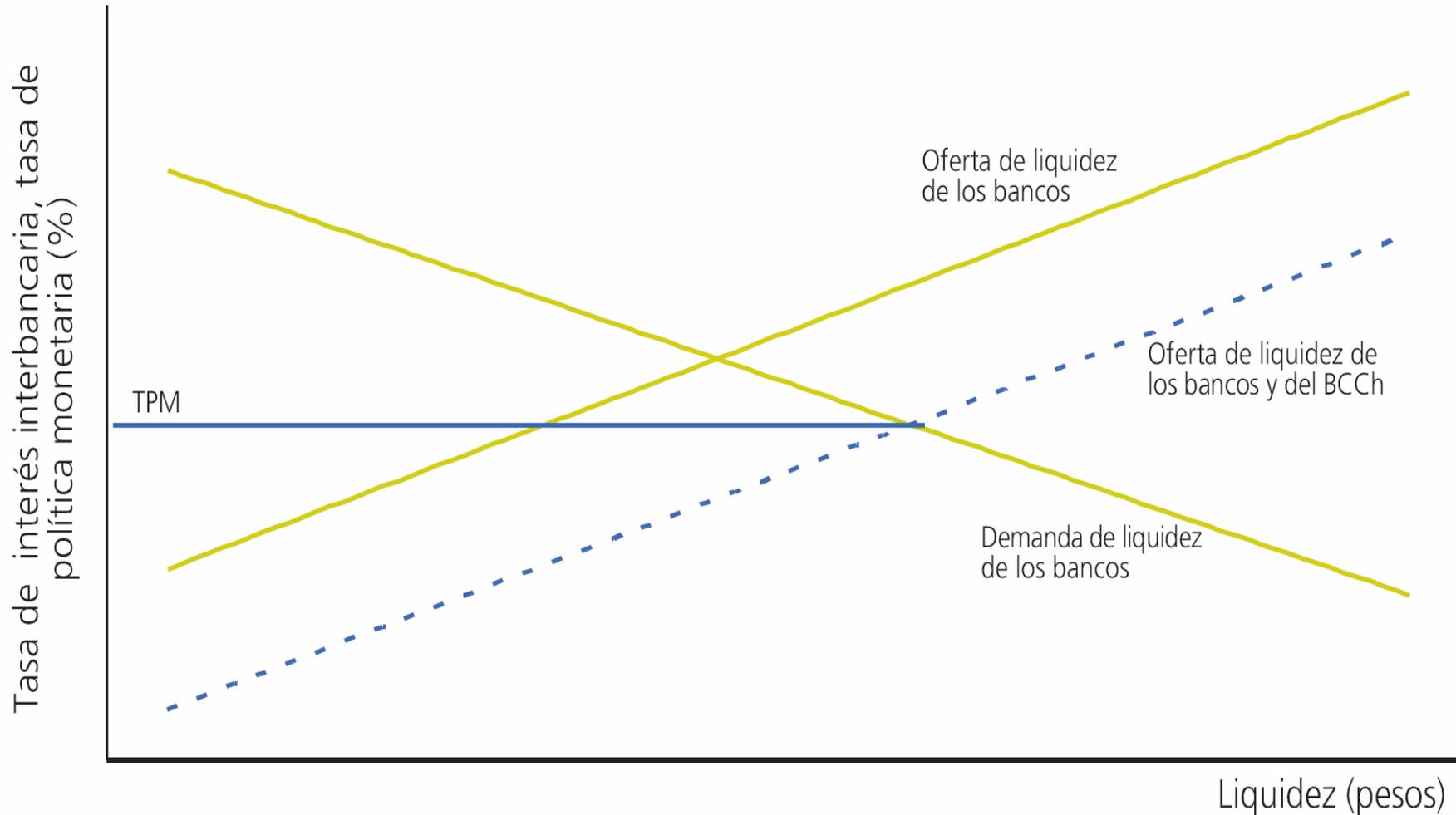


# Mecanismos de transmisión de la política monetaria



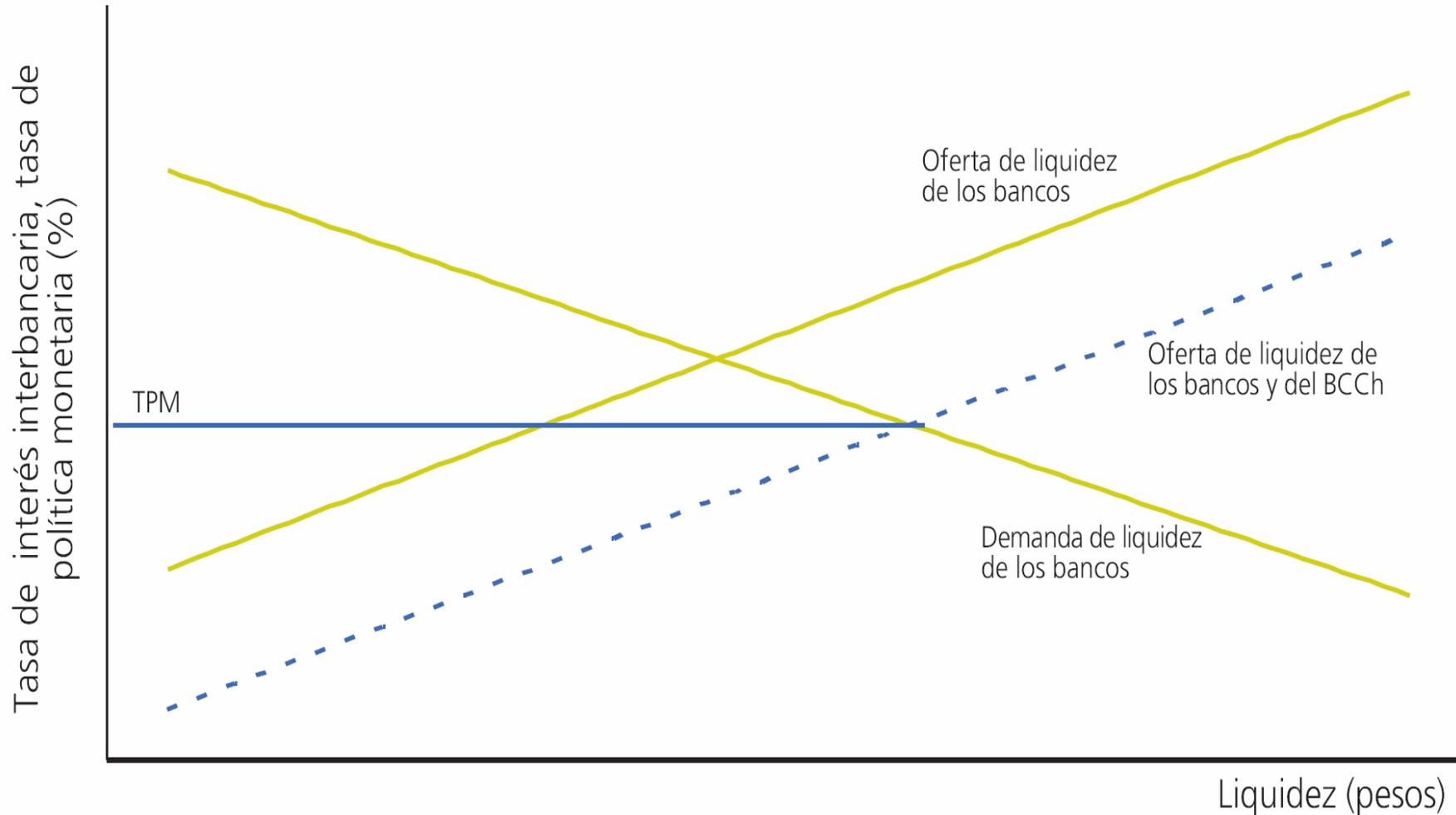


# El mercado interbancario





# El mercado interbancario



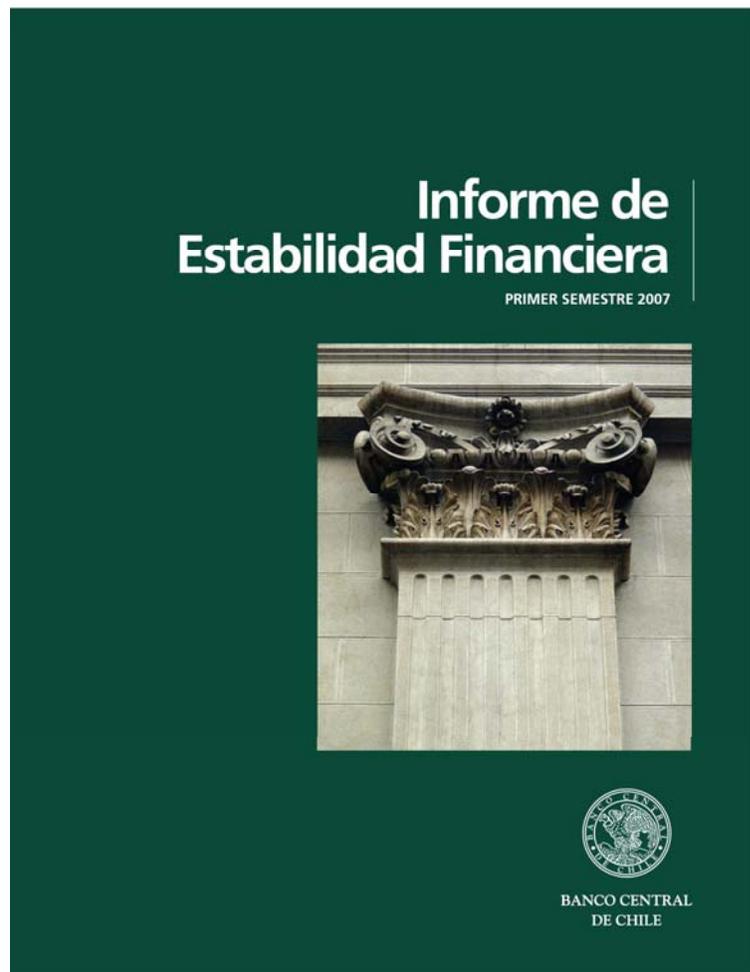


# Informe de Política Monetaria





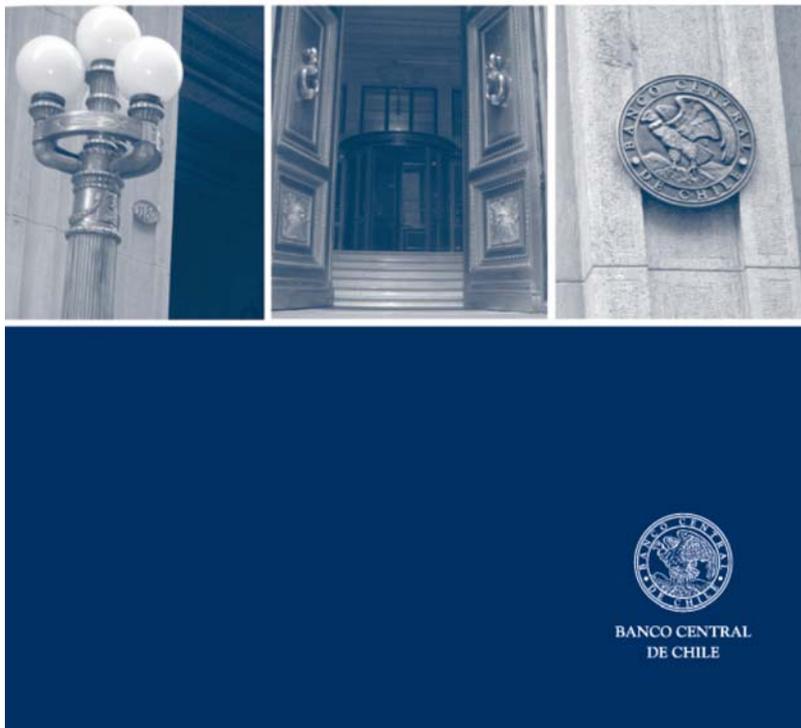
# Informe de Estabilidad Financiera





# La Política Monetaria del BCCh

## La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación





# Comunicado y Minuta de la RPM

Santiago, 12 de julio de 2007

## Comunicado

BANCO CENTRAL DE CHILE

Reunión de Política Mo

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base a 5,25% anual.

Esta decisión es coherente con holguras de capacidad menores que las previstas en el último *Informe de Política Monetaria* y resulta necesaria para que la inflación proyectada en torno a dos años se ubique en 3%.

El escenario externo relevante para la economía chilena continúa favorable. La actividad económica mundial se expande con vigor, las condiciones financieras siguen ventajosas y el precio del cobre ha vuelto a aumentar, aunque algo similar ha ocurrido con el del petróleo y el de sus derivados. Los precios de varios productos alimenticios siguen elevados e incluso algunos de ellos han continuado aumentando.

Más allá del desempeño de algunos sectores específicos, la información disponible sobre actividad y gasto interno sigue dando cuenta de un importante dinamismo en el segundo trimestre, por encima de proyecciones previas. El empleo asalariado continúa aumentando y las condiciones financieras internas son favorables.

La inflación del IPC se ubica levemente sobre 3%, por encima de lo proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*, y sigue influida por el precio de los combustibles y por el mayor precio de los alimentos. Estos últimos también han incrementado la inflación subyacente IPCX1 (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados). Más allá de los aumentos de estos precios específicos, las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria se ubican en 3% o algo por sobre esta cifra, mientras que los costos laborales siguen contenidos. En este cuadro de mayor inflación por un *shock* de oferta, aunque las expectativas de inflación de corto plazo han aumentado, las de largo plazo permanecen ancladas en torno a 3%.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, será necesario reducir el estímulo monetario en meses venideros para que la inflación proyectada en el horizonte de política se ubique en 3%. Como siempre, la materialización de cambios en la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada.

## MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 110 celebrada el 12 de julio de 2007**

Asisten el Presidente don Vittorio Corbo Lioi, el Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste la Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart Herrera.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle; el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali; el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic; el Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo; el Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; los Economistas Senior, doña Erika Arraño González y don Enrique Orellana Cifuentes; y el Secretario General, don Jorge Court Larenas. También asiste, como invitada especial a esta reunión, la Revisor General, doña Silvia Quintard Flehan.

### 1. Antecedentes

#### 1.1 Presentación de los antecedentes

La información acumulada durante el último mes nuevamente dio cuenta de un escenario de inflación de corto plazo superior al previsto en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). Asimismo, los datos confirmaron un escenario de crecimiento de la actividad algo mayor que el de esa oportunidad. Las noticias recientes reflejaron la materialización de algunos de los riesgos descritos en mayo, los que se verificaron con una magnitud inusual. La actividad de mayo aumentó a una tasa anual menor que en meses previos, aunque si es corregida por factor

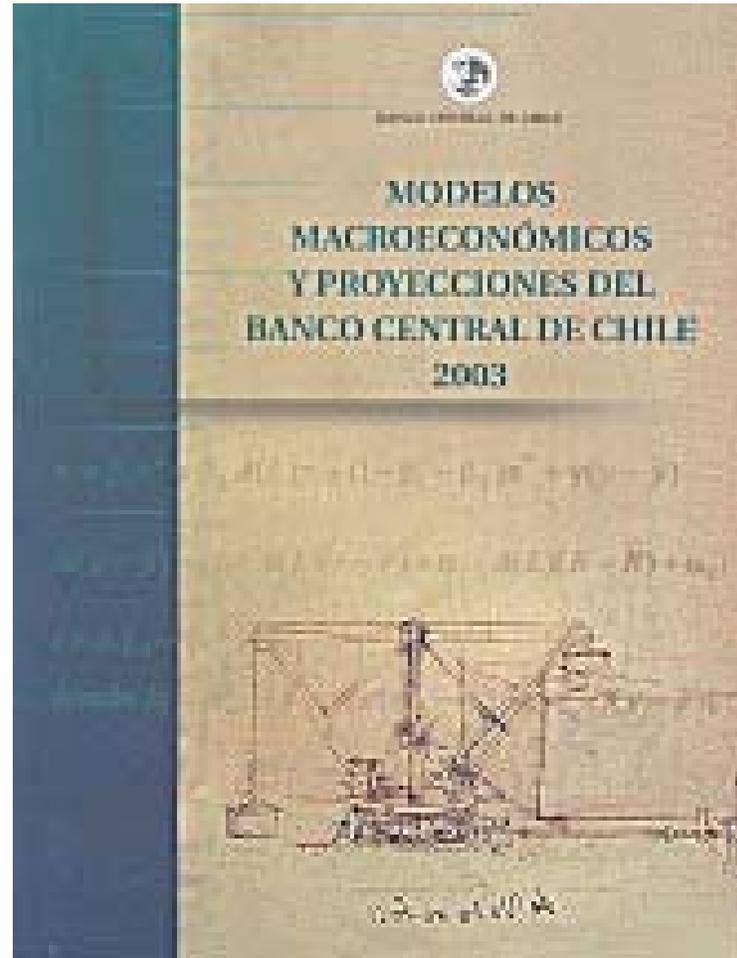
calendario, su crecimiento fue similar, en especial para los sectores distintos de recursos naturales. Ello reafirmó que las holguras de capacidad eran menores que las previstas en el último IPoM, con el consiguiente aumento de las presiones inflacionarias de mediano plazo. La inflación de junio resultó sorpresivamente alta y muy por sobre lo esperado. Al igual que en meses anteriores, la sorpresa se concentró en precios de productos específicos, esta vez particularmente en lácteos y algunas verduras frescas. El aumento de estos precios, sumado a una nueva revisión al alza en el precio de los combustibles en pesos, lleva a un escenario de inflación de corto plazo sustantivamente superior al descrito en el IPoM de mayo, estimándose que en el corto plazo la inflación IPC estaría en torno a 4% anual, en línea con varias proyecciones del sector privado. Las expectativas de inflación de mercado reaccionaron a este escenario de mayor inflación por un *shock* de oferta con un incremento de la inflación esperada en el corto plazo, manteniéndose ancladas en torno a 3% a largo plazo y con un adelantamiento de las expectativas de alza de la Tasa de Política Monetaria (TPM) por este concepto. Al cierre de esta minuta, la evolución esperada de la TPM en contratos *swaps* incluía cinco alzas de la TPM en un año plazo, tres de las cuales se concretarían antes de diciembre de 2007 y una cuarta que lo haría en el primer trimestre de 2008.

El escenario externo relevante para la economía chilena continuaba favorable. Las mayores novedades se habían concentrado en el precio de los productos básicos, especialmente el del cobre y de los combustibles, que habían aumentado de manera importante en el mes. El precio del cobre, afectado principalmente por conflictos laborales en diferentes yacimientos mineros, subió más de 9%. El mercado del petróleo estuvo afectado por una alta demanda de sus derivados y factores geopolíticos que incrementaron la prima por riesgo, concretándose una de las preocupaciones mencionadas en el IPoM. El aumento en el precio de la gasolina, en torno a 10%, fue similar al del petróleo. Los precios de varios productos alimenticios seguían elevados e incluso algunos de ellos habían continuado aumentando.

En los mercados financieros internacionales se acentuaron las preocupaciones respecto de los efectos económicos y financieros que podría generar el aumento de la morosidad asociada a la deuda hipotecaria *subprime* en EE.UU. El efecto *flight to quality* generado por esta situación llevó a caídas de algo más de 10 puntos base en los rendimientos de los bonos de largo plazo en dólares, pese a mejores noticias de actividad, en particular del mercado laboral. Destaca que su nivel al cierre de esta minuta era considerablemente mayor que el que se registraba a comienzos de este año. En cuanto a las tasas de política monetaria, se diluyeron las expectativas de una eventual alza para fin de año. En la Zona Euro y Japón se mantuvieron las expectativas de alzas



# Modelos y Proyecciones del BCCh





# Cuentas Nacionales de Chile

## Cuentas Nacionales de Chile 2003-2006

