

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

En el Marco de Metas de Inflación



LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

En el Marco de Metas de Inflación



CONTENIDO

PREFACIO	5
RESUMEN EJECUTIVO	7
1. INTRODUCCIÓN	13
2. MARCO INSTITUCIONAL	16
2.1 Institucionalidad macroeconómica y financiera en Chile	16
2.2 Política monetaria y estabilidad financiera	18
2.3 Coordinación entre la política monetaria y fiscal	21
3. MARCO DE LA POLÍTICA MONETARIA	22
3.1 Esquema de metas de inflación	22
3.2 Flotación cambiaria	26
3.3 Transparencia, comunicación y evaluación de la política monetaria	30
4. CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	33
4.1 Elaboración de proyecciones	33
4.2 Toma de decisiones	37
4.3 Racionalidad de los cambios en la tasa de política monetaria	39
4.4 Comunicación de las decisiones de política monetaria	40
4.5 Consideraciones de estabilidad y credibilidad	41
5. IMPLEMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	43
5.1 Estructura del mercado interbancario	43
5.2 Ejecución e instrumentos de la política monetaria en Chile	44
6. TRANSPARENCIA Y DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN	47
7. GLOSARIO Y ABREVIACIONES	50

ÍNDICE DE RECUADROS

1. ¿Por qué buscar la estabilidad de precios?	15
2. Marco jurídico aplicable al Banco Central de Chile	17
3. Relación entre la política monetaria y la política financiera	19
4. Evolución del esquema monetario basado en metas de inflación en Chile	22
5. Tipos de intervención en el mercado cambiario	27
6. Determinación de la inflación y los mecanismos de transmisión de la política monetaria	34
7. La Reunión de Política Monetaria	38

ÍNDICE DE GRÁFICOS, DIAGRAMAS Y TABLAS

Gráfico 1: Inflación efectiva y meta, 1990-2019	26
Gráfico 2: Inflación efectiva, meta y expectativas a dos años, 2001-2019	32
Gráfico 3: Esquema de funcionamiento del mercado interbancario	43
Gráfico 4: Tasa interbancaria y tasa de política monetaria	46
Diagrama 1: Mecanismos de transmisión de la política monetaria	37
Tabla 1: Publicaciones del Banco Central de Chile	49

PREFACIO

El Banco Central de Chile (BCCh) desarrolla su política monetaria en un marco conceptual de metas de inflación, utilizado en forma parcial desde su anuncio en 1990 y adoptado en plenitud a partir de septiembre de 1999, junto con un régimen de tipo de cambio flotante.

Tras veinte años de aplicación, este marco ha demostrado su relevancia para la economía chilena, permitiendo al Banco Central manejar su política monetaria de manera independiente, con una inflación que promedió 3,2% entre 2001 y 2019, y expectativas de inflación a dos años plazo que se han mantenido ancladas a la meta de 3% durante gran parte de las últimas dos décadas. También le ha permitido al país mitigar los efectos de *shocks* externos relevantes, como los observados durante la crisis financiera global de 2008-2009, y enfrentar *shocks* internos significativos, como el terremoto y maremoto de febrero de 2010.

Este marco de política monetaria requiere de un alto grado de transparencia y comunicación de las políticas y acciones emprendidas. El BCCh realiza un esfuerzo en este ámbito a través de la elaboración y publicación del Informe de Política Monetaria (IPoM), del Informe de Estabilidad Financiera (IEF) y del comunicado y minuta de la Reunión de Política Monetaria (RPM). Ello se complementa con una serie de iniciativas de educación financiera, la generación y difusión de un amplio espectro de estadísticas económicas, el desarrollo de una importante agenda de investigación económica y la difusión que el propio Consejo realiza de las diversas publicaciones, incluido el IPoM y el IEF. El presente documento se enmarca en este esfuerzo.

Este texto corresponde a una actualización del documento *Política Monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y Transmisión*, publicado en enero de 2007. Al igual que su versión previa, presenta el marco institucional en que se desenvuelve la política monetaria, la visión del Consejo sobre el marco de política, incluyendo sus objetivos, la transmisión de la política monetaria, su conducción y operación, y el papel que desempeñan la transparencia y las comunicaciones.

El Consejo ha estimado apropiado entregar una actualización de este documento, de modo de reflejar la experiencia acumulada en las dos décadas de funcionamiento del marco de metas de inflación, los desarrollos institucionales que se han implementado en este y otros ámbitos de la política económica y las lecciones que ha dejado la experiencia de otros países. Con esto, coopera en facilitar la comprensión por parte de la sociedad y los agentes económicos de la racionalidad de las decisiones de política monetaria.

Enero, 2020

RESUMEN EJECUTIVO

El Banco Central de Chile (BCCh) estructura su política monetaria en un marco conceptual de metas de inflación, que se complementa con un régimen de tipo de cambio flotante. El desarrollo de esta concepción de la política monetaria requiere de un alto grado de transparencia y comunicación de las acciones realizadas, objetivo al que apunta la publicación de este documento.

Marco legal e institucional

El BCCh es un organismo autónomo, de rango constitucional, de carácter técnico, con personalidad jurídica, patrimonio propio y duración indefinida, según lo establece el artículo 1° de su Ley Orgánica Constitucional (LOC). Sus objetivos son “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos” (artículo 3°).

El objetivo de estabilidad de la moneda se traduce en la mantención de una inflación baja, estable y predecible en el tiempo. Por su parte, el normal funcionamiento de los pagos implica trabajar para preservar las funciones primordiales de intermediación del crédito, la provisión de servicios de pago y asignación de riesgos por parte de los mercados financieros.

Para el cumplimiento de sus objetivos, la ley confiere al Banco Central una serie de facultades, entre ellas el empleo de los instrumentos de política monetaria y política cambiaria, así como algunos aspectos de la regulación de los mercados financieros y de capitales. Con plena autonomía de gestión y de decisiones de política, el BCCh informa de sus acciones al Presidente de la República y al Senado.

La autonomía del BCCh es un componente muy importante del marco institucional dentro del cual opera la política monetaria, pues no solo permite que esta se conduzca técnicamente en función de sus objetivos, sino que prohíbe el financiamiento del déficit fiscal. Completan este marco un esquema regulatorio del sistema financiero que garantiza su estabilidad, eficiencia y solvencia, una política fiscal responsable y una alta integración comercial y financiera con el resto del mundo. El documento “Política Financiera del Banco Central de Chile”, describe el marco en el que se conduce e implementa la política financiera del BCCh.

El Banco Central está dirigido por un Consejo, al que se le encomienda la dirección y administración superior. Este Consejo está integrado por cinco miembros, designados por el Presidente de la República por períodos escalonados de diez años, previa aprobación por parte del Senado. El Presidente del Consejo, quien a su vez ejerce como Presidente del Banco, es elegido entre los Consejeros por el Presidente de la República, y ocupa el cargo por cinco años.



La ley incluye diversos mecanismos para que exista coordinación entre la política monetaria y la política fiscal, respetando la necesaria autonomía entre las autoridades que las conducen. El BCCh debe “tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno” (artículo 6°). Además, el Ministro de Hacienda participa con derecho a voz en las reuniones del Consejo y se le confiere la facultad de suspender por un plazo no superior a 15 días la aplicación de un acuerdo del Consejo, salvo que la totalidad de los Consejeros insista en él (artículo 19°).

Política monetaria y la meta de inflación

El BCCh conduce su política monetaria sobre la base de un esquema de metas de inflación y de flotación cambiaria. Este esquema incorpora el compromiso de utilizar los instrumentos para que, independiente del nivel actual de inflación, la inflación proyectada a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Este compromiso orienta las expectativas de los agentes económicos y transforma la meta de inflación en el ancla nominal de la economía.

En el marco de metas de inflación, el objetivo primordial de la política monetaria es la estabilidad de precios. En tanto las presiones inflacionarias sean acompañadas de movimientos en la actividad económica en la misma dirección, la política monetaria tiene un carácter contracíclico, lo que contribuye a reducir la volatilidad de la inflación y del producto. En otros términos, que exista una meta de inflación no significa que se ignoren los efectos de corto y mediano plazo de la política monetaria sobre la actividad económica.

La meta de inflación se define respecto de la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), a partir de la evolución mensual de los precios de una canasta representativa de consumo de bienes y servicios. La elección del valor de 3% para la meta se deriva de un análisis de las ventajas y desventajas de otros niveles posibles de inflación, entre ellos, la necesidad de facilitar el ajuste de precios relativos y mantener una distancia suficiente con el límite de cero en la tasa nominal.

Por otro lado, el horizonte de dos años para la meta de inflación da cuenta de los rezagos entre los cambios del instrumento de política y sus efectos sobre la actividad y los precios, a la vez que permite reducir la volatilidad del producto, acotando los efectos de fluctuaciones transitorias en la inflación.

La existencia de un régimen de flotación cambiaria facilita la implementación de una política monetaria contracíclica, al permitir que el tipo de cambio se ajuste en presencia de *shocks* reales, reduciendo el riesgo de desviaciones sostenidas en los precios relativos.

Bajo el esquema de flotación, el Banco Central se reserva la opción de intervenir en el mercado cambiario en circunstancias excepcionales, con el objetivo de limitar sobre-reacciones en ese mercado que puedan poner en riesgo los objetivos de estabilidad de precios y de pagos del BCCh, pero nunca teniendo como objetivo final un nivel específico del tipo de cambio.

En coherencia con la posibilidad de realizar intervenciones cambiarias, y en línea con el objetivo de estabilidad de pagos externos, el BCCh mantiene un stock de reservas internacionales. El monto de reservas y su composición se evalúan regularmente en base a distintas métricas y en función de sus objetivos fundamentales. La intervención puede realizarse a través de operaciones cambiarias y/o instrumentos derivados, siguiendo procedimientos previamente establecidos.

La transparencia y comunicación son esenciales para un banco central. Ello se origina en dos principios que se refuerzan mutuamente para alcanzar una política monetaria más adecuada: la responsabilidad y la efectividad. Por un lado, la propia autonomía del BCCh le otorga la responsabilidad de entregar información sobre su actuar. Por ello, la comunicación del Banco Central al público es clave en el esquema de política monetaria. Por otro lado, para que la política monetaria sea efectiva y pueda afectar la trayectoria de la inflación y las holguras de capacidad, las acciones de política deben ser comprendidas por los agentes económicos.

La transparencia y comunicación son particularmente importantes cuando la política monetaria se estructura bajo el enfoque de metas de inflación, dado el papel central que juegan las expectativas de inflación futura en determinar la evolución contemporánea de la inflación. La capacidad de transmitir la racionalidad de la proyección de inflación y la forma como responde el Banco Central, es esencial para la credibilidad de la política y su compromiso con la estabilidad de precios.

La transparencia en la conducción de la política monetaria también se ve reforzada por la existencia de instrumentos de evaluación, que permiten analizar la manera en que el Banco Central ha cumplido con su objetivo de estabilidad de precios.

Conducción de la política monetaria

Las decisiones de política monetaria son tomadas por el Consejo en la reunión de política monetaria (RPM), evento que se lleva a cabo ocho veces al año, en fechas que son determinadas por el Presidente del BCCh, y comunicadas al público general en septiembre del año anterior. En todo caso, también cabe la posibilidad de realizar reuniones extraordinarias. En la RPM se decide el valor de una tasa de interés de referencia llamada Tasa de Política Monetaria (TPM). Debido a los rezagos con que se gestan las presiones inflacionarias y que tienen los efectos de la política monetaria, las decisiones se basan en la evaluación de la trayectoria futura más probable de la inflación, lo que requiere de la formulación de proyecciones. Entre las herramientas que tiene el BCCh para realizar proyecciones están los modelos estadísticos y económicos, los que se complementan con elementos de juicio del staff y del Consejo. El documento "Uso de Modelos Macroeconómicos en el Banco Central de Chile" describe dichos modelos.

En cada RPM se reseñan las principales novedades en la economía mundial y chilena desde la última reunión, se analizan sus posibles efectos sobre la proyección de la inflación y se evalúan alternativas de política. Después, en una votación fundamentada, el Consejo decide el curso de acción.

Existen dos razones principales para modificar la Tasa de Política Monetaria en un momento determinado. En primer lugar, dado que tanto la TPM actual como la secuencia probable de tasas de interés futuras son relevantes para el logro de la meta de inflación, la TPM puede cambiar para ir en línea con la trayectoria esperada del impulso monetario que sea coherente con ese objetivo y se haya comunicado al público en el pasado.

En segundo lugar, puede ser deseable cambiar la TPM cuando, en el escenario más probable, las proyecciones de inflación se alejan de la meta de modo persistente. Si los hechos ocurridos desde la RPM previa modifican la trayectoria futura de la inflación, puede ser conveniente ajustar la política monetaria. La modificación debiera ser de tal naturaleza que posteriormente la nueva trayectoria de inflación esperada converja a la meta de 3%, dentro del horizonte de política de dos años.



Para aumentar la efectividad de la política monetaria las decisiones del BCCh, y su racionalidad, se comunican al público por diversos canales de información. Entre estos se encuentran el comunicado oficial del Consejo, preparado al finalizar la RPM y que resume la decisión y sus principales consideraciones; la minuta de la RPM, que entrega más detalle sobre la discusión del Consejo en torno a las opciones de política monetaria más plausibles y los argumentos al decidir por una u otra; y el Informe de Política Monetaria (IPoM), que presenta las proyecciones para la economía en el mediano plazo y la visión del Consejo sobre la evolución de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria.

La forma e intensidad con que el BCCh ajusta la política monetaria puede cambiar en la medida que se observen riesgos especialmente significativos como, por ejemplo, de deflación, de pérdida de credibilidad en la meta, o de origen financiero que puedan amenazar la estabilidad financiera. Sin ser los escenarios de mayor probabilidad de ocurrencia, las consecuencias que podrían tener si se llegan a concretar ameritan una evaluación particular por parte de la autoridad monetaria.

Implementación de la política monetaria

El BCCh ejecuta su política monetaria influyendo en la tasa de interés interbancaria *overnight*. Esta corresponde a la tasa a la cual los bancos se otorgan créditos entre sí, de un día a otro. Como en cualquier otro mercado, el precio (en este caso, la tasa de interés interbancaria) lo determina el equilibrio entre la oferta y demanda de fondos o de liquidez. El BCCh conduce su política monetaria controlando la oferta de liquidez o base monetaria, de forma que la tasa de interés resultante se ubique en torno a la tasa de política monetaria. Así, la TPM corresponde al objetivo de tasa interbancaria que el BCCh quiere lograr.

La base monetaria corresponde a los billetes y monedas emitidos por el BCCh y a los depósitos que mantienen los bancos en el Banco Central. Dos factores determinan la demanda bancaria por liquidez: la necesidad de fondos para satisfacer los requerimientos legales de encaje, y la liquidación de obligaciones entre los bancos en el mercado interbancario. El encaje es la fracción de los depósitos recibidos que los bancos deben guardar en sus cajas o depositar en el BCCh. La oferta de liquidez es influida por el vencimiento de los bonos y pagarés del propio Banco Central y por las nuevas emisiones de deuda que este realiza, decisión que le permite controlar en gran medida la liquidez.

Para regular a diario la liquidez, existen dos mecanismos principales: la Facilidad Permanente de Liquidez (FPL), y la Facilidad Permanente de Depósito (FPD). En el primero, los bancos obtienen fondos del BCCh a una tasa única de interés equivalente a la tasa de política monetaria más 25 puntos base (pb), operación en que se exige un colateral como garantía. En el segundo, los bancos depositan en el BCCh durante un día hábil bancario, obteniendo un interés (o retorno) equivalente a la TPM menos 25pb. Estas dos tasas establecen una banda simétrica de estabilización automática de más/menos 25pb respecto de la TPM, dentro de la que se sitúa la tasa de interés de los préstamos interbancarios. De todas formas, si en un día particular se observa una disponibilidad de fondos muy distinta de la demandada por el sistema financiero, el BCCh puede reducir esta discrepancia a través de operaciones adicionales.

Transparencia y divulgación de información

La transparencia y apropiada divulgación de información son fundamentales para el funcionamiento de las organizaciones, especialmente para una institución autónoma con una función pública, como el Banco Central de Chile. A través de sus canales de comunicación con el público, el BCCh no solo proyecta una imagen a la ciudadanía, sino que también escucha y dialoga con actores claves, y contribuye a la formación de sus expectativas económicas. La comunicación efectiva requiere, a su vez, reconocer a los distintos interlocutores y referentes del Banco Central, adecuando la forma y contenido de las mismas a sus preocupaciones y necesidades, adaptándose a un entorno cambiante y utilizando las tecnologías disponibles para alcanzar distintos públicos.

Se puede distinguir entre distintas áreas de transparencia de la política monetaria. Primero, la transparencia de roles, responsabilidades y objetivos contempla divulgar los objetivos formales que persigue la política monetaria, que en el caso del BCCh se origina en lo que prescribe la LOC. El presente documento es un ejemplo del ejercicio de esta transparencia por parte del Banco Central.

En un segundo lugar, está la transparencia en los procedimientos y el uso de instrumentos de política monetaria. Las decisiones de política se informan al público inmediatamente finalizada la RPM respectiva, mediante la publicación de un comunicado oficial del Consejo. La racionalidad de las decisiones de política se hace pública a través del Informe de Política Monetaria y las proyecciones del escenario macroeconómico que este contiene, la minuta de la reunión de política monetaria y la amplia difusión de la investigación del Banco y de los modelos de análisis y proyección que utiliza. Estos mecanismos de entrega de información se complementan con las presentaciones del IPoM que realizan el Presidente, los Consejeros y ejecutivos del BCCh ante la Comisión de Hacienda del Senado, el Senado en Pleno, Encuentros Regionales, conferencias de prensa y entrevistas, según sea el caso. Este proceso de comunicación se apoya también en el sitio web institucional y en el uso de cuentas institucionales en redes sociales.

Finalmente, se encuentra la disponibilidad de información de antecedentes para la política monetaria, la cual involucra la divulgación de estadísticas económicas, del balance del BCCh y de las fechas de las RPM e IPoM, todo con calendarios y periodicidad preanunciados. Toda esta información se difunde y hace disponible a través del sitio web institucional. Estos elementos facilitan la comunicación y evaluación de la política monetaria.

1. INTRODUCCIÓN

La Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile establece que su objeto es “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”. Alcanzar el objetivo de estabilidad de la moneda significa evitar que su valor se deteriore como resultado de una inflación de precios excesiva. Desde el punto de vista operacional, esto se consigue mediante una inflación estable y sostenible en el tiempo, en un nivel coherente con la meta establecida por el BCCh. Por su parte, el normal funcionamiento de los pagos implica preservar las funciones primordiales de intermediación del crédito y del ahorro, la provisión de servicios de pago y la adecuada asignación de riesgos por los mercados financieros, desde el punto de vista tanto interno como externo. Para el cumplimiento de sus objetivos, la ley confiere al BCCh una serie de facultades, entre ellas el empleo de los instrumentos propios de la política monetaria y cambiaria, así como ciertos aspectos de regulación de los mercados financieros y de capitales.

La evidencia internacional y la experiencia histórica chilena muestran que el principal aporte de la política monetaria al desarrollo del país y al bienestar de la población, es el logro sostenible de una tasa de inflación baja y estable. Esto permite anclar las expectativas de inflación, haciéndola predecible y evitando distorsiones (Recuadro 1). De ahí que la LOC establezca que el foco central de la política monetaria es la estabilidad de precios. Si bien la política monetaria puede colaborar al suavizamiento del ciclo económico, es incapaz de proveer estímulos permanentemente expansivos.

A plazos más breves, no obstante, la presencia de rigideces de precios y asimetrías de información permite que la política monetaria afecte el valor de las variables reales y de los precios relativos, por lo que, con una conducción apropiada, puede también contribuir a reducir la volatilidad del producto y del empleo ante distintos *shocks*. Por esta razón, en un contexto en que el BCCh cumple su rol fundamental de mantener una inflación estable, la política monetaria puede además ser una importante herramienta contracíclica.

Este rol es especialmente relevante en el caso de economías pequeñas y abiertas como la chilena, toda vez que muchos de los *shocks* que la afectan requieren cambios en los precios relativos para reacomodar los factores productivos y la demanda entre sectores. Este proceso se facilita cuando la política monetaria responde adecuadamente a través del manejo de la tasa de interés y permite que el tipo de cambio se mueva rápidamente a su valor de equilibrio. El papel contracíclico de la política monetaria se ve potenciado por la existencia de un régimen de tipo de cambio flotante, el cual facilita el ajuste de una economía frente a *shocks*, al permitir movimientos en precios relativos, y por la credibilidad sobre el objetivo inflacionario del BCCh.



El rol contracíclico de la política monetaria es coherente con el objetivo fundamental de estabilidad de precios, toda vez que una economía que funciona bajo (sobre) su capacidad potencial genera presiones a la baja (al alza) en la inflación. No obstante, es importante tener en cuenta dos elementos. En primer lugar, la política monetaria puede suavizar el ciclo económico, pero no eliminarlo. En segundo lugar, en el corto plazo puede existir una tensión entre la volatilidad de la inflación y de la actividad económica. Esto ocurre, principalmente, porque el movimiento del tipo de cambio afecta a la inflación de manera más rápida que lo que lo hace a la actividad. Así, por ejemplo, una reducción de los términos de intercambio debilitará la actividad, presionando la inflación a la baja en el mediano plazo, pero en el corto plazo generará una depreciación del peso que, transitoriamente, aumentará la inflación. Naturalmente, frente a perturbaciones de ese tipo, que redunden en mayor inflación a pesar de la reducción en la actividad, la magnitud del esfuerzo contracíclico de la política monetaria estará determinado por la credibilidad de la meta de inflación.

Es por esta razón que el BCCh conduce la política monetaria de manera que la inflación proyectada a dos años se ubique en 3%. El horizonte de dos años reconoce la existencia de rezagos en la manera en que la política monetaria afecta los precios, y permite mantener el objetivo primordial de estabilidad de precios sin exacerbar la volatilidad del producto, dando espacio para la conducción de una política contracíclica.

Esta manera de conducir la política monetaria requiere de dos elementos esenciales para ser efectiva. En primer lugar, la credibilidad respecto de la meta de inflación y, en segundo lugar, un sistema financiero sólido. El anclaje de las expectativas inflacionarias se sustenta en el reconocimiento por parte de los distintos agentes de que la política monetaria no será utilizada para tratar de llevar de forma permanente variables reales por sobre su nivel potencial. En ese sentido, la autonomía del BCCh, en conjunto con un manejo coherente de las finanzas públicas, juegan un papel central. Un mercado financiero estable, con un grado de desarrollo avanzado, facilita el ajuste del tipo de cambio, al proveer mecanismos de cobertura y evitar descalces.

Este marco reconoce explícitamente los alcances y límites de la política monetaria. La política monetaria influye en distintas variables económicas con rezagos que son cambiantes, no mecánicos y conocidos de manera imperfecta. De ahí se deriva su foco en la estabilidad de precios de largo plazo como el objetivo primordial.

También reconoce de forma expresa que la política monetaria puede desencadenar diversos efectos a distintos plazos y ser utilizada en la estabilización del ciclo económico, y que, en general, su impacto en la inflación se produce de manera indirecta a través de sus efectos en la actividad y el empleo. Así, el marco de política es coherente con aumentar el impulso macroeconómico de la política monetaria en momentos de debilidad cíclica de la economía, y con reducirlo en períodos de fortaleza. Una vez alcanzada la estabilidad de precios, la política monetaria se orienta al objetivo de reducir la volatilidad indeseada del producto y del empleo.

RECUADRO 1: ¿Por qué buscar la estabilidad de precios?

La evidencia internacional y la experiencia histórica chilena señalan que una inflación baja y estable contribuye de diversas maneras a lograr un mayor crecimiento económico y bienestar para la población. La estabilidad de precios permite que sean más nítidas las señales que estos entregan a los mercados, que los precios relativos sean más estables y que se reduzca la incertidumbre para personas y empresas. Todo ello genera un clima propicio para lograr mayores niveles de inversión, productividad, demanda por activos monetarios y desarrollo financiero. A su vez, estos factores estimulan el crecimiento económico y favorecen la diversificación del riesgo. Además, la estabilidad de precios evita la redistribución arbitraria y a menudo regresiva entre deudores y acreedores, y entre los propietarios del trabajo y del capital. También limita la recolección por parte del Banco Central de un impuesto distorsionador y regresivo: el impuesto inflación.

En suma, una inflación baja y estable es clave para el bienestar de la población. Muchas otras políticas públicas son fundamentales para lograr un buen desempeño económico, pero un ambiente de baja inflación es una condición necesaria y esencial para que las demás políticas concreten sus respectivas contribuciones de mejor forma.



2. MARCO INSTITUCIONAL

2.1 Institucionalidad macroeconómica y financiera en Chile

Para ser eficaces, las políticas monetaria y cambiaria requieren una institucionalidad macroeconómica y financiera que asegure un entorno económico estable. A su vez, la estabilidad económica se apoya en instituciones y políticas públicas maduras y de calidad.

La autonomía y carácter técnico del BCCh es un componente crucial del marco institucional dentro del cual opera la política monetaria, siendo esta la base de su credibilidad, ya que asegura a los agentes económicos el reconocimiento de los límites de la política monetaria, el compromiso del Banco con los objetivos que establece la ley, en particular con la estabilidad de precios, y el espacio adecuado para llevar adelante las medidas necesarias para lograrlos (Recuadro 2).

El marco institucional lo completan una política fiscal responsable, un esquema de regulación y supervisión del sistema financiero que garantiza su estabilidad, eficiencia y solvencia, y una alta integración comercial y financiera con el resto del mundo.

La aplicación de una política fiscal responsable y predecible asegura la solvencia del sector público y elimina la posibilidad de subordinación de la política monetaria a la política fiscal. También incrementa la credibilidad y efectividad del conjunto de políticas macroeconómicas del país.

El marco de regulación y supervisión del sistema financiero se sustenta en un conjunto de estándares y normas prudenciales —concordantes con las recomendaciones internacionales— y en la supervisión orientada hacia la gestión apropiada de las instituciones financieras, la que es realizada por entidades fiscalizadoras especializadas. El Banco Central participa en la formulación de las normas más directamente relacionadas con el mercado monetario y en otras donde la ley establece la concurrencia simultánea del BCCh y la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) para su aprobación. El desarrollo de un sistema financiero maduro y estable es clave para posibilitar el uso efectivo de la política monetaria y cambiaria. Su existencia permite realizar ajustes en las condiciones monetarias o en las políticas cambiarias sin poner en riesgo la solvencia del sistema financiero. El documento “Política Financiera del Banco Central de Chile”, describe el marco en el que se conduce e implementa la política financiera del BCCh.

Finalmente, la integración de la economía chilena a los mercados internacionales de bienes y capitales completa el marco institucional adecuado para un entorno económico estable y una política monetaria eficaz. El libre movimiento de capitales hacia y desde el país permite acceder al ahorro externo y diversificar los riesgos propios que afectan a la economía chilena, mientras que la integración comercial permite aprovechar las ganancias del intercambio. Así, la integración al mundo ofrece numerosas ventajas, aunque también expone a la economía nacional a *shocks* externos, que se originan tanto en los mercados financieros como en los de bienes y servicios.

RECUADRO 2: Marco jurídico aplicable al Banco Central de Chile

La Ley Orgánica Constitucional, publicada en el Diario Oficial el 10 de octubre de 1989 —dictada en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 108 de la Constitución Política de la República— concibe al Banco Central de Chile como un “organismo autónomo, de rango constitucional, de carácter técnico, con personalidad jurídica, patrimonio propio y duración indefinida” (artículo 1°). Además, establece que el objeto de la autoridad monetaria es “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos” (artículo 3°).

Conforme a lo expresado, se le encomienda al Consejo la dirección y administración superior del Banco. El Consejo está integrado por cinco miembros designados, uno a la vez, cada dos años, por el Presidente de la República, previa aprobación del Senado para ejercer por períodos de diez años (artículos 6°, 7° y 8°). En caso de producirse una vacante, se nombra un nuevo Consejero que ocupará el cargo durante el período que le resta al Consejero reemplazado (artículo 12°). El Presidente del Consejo es elegido por el Presidente de la República, de entre los Consejeros, y ocupa el cargo por cinco años o el período que le reste como Consejero, si este fuera menor (artículo 8°). Tiene a su cargo, junto con presidir el Consejo, la representación extrajudicial del Banco y las relaciones institucionales con las autoridades públicas, instituciones financieras y organismos internacionales. Por su parte, el Vicepresidente es nombrado por el Consejo por el período que este determine, y le corresponde subrogar al Presidente y ejercer las demás funciones que se le encomienden. Con plena autonomía patrimonial y de adopción de decisiones de política, el Consejo informa de sus acciones al Presidente de la República y al Senado, y adopta sus decisiones teniendo presente “la orientación general de la política económica del Gobierno”. Ello requiere considerar dicha orientación en su mérito al adoptarse las correspondientes decisiones técnicas, pero no constituye una circunstancia vinculante respecto de la decisión del Consejo, considerando la autonomía constitucional conferida (artículo 4° y 6°). La autonomía se refuerza con la prohibición constitucional contenida en el artículo 109 de la Carta Fundamental, que impide la adquisición de documentos emitidos por el Estado, sus organismos o empresas; y financiar gasto público o préstamos con créditos directos o indirectos, salvo en caso de guerra exterior o peligro de ella, y se reglamenta en el artículo 27° de la LOC. Con ello, se independiza la política monetaria y cambiaria de la política fiscal, en lo que se refiere al financiamiento del Fisco. Además, la LOC estipula explícitamente las condiciones necesarias para la remoción, por parte del Presidente de la República, de alguno o la totalidad de los miembros del Consejo. En cualquiera de los casos esta debe ser efectuada bajo una “causa justificada y previo consentimiento del Senado” (artículos 16° y 17°).

La libertad para realizar operaciones de cambios internacionales está consagrada en la LOC, sin perjuicio de las atribuciones regulatorias que se confieren al BCCh en esta materia (artículos 39°, 42°, 49° y 50°).

Además de “tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno” existe una instancia formal de coordinación, reflejada en la participación, con derecho a voz pero no a voto, del Ministro de Hacienda en las reuniones del Consejo. También en su derecho de proponer la adopción de determinados acuerdos o, en su caso, de suspender —por un plazo máximo de 15 días— la aplicación de un acuerdo que adopte el Consejo, en la misma



sesión a la que asista, salvo que la totalidad de los Consejeros insista en ella (artículo 19°). En el caso de determinadas restricciones a las operaciones de cambios internacionales que el BCCh puede imponer, así como de celebración de convenciones cambiarias, el Ministro de Hacienda puede vetar la adopción de acuerdos. Este veto no se aplicará si la totalidad de los miembros del Consejo vota favorablemente el acuerdo respectivo (artículos 47, 49 y 50 de la LOC, y 182 de la Ley 18.045). Por ende, el marco jurídico apunta a promover un diálogo con el Ejecutivo antes de la adopción de acuerdos de trascendencia. Esto, para evitar los inconvenientes de una suspensión o veto de los mismos, y así superar las diferencias de criterio que surjan en relación con medidas de carácter económico, privilegiándose, en todo caso, la autonomía y el carácter técnico conferido al Banco Central.

2.2 Política monetaria y estabilidad financiera

El sistema financiero tiene un rol central en una economía moderna, porque contribuye a la asignación eficiente de recursos, canalizándolos desde ahorrantes hacia quienes tienen necesidades de financiamiento, reduciendo costos de transacción e información, permitiendo una distribución apropiada de riesgos entre agentes económicos y facilitando el proceso de transformación de liquidez y plazos. El cumplimiento de estas funciones es fundamental para el desarrollo económico, pero está sujeto a riesgos inherentes de liquidez y solvencia, entre otros. En un sistema financiero inestable, estos riesgos pueden materializarse de forma generalizada, lo que perjudica el funcionamiento de todo el sistema y, en un caso extremo, puede terminar en crisis financieras con altos costos económicos y sociales.

Por ello, preservar la estabilidad del sistema financiero es una tarea importante. Dada su complejidad y alcance, en la mayoría de los países esta tarea es compartida entre un conjunto de autoridades. En lo que respecta a los bancos centrales, el mandato de la estabilidad financiera se representa habitualmente, de manera material y tangible, como responsabilidad sobre el normal funcionamiento del sistema de pagos. A esto se suma el rol de prestamista de última instancia del sistema bancario, lo que refuerza el especial foco en resguardar la estabilidad financiera y prevenir situaciones frente a las cuales sea necesario intervenir.

De acuerdo a la legislación que rige sobre el BCCh, este comparte responsabilidades con los supervisores del sector financiero, incluyendo, entre otros, la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y la Superintendencia de Pensiones. La preocupación del BCCh se orienta, de preferencia, a la totalidad del sistema, y su análisis se realiza desde una perspectiva macrofinanciera. En el Informe de Estabilidad Financiera (IEF), de publicación semestral, el Banco identifica y divulga los riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero, de acuerdo con el enfoque sistémico que le compete. Además, con el fin de acotar los riesgos que amenazan la continuidad de los pagos internos y externos y de actuar de forma oportuna y efectiva ante eventos adversos, el BCCh está dotado de diversas facultades legales, atribuciones regulatorias y herramientas de política. Las principales son la potestad exclusiva para la emisión de la moneda de curso legal; la conducción de operaciones monetarias y cambiarias; las facultades para regular operaciones de cambios internacionales; la oferta de liquidez inmediata para los bancos; el servicio de prestamista de última instancia del sistema bancario; el rol de garante de las obligaciones a la vista de las empresas bancarias;

regulaciones del sistema de pagos; y la potestad de activar o desactivar una exigencia de capital de carácter contra-cíclico a la banca. Algunas de las atribuciones del BCCh son compartidas con otras autoridades, en particular la CMF, que a su vez tiene un mandato amplio y atribuciones regulatorias y sancionatorias sobre gran parte del sistema financiero.

Las responsabilidades del BCCh sobre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, y los marcos de política para lograr estos objetivos, son interdependientes. Un sistema financiero débil dificulta la ejecución de la política monetaria, ya que la transmisión y la efectividad de esta dependen del buen funcionamiento del sistema financiero. A su vez, el manejo adecuado de la política monetaria contribuye a la estabilidad macroeconómica, lo que facilita el cumplimiento del objetivo de estabilidad financiera (Recuadro 3)

Más allá de las interacciones entre los objetivos de estabilidad de precios y estabilidad financiera, los instrumentos utilizados por los bancos centrales son generalmente distintos para cada objetivo. Ello se debe a la diferencia fundamental entre la estabilidad de precios, un objetivo agregado, y la estabilidad financiera, que se asocia más directamente a un sector específico. Así, el instrumento asociado a la estabilidad de precios es la TPM, un instrumento macroeconómico con efectos agregados, mientras que la estabilidad financiera se aborda con instrumentos prudenciales más específicos. Sin embargo, en situaciones excepcionales de estrés financiero, es posible que la TPM juegue también un rol como instrumento de política financiera, cuando se haya agotado la efectividad de las medidas prudenciales que intentan resguardar la estabilidad financiera. Lo anterior podría justificarse si estos desequilibrios amenazan el control de la inflación en torno a su meta o la estabilidad de los pagos en el mediano plazo. Una política monetaria orientada a alcanzar un objetivo inflacionario en un horizonte adecuado de mediano plazo (en torno a dos años) permite cubrir una importante proporción de tales riesgos. En otros términos, el objetivo de la estabilidad de precios no se debe alcanzar en el corto plazo a costa de exacerbar eventuales desequilibrios en la economía que terminen atentando contra la estabilidad macroeconómica de largo plazo.

RECUADRO 3: Relación entre la política monetaria y la política financiera

La política monetaria y la política financiera son interdependientes. El marco de política monetaria basado en un régimen de metas de inflación con un tipo de cambio flotante contribuye a la estabilidad macroeconómica en general, facilitando el cumplimiento del objetivo de estabilidad financiera, ya que, al atenuar las fluctuaciones cíclicas, una política monetaria adecuada colabora a que la capacidad de pago de los agentes sea, también, menos volátil. Además, una tasa de inflación baja y estable es crítica para el desarrollo y profundización de mercados financieros de mediano y largo plazo. A su vez, al evitar movimientos inesperados de la inflación y mantener estables sus expectativas, la política monetaria reduce la ocurrencia de cambios abruptos en las tasas de interés de largo plazo, y previene revaluaciones repentinas de activos y pasivos que podrían socavar la solidez del balance de las instituciones financieras. Por último, la flotación cambiaria cumple un rol especialmente importante como mecanismo de ajuste para enfrentar *shocks* externos y mantener la estabilidad financiera; en particular, facilita el ajuste a cambios en las condiciones financieras externas, atenuando sus efectos en las tasas de interés internas.



Por su parte, el sistema financiero tiene un rol central en la transmisión de la política monetaria, que requiere que los cambios en la TPM —que impactan directamente las tasas de interés en el mercado monetario— se traspasen al resto de las tasas de mercado. Dicho traspaso depende tanto del impacto directo de las decisiones de política monetaria sobre las tasas de interés del sistema financiero, como de las expectativas que los distintos agentes se forman sobre la evolución futura de política monetaria. El mercado financiero tiene un rol fundamental en ambos procesos. Un sistema financiero con fricciones o trabas hace menos efectiva la transmisión de la política monetaria, porque las diferentes tasas de mercado responden con menor intensidad y menor predictibilidad a sus acciones, poniendo en riesgo la estabilidad de precios.

Dado que la política monetaria tiene importantes efectos en el sector financiero y en la evolución del crédito, se ha argumentado que la TPM podría usarse de manera activa como un instrumento prudencial para garantizar la estabilidad financiera. Según este argumento, una política monetaria activa podría usarse, por ejemplo, para limitar una expansión excesiva del crédito asociada a estándares crediticios relajados. Sin embargo, la política monetaria enfrenta importantes limitaciones para convertirse en una herramienta prudencial confiable. Primero, es un instrumento con efectos macroeconómicos, por lo que puede no ser adecuado para responder a los requerimientos específicos de un sector. Segundo, sus efectos sobre indicadores de fragilidad financiera, como el apalancamiento excesivo, aún no se comprenden bien y son menos directos que los de utilizar instrumentos regulatorios y de supervisión. Además, en una economía abierta, el uso de la TPM para enfrentar problemas de sobreendeudamiento podría terminar exacerbándolos, pues un mayor diferencial de tasas podría atraer más capital externo y aumentar el endeudamiento externo de la economía. Finalmente, puesto que el ciclo financiero y el ciclo económico pueden encontrarse en fases diferentes, es probable que los esfuerzos para promover la estabilidad financiera a través de ajustes en la TPM terminen aumentando la volatilidad de la inflación, lo que podría perjudicar la transparencia y credibilidad del régimen de metas de inflación.

En consecuencia, el rol principal de velar por la estabilidad financiera recae, dentro del marco de regulación y supervisión prudencial del país, en la política financiera, mientras que la política monetaria se concentra en el logro del objetivo de estabilidad de precios. De esa forma, la TPM no es parte del instrumental que el BCCh utiliza de manera preventiva para velar por la estabilidad financiera, aunque puede jugar un rol en circunstancias excepcionales de estrés financiero cuando la eficacia de los instrumentos de política financiera es limitada. En esos casos, el BCCh puede además usar instrumentos complementarios de política monetaria dirigidos al sector financiero, como medidas para facilitar la gestión de liquidez del sistema financiero y mitigar eventuales tensiones financieras. Es en situaciones excepcionales donde es más evidente la complementariedad entre una política monetaria proactiva y los objetivos de estabilidad financiera.

En definitiva, los marcos de política monetaria y financiera, y las herramientas legales y atribuciones del BCCh para implementar estos marcos de política, se complementan conceptual y operativamente para lograr los objetivos de estabilidad de precios y de estabilidad financiera. Para lograrlo, ambos se conducen e implementan de manera coherente y armónica. Esto significa que la política monetaria debe considerar los efectos macroeconómicos de cambios en los instrumentos de política financiera, y que las proyecciones macroeconómicas deben tomar en cuenta la evolución de variables financieras y los efectos de potenciales riesgos financieros. La política financiera debe considerar las implicancias del escenario macroeconómico para el sector financiero, incluidos los cambios en la política monetaria.

2.3 Coordinación entre la política monetaria y fiscal

La institucionalidad chilena establece un marco donde la política fiscal sigue un comportamiento predecible e independiente del ciclo. En un contexto de tipo de cambio flotante, esto reserva a la política monetaria un rol destacado en la estabilización del ciclo a través de su rol de estabilizador de la inflación. Además, la prohibición legal de que el Banco Central provea financiamiento al Fisco se convierte en factor central en la credibilidad del esquema de metas de inflación.

Una débil coordinación entre la política monetaria y fiscal puede comprometer los objetivos de ambas. Por ejemplo, puede darse una situación en que la primera sea expansiva y la segunda contractiva, por discrepancias de diagnóstico o proyecciones macroeconómicas diferentes de las variables clave.

Para potenciar la efectividad de ambas políticas se requiere coordinación entre ellas. En Chile existe esta coordinación de forma institucional por varios mecanismos. Como se ha indicado, la ley estipula que el BCCh debe “tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno” y el Ministro de Hacienda participa en las sesiones del Consejo (Recuadro 2). En la práctica, se agrega un proceso de coordinación habitual entre las instituciones. En ese sentido, el hecho que la política fiscal se implemente mediante una regla con parámetros conocidos públicamente, y que la política monetaria también siga una regla basada en el marco de metas de inflación, facilita naturalmente el desenvolvimiento de ambas.



3. MARCO DE LA POLÍTICA MONETARIA

3.1 Esquema de metas de inflación

El BCCh conduce su política monetaria sobre la base de un esquema de metas de inflación y de flotación cambiaria. Este esquema incorpora el compromiso explícito de la autoridad monetaria de utilizar los instrumentos que la ley le otorga para que la inflación anual del IPC fluctúe en torno a 3%. Para lograrlo, el BCCh establece como meta que, en todo momento del tiempo e independiente del nivel actual de inflación, la inflación proyectada a un horizonte de dos años se ubique en 3%. La meta de inflación corresponde a la operacionalización del objetivo de estabilidad de precios. El compromiso con ella permite orientar las expectativas de los agentes económicos, transformándose en el ancla nominal de la economía, que provee una referencia clara y única para la evolución de los precios (Recuadro 4).

Recuadro 4: Evolución del esquema monetario basado en metas de inflación en Chile

Siguiendo la experiencia de múltiples países iniciada por Nueva Zelanda, el BCCh comenzó la aplicación parcial del sistema en septiembre de 1990, al anunciar la meta anual de inflación para 1991 (gráfico 1), cuando todavía no existía una definición formal de este régimen monetario.

La experiencia internacional señala que el éxito en la aplicación de metas de inflación depende del cumplimiento de cuatro requisitos: (i) la ausencia de dominancia fiscal (política monetaria independiente de necesidades de financiamiento fiscal); (ii) la ausencia de dominancia financiera (política monetaria independiente de necesidades de rescate de una banca insolvente); (iii) la ausencia de otras anclas nominales; y (iv) la existencia de un banco central con la autonomía y credibilidad técnica y política para conducir la política monetaria al logro de la meta de inflación.

Entre 1991 y 1999, el BCCh aplicó parcialmente el esquema de metas de inflación. Durante ese período, la política monetaria no se supeditó a las necesidades de financiamiento fiscal ni de rescate financiero del sector privado. Sin embargo, el tercer requisito estuvo ausente, debido a que coexistieron dos anclas nominales para la política monetaria: una banda cambiaria, con un piso y un techo para la evolución del tipo de cambio, y las metas de inflación. A diferencia de la práctica actual, los anuncios de meta de inflación anual (diciembre-diciembre) realizados en septiembre del año anterior, constituían un cambio de hecho en el valor de la meta de

inflación. Al fijar el fin del año como plazo fijo, el horizonte de política promedio era menor a un año, lo cual es inferior al período que requiere la política monetaria para actuar plenamente, más aún en un contexto de menor credibilidad y por tanto de menor anclaje de expectativas.

Además, en esta transición, el régimen monetario careció de algunos de los aspectos institucionales y de conducción técnica de la política monetaria característicos de un esquema de metas de inflación. La crisis asiática del año 1998 mostró algunas de las debilidades del esquema de metas de inflación parcial vigente hasta la fecha, asociadas a la presencia de dos anclas nominales por la existencia de la banda cambiaria. Esta dualidad limitó la capacidad de la política monetaria para suavizar el impacto del ciclo adverso, e hizo patente la necesidad de perfeccionar el esquema. Desde 1999, con la adopción de un régimen de flotación cambiaria y el perfeccionamiento gradual del marco institucional, se completó el marco de política monetaria basado en metas de inflación. Este esquema permitió a la política monetaria cumplir un rol contracíclico mucho más efectivo durante el episodio de crisis financiera externa en 2008-09, así como en los episodios de volatilidad en términos de intercambio y flujos de capitales de los años siguientes.

En el esquema de metas de inflación, el objetivo primordial de la política monetaria es la estabilidad de precios. Sin embargo, debido a que la brecha entre el producto efectivo y el producto potencial incide en la inflación en un horizonte de mediano plazo, a menudo la estabilización de la inflación en dicho horizonte es plenamente coherente con la estabilización del ritmo de crecimiento. Por este motivo, y bajo condiciones de credibilidad, la política monetaria tiene por naturaleza un comportamiento contracíclico en el esquema de metas de inflación. De esta manera, la política monetaria contribuye a reducir la volatilidad de la inflación y del producto. El rol contracíclico es especialmente importante para una economía pequeña y abierta como la chilena, facilitando el ajuste de los precios relativos.

La implementación en la práctica de este rol contracíclico descansa en la credibilidad de la meta de inflación, lo que es particularmente relevante de evaluar en momentos en que la economía chilena experimente *shocks* que hagan que las presiones inflacionarias y la actividad se muevan en direcciones opuestas.

Los parámetros que definen el régimen monetario basado en metas de inflación que se aplica en Chile son los siguientes: (i) el índice de precios para el cual se define la meta; (ii) el valor escogido para la meta; (iii) el horizonte de política, y (iv) el instrumento operacional. A continuación, se describen estas variables y las principales razones del BCCh para determinar los parámetros que las definen.

(i) La meta de inflación se define para la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) a partir de la evolución mensual de los precios de una canasta de consumo de bienes y servicios. El IPC es el índice de precios más utilizado en el país, incluyendo su aplicación como unidad de referencia y reajustabilidad de precios, salarios y contratos financieros, y para el cálculo de la Unidad de Fomento (UF), unidad de reajustabilidad diaria de valores nominales, basada en el IPC del mes anterior. Su desventaja, como indicador de presiones inflacionarias de mediano plazo, es que incluye



algunos precios muy variables, por ejemplo, el de los alimentos perecibles (que suben y bajan según la estacionalidad y otros fenómenos pasajeros) y los bienes y servicios fuertemente influidos por el precio del petróleo (habitualmente sujeto a bastante volatilidad en los mercados internacionales). Los indicadores de inflación subyacente tienen una volatilidad menor, ya que se basan en canastas que excluyen algunos de estos bienes y servicios. Estos indicadores son un importante elemento de juicio respecto de la probable evolución futura de la inflación, al tener una mayor relación con las tendencias inflacionarias de mediano plazo, por lo cual son citados frecuentemente en los informes del BCCh. Además, en el largo plazo, la inflación subyacente debiese ser igual a la inflación total. Sin embargo, al igual que la gran mayoría de los países con metas de inflación, el BCCh utiliza el IPC como el índice sobre el cual define la meta de inflación, porque su ventaja en términos de representatividad y confiabilidad predomina sobre la desventaja de la volatilidad.

(ii) El nivel de meta para la inflación está fijado en 3% anual. Ello significa que la política monetaria se orienta a que la variación anual del IPC fluctúe en torno a 3%. El BCCh eligió este valor cuantitativo porque una tasa de inflación permanentemente por encima de ese valor difícilmente sería considerada como reflejo de estabilidad de precios y acercaría al país a un nivel inflacionario que podría dañar el crecimiento económico y el bienestar de la población. Además, una inflación mayor puede provocar distorsiones en precios relativos y ser una fuente de volatilidad que exacerbe los *shocks*.

Una tasa de inflación por debajo de 3% también tiene costos, principalmente debido a tres factores. En primer lugar, podría aumentar la pérdida de producto y empleo ante *shocks* negativos a la actividad. Debido a la rigidez a la baja que suelen mostrar los niveles y ajustes de precios, influidos por las prácticas de reajustabilidad basadas en la inflación pasada, muchos precios al consumidor y salarios no se ajustan en la medida necesaria o no lo hacen con la rapidez suficiente. En el corto plazo, esto ocasiona pérdidas de producto y de empleo en un escenario de desaceleración o recesión, lo que en principio se reduce con una inflación positiva que facilite el ajuste de los precios relativos.

En segundo lugar, en cualquier país, es posible que los índices de precios como el IPC sobreestimen la real inflación al consumidor en razón a que su cálculo no registra plenamente los avances en calidad de los productos, así como tampoco captura la sustitución entre bienes o el cambio de los puntos de compra por parte de los consumidores cuando se modifican los precios relativos. Ambos fenómenos reducen el costo efectivo promedio de los bienes y servicios consumidos, haciendo que la inflación real sea inferior a la medida por el cambio del IPC.

Por último, dado que existe un valor mínimo para la tasa de interés nominal, la conducción de la política monetaria pierde margen de maniobra cuando la tasa de inflación es cercana o inferior a 0%, porque se acota el nivel mínimo al cual puede caer la tasa de interés real (que es la diferencia entre la tasa de interés nominal y la inflación esperada), la que es un determinante importante de las decisiones de inversión y consumo de los agentes económicos. Con tasas nominales de interés cercanas a 0% y expectativas de deflación, las tasas de interés reales pueden contribuir a contraer la actividad y el empleo. De esta forma, una tasa de inflación objetivo más alta disminuye el riesgo de que la economía chilena caiga en ese tipo de escenario.

(iii) El propósito práctico u objetivo operacional de la política monetaria es que la inflación proyectada se ubique en 3% anual en un horizonte de política en torno a dos años. El horizonte de política constituye el período máximo en el cual el BCCh conduce la inflación a 3%.

Hay tres factores que explican por qué el Banco orienta su política presente a un objetivo de inflación futura, en particular a un horizonte de dos años. En primer lugar, porque los cambios en la política monetaria provocan efectos en el nivel de actividad y los precios con rezagos de hasta dos años. En segundo término, porque el control de la inflación a horizontes más cortos puede generar alta volatilidad de las tasas de interés, actividad, empleo y otras variables. Por último, porque existen movimientos pasajeros en algunos precios del IPC que no deberían ser objeto de neutralización por parte de la política monetaria.

En rigor, el tiempo más adecuado para que la inflación regrese al centro del rango meta depende de los *shocks* que se enfrenten, pudiendo ser, eventualmente, menor a dos años. El horizonte comunica el período habitualmente máximo. Utilizar 3% anual como objetivo para la inflación proyectada en el horizonte se constituye así en un ancla nominal efectiva.

En las decisiones de política monetaria también se analizan la inflación presente y las proyecciones de inflación a otros horizontes. El estudio a otros horizontes del probable curso futuro de la inflación ayuda a evaluar la coherencia de la trayectoria de la política monetaria con la convergencia a la meta. Además, la inflación presente es relevante en la medida en que incide en la inflación esperada.

Cabe subrayar que, dados los *shocks* a los que la economía chilena se ve normalmente enfrentada, el tener este objetivo operacional implica que la inflación debería fluctuar la mayor parte del tiempo en un rango de entre 2 y 4% (gráfico 1). Dicho rango señala tres características sobre el esquema de metas de inflación del BCCh. Primero, que el Banco Central tolera desviaciones transitorias de la inflación respecto de 3%. Estas desviaciones son inevitables debido a los múltiples *shocks* a las cuales está expuesta la economía chilena, al rezago habitual con el cual opera la política monetaria y a la inconveniencia de tener una elevada variabilidad en las tasas de interés y otras variables macroeconómicas. Que la inflación esté la mayor parte del tiempo dentro de dicho rango implica que circunstancialmente ocurrirán desviaciones mayores por fuera de él, las que no constituyen un problema mayor en la medida que se mantengan acotadas y que con razonable seguridad se pueda esperar que en un lapso prudente la inflación retorne a 3%. Segundo, el rango señala el nivel de variabilidad normal que cabe esperar de la inflación a lo largo del ciclo económico. Tercero, la simetría de la amplitud del rango revela que el BCCh tiene una preocupación similar por las desviaciones de la meta en ambas direcciones. El Banco reacciona con la misma rapidez e intensidad a *shocks* que impliquen desviaciones más persistentes por debajo de 3%, como frente a aquellas que impliquen desviaciones más persistentes por sobre 3%.

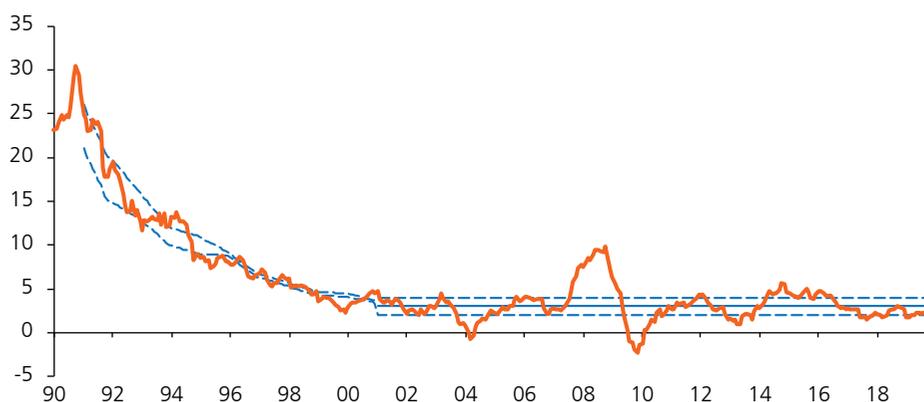
Cabe mencionar que la amplitud del rango no indica que, frente a desviaciones de la inflación fuera de esos límites, la reacción de la política monetaria será discretamente más intensa. La intensidad con que reacciona la política monetaria dependerá de otros elementos que afectan la inflación proyectada, tales como la naturaleza y persistencia de los *shocks*, el estado inicial de la economía y la evolución de las expectativas de inflación. Como se discute más adelante, el rango entre 2 y 4% también provee una métrica para la evaluación de la política monetaria y el logro de su objetivo inflacionario.

(iv) El principal instrumento operacional de la política monetaria es la TPM. Mediante operaciones de mercado abierto, que se describen más adelante, el Banco Central influye sobre la tasa de interés de préstamos interbancarios a un día, para que esta se ubique en torno a la TPM.

Gráfico 1

Meta de inflación e inflación efectiva, 1990-2019 (*)

(porcentaje)



(*) Línea naranja representa la inflación efectiva. Línea punteada hasta 2000 representa la meta de inflación; desde 2001 corresponde al rango meta de inflación. Línea sólida azul horizontal a partir de 2001 representa el centro del rango meta de 3%.

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

3.2 Flotación cambiaria

El BCCh aplica un régimen de flotación cambiaria en el cual el tipo de cambio está determinado por el mercado, de acuerdo con la oferta y demanda de divisas. En un contexto de libre movilidad de capitales, este régimen es fundamental para la ejecución de una política monetaria independiente, esto es, la capacidad de tener una orientación de la política monetaria diferente a la de otros países con mercados financieros de mayor tamaño. Las principales ventajas de un tipo de cambio flotante son facilitar el ajuste de la economía ante *shocks* reales, permitiendo que el tipo de cambio no se desalinee de manera significativa y por un tiempo prolongado respecto de sus fundamentos; evitar un ajuste más costoso en términos de variabilidad del producto, y, en principio, atenuar los movimientos de capitales especulativos. La flotación cambiaria, por lo tanto, es esencial para llevar adelante una política monetaria contracíclica, pues permite que la autoridad monetaria use sus instrumentos de política de modo flexible e independiente para responder a los *shocks* que enfrenta la economía, contribuyendo a acercar el nivel de producto a la capacidad productiva de la economía.

La flotación cambiaria implica una mayor volatilidad del valor de la divisa, en comparación a otros regímenes cambiarios. Para que esta volatilidad no sea perjudicial se requiere un sistema financiero local desarrollado y que la política monetaria encaminada a estabilizar la inflación sea creíble.

Contar con un sistema financiero desarrollado y bien regulado permite evitar que las fluctuaciones del tipo de cambio tengan efectos desestabilizadores en la economía al facilitar, por ejemplo, la cobertura cambiaria por parte de diversos agentes. El mecanismo de ajuste del tipo de cambio, facilitado por la presencia de inversionistas institucionales que ayudan al desarrollo de un mercado de capitales de largo plazo e instrumentos de cobertura, permite también reducir la exposición de las tasas largas locales a eventos externos.

La credibilidad del marco de política monetaria contribuye a minimizar el impacto de mediano plazo de las fluctuaciones del tipo de cambio en la inflación. Esto porque ayuda a que el impacto de las variaciones en el tipo de cambio (apreciación o depreciación cambiaria) sobre la inflación corriente no generen alteraciones importantes en las expectativas de inflación.

Bajo el esquema de flotación cambiaria, el BCCh se reserva la opción de intervenir en circunstancias excepcionales en el mercado cambiario, mediante operaciones cambiarias y/o proporcionando instrumentos derivados (Recuadro 5). Una sobrerreacción de la paridad cambiaria se produce conceptualmente cuando, sin mayor variación en sus determinantes fundamentales, el tipo de cambio tiene fuertes alzas o bajas, que pueden ser seguidas de movimientos en la dirección opuesta, en un período acotado. Este fenómeno de apreciación o depreciación excesiva puede mermar la confianza de los agentes económicos, al producir efectos sobre la inflación que requieran de acciones de política monetaria, así como aumentar la volatilidad en los mercados financieros o entregar señales equívocas de precios para la asignación eficiente de los recursos. El Consejo puede intervenir en el mercado de divisas en estos episodios cambiarios excepcionales en que el tipo de cambio experimenta una sobrerreacción con potenciales efectos adversos sobre la economía. Sin embargo, determinar de manera precisa si el tipo de cambio se encuentra significativamente desviado de sus fundamentos en un momento del tiempo no es una tarea fácil, por lo que cualquier decisión de intervención debe ser ampliamente analizada.

En concordancia con su objetivo de velar por la estabilidad de los pagos externos, y de forma coherente con la posibilidad de realizar intervenciones cambiarias, el BCCh mantiene un stock de reservas internacionales. Estas tenencias también reducen la probabilidad de perturbaciones de liquidez y permiten enfrentar situaciones excepcionales de pérdida de acceso a los mercados financieros internacionales, minimizando la probabilidad de problemas en la balanza de pagos. Sin embargo, mantenerlas es costoso, porque su rendimiento es inferior al de los pasivos que las financian. El monto de reservas y su composición se evalúa regularmente en base a distintas métricas y en función de sus objetivos fundamentales.

Recuadro 5: Tipos de intervención en el mercado cambiario

Habitualmente se distinguen las intervenciones en el mercado cambiario entre aquellas esterilizadas y no esterilizadas. En la primeras, un banco central, al comprar o vender activos externos, neutraliza el efecto de esta operación sobre la política monetaria mediante la compra o venta de bonos en moneda local, de forma de mantener la tasa de interés de política monetaria constante o, en esquemas de agregados, la base monetaria constante. En la intervención no esterilizada, en cambio, compra o vende activos externos sin deshacer los efectos de estas acciones sobre la oferta de dinero y la tasa de interés. Por esta razón, en general una intervención esterilizada



se entiende como la suma de una intervención no esterilizada con una operación de mercado abierto que compense los efectos monetarios de dicha medida cambiaria. Existen situaciones particulares, cuando la tasa de interés se ubica en su mínimo efectivo, en que ambos tipos de intervención son equivalentes. Dejando de lado estas últimas situaciones, si es que la autoridad monetaria no desea aplicar al mismo tiempo cambios en su política monetaria, las intervenciones cambiarias serán, en general, esterilizadas.

En un escenario de libertad de movimientos de capitales las intervenciones (esterilizadas) pueden influir sobre el tipo de cambio a través de tres vías: el canal de portafolio, el canal de señal y el canal de información. En el canal de portafolio el efecto cambiario se produce por la alteración de las dotaciones relativas de activos en manos de los inversionistas, afectando el premio por riesgo asignado a la tenencia de activos en moneda local, cuando es imperfecta la sustitución entre activos internos y externos. Al alterarse la composición de los portafolios de los agentes, la autoridad influye sobre el tipo de cambio, dado que este responde para ajustar el valor en moneda local de los bonos externos y su retorno esperado.

En el canal de señal, el efecto de una intervención esterilizada ocurre cuando los agentes privados modifican sus expectativas sobre el tipo de cambio, porque anticipan una futura alteración en la tasa de política monetaria o porque se reafirma el compromiso de la autoridad con el objetivo de la política monetaria. La autoridad monetaria hace intervenciones cambiarias coherentes con sus acciones y los objetivos de la política monetaria y, si es creíble, también lo serán sus acciones.

Una intervención cambiaria esterilizada también puede incidir en el tipo de cambio a través del canal de la información. Esto puede ocurrir en un escenario de mercados con asimetrías de información, agentes heterogéneos y/o no racionales, que impiden que el tipo de cambio refleje correctamente el comportamiento de sus determinantes fundamentales. En consecuencia, este canal asume la existencia de un desalineamiento del tipo de cambio respecto de su valor de equilibrio y, en este caso, las acciones de un banco central contribuyen a eliminar las asimetrías o a contrarrestar la especulación inducida por ciertos agentes económicos.

En el período de flotación cambiaria, desde diciembre de 1999 hasta el cierre de este documento, en febrero de 2020, el BCCh anunció su intención de intervenir en el mercado cambiario en cinco oportunidades, con el objetivo de enfrentar sobrerreacciones en ese mercado que pusieran en riesgo los objetivos del BCCh, pero nunca teniendo como objetivo final un nivel específico del tipo de cambio.

La primera vez, en agosto de 2001, el BCCh comunicó que desde esa fecha y hasta fines de ese año podría intervenir el mercado cambiario. Explicó que lo hacía porque la rapidez y sucesión de movimientos del tipo de cambio en una misma dirección llevaron a exacerbar la depreciación y volatilidad del peso, generando un grado de inquietud en los mercados financieros, aunque parte importante del debilitamiento del peso se debía a condiciones externas más negativas. La intervención efectiva consistió en la venta de divisas por poco más de US\$800 millones y la emisión de deuda indexada al tipo de cambio y pagadera en pesos por US\$3.000 millones (incluyendo la reemisión de vencimientos).

En el segundo anuncio de intención de intervenir, en octubre de 2002, el BCCh consideró que la depreciación observada en ese momento reflejaba movimientos de un mercado operando con poca liquidez y alta volatilidad y, en consecuencia, con algún grado de sobre-reacción. La intervención efectiva contempló solo la emisión de deuda indexada al tipo de cambio por US\$1.500 millones.

En el tercer anuncio de intervención, en abril de 2008, el Banco comunicó su decisión de incrementar el nivel de las reservas internacionales en US\$8.000 millones para fortalecer la posición de liquidez internacional de la economía chilena ante la compleja situación de las economías desarrolladas provocada por la crisis sub-prime. Las compras de dólares se efectuaron mediante subastas de US\$50 millones diarios. La intervención se suspendió en septiembre de 2008, alcanzando un monto efectivo de US\$5.750 millones.

En el cuarto anuncio de intervención, en enero de 2011, el BCCh comunicó su decisión de incrementar el nivel de las reservas internacionales en US\$12.000 millones, para alcanzar niveles compatibles con los observados en economías similares a la chilena. Las compras se efectuaron mediante subastas de US\$50 millones diarios, completando la ejecución del programa en su totalidad.

En el quinto episodio de intervención, el Banco anunció en noviembre de 2019 un programa de venta de divisas, como respuesta a lo que se percibió como un grado excesivo de volatilidad del tipo de cambio que podía dificultar la formación de precios y las decisiones de gasto y producción de personas y empresas, además de afectar el sano ajuste de la economía y generar inquietud en los mercados. El programa se asoció a un monto de hasta US\$ 20.000 millones, desde diciembre de 2019 a mayo de 2020, con una venta de dólares spot de hasta US\$10.000 millones y una venta de instrumentos de cobertura cambiaria para llegar a un stock de hasta US\$ 10.000 millones. El Banco Central se comprometió a informar, a través de un comunicado al final de cada semana, el monto y demás términos y condiciones de las subastas de venta de la semana siguiente.

El BCCh distingue entre las intervenciones cambiarias como las señaladas anteriormente, que cambian la posición de reservas internacionales netas, de otras operaciones de cambio asociadas a la provisión de liquidez en moneda extranjera. Estas últimas tienen por objeto facilitar el funcionamiento normal del mercado monetario en moneda extranjera y la liquidez interbancaria en dicha moneda, y habitualmente se implementan mediante el préstamo (no compra) de reservas internacionales a distintos plazos. Debido a que dichas operaciones no modifican la posición valorada en moneda extranjera del balance del BCCh, no inciden en el canal de portafolio mencionado más arriba. Ejemplos de este tipo de medidas son las operaciones realizadas a partir de octubre del 2008, así como, más recientemente, en diciembre de 2017 y noviembre de 2019.

La comunicación y racionalidad en materia de intervención cambiaria y de otras operaciones de cambio es coherente con la política general de transparencia del BCCh, lo que se refleja en que las decisiones de intervención cambiaria se sujetan a procedimientos previamente establecidos.



3.3 Transparencia, comunicación y evaluación de la política monetaria

La necesidad de los bancos centrales de lograr mayor transparencia y mejor comunicación con los agentes económicos se origina en dos principios que se refuerzan mutuamente para alcanzar una política monetaria más adecuada: la responsabilidad y la efectividad.

Por un lado, la propia autonomía del BCCh motiva una mayor responsabilidad en la entrega de información sobre su actuación. Por esta razón, la comunicación del Banco Central al público se constituye en un pilar de su esquema de política monetaria y, por ende, tiene un espacio privilegiado en su agenda. Una autoridad monetaria autónoma debe informar de sus acciones y el grado de cumplimiento de sus objetivos. En el caso del BCCh, la ley establece que debe informar de sus políticas y normas al Presidente de la República y al Senado, y del avance de sus políticas y programas anuales al Ministro de Hacienda y al Senado. En la práctica, el BCCh ha ido mucho más allá de las instancias establecidas en la ley para estos efectos, aumentando la frecuencia, amplitud y profundidad de sus informes. Para responder a este reto, el Banco ha definido un gobierno corporativo y una estrategia que apoyan el cumplimiento de sus objetivos, en tanto que da cuenta en forma regular de su gestión y de las acciones de política monetaria y financiera.

Por otro lado, para que la política monetaria sea efectiva y tenga así influencia sobre la trayectoria de la inflación, se requiere que sea comprendida por los agentes económicos. La política monetaria se implementa regulando la liquidez de manera que la tasa de interés interbancaria a un día se ubique en torno al nivel deseado, determinado por la TPM. A nivel macroeconómico, esta tasa de interés tiene relevancia casi exclusivamente por su efecto sobre otros indicadores financieros, como las tasas de interés para operaciones de mediano y largo plazo, el tipo de cambio y los precios de otros activos, que tienen mayor influencia sobre las decisiones de los distintos agentes económicos. Esos otros indicadores reflejan, en parte, el nivel actual de la TPM, pero más importante aún, lo que se espera que ocurra con esta tasa en el futuro.

De esta forma, la mayor parte de los efectos de la política monetaria sobre la economía (su transmisión) se origina en la percepción que tienen los agentes sobre su curso futuro más probable. Una adecuada comprensión de este, y de cómo se ajustaría en respuesta a nuevos antecedentes, es un factor fundamental para que ella tenga la influencia deseada. Por ello, el BCCh está constantemente buscando mejorar la efectividad de su comunicación al público de manera que este pueda entender de forma clara y precisa la postura de la política monetaria actual y la forma en que esta pueda cambiar ante desarrollos futuros del contexto macroeconómico.

La transparencia y comunicación son particularmente importantes cuando la política monetaria se estructura bajo el esquema de metas de inflación, dado que el principio ordenador de la discusión es la trayectoria proyectada de la inflación. La capacidad de transmitir la racionalidad de la proyección de inflación y la forma cómo responde el BCCh es esencial para la credibilidad de la política y el compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios.

La transparencia de la política monetaria permite a un banco central fortalecer su accionar. Sin embargo, en ocasiones puede ser deseable cierto grado de discreción. Por ejemplo, en momentos de duda respecto del compromiso de un banco central con sus metas, pueden ser necesarias

acciones de política más agresivas que las anunciadas previamente, aunque estas sorprendan al mercado. Ello puede deberse a cambios en las condiciones esperadas o a errores de diagnóstico, en cuyo caso el ejercicio responsable de la transparencia obliga a explicar con mucha claridad los fundamentos de estas decisiones sorpresivas. También existen materias —como las relacionadas con la estabilidad y regulación— en que los bancos centrales pueden optar por entregar menos información en pos de los objetivos finales de estabilidad. Pero estos episodios son más excepción que regla. En general, la transparencia de la política monetaria permite reforzar su credibilidad y, con ello, su efectividad y velocidad de transmisión.

La transparencia en la conducción de la política monetaria también se ve reforzada por la existencia de instrumentos de evaluación, que permiten analizar la manera en que el BCCh ha cumplido con su objetivo de estabilidad de precios. Con el objeto de darle mayor rigurosidad a esta evaluación, y lograr que sea un mecanismo efectivo de responsabilidad, pueden considerarse cuatro instrumentos.

Un primer instrumento de evaluación son las expectativas de inflación de mercado. En la medida que la meta de inflación del Banco Central sea creíble, las expectativas de inflación a dos años plazo deberían permanecer ancladas a la meta de 3%, por mucho que la inflación efectiva se desvíe temporalmente de la meta. Ello sería reflejo de que el mercado confía en la capacidad de la política monetaria de hacer converger la inflación a su objetivo en el horizonte relevante, y toma sus decisiones en base a esa expectativa. Desde 2001 a la fecha, las expectativas de inflación a dos años —medida en la Encuesta de Expectativas Económicas— se ha mantenido en 3% durante la mayor parte del tiempo (gráfico 2). Aun en los momentos en que las expectativas se desviaron temporalmente de 3%, estas desviaciones fueron acotadas tanto en magnitud como en duración. Es así como entre diciembre de 2001 y diciembre de 2019, el promedio de las expectativas de inflación a dos años ha sido 3,03%.

Un segundo instrumento de evaluación es la inflación anual promedio que se ha observado bajo el marco de política vigente. El esquema de metas de inflación no implica que la inflación anual promedio deba ser exactamente 3% todo el tiempo. Sin embargo, es esperable que, en el largo plazo, cuando los distintos *shocks* temporales que experimenta la economía se disipen, la inflación promedio sea similar a la meta de inflación. En Chile, el promedio de la inflación anual entre 2001 y 2019 fue de 3,2%, muy cercano a la meta de 3%.

Como se discutió, es posible racionalizar el objetivo inflacionario como uno que apunta a que la inflación efectiva permanezca la mayor parte del tiempo entre 2 y 4%. Este es, por tanto, un tercer instrumento posible para evaluar la efectividad de la política monetaria. En Chile, entre 2001 y 2019, la inflación anual ha permanecido el 55% de los meses dentro del rango entre 2 y 4% (gráfico 1).

Por último, una cuarta forma de evaluar la política monetaria se obtiene de transparentar las metodologías que utiliza el Banco Central para sus procesos de análisis y proyección. Ello permite al público conocer y evaluar los insumos técnicos que son empleados para la toma de decisiones. Este objetivo se cumple con la publicación del documento “Uso de Modelos Macroeconómicos en el Banco Central de Chile”, que contiene una descripción exhaustiva de los modelos de proyección y análisis que utiliza el BCCh, acompañado de un repositorio de libre acceso en la web con los códigos de los principales modelos empleados. Ello permite al mercado contar con las mismas

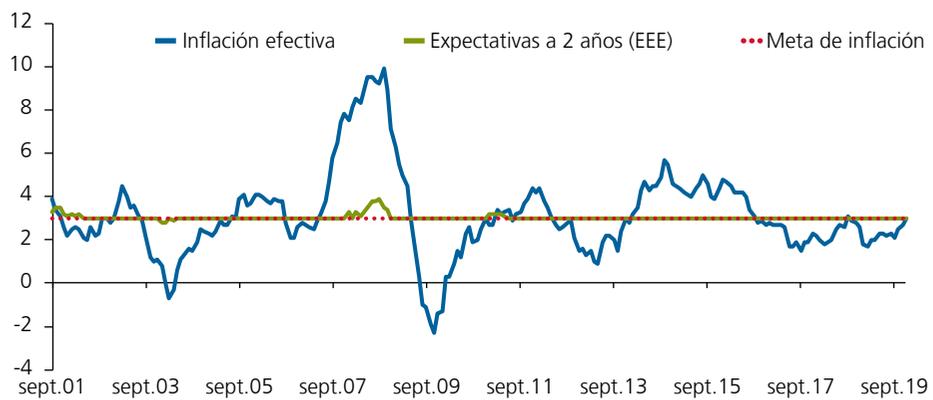


herramientas de análisis formal con los que cuenta el Banco Central para la toma de decisiones de política monetaria, lo que le permite evaluar de manera directa los diagnósticos y determinaciones que toma la autoridad monetaria. Esto, además, hace la política monetaria más eficiente en la medida en que facilita la comprensión de las acciones del BCCh por parte del mercado.

Gráfico 2

Inflación efectiva, meta y expectativas a dos años, 2001-2019

(porcentaje)



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

4. CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

4.1. Elaboración de proyecciones

El ingrediente clave para la toma de decisiones de política monetaria es la evaluación de la trayectoria proyectada de la inflación. Este ejercicio de evaluación prospectiva, o de realización de proyecciones, es característico de un esquema de metas de inflación y permite evaluar la coherencia entre la política monetaria presente y futura, y la trayectoria esperada de los precios. Dado que la evolución futura de la inflación depende del comportamiento esperado del escenario macroeconómico, es necesario proyectar dicho escenario para contar con la información que permita tomar decisiones de política monetaria. Por esta razón, en un esquema de metas de inflación, resulta necesario efectuar proyecciones de las variables macroeconómicas claves que inciden en el comportamiento de la inflación, así como los mecanismos de transmisión de la política monetaria (Recuadro 6 y Diagrama 1).

Una de las herramientas del BCCh para realizar ejercicios prospectivos es un conjunto de modelos estadísticos y económicos de proyecciones. Al igual que otros bancos centrales, el BCCh invierte constantemente en mejorar sus modelos de proyección, para perfeccionar el marco analítico que respalda los mecanismos de transmisión de la política monetaria y apoyar el juicio del Consejo en la formulación de proyecciones de mediano plazo. Para proyecciones a plazos más breves, por ejemplo dos trimestres, se recurre a modelos de series de tiempo y al análisis detallado de la dinámica de los precios y de la actividad con el fin de extrapolar sus tendencias inmediatas.

Para las proyecciones de mediano y largo plazo, es necesario contar con un instrumental de modelos más rico en su estructura de la economía para que, por esa vía, se capturen bien los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Asimismo, es necesario contar con un buen análisis de los parámetros estructurales de la economía chilena: variables inobservadas que definen cuán expansiva o contractiva es la TPM para cumplir con el objetivo inflacionario. De especial relevancia son la tasa de interés neutral y el crecimiento potencial, que el Consejo revisa en el IPoM de junio de cada año.

El análisis y comprensión de dichos mecanismos y parámetros estructurales se ven sustentados por la investigación realizada al interior del Banco Central, orientada a mejorar la calidad del proceso de análisis y proyecciones. El BCCh está en constante búsqueda de mayor evidencia y capacidad para identificar las variables que afectan a la economía chilena y son críticas para la conducción de la política monetaria. Esto se ha traducido, en primer lugar, en el desarrollo de una serie de modelos que han permitido entender de mejor manera aspectos centrales para el marco de análisis de la



política monetaria, como el funcionamiento de un mercado laboral con fricciones de búsqueda, o los determinantes del traspaso de tipo de cambio a la inflación. En paralelo, se han incorporado al análisis nuevas fuentes de datos a nivel microeconómico, como registros administrativos de trabajadores y empresas. Por otro lado, la investigación sobre los determinantes del crecimiento de largo plazo ha permitido refinar las medidas del producto potencial que son claves para el proceso de proyección y toma de decisiones de política monetaria.

Además de los supuestos relativos a la estructura de la economía, la construcción de estas proyecciones requiere incorporar una trayectoria futura para la TPM que permita que la inflación converja a su objetivo dentro del horizonte meta. Habitualmente existen múltiples trayectorias que logran lo anterior. En la práctica, se asume que en el mediano y largo plazo el BCCCh seguirá una regla de política que recoge la relación histórica entre la TPM y dos variables clave: la brecha entre la inflación proyectada y la meta de inflación, y la brecha de actividad. Para plazos más cortos, el supuesto de TPM está determinado además por una serie de elementos que determinan el estado inicial de la economía, así como una ponderación de los efectos y costos de los principales escenarios posibles.

Recuadro 6: Determinación de la inflación y los mecanismos de transmisión de la política monetaria

La inflación es un fenómeno monetario en el largo plazo. Esto significa que el dinero y los precios están estrechamente relacionados en períodos prolongados. Por otra parte, la tendencia de crecimiento de la actividad económica está vinculada tanto al desarrollo institucional y el avance tecnológico, como a la cantidad y calidad de los factores productivos y la eficiencia con que se utilizan, que a su vez dependen de las políticas públicas, entre otros factores. El principal aporte de la política monetaria al crecimiento económico es contribuir a la generación de un entorno de inflación baja y estable, que favorezca el desarrollo económico. La política monetaria, sin embargo, es incapaz de proveer estímulos permanentemente expansivos.

En el marco de metas de inflación, el principal instrumento de la política monetaria es la tasa de interés y no el dinero *per se*, lo que no invalida la relación existente entre dinero y precios. En promedio, los precios aumentan de acuerdo con la meta y las expectativas sobre la evolución de las tasas de interés serán las que determinen la inflación.

Un conjunto de razones explica que, en plazos más cortos, la reacción de los mercados frente a variaciones de las tasas de interés no se traduzca inmediatamente en alzas o bajas de los precios, lo que abre un espacio para que se produzcan efectos sobre la actividad económica. Por ejemplo, los costos de ajuste de precios, las rigideces nominales en precios y salarios o los problemas de información provocan que en el corto plazo los precios y salarios se ajusten de forma gradual ante cambios monetarios. Por esto, se producen fluctuaciones en variables reales como el empleo y el uso de la capacidad instalada, desviándose de su nivel potencial o de largo plazo. A medida que transcurre el tiempo se producen los ajustes de precios. Sin embargo, en

períodos de muy alta inflación o hiperinflación, el ajuste de precios y salarios es muy rápido, y el efecto en la actividad es muy reducido e, incluso, puede ser opuesto al deseado.

La volatilidad de más alta frecuencia del IPC está principalmente determinada por los cambios de ciertos precios. Un ejemplo son los bienes perecibles —cuyos precios se ligan mayormente a factores de oferta—, los bienes importados —los que dependen de la evolución del tipo de cambio— o tarifas o precios administrados —los que dependen de mecanismos de indexación—, entre otros. En plazos breves, de algunos meses, es posible que una buena parte de los vaivenes inflacionarios se explique por estos factores. En plazos más largos, los efectos inflacionarios de estos fenómenos dependen de su propagación a través de las expectativas y de la inercia de los mismos. Si la política monetaria actúa de forma oportuna y la meta de inflación es creíble, esta propagación es acotada.

Dada la multiplicidad de fenómenos que inciden en la inflación, para que la conducción de la política monetaria sea efectiva, se debe estudiar la magnitud y plazos con que estos fenómenos operan. Esto requiere de una permanente evaluación de la potencia con que la política monetaria afecta la economía, eventualmente distinguiendo cada uno de los mecanismos de transmisión a través de los que tiene influencia.

La política monetaria incide en la inflación a través de múltiples canales, todos ellos interrelacionados y en gran medida simultáneos. Al anunciar cambios en la TPM, el BCCh afecta las tasas de interés que los bancos traspasan a empresas y hogares (canal de tasas de interés de mercado). Además, impacta al tipo de cambio (canal cambiario) y a los precios de otros activos (canal de valorización de activos), e influye en las decisiones de ahorro y gasto (canal de demanda). A través de estos canales, la política monetaria afecta las decisiones de producción y empleo en la economía, la determinación de costos y márgenes, y la formación de expectativas de inflación. Con esto es capaz de influir en la evolución de los precios. Además, por sobre los efectos de cambios contemporáneos en las tasas de interés, una parte fundamental del poder de la política monetaria está en comunicar de manera creíble la trayectoria futura que, de no mediar nuevos antecedentes que impacten las perspectivas inflacionarias, se espera para la TPM (canal de expectativas).

Los cambios en la TPM tienen incidencia en las tasas de interés con que los bancos comerciales operan. Esto ocurre tanto de manera directa, al afectar los costos de liquidez, como de manera indirecta, a través del impacto que las decisiones de política puedan tener en factores de riesgo de empresas y hogares. Tales cambios tienen importantes efectos adicionales a través de las expectativas sobre la TPM, porque afectan las tasas de interés de más largo plazo, a las que hogares y empresas se endeudan para financiar su gasto. Habitualmente, estos cambios se reflejan también en los volúmenes de crédito y en la liquidez de los portafolios de los inversionistas.

En un entorno de integración financiera con los mercados internacionales, el tipo de cambio debería responder a las diferencias entre las tasas de interés en pesos y otras monedas. Según este concepto de arbitraje, las expectativas de apreciación o depreciación cambiaria deben compensar estas diferencias de tasas de interés. De esta forma, al afectar las tasas de interés denominadas en pesos, el BCCh afecta el valor contemporáneo y las expectativas del tipo de cambio. Esto incide en el precio relativo de productos transables y no transables, lo que a su vez afecta las decisiones de gasto o producción. Al depreciarse el peso, aumenta el precio relativo



de los bienes transables, induciendo una mayor asignación de recursos productivos hacia dicho sector, y desviando su gasto hacia bienes no transables. Este mecanismo permite a la política monetaria reforzar su rol contracíclico, toda vez que se logre el objetivo de inflación. Por otro lado, dado que parte de la canasta de consumo está compuesta por bienes importados y exportables, los movimientos en el tipo de cambio afectan directamente el nivel de inflación, si dichos cambios se traspasan a precios internos (efecto traspaso o *pass through*).

Los cambios en la TPM también tienen incidencia en una serie de otros precios de activos, por ejemplo, acciones, bonos y viviendas. El canal de valorización de activos (y pasivos) genera un efecto riqueza que altera las decisiones de hogares y empresas.

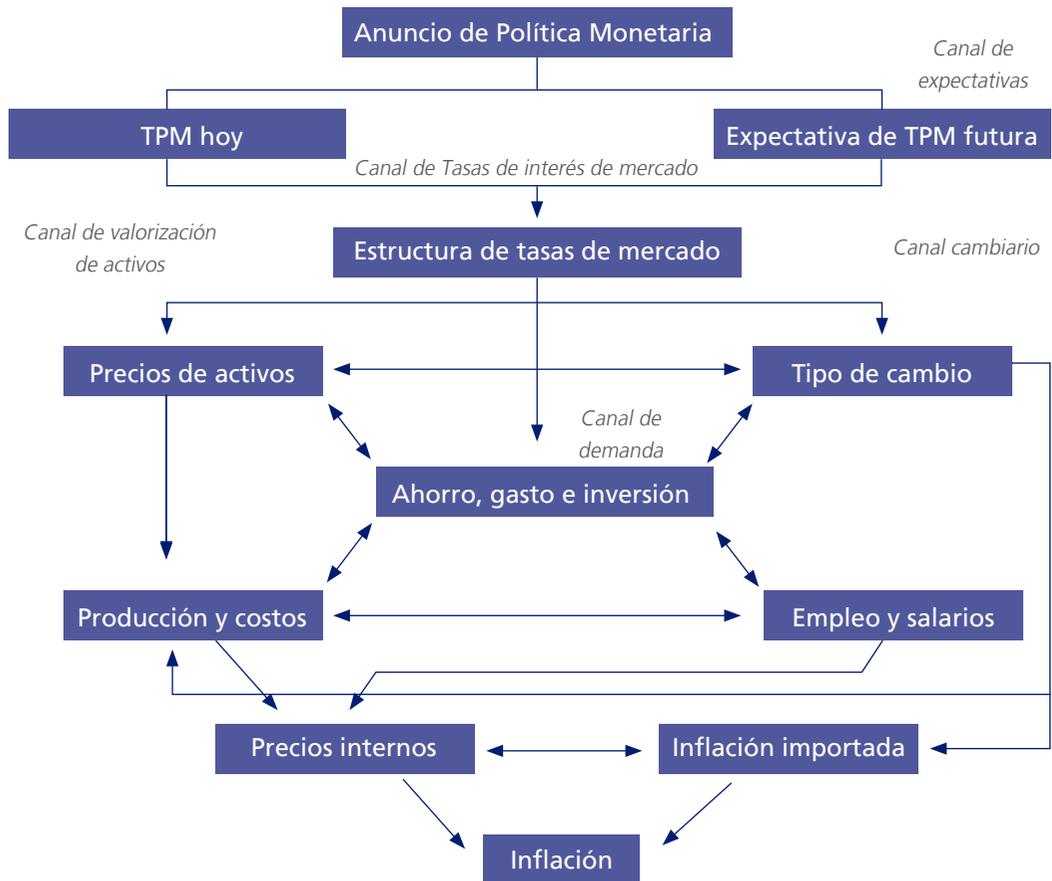
Las expectativas de inflación inciden de manera directa en la formulación de salarios y en la fijación de precios, los cuales, a su vez, determinan la evolución futura de la inflación. Ajustes importantes en la TPM, o movimientos en el nivel de tipo de cambio provocados por esta, pueden modificar las expectativas que poseen los agentes respecto de la evolución futura de los precios.

Las decisiones de gasto, producción y empleo de los agentes económicos, que influyen sobre los márgenes de las empresas y los costos laborales, se modifican junto con las condiciones financieras en la economía. Sin embargo, este fenómeno no se produce de modo instantáneo, porque muchas decisiones de gasto implican costos de ajuste.

Esto hace que la transmisión de la política monetaria ocurra con rezagos, y que sus efectos se observen a lo largo del tiempo. En la medida que los cambios de la demanda agregada persisten en el tiempo, los precios empiezan a ajustarse y, finalmente, las presiones inflacionarias se materializan.

Diagrama 1

Mecanismos de transmisión de la política monetaria



4.2 Toma de decisiones

La reunión de política monetaria (RPM) es la instancia donde el Consejo adopta sus decisiones de política monetaria (Recuadro 7). En cada RPM se analizan los hechos ocurridos desde la sesión previa, sus eventuales implicancias en la proyección de la inflación en un horizonte de dos años y se discuten alternativas de política. En marzo, junio, septiembre y diciembre, la reunión coincide con el Informe de Política Monetaria (IPoM), instancia en la que se revisan las proyecciones de mediano plazo de inflación y crecimiento, entre otras variables.

Los acontecimientos ocurridos entre reuniones se detallan y discuten en documentos preparados por la División de Política Monetaria. En ella se reseñan las principales novedades en la evolución del escenario internacional, los mercados financieros internos, la demanda agregada, el sector externo de la economía, la actividad y el empleo, así como en materia de precios y costos. Adicionalmente, se revisan las implicancias de estos antecedentes para las proyecciones de corto plazo y la convergencia inflacionaria, al mismo tiempo que se presentan distintas alternativas para



la política monetaria. Este análisis se complementa con fuentes específicas de información —como los catastros de inversión—, con el juicio experto del *staff*, y con antecedentes aportados por las Divisiones de Mercados Financieros y la División de Política Financiera.

El diagnóstico y evaluación de los hechos sucedidos parte con un análisis de los datos y una interpretación de los antecedentes disponibles. Para esto se utiliza una batería de modelos que apoyan el juicio del Consejo en la formulación del escenario base de proyección, a un plazo coherente con el horizonte de política monetaria. Los modelos permiten entender y medir la forma más probable en que la economía, y en especial la inflación, responderán a distintos eventos y a los propios cambios en la política monetaria.

Después de que se discuten las alternativas para el curso de la política monetaria y se decide cuáles son las opciones más plausibles, el Consejo resuelve sobre el nivel de la TPM. La reunión finaliza con la preparación del comunicado oficial del Consejo, que informa la decisión adoptada, presenta los principales argumentos que la justifican y entrega una señal respecto de la orientación de la política monetaria en el corto plazo. Cuando la reunión coincide con el IPoM, este presenta más detalles del contexto en el que se tomaron las decisiones de política monetaria. Además, la minuta de cada RPM es dada a conocer al público once días hábiles después, presentando los argumentos a favor y en contra de cada una de las opciones discutidas (Recuadro 7).

Recuadro 7: La Reunión de Política Monetaria

La Reunión de Política Monetaria es la instancia donde se decide el nivel de la TPM. En ella participan los Consejeros, el Ministro de Hacienda, el Gerente General y el Fiscal y Ministro de Fe, además de un grupo de gerentes del BCCh. A su vez, con la aprobación del Presidente del Banco Central, también podrá asistir un Asesor del Ministerio de Hacienda y hasta dos Economistas del BCCh. A partir del año 2018, se celebran anualmente ocho RPM, cuyas fechas son fijadas por el Presidente del Banco en septiembre del año anterior. A su vez, el Presidente del Banco también puede convocar, por sí o a requerimiento escrito de dos o más Consejeros, a sesiones extraordinarias o especiales fuera del calendario anunciado, lo que desde 1999 solo ha ocurrido en una ocasión, en agosto de 2000.

En la RPM solo tienen derecho a voto los Consejeros. Al término de cada sesión se informa al público el acuerdo tomado en la sesión respectiva, mediante el comunicado oficial del Consejo, que incluye los antecedentes más importantes de la evolución de la economía considerados en el análisis, los fundamentos de la decisión adoptada por el Consejo, y el resultado de la votación que la respalda.

La estructura de la RPM varía dependiendo de si es o no acompañada de la publicación del IPoM. En marzo, junio, septiembre y diciembre —cuando la elaboración del IPoM forma parte de la discusión de antecedentes relevantes para la decisión— la RPM se prolonga por un día. En la primera parte de la reunión se revisan los antecedentes generales desde la cita anterior, con especial énfasis en sus implicancias para las proyecciones de corto y mediano plazo incluidas en el IPoM por publicarse. En la segunda parte, se analizan las alternativas de política monetaria

coherentes con la convergencia de la inflación a la meta, y se deciden las opciones relevantes para esa RPM. En la tercera parte, los Consejeros fundamentan y votan por la opción de política que consideran más adecuada. Finalmente, se aprueba el comunicado que informa al público de la decisión adoptada, junto con los principales argumentos que la justifican, y se divulga a través del sitio web, habitualmente a partir de las 18:00 horas de ese día, en idioma español e inglés. Este comunicado, además, detalla cuál fue la opción elegida por cada Consejero.

En enero, mayo, julio y octubre, la RPM se extiende a dos días. En el primero de ellos, las Divisiones de Política Monetaria, Mercados Financieros y Política Financiera presentan un análisis de las noticias económicas y financieras acumuladas desde la reunión previa. En el segundo día, se repite un esquema similar al comentado previamente, con una jornada que comienza con la revisión de las perspectivas de corto y mediano plazo de las principales variables macroeconómicas, prosigue con una discusión sobre las alternativas para la política monetaria y las opciones relevantes y culmina con el voto fundamentado de cada Consejero. Tras ello, se aprueba el respectivo comunicado.

Las decisiones de política monetaria son tomadas por votación simple de los Consejeros presentes en la RPM, teniendo el Presidente del Banco la facultad de dirimir en caso de empate. Once días hábiles después, se publica la minuta de la RPM que presenta los contenidos y fundamentos de la votación. Este documento se publica en el sitio web del BCCh en idioma español e inglés. En caso de haber votos de minoría, la minuta individualiza los argumentos que el o los Consejeros tuvieron para optar por una alternativa distinta.

4.3 Racionalidad de los cambios en la tasa de política monetaria

Existen dos razones principales para modificar la TPM en un momento determinado: (a) para validar una trayectoria esperada de la TPM, en un contexto en que no hay razones que justifiquen modificar lo comunicado previamente; y (b) cuando las proyecciones de inflación a dos años plazo no son coherentes con la meta.

La primera razón dice relación con que para las proyecciones de inflación es relevante tanto la TPM actual como la secuencia probable de tasas de interés futuras. En este contexto, la TPM puede cambiar para ser coherente con la trayectoria esperada del impulso monetario que se supuso en las proyecciones, y se comunicó al público. Esto no es un cambio en la posición de política monetaria, más bien responde al hecho que, a medida que la tasa de inflación va convergiendo a la meta, la TPM se debe ir normalizando en torno a su nivel neutral o de largo plazo.

Respecto de la segunda razón, es deseable cambiar la TPM y/o su evolución futura esperada cuando las proyecciones de inflación se alejan persistentemente de la meta. Esto puede ocurrir, por ejemplo, cuando se acumula nueva información sobre la marcha de la economía, que modifica la evolución probable de la inflación. Entre dos reuniones de política monetaria puede acumularse información sobre innovaciones en las variables exógenas proyectadas —por ejemplo, el precio esperado del cobre—, o suceder que una variable haya evolucionado de forma sorpresiva, como, por ejemplo, la



actividad o la inflación. Estas noticias pueden modificar la trayectoria futura de la inflación e incluso podrían influir en la visión del Consejo sobre cómo funciona la economía; en particular, cómo se transmiten los distintos *shocks*.

En el marco de metas de inflación, se entiende que el ajuste de la política monetaria será tal que, después de su aplicación, la nueva trayectoria de inflación esperada converja a la meta en el horizonte de política. Por tanto, cambios en las proyecciones de la inflación futura llevan a cambios en la política monetaria, tanto en la TPM contemporánea como de su trayectoria futura, que sean coherentes con proyecciones de inflación en 3% en un horizonte de dos años.

4.4 Comunicación de las decisiones de política monetaria

Para aumentar la efectividad de la política monetaria, es importante que el mercado comprenda la forma de actuar del BCCh. Una política sistemática y bien explicada es fundamental para lograr este objetivo, ya que permite a los agentes económicos inferir adecuadamente cómo las noticias económicas afectan las decisiones del BCCh, minimizando la confusión respecto del rumbo futuro de la política monetaria y aumentando su efectividad. El Banco Central usa distintos instrumentos para comunicar la racionalidad de sus decisiones de política monetaria, tanto respecto del nivel de la TPM en un momento del tiempo como de su comportamiento futuro bajo distintos escenarios macroeconómicos posibles.

Como se mencionó, la racionalidad de las decisiones de política monetaria —que incluyen una evaluación de la marcha de la economía y sus posibles tendencias futuras— se hace pública a través de diversos canales, siendo el Informe de Política Monetaria uno de los principales, además del comunicado y la minuta de la RPM.

El IPoM es un informe del Consejo que se publica cuatro veces al año (marzo, junio, septiembre y diciembre) y tiene los siguientes objetivos centrales: (i) informar y explicar al público la visión del Consejo sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; (ii) exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado por el Consejo en la formulación de la política monetaria, y (iii) proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la posible trayectoria futura de la inflación, del producto y de la TPM. La publicación del IPoM se realiza a primera hora del día hábil siguiente a la RPM de marzo, junio, septiembre y diciembre, agregando información de relevancia para explicar la decisión de política monetaria adoptada.

El IPoM resume los principales acontecimientos en la economía internacional, mercados financieros, y los principales desarrollos en la economía nacional. Estos antecedentes se utilizan para proyectar las principales variables macroeconómicas, incluida la TPM, y su impacto en la convergencia inflacionaria en el escenario más probable, el llamado escenario central. Debido a las numerosas fuentes de incertidumbre inherentes en un proceso de proyecciones, el IPoM también analiza escenarios alternativos que podrían requerir una política monetaria diferente para lograr la convergencia de la inflación y que, por lo tanto, agregan información sobre posibles trayectorias futuras de la TPM. El análisis de este conjunto de posibles escenarios distingue aquellos escenarios de sensibilidad y de riesgo. Los primeros nacen a partir de identificar los juicios claves del escenario

central, y suponer trayectorias para la TPM de plausibilidad similar a la de este. Los segundos consideran desvíos más significativos y con una menor probabilidad de ocurrencia.

La comunicación del escenario central y sus variantes es relevante para la toma de decisiones de distintos agentes, ya que refleja la condicionalidad de la política monetaria a diversos aspectos, incluyendo *shocks*, cambios de interpretación respecto de la posición inicial y evolución de corto plazo de la economía en respuesta a nuevos antecedentes, y diversos aspectos estratégicos que puedan afectar la secuencia específica de ajuste de la TPM para una orientación de política monetaria determinada.

4.5 Consideraciones de estabilidad y credibilidad

La forma e intensidad con que el BCCh responde a la acumulación de noticias relevantes para la toma de decisiones pueden verse afectadas si los escenarios de riesgo mencionados cobran mayor importancia. Dichos escenarios de riesgo, por definición caracterizados como de baja probabilidad de ocurrencia y, por ende, no considerados en el escenario central y los escenarios de sensibilidad, pueden tener consecuencias serias para la inflación y la actividad que ameriten una evaluación especial.

Se pueden considerar varios tipos de riesgo que justifiquen una acción de política preventiva, en los que los movimientos de la TPM serían distintos de los que se efectuarían en un escenario normal. Aquí se detallan solo algunos: los riesgos de deflación, de pérdida de credibilidad de la meta, y de origen financiero que puedan amenazar la estabilidad financiera u obstaculizar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

En primer lugar, es posible que determinados *shocks*, o una combinación de ellos, puedan conducir, con cierta probabilidad, a una deflación. En ese escenario, se correría el riesgo de que el Consejo deba recurrir a instrumentos no convencionales para continuar ampliando el estímulo monetario en condiciones en que la TPM está en su límite inferior efectivo (o cercana a cero). En caso que el BCCh evalúe que el uso de dichos instrumentos no convencionales pudiese complicar la comunicación o implementación de sus políticas, podría considerar actuar preventivamente, con ajustes de la TPM de mayor intensidad. En todo caso, el ámbito de instrumentos monetarios no convencionales es bastante amplio, como lo refleja la experiencia chilena en 2009 cuando la TPM llegó al nivel que, para ese momento, se estimó era el mínimo posible —0,5%— y el Consejo implementó la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para fortalecer una señal de estabilidad de tasas bajas por un largo tiempo. A ello se suma la evidencia de lo realizado por diversos bancos centrales con posterioridad a la crisis financiera global de 2008-2009.

Un segundo escenario de riesgo, en parte relacionado con el caso anterior, es uno en que se ponga en entredicho la credibilidad de la meta de inflación. Bajo ciertas circunstancias, es posible que las expectativas privadas en distintos horizontes difieran sistemáticamente de la meta. Si tales discrepancias son persistentes y acentuadas en horizontes más extensos, podrían ser un síntoma de pérdida de credibilidad en el ancla nominal; es decir, que el público crea que la meta podría ser modificada o que el BCCh carece de voluntad o capacidad para cumplir su compromiso. En estos casos, puede surgir la necesidad de una acción de política más intensa que reafirme el compromiso



del BCCh con la meta. Un ejemplo de dicho accionar se dio durante el segundo y tercer trimestre del año 2008, cuando el Consejo implementó de forma consecutiva agresivas alzas de la TPM para realinear las expectativas con el compromiso de estabilidad de precios.

Finalmente, pueden existir *shocks* que pongan en riesgo la estabilidad financiera y el buen funcionamiento del sistema de pagos, y que, por esa vía, restrinjan también el actuar de la política monetaria al reducir la influencia de la TPM sobre las tasas de mercado. En estos casos, si los instrumentos alternativos que puede utilizar el Banco Central para asegurar la estabilidad financiera y el funcionamiento del sistema de pagos se agotan, puede ser posible que se modifique la trayectoria más adecuada de la TPM. Casos particulares podrían ocurrir si, por ejemplo, el ciclo económico que determina la inflación no está sincronizado con el ciclo del crédito. En esa situación, podría suceder que movimientos en la TPM que busquen alcanzar la meta de inflación, pudiesen exacerbar los riesgos a la estabilidad financiera. La existencia de instrumentos prudenciales macrofinancieros a disposición del BCCh, enfocados a tratar específicamente amenazas a la estabilidad financiera, acota este riesgo (Sección 2.2 y Recuadro 3).

Por otro lado, si los mecanismos de transmisión de la política monetaria están siendo afectados, podría ser conveniente apoyar la liquidez de los mercados haciendo uso de los distintos instrumentos que para ese objetivo posee el Banco Central. Una situación como esta se vivió en noviembre de 2019, cuando el BCCh implementó una serie de operaciones financieras con el propósito de proveer de liquidez a los mercados de dólares y pesos, y así permitir un ajuste ordenado de los significativos e inesperados cambios en los portafolios por parte de los agentes de mercado. Las medidas contrarrestaron, por un lado, el exceso de oferta de títulos de renta fija en pesos y, por otro, la relativa escasez de dólares por estos cambios de portafolios, evitando una eventual contracción brusca del crédito y preservando los canales habituales a través de los cuales la tasa de política monetaria actúa en la economía.

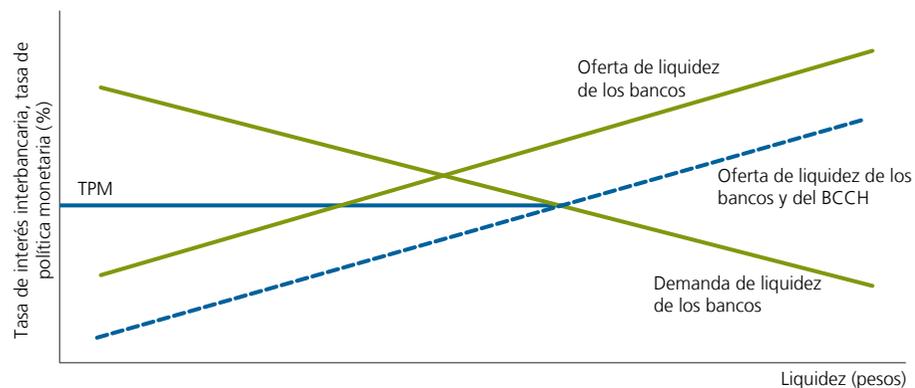
5. IMPLEMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

5.1. Estructura del mercado interbancario

Desde mayo de 1995, el BCCh ejecuta su política monetaria mediante la definición de un objetivo para la tasa de interés interbancaria diaria, esto es, la tasa de interés a la cual las instituciones financieras (bancos) se otorgan entre ellas créditos a un día hábil (overnight) sin garantías. A partir de agosto de 2001, esta tasa se determina en referencia a un valor nominal fijo. Antes de eso la tasa se definía respecto de un valor reajutable fijo (UF). Como en cualquier otro mercado, el precio (en este caso, la tasa de interés interbancaria) se determina mediante el equilibrio entre la oferta y la demanda del bien o servicio en cuestión (en este caso, fondos prestables o liquidez entre instituciones financieras). El BCCh operacionaliza su política monetaria influyendo en la oferta de fondos de estas instituciones, para que la tasa de interés resultante se iguale a la TPM. Así, esta última corresponde al objetivo de tasa interbancaria que el Banco quiere alcanzar. Como se observa en el gráfico 3, la oferta de fondos que realiza el BCCh permite satisfacer la demanda por liquidez de los bancos de manera tal que la tasa de interés interbancaria se ubique al mismo nivel fijado para la tasa de política monetaria.

Gráfico 3

Esquema de funcionamiento del mercado interbancario



Fuente: Banco Central de Chile.



La demanda por fondos (liquidez) de un banco está determinada por dos factores. El primero es la demanda para satisfacer los requerimientos legales de encaje y reserva técnica. El encaje es el porcentaje de los depósitos que las instituciones financieras deben guardar en efectivo en sus cajas o en sus cuentas corrientes en el BCCh. Su cálculo se realiza sobre una base promedio mensual (el período de encaje) desde el día 9 de un mes al día 8 del mes siguiente. La reserva técnica es un tipo especial de encaje que los bancos deben depositar en el BCCh o constituir, entre otras opciones, con documentos emitidos por este o la Tesorería General de la República. Corresponde a las obligaciones a la vista que tenga un banco que exceda un múltiplo de su patrimonio efectivo.

En segundo lugar, los bancos demandan fondos para liquidar transacciones, entre ellas, los pagos o cobros que deben hacer a las otras instituciones financieras. Ejemplos de esto son las transacciones entre privados que se concretan mediante el pago de cheques o de transferencias electrónicas a cuenta de los fondos que los clientes tienen en su cuenta bancaria. Esto genera obligaciones entre los bancos, que son liquidadas a diario en el mercado interbancario, donde algunos de ellos demandan y otros ofrecen liquidez. También los bancos demandan reservas bancarias por razones de precaución, por pagos extraordinarios que enfrenten o porque durante el día pueden enfrentar pasivos contingentes por el resultado de las cámaras de neteo donde participan.

La demanda por liquidez de los bancos tiene una relación inversa con la tasa de interés. Si esta última es alta, los bancos tienen incentivos para reducir su liquidez, pues esta no percibe intereses. Además, ante una mayor tasa de interés, el público tiene un estímulo para traspasar fondos desde depósitos a la vista (como las cuentas corrientes) hacia depósitos a plazo u otros que reporten intereses. Este cambio en la estructura de pasivos bancarios disminuye los requerimientos de encaje.

La oferta de liquidez está determinada por los excesos de fondos de los bancos privados y los provenientes de las operaciones del BCCh, ya sea por el vencimiento de sus bonos y pagarés, o por la emisión de nueva deuda.

El BCCh puede controlar la disponibilidad de liquidez de la economía o base monetaria a través del intercambio de liquidez por documentos de deuda —las operaciones de mercado abierto. La base monetaria corresponde estrictamente a la suma de los billetes y monedas en circulación y los depósitos que tienen los bancos en el Banco Central. La expansión (reducción) de la base monetaria o aumento (disminución) de la liquidez ocurre cuando el BCCh abona (retira) a dichas cuentas de los bancos.

5.2. Ejecución e instrumentos de la política monetaria en Chile

Debido a la variedad y volumen de los pasivos financieros del BCCh en posesión del sector privado, es habitual que algunos estén cotidianamente venciendo. Esto constituye una inyección continua de nueva liquidez disponible en el mercado financiero. Esta oferta de liquidez está dada, porque refleja las decisiones de la política de emisión de deuda tomadas en el pasado, cuyo objetivo principal, y en forma permanente, es esterilizar los incrementos de reservas internacionales efectuadas a través de la compra de dólares, resguardando los impactos sobre patrimonio del BCCh en un marco de minimización del costo de financiamiento y márgenes de riesgos acotados.

El BCCh ha intensificado la emisión de pagarés descontables (PDBC) entre 30 y 360 días en desmedro de bonos en pesos (BCP) y bonos reajustables según la variación de la UF (BCU). El plan

de deuda se publica a principios de cada año, informando la proyección de crecimiento de la base monetaria y los montos totales de emisión por instrumentos.

En la práctica, el BCCh elabora cada mes un programa monetario para el sistema financiero que considera todos los flujos conocidos de expansión y contracción de la base monetaria para el período de medición del encaje. Además, estima una demanda por base monetaria y los requerimientos de liquidez de la banca coherentes con la TPM que se quiere aplicar, incluyendo, entre otros aspectos, factores estacionales. La renovación y emisión de nueva deuda (pagarés y bonos) permite dosificar gradualmente la oferta neta de fondos en el mercado interbancario.

La programación de los montos o cupos de nuevas emisiones de deuda, cuyo calendario para documentos de corto plazo se anuncia con un día hábil de anticipación al comienzo del período de encaje, permite al BCCh realizar una acomodación gruesa de los fondos de liquidez con frecuencia mensual, coherente con el objetivo de que la tasa interbancaria se ubique en torno a la TPM.

Sin perjuicio de lo anterior, la demanda y oferta de liquidez pueden resultar a diario distintas de las proyectadas para una TPM determinada. Al igual que en otros países con mercados financieros desarrollados, en Chile existe una variedad de instrumentos a los que el BCCh puede recurrir para acomodar la liquidez con mayor rapidez, y así lograr que la tasa de interés interbancaria observada sea cercana a la tasa objetivo. Las principales herramientas utilizadas son las Facilidades Permanente de Liquidez (FPL) y la Facilidad Permanente de Depósito (FPD). Ambas permiten a los actores del mercado desempeñar un papel estabilizador, manteniendo la tasa de interés en torno al objetivo del BCCh.

En el primer caso, la FPL equivale a un préstamo del BCCh a una institución financiera con la garantía de un instrumento financiero, el cual puede ser comprado por el BCCh con un pacto de retroventa hacia la institución financiera (repo), o bien puede ser prendado a favor del BCCh. Los fondos que otorga esta facilidad se abonan en las cuentas corrientes del banco respectivo al final del día, restituyéndose a primera hora del día siguiente. Como tal modalidad de operación no implica riesgo de crédito para el BCCh, esta facilidad de liquidez no tiene monto máximo e incluye un cobro de una tasa única de interés equivalente a la TPM más 25 puntos base. En el segundo caso, la FPD, los bancos depositan sus excesos de liquidez en el BCCh durante un día hábil bancario, a la TPM menos 25 puntos base.

Ambas facilidades fijan una banda simétrica de tasas de estabilización automática de más/menos 25 puntos base respecto de la TPM, dentro de la cual debe situarse la tasa de préstamos interbancarios. Se considera que el ancho de esta banda es el adecuado, pues, por un lado, una banda más ancha reduciría el control sobre la tasa de interés interbancaria, obligando a una gestión más activa de los instrumentos discrecionales para evitar inestabilidad, por situaciones globales de exceso o déficit de liquidez o concentraciones puntuales en alguna institución financiera. Por otro lado, una banda más angosta estabilizaría más la tasa, pero al costo de inhibir el desarrollo del mercado de préstamos interbancarios de liquidez y, eventualmente, aumentaría la vulnerabilidad frente a expectativas de cambio de la TPM, pues podría incentivar la especulación contra la tasa de liquidez o depósito.

Si se observa una disponibilidad de fondos muy distinta de la demandada por el sistema financiero en un día particular, y se considera conveniente apoyar las facilidades permanentes descritas, el BCCh participa en este mercado a través de operaciones de ajuste que inyecten o drenen liquidez.



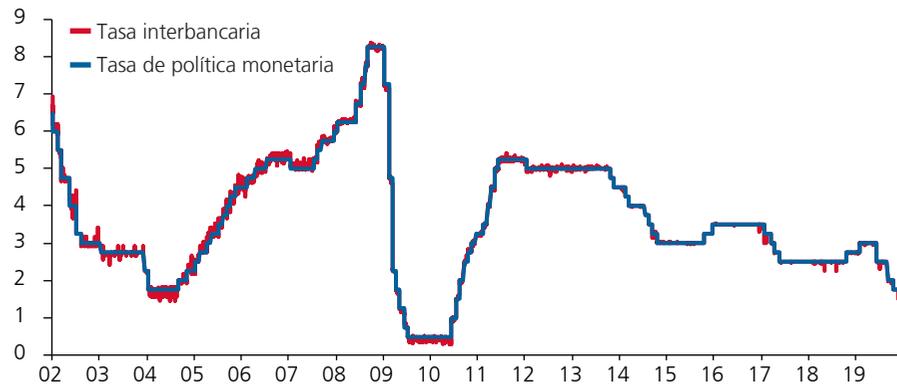
En el caso de requerir una inyección de liquidez, el Banco Central la ofrece con la garantía de un instrumento financiero, el cual puede ser comprado por el BCCh con un pacto de retroventa hacia la institución financiera (repo), o bien puede ser prendado a favor del Banco Central. Las garantías incluyen instrumentos emitidos por el BCCh (pagarés y bonos), letras y bonos hipotecarios y, bajo la modalidad de prenda, también se aceptan Bonos de la Tesorería General de la República. En el caso de un exceso de fondos prestables que pueda llevar a la tasa de interés interbancaria por debajo de la TPM, el BCCh retira este exceso ofreciendo una operación de depósito de liquidez, usualmente entre uno y siete días. En ambos casos, las operaciones se realizan generalmente a la TPM.

En la práctica, en los últimos años se han observado mínimas desviaciones entre la tasa de interés interbancaria y la TPM (gráfico 4).

Gráfico 4

Tasa interbancaria y tasa de política monetaria

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

6. TRANSPARENCIA Y DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN

Como se mencionó antes, la transparencia y la comunicación son una parte fundamental del marco de política monetaria del BCCh. El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha diseñado un conjunto de códigos de buenas prácticas en materia de transparencia de la política económica, donde es posible distinguir áreas de transparencia específicas de la política monetaria. Estas prácticas permiten a los agentes conocer de manera idónea y oportuna el régimen de política vigente. Asimismo, requieren divulgar información sobre diversos aspectos de la elaboración y toma de decisiones, incluyendo entre estos los datos utilizados, los modelos de predicción de variables relevantes, los procedimientos de discusión y la toma de decisiones de la autoridad monetaria.

El primer requisito de estas buenas prácticas consiste en la transparencia de roles, responsabilidades y objetivos, que en Chile incluye la divulgación de los objetivos formales que persigue la política monetaria, y ha sido establecida por la LOC. Esta define las tareas y los objetivos del BCCh, los aspectos relacionados con el nombramiento de los Consejeros y la relación entre el Banco Central y la autoridad fiscal, incluyendo asuntos de asesoría, agencia fiscal y patrimonio, entre otros.

En el marco de políticas vigente, esta transparencia se alcanza además con la publicación de la meta de inflación y de información sobre las preferencias de la autoridad asociadas a los dilemas que enfrenta en la ejecución de la política monetaria. El presente documento es un ejemplo de comunicación y transparencia sobre los objetivos del BCCh. El sitio web institucional, en español e inglés, también contiene una descripción del marco de política.

En segundo lugar, y como ya se discutió, también se requiere de transparencia en el uso de los instrumentos de política monetaria. Esto implica transparencia sobre los procedimientos para tomar las decisiones de política monetaria y la información al público sobre esas decisiones, su racionalidad e implicancias. Esto se cumple con la publicación del Informe de Política Monetaria, el Informe de Estabilidad Financiera, la publicación del comunicado y minuta tras la RPM, todos ellos descritos antes.

Además de sus publicaciones, el Presidente del Banco, acompañado del Consejo y parte de la Alta Administración del Banco, presenta el IPOM y el IEF ante la Comisión de Hacienda del Senado o ante el Senado Pleno, según sea el caso. Estos informes son también presentados en encuentros y seminarios realizados en diversas ciudades del país. Esto se complementa con presentaciones, conferencias de prensa y entrevistas en distintos medios de comunicación que realizan el Presidente, los Consejeros y ejecutivos del BCCh, para divulgar la función y las tareas del Banco, así como para brindar distintas perspectivas sobre asuntos de actualidad.

El marco analítico que emplea el BCCh se refleja en los documentos y libros que publica (tabla 1). Especialmente relevante para la política monetaria es el documento “Uso de modelos



macroeconómicos en el Banco Central de Chile - 2020”, que, como ya se mencionó, presenta en detalle los modelos de proyección y análisis que utiliza el BCCh. Este documento se acompaña de un repositorio digital que da acceso libre a los códigos computacionales que permiten trabajar con los principales modelos empleados por el BCCh. Existen otras publicaciones del BCCh que no están sujetas a la aprobación previa del Consejo y tienen por objeto divulgar el desempeño actual y previsto del escenario macroeconómico y la investigación que desarrolla el Banco.

En lo primero, destaca el Informe de Percepciones de Negocios, mientras que en lo segundo resaltan la Serie de Libros del BCCh, los Documentos de Trabajo, los Documentos de Política Económica y los Estudios Económicos Estadísticos. El BCCh también publica informes especiales (Separatas) de divulgación de investigación aplicada en temas económicos de relevancia para el manejo de la política monetaria, como el Informe de Crecimiento Tendencial de 2017, el Informe de Mercado Laboral de 2018, y el antes mencionado compendio de modelos publicado en 2020. Como se mencionó, estos han permitido mejorar el análisis de la economía chilena y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. El Banco también organiza regularmente seminarios de investigación y una Conferencia Anual en temas de política monetaria abiertos a la comunidad académica local.

En tercer lugar, las buenas prácticas de transparencia requieren de la entrega de una serie de antecedentes relacionados con la política monetaria. Esto implica la divulgación de estadísticas económicas que cumplan con estándares mínimos, información sobre el balance del BCCh y fechas de las RPM, a través de un calendario y con periodicidad preanunciada. En septiembre de cada año se anuncian las fechas de las RPM y de publicación del IPoM e IEF del año siguiente a través del sitio web institucional. Por esta misma vía, también se publica con antelación un calendario de licitaciones y los cupos de instrumentos de deuda (pagarés descontables del Banco Central, o PDBC, y bonos) emitidos por el BCCh. Estos elementos facilitan la evaluación de la política monetaria.

El BCCh ha adoptado la política de minimizar la información no pública que maneja. Con una frecuencia que va desde datos diarios a anuales, el Banco publica información sobre mercados financieros, crédito, cuentas nacionales y diversos indicadores macroeconómicos y de coyuntura, como el Indicador Mensual de Actividad Económica (Imacec). En el sitio web institucional está disponible una completa base de datos económicos, que es complementada con una aplicación móvil donde están disponibles las principales estadísticas macroeconómicas. La calidad de los datos compilados por el BCCh ha sido refrendada por informes del FMI y de Naciones Unidas, cumpliendo además con los estándares exigidos en la publicación de estadísticas de países miembros de la OCDE.

El balance del BCCh se analiza con detalle en la Memoria Anual, que tiene como fecha tope el 30 de abril de cada año, documento que también incluye aspectos detallados de la gestión interna del Banco Central. Antes del 30 de septiembre de cada año, de acuerdo con la ley, el Consejo presenta al Senado en Pleno una evaluación del avance de las políticas y programas del año en curso e informa de aquellos propuestos para el año calendario siguiente. Esta presentación se integra con la del IPoM del mismo mes, el cual incluye un anexo sobre el Balance en el que, considerando las proyecciones económicas generales, se presentan los efectos que se podrían producir en las principales partidas de los estados financieros de la institución.

Cumpliendo con la Ley de Transparencia, el BCCh ha abierto un mecanismo para canalizar las dudas que el público pueda tener sobre la información que proporciona, aspectos técnicos o metodológicos de cifras publicadas y otros. Además, más allá de lo exigido por la Ley, provee instancias para la formulación de consultas directas a su *staff* técnico a través de su página web.

Finalmente, se requiere aplicar las buenas prácticas en transparencia en aspectos de rendición de cuentas y salvaguardias para la integridad, preocupación que recoge la LOC al disponer la entrega de informes del BCCh al Senado, la publicación de la Memoria Anual del Banco y la existencia de la contraloría interna.

Tabla 1

Publicaciones del Banco Central de Chile (*)

Frecuencia	Políticas del Banco	Estudios	Estadísticas
Diaria			<i>Informativo Diario</i>
Mensual			Indicadores de Coyuntura Semanal Boletín Estadístico Estadísticas del Mercado Cambiario Estadísticas Monetarias y Financieras Serie de Datos Bancarios
Trimestral	<i>Informe de Política Monetaria (IPoM)</i>	<i>Informe de Percepciones de Negocios</i>	<i>Indicadores de Comercio Exterior</i> <i>Balanza de Pagos, Posición de Inversión Internacional y Deuda Externa</i> <i>Cuentas Nacionales Trimestrales</i> <i>Cuentas Nacionales por Sector Institucional</i> <i>Estadísticas del Mercado de Valores</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>Cuentas Nacionales Anuales</i> <i>Balanza de Pagos de Chile 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> <i>Informes Especiales (Separatas)</i>	Véase página Web del Banco Central de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile.

(*) Diversas publicaciones están también disponibles en inglés. Entre ellas: *IPoM*, *IEF*, *Memoria Anual*, *Síntesis Estadística de Chile*. (Véase página Web del Banco Central de Chile).



7. GLOSARIO Y ABREVIACIONES

Activos externos del Banco Central. Cuenta del balance compuesta principalmente por reservas internacionales.

Activos internos del Banco Central. Cuenta del balance compuesta por: Créditos a empresas estatales, al BancoEstado, a bancos comerciales y otras instituciones, transferencias fiscales y crédito por obligación subordinada de instituciones financieras.

Agregado monetario. *Stock* de dinero existente en la economía. Adopta distintas definiciones dependiendo del grado de liquidez de los activos financieros que lo componen. El Banco Central de Chile considera tres agregados monetarios: M1, M2 y M3. M1: Corresponde a la suma del circulante, cuentas corrientes netas de canje, depósitos a la vista en bancos, distintos de cuentas corrientes a la vista, netos de canje y depósitos de ahorro a la vista. M2: M1 más depósitos a plazo, depósitos de ahorro a plazo, cuotas de fondos mutuos con inversión en instrumentos de deuda con duración de hasta un año y captaciones de cooperativas de ahorro y crédito, menos depósitos a plazo de los fondos mutuos mencionados y de las cooperativas de ahorro y crédito. M3: M2 más depósitos en moneda extranjera, documentos del Banco Central de Chile, bonos de Tesorería, letras de crédito hipotecario, efectos de comercio, bonos de empresas, cuotas del resto de los fondos mutuos y cuotas de AFP en ahorro voluntario, menos la inversión por fondos mutuos y AFP en los activos que componen M3.

Agentes económicos. El término incluye a familias, empresas, gobierno y sector externo. Sus decisiones de consumo, inversión, producción y composición de cartera se reflejan en la oferta y demanda de bienes, servicios y activos de una economía, que en conjunto determinan las condiciones de mercado imperantes.

Agentes racionales. Supuesto sobre el comportamiento de los agentes económicos, que implica que estos basan sus decisiones económicas en la maximización de su bienestar, basadas en la información disponible al momento de tomar las decisiones.

Ahorro externo. Saldo de la cuenta de transacciones corrientes del exterior. Comprende las exportaciones de bienes y servicios netas de importaciones y otras transacciones corrientes netas, las que están constituidas por los flujos de transferencias corrientes y los pagos de factores.

Ancla nominal. Variable escogida por la autoridad monetaria para orientar las expectativas de inflación de los agentes económicos y así lograr su objetivo de estabilidad de precios. Los bancos centrales eligen comúnmente entre tres anclas nominales que definen, a su vez, su régimen

monetario: el tipo de cambio nominal, un agregado monetario o una meta de inflación. En Chile, el BCCh tiene como ancla nominal a la meta de inflación.

Asimetría de información (o información asimétrica). Concepto que describe una situación en la cual las partes involucradas en una transacción o interacción económica no poseen el mismo nivel de información relevante. Por lo general, esta situación constituye una imperfección de mercado que reduce el bienestar. Por esta razón, el BCCh entrega al mercado un grado de información similar al que tiene el Consejo al momento de tomar su decisión de política monetaria y pone a su disposición la información estadística relevante que permite entender las decisiones de política.

Arbitraje. Operaciones simultáneas de compra y venta de distintos bienes o activos orientadas a obtener una ganancia neta debido a diferencias en sus precios. La presencia de arbitraje indica la existencia de un desequilibrio en el mercado de bienes o activos, y las operaciones asociadas al arbitraje contribuyen al restablecimiento de dicho equilibrio, eliminando las diferencias de precios.

Balance de riesgo. Corresponde a la evaluación de posibles escenarios alternativos al escenario central o más probable de proyecciones (considerado el más probable en el *Informe de Política Monetaria*) y sus efectos sobre la evolución del producto y la inflación. El análisis conjunto de las variadas fuentes de incertidumbre en la elaboración del escenario central de proyecciones configura un balance de riesgos que puede presentar un sesgo a la baja, al alza o balanceado sobre el crecimiento y la inflación, en comparación con el escenario central.

Balanza de pagos. Cuenta que registra todas las transacciones financieras y de bienes y servicios de los agentes económicos de un país con el exterior en un período determinado. Se compone de: Cuenta corriente, cuenta de capital y financiera, y errores y omisiones.

Base monetaria. Pasivo del Banco Central de Chile compuesto por billetes, monedas y cheques emitidos por este que se encuentran en libre circulación, más depósitos del sistema financiero en el Banco Central de Chile.

Bienes transables. Bienes y servicios que pueden ser comprados o vendidos en el exterior.

Bienes no transables. Bienes y servicios que no pueden ser comercializados internacionalmente y están, por tanto, destinados al gasto interno.

Brecha de actividad. Medida relevante para la medición de las presiones inflacionarias, y que constituye la diferencia entre el nivel actual de actividad y la capacidad productiva de la economía hoy para los sectores distintos de Minería (PIB no minero).

Ciclo económico. Trayectoria en el tiempo de la actividad económica, caracterizada por ciclos recurrentes pero no periódicos, cuyas fases son: cima o auge, desaceleración, recesión y recuperación.

Corto plazo. Período durante el cual los valores de las variables económicas, después de una perturbación, permanecen desviados de sus valores de largo plazo o de estado estacionario y continúan ajustándose.



Deflación. Disminución generalizada de los precios de bienes y servicios, reflejada en una inflación medida por un índice general de precios (como el IPC) menor a 0%.

Encaje. Disposición que exige a las instituciones financieras mantener inmovilizada cierta cantidad de dinero como proporción de sus depósitos, captaciones y obligaciones en moneda nacional y extranjera, ya sea en caja o en cuenta corriente en el Banco Central de Chile, a fin de asegurar la liquidez necesaria para el cumplimiento de sus compromisos financieros.

Escenario central. Corresponde a la proyección de corto y mediano plazo de las variables económicas externas e internas que el Consejo evalúa en cada IPoM para determinar la trayectoria de la TPM que es compatible con el logro de la meta de inflación de 3% a dos años plazo. Este escenario no considera una proyección única de la TPM, sino una orientación general de la política monetaria bajo la cual se logra el objetivo inflacionario.

Escenario de sensibilidad. Corresponde a desviaciones plausibles del escenario central, de probabilidad de ocurrencia similar y coherente con los rangos de crecimiento, pero donde la convergencia inflacionaria podría requerir una trayectoria de la TPM distinta a la del escenario central.

Escenario de riesgo. Corresponde a desviaciones significativas, y menos probables, del escenario central. En estos escenarios, el comportamiento de las principales variables macroeconómicas, y la orientación general de la política monetaria, puede ser sustancialmente distinta del escenario central.

Estacionalidad. Fluctuación periódica —y, por tanto, predecible— de una variable.

Estructura temporal de tasas de interés. Se refiere a la relación entre las tasas de interés de bonos (u otros activos financieros) a distintos plazos de vencimiento o madurez. La curva que describe la relación entre las tasas de interés de bonos cero cupón y los distintos plazos se conoce como la curva de rendimiento.

Flotación cambiaria. Régimen de política cambiaria en virtud del cual la paridad o el precio de la moneda de un país con respecto a las monedas extranjeras se determina libremente en el mercado cambiario, sin intervención sistemática de la autoridad fiscal o monetaria en dicho mercado.

Fondos prestables. Corresponde a la oferta de recursos disponibles para ser prestados.

Horizonte de política. Corresponde al período para el cual la autoridad monetaria orienta su instrumento de política para que la inflación retorne al valor de su meta. El Banco Central de Chile define su horizonte de política en torno a dos años.

Impuesto inflación. Impuesto implícito pagado por los agentes económicos al mantener dinero, cuyo valor real (en términos de bienes y servicios) se erosiona por la inflación.

Impulso monetario. Grado de expansividad o posición de la política monetaria en un momento determinado. Cuando la tasa de política monetaria se ubica por debajo de su nivel neutral, la

política monetaria tiene una orientación expansiva (contractiva en caso contrario). En equilibrio de largo plazo, cuando la brecha de producto es cero y la inflación alcanza su nivel meta, el impulso monetario es cero, reflejado en que la tasa de política monetaria alcanza su nivel neutral.

Indexación (o indización). Mecanismo de reajuste de precios de bienes y servicios, de salarios y de valores de activos basado en la variación de un índice específico, normalmente el índice de precios al consumidor o de un índice derivado de este, como la Unidad de Fomento.

Índice de Precios al Consumidor (IPC). Índice mensual que muestra la evolución del nivel general de precios a base del seguimiento del valor monetario de una canasta de productos representativa del consumo familiar, la cual se actualiza periódicamente a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF). El cálculo del IPC es de responsabilidad del Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

Inflación efectiva. Inflación observada en los datos y calculadas a partir del IPC.

Inflación subyacente. Inflación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), eliminando de la canasta los productos cuyos precios son más volátiles. Esta medida intenta capturar la tendencia de inflación.

Largo plazo. Período en el cual los valores de las variables económicas, después de una perturbación, han alcanzado sus valores estables o de estado estacionario.

Liquidez. Capacidad de pago de obligaciones en dinero en el corto plazo. Se relaciona con la tenencia de activos que pueden ser convertidos fácilmente en dinero sin causar mayor pérdida de su valor.

Operaciones de mercado abierto. Compra y venta de títulos públicos por parte del Banco Central, cuyo propósito principal es que la tasa interbancaria diaria se ubique en torno a la tasa de política monetaria.

PIB efectivo. Nivel de PIB observado en los datos y publicado por las Cuentas Nacionales del Banco Central de Chile.

PIB potencial. Nivel de PIB coherente con una inflación estable, y, por su naturaleza, relevante para el cálculo de la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo.

Política contracíclica (o anticíclica). Política fiscal o monetaria orientada a atenuar la intensidad del ciclo económico, contribuyendo a la estabilidad del producto y del empleo. La política monetaria del Banco Central de Chile tiene una orientación contracíclica, sujeta a la preservación de la estabilidad de precios.

Punto base (pb). Una centésima de punto porcentual. Por ejemplo, un alza de la tasa de interés de 6,00% a 6,01% constituye un aumento de un punto base.

Reserva técnica. Encaje por el total de depósitos que exceda de 2,5 veces su capital. Los bancos e instituciones financieras deben constituir la reserva con depósitos en el Banco Central o en documentos emitidos por el BCCh o la Tesorería General de la República.



Reservas internacionales. Activos líquidos en moneda extranjera que mantiene el Banco Central de Chile. Constituyen un instrumento de apoyo a la política monetaria y cambiaria en el cumplimiento del objetivo de velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Bajo el régimen de política de tipo de cambio flotante, su función principal es asegurar el acceso a liquidez en moneda extranjera para poder intervenir en el mercado cambiario en circunstancias excepcionales.

Rigideces nominales. Inflexibilidad de ciertos precios de bienes, servicios y salarios, por lo general a la baja, que dificulta la asignación eficiente de recursos en la economía.

Seguro de depósito. Seguro que cubre un porcentaje de los depósitos bancarios, con cierto tope, contra el riesgo de pérdida causada por insolvencia o iliquidez del banco receptor de depósitos.

Shock o perturbación. Cambio repentino e imprevisible de las condiciones de un determinado mercado o variable, interno o externo, y cuyos efectos se propagan al resto de la economía. Un *shock* puede tener consecuencias positivas o negativas sobre la economía.

Stock o acervo. Cantidad de cualquier activo monetario o financiero, bien, capital u otro bien acumulable, en un momento dado.

Tasa de interés neutral. Se define como aquella tasa que es coherente con un PIB en su nivel de equilibrio de largo plazo una vez que los efectos de los *shocks* transitorios en la economía se han disipado, y una inflación que se ubica en la meta de 3%. La tasa de interés neutral es uno de los parámetros estructurales que el Consejo utiliza para la evaluación del estado actual de la economía, sus perspectivas y la calibración de la política monetaria. La política monetaria se considera expansiva (contractiva) cuando la TPM efectiva es inferior (superior) a la tasa de interés neutral.

Tasa interbancaria. Tasa de interés que aplican los bancos en sus operaciones recíprocas de préstamos.

Unidad de Fomento (UF). Corresponde a uno de los sistemas de reajuste de las operaciones de crédito en moneda nacional autorizados por el Banco Central de Chile, según lo establecido por el artículo 35 de la Ley Orgánica. El valor de la UF se reajusta a partir del día diez de cada mes y hasta el día nueve del mes siguiente, en forma diaria, a la tasa promedio geométrica correspondiente a la variación que haya experimentado el Índice de Precios al Consumidor (IPC) que determina el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) o el organismo que lo reemplace, en el mes calendario inmediatamente anterior al período para el cual dicha unidad se calcule. Desde el año 1990, el Banco Central de Chile calcula el valor diario de la UF.

ABREVIACIONES

- BCCh:** Banco Central de Chile.
- CMF:** Comisión para el Mercado Financiero
- EEE:** Encuesta de expectativas económicas
- FMI:** Fondo Monetario Internacional
- IEF:** Informe de Estabilidad Financiera
- INE:** Instituto Nacional de Estadísticas
- IPC:** Índice de precios al consumidor
- IPoM:** Informe de Política Monetaria
- LOC:** Ley Orgánica Constitucional
- PDBC:** Pagarés Descontable del Banco Central
- RPM:** Reunión de Política Monetaria
- TCR:** Tipo de cambio real
- TPM:** Tasa de política monetaria

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de División de Asuntos Institucionales
FEBRERO 2020

ISBN: 956-7421-27-7

Registro de Propiedad Intelectual N° 160.055

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.º17.336 Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.

