

Banco Central de Chile

Implementación Operacional de la Política Monetaria

Objetivo

En este documento se describe la implementación operacional de la política monetaria y los principales instrumentos del Banco Central de Chile (BCCh).

Marco

El principal instrumento de la política monetaria en Chile lo constituye la Tasa de Política Monetaria (TPM), la que se revisa mensualmente por el Consejo del BCCh, en Reuniones de Política Monetaria (RPM). Mediante dicha tasa, el BCCh orienta a los agentes económicos respecto a las condiciones monetarias y financieras que considera adecuadas para lograr la meta de inflación definida por el Banco. El BCCh ajusta la TPM con el objeto de mantener la inflación la mayor parte del tiempo en 3%, con un desvío de +/- 1%, considerando un horizonte de política en torno a 2 años, siendo éste el principal objetivo del BCCh.

Además de lo señalado anteriormente, el BCCh debe velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos (artículo 3° de su Ley Orgánica Constitucional).

Por otra parte, un pilar fundamental del marco de la política monetaria es el régimen de flotación cambiaria, que permite una política monetaria independiente, que facilita la tarea de la política de tasas de interés para lograr el objetivo inflacionario.

Implementación Operacional de la política monetaria

La política monetaria se ejecuta mediante la proyección y administración de la oferta monetaria, ajustándola para satisfacer la demanda de reservas bancarias y de circulante (Base Monetaria). Lo anterior facilita que la tasa media del mercado de préstamos interbancarios a un día plazo, sea cercana a la TPM.

La tasa de préstamos interbancarios diaria constituye el objetivo operacional del BCCh. Dicha tasa corresponde al promedio ponderado diario de los préstamos *overnight* no colateralizados entre los bancos, que el BCCh calcula y publica diariamente.

La tasa de los préstamos interbancarios diarios debe fluctuar en torno a la TPM. De esa manera, el BCCh ancla operacionalmente la TPM y facilita, en base a dicha tasa de interés y su evolución esperada por el mercado, el mecanismo de transmisión hacia las tasas de interés pasivas y activas de los bancos, como las de los créditos hipotecarios, de los instrumentos de deuda (bonos y otros títulos de deuda); así como los efectos esperados en el tipo de cambio, y en los activos financieros de la economía.

Dicha transmisión de tasas y su efecto sobre el precio de los activos financieros, afecta el comportamiento de los agentes económicos, ajustando la demanda

agregada de la economía para que en el horizonte de política se tienda a cumplir la meta de inflación.

Instrumentos para la ejecución de la política monetaria.

Los instrumentos para implementar la política monetaria están diseñados para ser eficaces en la tarea encomendada y facilitar la eficiencia en la orientación de tasas a partir de la Tasa de los Préstamos Interbancarios diarios (TIB), primer eslabón del mecanismo de transmisión de tasas.

Operaciones de Mercado Abierto (OMA).

Es la principal modalidad del BCCh para ajustar la liquidez de la economía. Mediante estas operaciones el Banco puede efectuar ajustes estructurales o permanentes y también ajustes de corto plazo o transitorios de la liquidez¹.

Una primera OMA la constituyen las licitaciones periódica de Pagarés (títulos de deuda entre 1 y 12 meses plazo) y Bonos, denominados Cupos, que corresponde a la oferta de venta títulos de deuda por reservas bancarias. Mediante este mecanismo, el BCCh ajusta la oferta monetaria para satisfacer la demanda², compensando la emisión generada por los vencimientos de pagarés y bonos en el período de proyección de la liquidez. Dicho período corresponde a un mes y coincide con la medición del encaje exigido o reservas legales de los bancos³.

Los Cupos de Pagarés (PDBC) y Bonos permiten el ajuste agregado y permanente de la oferta de liquidez. Corresponde a la proyección inicial de la demanda de liquidez de los bancos y su satisfacción mediante la graduación de la emisión del BCCh para lograr el objetivo operacional del banco.

Adicionalmente, el BCCh dispone de otras OMA que son utilizadas para efectuar ajustes de corto plazo y transitorios de la liquidez. Estas OMA corresponden a las operaciones de compra de títulos de deuda elegibles por parte del BCCh, con pacto de retroventa al vencimiento de las operaciones de inyección de liquidez (REPO). Alternativamente, el Banco puede ofrecer Depósito de Liquidez (DL), permitiendo que los bancos con excedentes de fondos los depositen en el BCCh. Ambas operaciones se realizan ocasionalmente a plazos cortos, de 1 a 15 días, mediante operaciones por ventanilla y a la TPM vigente.

Otra OMA destinadas a modificar la liquidez de corto y mediano plazo son los *Swap* de monedas, donde se ofrecen contratos de compra y venta de moneda extranjera, *spot* y *forward*, a cambio de moneda doméstica. Mediante este instrumento el

¹ Por Liquidez se entenderá la inyección de reservas bancarias emitidas por el BCCh para sustentar un determinado nivel de demanda de reservas bancarias, depositadas en las cuentas corrientes de los bancos en el BCCh. Las reservas bancarias se utilizan para cumplir con la exigencia de reservas legales (encaje exigido), para atender la demanda de dinero de los bancos, las que se denominan Caja (billetes y monedas en sus bóvedas o en sus cajeros automáticos-ATM-), y la demanda de Circulante del público. En otras palabras, la emisión para sustentar Base Monetaria (BM=Circ.+ Dep. vista de bancos en BCCh + Caja).

² En Chile, debido a que gran parte de la emisión de Pagarés y Bonos son emitidos y colocados por el BCCh (en torno al 73% de la deuda pública interna a diciembre 2009), siempre en los períodos de proyección de la liquidez, el sistema bancario se encuentra con una posición larga en reservas bancarias, debido al vencimiento en dicho período, de Pagarés y Bonos colocados en períodos anteriores. Lo anterior obliga al BCCh a colocar nueva deuda (OMA contractivas) para ajustar la oferta a la demanda de reservas y lograr el objetivo operacional, que la TIB fluctúe en torno a la TPM.

En la mayoría de las economías de países desarrollados la situación es la inversa, el sistema bancario esta generalmente corto de liquidez y sus Banco Centrales deben permanentemente proporcionarla mediante OMA expansivas y préstamos de liquidez a los bancos.

³ Desde el día 9 del mes "t" hasta el día 8 del mes "t+1".

BCCh ha prestado dólares a plazos entre 30 a 180 días con el objeto de otorgar liquidez en divisas.

Los Swap también se pueden utilizar en la eventualidad de que la disponibilidad de colaterales elegibles para REPO sea insuficiente para la inyección deseada de liquidez por parte del BCCh, utilizando divisas como colateral mediante las operaciones Swap.

Finalmente, y de acuerdo al marco de políticas vigente, las operaciones de compra o venta de dólares realizadas en forma excepcional, tienen efectos en la liquidez y generalmente son esterilizadas⁴.

Estas operaciones no tienen por objetivo fijar un valor o rango del tipo de cambio, y el Banco, en forma transparente y con anticipación, anuncia sus razones, modalidades de operación, montos y el período en que se efectuarán, y si se llevará a cabo en el mercado spot o mediante instrumentos para cobertura cambiaria.

Facilidades Permanentes de Liquidez y de Depósito.

Existen dos modalidades de Facilidades Permanentes, tanto para inyectar como para drenar reservas bancarias. Las Facilidades Permanentes están siempre disponibles al final de cada día, en condiciones financieras determinadas y los bancos las utilizan según sus necesidades. Las facilidades fijan una banda de contención para las fluctuaciones de la TIB (banda de +/- 25 puntos bases (pb) en torno a la TPM). La tasa de la Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) para prestar reservas, es 25 pb sobre la TPM, la tasa de la Facilidad Permanente de Depósito (FPD) para drenar reservas, es 25 pb bajo la TPM. Estas operaciones son *overnight*. Ambas Facilidades fijan un corredor para la TIB de 50 pb, cuyo centro es la TPM.

La FPL es un REPO *overnight* (compra de títulos de deuda con pacto de retroventa). Fija un techo pues corresponde a una ventanilla abierta ilimitada, cuya principal restricción es disponer de los colaterales elegibles para la mencionada operación. Lo anterior implica que cuando alguna empresa bancaria no dispone de colaterales suficientes y tiene líneas limitadas para operar en el mercado interbancario, eventualmente se pueden realizar operaciones interbancarias por encima de la tasa de la FPL (TPM+25 pb), situación que se produce en escasas oportunidades.

La FPD fija el piso de la banda, pues también es una ventanilla abierta ilimitada. Son depósitos *overnight*, que sólo en situaciones especiales, se puede transar bajo la tasa de la FPD (TPM-25 pb)⁵.

El "corredor" para la fluctuación de la tasa de los préstamos interbancarios, determinado por la FPL (techo) y la FPD (piso), facilita que la tasa interbancaria tienda a converger con la TPM.

Reservas legales

Este requerimiento legal no se utiliza como instrumento monetario para modificar la liquidez. En efecto, las tasas de encaje se han mantenido casi sin variación desde 1980⁶.

⁴ Si se compra dólares *spot*, los pesos inyectados se drenan colocando Bonos y PDBC o abriendo la ventanilla de DL y mediante la Facilidad Permanente de Depósito (FPD). Si se vende dólares, la contracción de pesos se esteriliza efectuando operaciones inversas a las señaladas precedentemente. Ver "La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación", BCCh enero de 2007, recuadro N° 4 Tipos de intervención en el mercado cambiario.

⁵ Por errores en la operación de un banco o por límite máximo de operación que algunas sucursales de bancos extranjeros tiene con el BCCh, restricción impuesta por sus oficinas matrices.

Los requisitos de reservas afectan la oferta de dinero ocasionando que su multiplicador cambie. Una disminución del encaje exigido aumenta el monto de depósitos que pueden ser sustentados por un determinado nivel de Base Monetaria y tenderá a producir un aumento de éstos. Ello aumenta la oferta monetaria y tiende a disminuir la tasa interbancaria (TIB).

Al no utilizar este instrumento para modificar el nivel de la liquidez, el BCCh privilegia la transparencia, de manera que la banca disponga en forma conocida e invariable, este elemento de su estructura de costo para la intermediación financiera. La modificación de las reservas se efectúa con instrumentos indirectos, más eficientes y con orientación de mercado, como son las OMA. El objetivo del encaje para el BCCh es principalmente señoreaje⁷.

Finalmente, debe mencionarse que el BCCh remunera el encaje exigido sobre los depósitos a plazo mayores de 30 días, con la mitad de la variación del IPC mensual de dos meses previos.

En Anexo N° 1 se adjunta un cuadro resumido de los instrumentos operacionales de la política monetaria.

Medidas monetarias y financieras realizadas durante la última crisis (2007 a 2009).

El BCCh enmarcado en su objetivo principal de mantener la inflación en torno a 3% la mayor parte del tiempo y cautelar el buen funcionamiento de los pagos internos y externos, adoptó medidas para enfrentar la crisis financiera global y mitigar los impactos internos de dicha situación.

En abril 2008, se adoptaron medidas preventivas debido a la incertidumbre sobre la magnitud, persistencia e impacto interno de la crisis internacional. Esto aumentó el riesgo de que se produjeran alteraciones severas en los mercados internacionales, con consecuencias negativas sobre las condiciones financieras que enfrenta la economía chilena.⁸

Como consecuencia de esta situación, el BCCh anunció un programa de compra de dólares para incrementar las reservas internacionales y fortalecer la posición de liquidez internacional de la economía chilena. Ello permitiría enfrentar de mejor forma la eventualidad de un deterioro adicional del entorno externo.

Lo anterior se justificó principalmente por la elevada incertidumbre respecto a la evolución de los mercados financieros internacionales.

La agudización de la crisis, a mediados de septiembre de 2008, tuvo severos impactos en los mercados monetarios, financieros, de capital y cambiarios. El BCCh actuó otorgando toda la liquidez requerida en moneda nacional y proveyendo fondos en moneda extranjera, para dar fluidez a la intermediación financiera

⁶ En 1994 se realizó un ajuste técnico en las tasas de encaje, que a esa fecha eran de 10%, para los depósitos a la vista y 4% para los depósitos a plazo y se exigía solo para los días hábiles. Lo anterior, hacía caer los días viernes la TIB a un tercio de su nivel habitual, pues el costo de fondos era por tres días y sólo servía para constituir encaje por un día. A partir de esa fecha, se modificó la norma y se obligó a constituir encaje por días corridos. El mayor costo de exigir encaje por días corridos, se compensó mediante la disminución de las tasas de encaje a 9% y 3,6% para los depósitos vista y a plazo respectivamente.

⁷ Ingreso que recibe el BCCh mediante la emisión de dinero. El BCCh dispone de este pasivo (Base Monetaria) que demandan los bancos y personas, y por el cual no tiene que pagar intereses.

⁸ Comunicado de Prensa del BCCh, el 10 de abril de 2008.

amenazada por los incrementos de riesgos percibidos por los agentes financieros. Junto a lo anterior, se detuvo el programa de compra de dólares iniciado en abril de ese año.

Durante el 2009 se enfrentó un mayor impacto interno de la situación financiera global, lo que implicó que el BCCh, en el marco de su meta inflacionaria, incrementó significativamente el impulso monetario, bajando la Tasa de Política Monetaria (TPM) desde 8,25% a 0,50% en muy pocos meses.

La disminución de la TPM culminó a comienzos de julio de 2009, con un nivel de 0,50% anual, definida por el BCCh como mínima, y adoptó medidas complementarias para reforzar el impulso monetario, que no podía incrementarse mediante disminuciones de tasas. La principal medida no convencional fue la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para empresas bancarias, la cual otorgó liquidez a 90 y 180 días, a una tasa fija para todo el período de la operación de 0,50%, igual a la de la TPM vigente. Esta medida facilitaría la convergencia de los precios de los activos financieros con la trayectoria de la política monetaria.

La FLAP fue el principal instrumento no convencional, vinculado a la TPM y administrado por el Consejo en las reuniones mensuales de política monetaria (RPM).

Junto a lo anterior y en forma previa, se tomaron medidas especiales como: 1) aceptación de Depósitos a Plazo emitidos por banco como colaterales para operaciones de crédito del BCCh, 2) ampliación de plazos de las operaciones de crédito, 3) flexibilización para constituir el encaje en moneda extranjera, 4) ampliación de participantes en las subastas de títulos de deuda emitidos por el BCCh (Corredores de Bolsa y Agentes de Valores), 4) línea de crédito con garantía prendaria (LCGP), que permitió al BCCh realizar sus operaciones monetarias con Bonos emitidos por el Fisco.

En noviembre de 2009, el BCCh anunció que a contar de mediados de diciembre del mismo año, se disminuiría en forma mensual en 30 días, los plazos de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP). Mediante esta reducción gradual en sus plazos, el acceso a la FLAP se extinguirá en mayo de 2010.

ANEXO N° 1

INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA							
Tipo de Operaciones	Función	Impacto Monetario	Modalidad Operación	Modalidad adjudicación	Plazo Operación	Exigencia Colaterales	Liquidación
1.- Operaciones de Mercado Abierto							
Ventas de Pagarés	Adm Res Banc	-	L o V_1/	Holandés	1 día a 5 años		t+1
Ventas de Bonos	Adm Res Banc	-	L o V	Holandés	>= 1 año		t+1
Compras de Pagarés y Bonos	Adm Res Banc	-	L o V	Inglés			t+1
REPO	Ajust Desv TIB	+	V o L	Holandés/Inglés	>= 1 día	Si	t
DL	Ajust Desv TIB	-	V o L	Holandés/Inglés	>= 1 día		t
SWAP	Adm Res Banc	.+/-	L o V	Inglés	<= 365 días		
Línea de Crédito con Garantía Prendaria (LCGP)	Adm Res Banc	+	V	Determinado por el GDOF 3/	Determinado por el GDOF	Si _2/	t
2.- Facilidades Permanentes							
FPL	Corredor TIB	+	V	Solicitud banco	1 día	Si	t
FPD	Corredor TIB	-	V	Solicitud banco	1 día		t
3.- Reservas Legales							
	Señoreaje	.+/-	Fijas	9% Vistas, 3.6% Plazo	Per. Med. Enc. 1 mes		
4.- Operaciones Especiales							
a) Operaciones de cambios							
Compras de US\$	Proveer \$ contra US\$	+	L	Inglés			t+1
Ventas de US\$	Proveer US\$ contra \$	-	L	Inglés			t+1
b) Facilidad de Liquidez Intradía (FLI)							
	Facilitar Func LBTR	0	V	Solicitud banco	Intradía	Si	t
FLAP	Señal Pol. Mon.	+	V	Ofrece BCCh	90 a 180 días	Si	t

_1/ L = Licitación; V = Ventanilla

_2/ Se acepta como garantía los Bonos emitidos por la Tesorería General de la República, además de los otros títulos de deuda elegibles.

_3/ Gerente de División Operaciones Financieras

GLOSARIO

BCCh: Banco Central de Chile
 BM: Base Monetaria
 DL: Depósito de Liquidez
 FLAP: Facilidad de Liquidez a Plazo
 FPD: Facilidad Permanente de Depósito
 FPL: Facilidad Permanente de Liquidez
 LCGP: Línea Crédito con Garantía Prendaria.
 OMA: Operaciones de Mercado Abierto
 Pb: puntos bases (1 pb = 0,01%)
 PDBC: Pagarés Descontables del Banco Central de Chile
 REPO: Compras de títulos de créditos con pacto de retroventa
 RPM: Reunión de Política Monetaria
 SWAP: Intercambio transitorio de divisas por moneda nacional
 TIB: Tasa de Préstamos Interbancarios Diarios
 TPM: Tasa de Política Monetaria