

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



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

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



BANCO CENTRAL  
DE CHILE



## 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 flexible. Este marco de política monetaria tiene algunas ventajas sobre esquemas alternativos, y 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 de los comunicados y minutas de las reuniones de política monetaria. Este documento sigue avanzando en esa dirección.

El texto presenta el marco institucional en que se desenvuelve la política monetaria, la visión del Consejo del Banco 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. Después de más de siete años de aplicación integral de este marco de política, el Consejo ha estimado apropiado entregar estas reflexiones, con el fin de facilitar la comprensión por parte de la sociedad y los agentes económicos de la racionalidad de las decisiones de política monetaria.

Los contenidos del documento reflejan la visión que tiene el BCCh del funcionamiento de la política monetaria. Es fruto de la experiencia acumulada por años y, en particular, desde que se adoptó cabalmente el marco de metas de inflación a fines de la década pasada, de los desarrollos institucionales que se han implementado en otros ámbitos de la política económica y de las lecciones que ha dejado la experiencia de otros países. Con todo, como lo indica la historia económica, la formulación de la política monetaria está siempre sujeta a perfeccionamientos en la medida que se reúna un mayor conocimiento. Sin duda, la política monetaria del BCCh también será objeto de cambios futuros en la medida que esto suceda.

El presente documento reemplaza el documento *Política Monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y Transmisión*, publicado por el Banco en mayo del año 2000.

Enero, 2007



## 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 flexible. El desarrollo de esta concepción de la política monetaria requiere de un alto grado de transparencia y comunicación de las políticas y 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 significa evitar que su valor se deteriore como resultado de la inflación de precios. Esto se consigue en la medida que se mantenga la estabilidad de precios, lo que se debe reflejar en una inflación baja, estable y sostenible en el tiempo. A su vez, el normal funcionamiento de los pagos implica preservar las funciones primordiales de intermediación del crédito y del ahorro, la provisión de los servicios de pago y el logro de una adecuada asignación de riesgos por parte de los mercados financieros.

Para el cumplimiento de sus objetivos, la ley confiere al BCCh una serie de facultades, entre ellas el empleo de los instrumentos de la política monetaria y la 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 el primero de los cuatro pilares de la institucionalidad macroeconómica y financiera de Chile, en los cuales se sustenta el marco de la política monetaria. El segundo es la aplicación de una política fiscal responsable y predecible. El tercero es un marco de regulación y supervisión del sistema financiero, para asegurar que este se desarrolle con altos estándares de gestión y solvencia. La integración comercial y financiera con el resto del mundo es el cuarto pilar.

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, uno a la vez, cada dos años, por el Presidente de la República previa aprobación por parte del Senado, para ejercer por períodos de diez años. El Presidente del Consejo es elegido por el Presidente de la República entre los Consejeros y ocupa el cargo por cinco años o el período que le reste, si este es menor.

La ley incluye diversos mecanismos para que haya 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 del BCCh 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 ella (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 incorpora el compromiso de utilizar los instrumentos para que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3%, con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual. Este compromiso orienta las expectativas de los agentes económicos y transforma el centro de la meta 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. Sin embargo, condicional a alcanzar una inflación cercana a la meta en un horizonte de mediano plazo, la política monetaria tiene un carácter contracíclico, lo que contribuye a reducir la volatilidad de la inflación y del producto. En otros términos, que haya una meta de inflación no significa que se ignoren sus efectos de corto y mediano plazo sobre la actividad económica.

La meta de inflación se define para la variación anual en 12 meses del Índice de Precios del Consumidor (IPC), elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), un indicador que tiene gran representatividad y confianza. El BCCh ha fijado el centro del rango de la meta de inflación en 3% anual. Esto significa que la política monetaria se orienta a que la variación promedio y esperada del IPC sea cercana a 3% anual. La elección de este valor cuantitativo está basada en una evaluación de las ventajas y desventajas que tendría una inflación diferente en la economía chilena.

La amplitud del rango meta está fijada en más/menos un punto porcentual. Este rango comunica tres aspectos: la tolerancia de desviaciones transitorias de la inflación efectiva respecto de 3%, la preocupación simétrica respecto de desviaciones por encima y por debajo de la meta, y el nivel de variabilidad normal esperable de la inflación en el ciclo económico.

El 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. Este horizonte constituye el período máximo en el cual el BCCh habitualmente intenta que la inflación retorne hacia 3%. Da cuenta del rezago promedio entre cambios en el instrumento de política y sus efectos sobre la actividad y los precios, y acomoda la preocupación por la volatilidad del producto y de otras variables y la presencia de movimientos pasajeros o por una sola vez en algunos componentes del IPC. Proyecciones a otros plazos también influyen en las decisiones porque su análisis contribuye a evaluar la sostenibilidad del control inflacionario.

La aplicación de un régimen de flotación cambiaria permite implementar una política monetaria independiente, es decir, con una orientación que puede diferir de la de las principales economías, facilita el ajuste de la economía a *shocks* reales, ayuda a prevenir desalineamientos pronunciados en el tipo de cambio y ataques especulativos contra la moneda.

Bajo el esquema de flotación, el BCCh se reserva la opción de intervenir en el mercado cambiario —a través de operaciones cambiarias y/o proveyendo instrumentos para la cobertura cambiaria— en circunstancias excepcionales de depreciación o apreciación excesiva del tipo de cambio, que pueden tener efectos negativos sobre la economía. 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 monitorea regularmente.

## **Conducción de la política monetaria**

Las decisiones de política monetaria son tomadas por el Consejo del BCCh en la reunión de política monetaria (RPM), habitualmente mensual y anunciada seis meses antes, aunque también puede haber reuniones extraordinarias. En esa reunión 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.

En cada reunión de política monetaria se reseñan las principales novedades en la economía mundial y chilena desde la última reunión, se analizan los efectos que estas pueden tener sobre la proyección de la inflación y se evalúan alternativas de política. Después, en una votación fundamentada, el Consejo del Banco decide el curso de acción. Al finalizar se prepara el comunicado oficial del Consejo que resume la decisión y sus principales consideraciones.

Existen dos razones principales para modificar la tasa de política monetaria en un momento determinado. En primer lugar, es deseable cambiarla cuando, en el escenario más probable, las proyecciones de inflación se alejan de la meta de modo persistente. Los hechos ocurridos desde la reunión previa por lo general modifican la trayectoria futura de la inflación, lo que puede hacer conveniente ajustar la política monetaria. La modificación debe ser de tal naturaleza que posteriormente la nueva trayectoria de inflación esperada converja hacia el centro del rango meta en el horizonte de política.

En segundo término, incluso no existiendo novedades desde la reunión previa, puede ser deseable modificar la tasa de política monetaria para validar una trayectoria esperada del impulso monetario supuesto en las proyecciones. Considerando que la inflación futura esperada depende de las tasas de interés de política futuras esperadas por los agentes económicos, que son preferibles ajustes graduales y que el horizonte de política se mueve en el tiempo, es posible que el mero transcurso del tiempo determine la conveniencia de un cambio en la tasa de política monetaria.

La forma e intensidad con que el BCCh responde a las novedades importantes para la toma de decisiones pueden verse afectadas en caso de que existan riesgos especialmente significativos. Sin ser los escenarios de mayor probabilidad de ocurrencia, estos pueden ocurrir, por lo que, debido a sus eventuales consecuencias, ameritan una evaluación particular.

### **Implementación de la política monetaria**

El BCCh ejecuta su política monetaria influyendo en la tasa de interés interbancaria diaria, esto es, aquella tasa a la cual los bancos se otorgan créditos entre sí de un día a otro (*overnight*). 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 tasa de política monetaria corresponde al objetivo de tasa interbancaria que el BCCh quiere implementar.

La base monetaria corresponde a los billetes y monedas emitidos por el BCCh y a los depósitos que mantienen los bancos en el Instituto Emisor. 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 BCCh 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 línea de crédito de liquidez y el depósito de liquidez. 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, a la tasa de política monetaria menos 25 pb. Estas dos tasas establecen una banda simétrica de estabilización automática de más/menos 25 pb respecto de la tasa de política monetaria, dentro de la que se sitúa la tasa de los préstamos interbancarios.

## Transparencia y comunicación

La necesidad de transparencia y comunicación de los bancos centrales se origina en dos principios: la responsabilidad y la efectividad. La transparencia es una consecuencia implícita de la autonomía de un banco central, porque la acción misma de informar al público precisa de la transparencia como método. La LOC del BCCh establece instancias de transparencia, como los informes que el Banco presenta al Senado de la República (artículos 4° y 80°).

Para que la política monetaria influya en la trayectoria de la inflación y la actividad, debe ser bien comprendida por los agentes económicos. La mayoría de los efectos de la política monetaria sobre la economía (su transmisión) se origina en la percepción que tienen los agentes sobre el rumbo futuro más probable que tendrá. Por tanto, es fundamental una adecuada comprensión del eventual curso que siga la política monetaria y de cómo se ajustaría en respuesta a nuevos antecedentes, para que tenga la influencia deseada.

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 la transparencia por el BCCh.

En segundo lugar está el tema de transparencia en la formulación e información de las decisiones de política monetaria. Las decisiones de política se informan al público inmediatamente luego de finalizada la reunión de política monetaria 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 (IPOM)*, 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 presentaciones que realizan el Presidente, los otros miembros del Consejo del BCCh y sus ejecutivos, la presentación del *IPOM* ante la Comisión de Hacienda del Senado o la sala del Senado Pleno, según sea el caso, y las presentaciones en los Encuentros del Banco Central con Regiones.

Finalmente se encuentra la disponibilidad de información de política monetaria, la cual involucra la divulgación de estadísticas económicas, del balance del BCCh y de las fechas de las reuniones de política, todo con calendarios y periodicidad preanunciados.

# Índice

Prefacio	3
Resumen ejecutivo	5
1. Introducción	11
2. Marco institucional	12
2.1 Institucionalidad macroeconómica y financiera en Chile	12
2.2 Política monetaria y estabilidad financiera	14
2.3 Coordinación entre las políticas monetaria y fiscal	15
3. El marco de política monetaria	15
3.1 El esquema de metas de inflación	15
3.2 Flexibilidad cambiaria e intervenciones	19
4. Conducción de la política monetaria	20
4.1 Elaboración de proyecciones	20
4.2 Toma de decisiones	23
4.3 Racionalidad de los cambios en la tasa de política monetaria	24
4.4 Consideraciones de estabilidad y credibilidad	25
5. Implementación de la política monetaria	26
5.1 La estructura del mercado interbancario	26
5.2 Ejecución e instrumentos de la política monetaria en Chile	27
6. Transparencia y comunicación	29
6.1 Transparencia, responsabilidad y efectividad	29
6.2 Transparencia y comunicación en la práctica	30
7. Recapitulación	33
8. Glosario	34
Índice de recuadros	
1: ¿Por qué buscar la estabilidad de precios?	12
2: Marco legal del Banco Central de Chile	13
3: Evolución de los esquemas monetarios basados en metas de inflación en Chile y otros países	15
4: Tipos de intervención en el mercado cambiario	19
5: Determinación de la inflación y los mecanismos de transmisión de la política monetaria	21
6: La reunión de política monetaria	23

Índice de gráficos, diagramas y cuadros

Gráfico 1: Meta de inflación y tasa de inflación en 12 meses (IPC) en Chile, 1990-2006	17
Gráfico 2: Esquema de funcionamiento del mercado interbancario	26
Gráfico 3: Tasa de política monetaria y tasa interbancaria, 2002-2006	29
Diagrama: Mecanismos de transmisión de la política monetaria	22
Cuadro: Publicaciones del Banco Central de Chile	33

## 1. Introducción

---

Tal como establece la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, los objetivos de esta Institución son “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 la inflación de precios. Desde el punto de vista operacional, esto se consigue en la medida en que se mantenga la estabilidad de precios, reflejada en una inflación baja, estable y sostenible en el tiempo. 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.

El foco central de la política monetaria en el objetivo de estabilidad de precios refleja el reconocimiento de su poder, pero también de sus límites respecto de su influencia en la economía. En el largo plazo, la política monetaria determina la inflación y otras variables nominales como los agregados monetarios, las tasas de interés nominales y el tipo de cambio nominal, pero a la vez es incapaz de influir sistemáticamente en las variables reales como el producto, el empleo y la inversión, y en los precios relativos como el tipo de cambio real, los salarios reales y las tasas de interés reales. La evidencia internacional y la experiencia histórica chilena demuestran que el principal aporte de la política monetaria al desarrollo del país es el logro sostenible de una tasa de inflación baja y estable. Esto permite moderar las expectativas de inflación y que la inflación sea predecible y no provoque distorsiones (recuadro 1).

Por el contrario, a plazos más breves la política monetaria sí influye en el valor de las variables reales y de los precios relativos, por lo que, con una conducción apropiada, puede contribuir a reducir la volatilidad del producto y del empleo ante distintos *shocks*. Tal capacidad de estabilización del ciclo económico transforma esta política en una poderosa herramienta de conducción macroeconómica. Al mismo tiempo, sin embargo, este mismo poder provoca que, frente a *shocks* de precios o perturbaciones en los mercados financieros, se enfrenten dilemas de corto plazo para la política monetaria, en particular entre la volatilidad de la inflación y de la actividad. Estas disyuntivas pueden ser más o menos severas, dependiendo del marco de política, de su credibilidad y de la estructura de la economía.

Considerando estos factores, así como la experiencia de Chile y de otros países, el BCCh conduce la política monetaria según un esquema basado en metas de inflación y flotación del tipo de cambio nominal. El objetivo explícito del BCCh es que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3%, con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual.

Este marco reconoce explícitamente los poderes y límites de la política monetaria. De aquí deriva su foco en la estabilidad de precios 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. 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. La política monetaria influye en distintas variables económicas con rezagos que son cambiantes, no mecánicos y conocidos de manera imperfecta. 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. 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. 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 eleva el bienestar de la población. Aunque muchas otras políticas también son fundamentales para lograr un buen desempeño económico, un ambiente de baja inflación es una condición necesaria y esencial para que las demás políticas concreten mejor sus respectivas contribuciones.

## 2. Marco institucional

### 2.1. Institucionalidad macroeconómica y financiera en Chile

Para ser más eficaces, las políticas monetaria y cambiaria requieren desenvolverse en una institucionalidad macroeconómica y financiera nacional que asegure un entorno económico estable. A su vez, la calidad y madurez de las instituciones y políticas que conforman esta institucionalidad son determinantes para lograr estabilidad macroeconómica.

La institucionalidad macroeconómica y financiera de Chile descansa sobre cuatro pilares fundamentales, en los cuales se erige el marco de la política monetaria: la autonomía del BCCh; una política fiscal responsable y predecible; un marco de regulación y supervisión del sistema financiero que promueve la aplicación de altos estándares de gestión y solvencia, y la integración comercial y financiera con el resto del mundo. A continuación se explican estos pilares:

- La autonomía del BCCh, el primer pilar, es un elemento esencial para la generación de condiciones que permitan una adecuada aplicación de la política monetaria. Esta autonomía ratifica ante los agentes económicos el reconocimiento de los límites de la política monetaria y el compromiso con la estabilidad de precios, lo que incrementa su credibilidad y efectividad (recuadro 2).
- El segundo pilar es la aplicación de una política fiscal responsable y predecible, que 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 frente a los agentes económicos internos y externos.
- El marco de regulación y supervisión del sistema financiero, el tercer pilar, se sustenta en un conjunto de estándares y normas prudenciales, concordantes con las recomendaciones internacionales, y en una supervisión por parte de entidades fiscalizadoras especializadas orientada hacia la gestión apropiada de las instituciones financieras. El BCCh participa en la formulación de las normas

financieras más directamente relacionadas con el mercado monetario y en otras donde la ley establece la concurrencia simultánea del BCCh y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) 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 cuarto pilar es la integración de la economía chilena a los mercados internacionales. 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. La integración al mundo ofrece numerosas ventajas, pero también expone a la economía nacional a *shocks* externos, que se originan tanto en los mercados financieros como en los de bienes. Para enfrentarlos y limitar sus efectos es necesario ajustar los precios relativos. La flexibilidad cambiaria desempeña un papel vital para alcanzar estos ajustes de precios de manera menos costosa y abre espacios para que la política monetaria los apoye desde su ámbito.

## Recuadro 2

### Marco legal del Banco Central de Chile

La Ley Orgánica Constitucional del BCCh (LOC), publicada en el *Diario Oficial* el 10 de octubre de 1989, dictada en cumplimiento de lo dispuesto en el actual artículo 108 de la Constitución Política de la República, transformó al Instituto Emisor en un "organismo autónomo, de rango constitucional, de carácter técnico, con personalidad jurídica, patrimonio propio y duración indefinida" (artículo 1°). Además, establece como objetivos de la autoridad monetaria "velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos" (artículo 3°).

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 es menor (artículo 8°). Con plena autonomía de gestión presupuestaria y de decisiones de política, el Consejo del BCCh 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" (artículos 4° y 6°). La autonomía del Banco se refuerza con la prohibición constitucional contenida en el artículo 109 de la Carta Fundamental, de otorgar créditos al sector público, salvo en caso de guerra exterior o peligro de ella, y se reglamenta en el artículo 27° de la LOC. Además, la Ley Orgánica 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°).

El libre movimiento de capitales desde y hacia Chile está establecido como la situación por defecto en la Ley Orgánica Constitucional del BCCh (artículo 39°).

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, del Ministro de Hacienda en las reuniones del Consejo del BCCh y en su derecho de declarar la suspensión transitoria (por 15 días) de la aplicación de un acuerdo del Consejo, salvo que la totalidad de los Consejeros insista en ella (artículo 19°). En el caso de una serie de restricciones a las operaciones de cambios internacionales que el BCCh puede imponer, el Ministro de Hacienda tiene derecho a veto, el cual no se aplica si la totalidad de los Consejeros vota favorablemente el acuerdo respectivo.

De acuerdo con la ley, el *Informe de Política Monetaria* de septiembre de cada año publica la evaluación del avance de las políticas y programas del año en curso así como un informe de aquellos propuestos para el año calendario siguiente (artículo 80°).

## 2.2. Política monetaria y estabilidad financiera

Como se ha señalado, uno de los objetivos del BCCh es velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, contribuyendo a la estabilidad financiera de la economía chilena. El sistema financiero cumple un papel central en la intermediación de recursos en una economía moderna, porque canaliza el ahorro desde los oferentes de capitales hacia los demandantes, tanto internos como externos, lo que facilita el intercambio de bienes y servicios y contribuye al crecimiento. La eficiencia del sistema financiero se relaciona con su capacidad de reducir las posibles distorsiones, como los problemas de información asimétrica, en las relaciones entre acreedores y deudores.

La estabilidad financiera depende del normal funcionamiento del sistema financiero, lo que implica prevenir las crisis financieras, y cuando estas se desencadenan, reducir sus efectos adversos o costos. El objetivo de la estabilidad financiera es disminuir la probabilidad de ocurrencia y el impacto negativo de estos episodios de crisis, debido a que no pueden ser descartados por completo, dada la naturaleza de los mercados financieros.

En esta materia, el BCCh comparte responsabilidades con los supervisores del sector financiero y, en particular, con la SBIF. Su preocupación se orienta, de preferencia, a la totalidad del sistema, mientras que la atención de los supervisores se dirige a cada una de las instituciones que lo conforman. A través del *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.

Las responsabilidades del BCCh sobre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera son interdependientes entre sí. Un sistema financiero débil puede dificultar la ejecución de la política monetaria y, por tanto, poner en riesgo la estabilidad de precios. Por lo tanto, la transmisión y la efectividad de la política monetaria dependen del buen funcionamiento del sistema financiero.

Con el fin de acotar los riesgos que amenazan la continuidad de los pagos internos y externos, el BCCh está dotado de diversas facultades: la potestad exclusiva para la emisión de la moneda de curso legal; la conducción de operaciones monetarias y cambiarias; la oferta de liquidez inmediata para los bancos; el servicio de prestamista de última instancia del sistema bancario, así como de primer financista del seguro de depósito —garantizando la liquidez de las obligaciones a la vista— y la definición de las normas cambiarias y de aquella parte de las normas financieras que le ha sido encomendada, incluyendo las regulaciones del sistema de pagos, en una atribución compartida con la SBIF. En el marco de la flotación cambiaria, la política de administración de la liquidez en moneda extranjera contribuye a que los pagos externos se cumplan con normalidad.

Los bancos centrales usan, en general, instrumentos distintos para resguardar la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Sin embargo, en determinadas circunstancias un banco central puede ajustar sus instrumentos de política monetaria como reacción a movimientos de precios en los mercados de activos o créditos. Esto podría ocurrir, por ejemplo, si se evaluara que una política monetaria proactiva pudiera influir en desequilibrios o burbujas en ciertos precios claves. Lo anterior podría justificarse si estos desequilibrios conllevaran el creciente riesgo de una fuerte corrección futura en los mercados y una eventual crisis sistémica ulterior, que amenazara el control de la inflación en torno a su meta. El diseño de una política monetaria orientada a alcanzar un objetivo inflacionario de manera sostenible y 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 debería alcanzar en el corto plazo a costa de exacerbar eventuales desequilibrios en la economía que terminarían atentando contra la estabilidad macroeconómica de largo plazo.

### 2.3. Coordinación entre las políticas monetaria y fiscal

Cuando un banco central es autónomo, existe la posibilidad de que difiera la posición cíclica de las políticas monetaria y fiscal. Por ejemplo, puede darse una situación en que la primera sea expansiva y la segunda contractiva, o viceversa. Esto puede originarse por discrepancias de diagnóstico, proyecciones macroeconómicas y/o de objetivos entre ambas autoridades. También puede surgir del reconocimiento de las diferencias relativas entre las capacidades y los rezagos de cada política para incidir sobre la inflación y la brecha del producto, o la intensidad de uso de los factores productivos.

Para potenciar la efectividad de ambas políticas, respetando la necesaria independencia entre las respectivas autoridades que las deciden, se requiere coordinación entre éstas. En Chile existe esta coordinación. 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 del BCCh (recuadro 2). En la práctica, se agrega un proceso de coordinación habitual entre las instituciones.

## 3. El marco de política monetaria

### 3.1. El 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 incorpora el compromiso explícito de la autoridad monetaria de utilizar los instrumentos que la ley le otorga y alcanzar la meta de que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% anual, con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual. Por lo tanto, la meta de inflación corresponde a la operacionalización del objetivo de estabilidad de precios. El compromiso con la meta de inflación 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 3).

#### Recuadro 3

##### Evolución de los esquemas monetarios basados en metas de inflación en Chile y otros países

Desde que Nueva Zelanda inició en 1989-1990 un régimen monetario basado en el compromiso de alcanzar una meta de inflación anunciada, este sistema ha sido adoptado por unos 25 países hasta el año 2006. El BCCh inició 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.

Muchos bancos centrales han elegido una meta explícita de inflación como ancla nominal de sus economías, más por descarte de alternativas que por la búsqueda de un instrumento óptimo.

Durante las décadas de los ochenta y noventa se generó una insatisfacción creciente de los bancos centrales con los dos esquemas tradicionales, basados en un objetivo cambiario (tipo de cambio controlado o fijo) o en un objetivo de crecimiento de un agregado monetario. Los regímenes basados en un ancla cambiaria con frecuencia terminan en crisis de balanza de pagos, mientras que los anclados al crecimiento de un agregado monetario frecuentemente tienen dificultades para controlar la inflación, debido a la inestabilidad de la demanda por el agregado correspondiente. Estos problemas, más la ventaja comunicacional y de compromiso de fijar una meta de inflación como el objetivo final de la política monetaria, alentaron la creciente aplicación de este nuevo esquema monetario en el mundo.

La experiencia internacional señala que el éxito de 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. 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. 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.

En el marco de metas de inflación, el objetivo primordial de la política monetaria es la estabilidad de precios. Sin embargo, como se señaló, también contribuye a la estabilización de la actividad económica y del empleo e, igualmente, a la reducción de la brecha entre el producto efectivo y el producto de pleno empleo, a condición de alcanzar una inflación cercana a la meta en un horizonte de mediano plazo. Siendo la posición cíclica un determinante de la inflación en el corto y mediano plazo, bajo condiciones de credibilidad, la política monetaria tiene por naturaleza un comportamiento contracíclico en el sistema de metas de inflación. De esta manera, la política monetaria contribuye a reducir la volatilidad de la inflación y del producto.

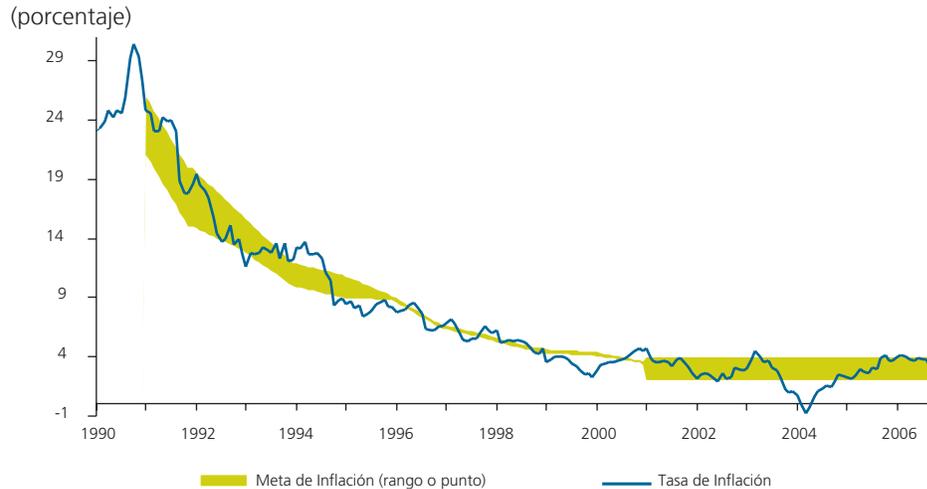
Los parámetros que definen el régimen monetario basado en metas de inflación que se aplica en Chile son los siguientes: (i) el índice de precios para el cual se define la meta; (ii) el valor escogido para el centro del rango meta; (iii) la amplitud del rango meta; (iv) el horizonte de política, y (v) 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 en 12 meses 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 promedio 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. Esto otorga gran representatividad y confianza al IPC. Su desventaja, como indicador de presiones inflacionarias de mediano plazo, es que incluye precios muy variables de bienes como 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. Estos se basan en canastas que excluyen aquellos bienes y servicios con precios más volátiles. Por lo tanto, los indicadores de inflación subyacente 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. 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 centro del rango de la meta de inflación está fijado en 3% anual. Ello significa que la política monetaria se orienta a que la economía chilena tenga una variación promedio y una variación esperada del IPC cercana a 3% anual. El BCCh eligió este valor cuantitativo porque una tasa de inflación superior difícilmente sería considerada como reflejo de estabilidad de precios y acercaría el país a un nivel inflacionario que podría dañar el crecimiento económico y el bienestar de la población.

**Gráfico 1: Meta de inflación y tasa de inflación en 12 meses (IPC) en Chile, 1990-2006**



Fuente: Banco Central de Chile.

Una tasa de inflación por debajo de 3% también tiene costos, debido a tres factores:

- 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.
- La variación del IPC en Chile (y en otros países) sobrestima la real inflación al consumidor. El cálculo de este índice 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.
- 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 (determinante para 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. Así ocurrió, por ejemplo, con las políticas de los bancos centrales de muchos países durante la Gran Depresión de los años treinta y la experiencia reciente del Banco Central de Japón.

(iii) Con la amplitud del rango meta (fijada en más/menos un punto porcentual), el tercer parámetro del régimen monetario, el BCCh comunica tres aspectos al público:

- Primero, que el Banco 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. El compromiso de que la inflación esté la mayor

parte del tiempo dentro del rango indica que es posible enfrentar circunstancialmente desviaciones mayores, siempre que se mantengan acotadas y que con razonable seguridad pueda esperarse que en un lapso prudente la inflación retornará a 3%.

- Segundo, 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 del BCCh será discretamente más intensa.

(iv) 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 habitualmente intenta que la inflación retorne a 3%.

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

Debido a tres factores, el BCCh orienta su política presente a un objetivo de inflación futura. En primer lugar, porque los cambios en su política monetaria provocan efectos en el nivel de actividad y los precios, pero con rezagos. La evidencia empírica señala que son necesarios de dos a cinco trimestres para que en Chile la respuesta a un cambio en la política monetaria logre su efecto más intenso sobre la demanda y la producción, y de cuatro a ocho trimestres para que este cambio tenga su efecto más intenso sobre la tasa de inflación. En segundo término, por las desventajas de imprimir una mayor volatilidad a las tasas de interés, actividad, empleo y otras variables, que se produciría en caso de tener un horizonte más corto. Por último, porque existen movimientos pasajeros en algunos precios del IPC que no deberían ser objeto de neutralización por parte de la política monetaria.

Dado que la inflación futura no se conoce, debe proyectarse para el horizonte de política. Desde la publicación de este documento, el BCCh ha definido este horizonte como el período en torno a dos años, considerando los rezagos observados en la economía chilena y el interés del Banco en limitar la volatilidad del producto y del desempleo (desde septiembre de 1999 hasta el momento de esta publicación el horizonte de política monetaria era de 12 a 24 meses).

En rigor, el tiempo más adecuado para que la inflación regrese al centro del rango meta depende de los *shocks* que se enfrenten. A menudo es posible que la inflación retorne a 3% antes de dos años. El horizonte comunica el período habitualmente máximo. Utilizar 3% anual como objetivo para la inflación proyectada permite maximizar las posibilidades de que esta se ubique dentro del rango en el período de dos años y así entregar a la economía un ancla nominal efectiva.

En las decisiones de política monetaria también se analizan la inflación presente y las proyecciones de inflación a otros horizontes. La evaluación a otros horizontes del probable curso futuro de la inflación ayuda a evaluar la sostenibilidad del control inflacionario. Además, la inflación presente es relevante en la medida en que incide en la inflación esperada. En otros países, la focalización en las proyecciones de inflación futura ha llevado a red denominar este régimen como “sistema de meta de proyección de inflación”.

### 3.2. Flexibilidad cambiaria e intervenciones

El BCCh aplica un régimen de flotación cambiaria, en que el tipo de cambio es determinado por el mercado, de acuerdo con la oferta y demanda de divisas. Este régimen permite 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 flexible son facilitar el ajuste de la economía ante *shocks* reales; prevenir desalineamientos pronunciados en el tipo de cambio (alzas o caídas desmedidas); evitar un ajuste más costoso en términos de variabilidad del producto, y, en principio, atenuar los movimientos de capitales especulativos. El desarrollo del sistema financiero local y la credibilidad de la política monetaria antiinflacionaria permiten que la autoridad monetaria use sus instrumentos de política de modo flexible e independiente para responder a los *shocks* que enfrenta la economía. Esto contribuye a acercar el nivel de producto a la capacidad productiva de la economía.

Por una parte, que haya credibilidad antiinflacionaria contribuye a impedir que variaciones en el tipo de cambio (apreciación o depreciación cambiaria) generen alteraciones importantes en las expectativas de inflación, facilitando el ajuste de la economía en un escenario de estabilidad de precios internos. Por otra, contar con un sistema financiero desarrollado y bien regulado permite evitar que las fluctuaciones del tipo de cambio tengan efectos desestabilizadores en la economía.

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 de cobertura cambiaria (recuadro 4). Una sobre-reacción de la paridad cambiaria se produce 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), aumentar la volatilidad en los mercados financieros o entregar señales equívocas de precios para la asignación eficiente de los recursos. El Consejo del BCCh puede intervenir en el mercado de divisas en estos episodios cambiarios excepcionales, en que el tipo de cambio experimenta una sobre-reacción con potenciales efectos adversos sobre la economía.

#### Recuadro 4

##### Tipos de intervención en el mercado cambiario

Existen dos tipos distintos de intervención cambiaria: esterilizada y no esterilizada. En la intervención esterilizada, un banco central, al comprar o vender activos externos, neutraliza el efecto de esta operación sobre la base monetaria mediante la compra y venta de bonos en moneda local. En la intervención no esterilizada, en cambio, compra o vende activos externos sin deshacer los efectos de estas acciones sobre la oferta de dinero. Por esta razón, una intervención no esterilizada se entiende como la suma de una intervención esterilizada y una operación monetaria de mercado abierto.

Las intervenciones cambiarias son, 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, afectando el premio por riesgo asignado a la posesión 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 foráneos y su retorno esperado.

En el canal de señal, el efecto de una intervención esterilizada ocurre cuando los agentes privados modifican sus expectativas respecto del 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 esta última 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 noviembre de 2006, el BCCh anunció su intención de intervenir en el mercado cambiario en dos oportunidades; la primera vez, en agosto de 2001, el Banco 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 entonces reflejaba movimientos de un mercado operando con poca liquidez y alta volatilidad y, en consecuencia, con algún grado de sobrereacción. La intervención efectiva contempló solo la emisión de deuda indexada al tipo de cambio por US\$1.500 millones.

Este modo de actuar en materia de intervención cambiaria es coherente con la política de transparencia del BCCh en sus operaciones.

De acuerdo 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. Por esta razón, el BCCh vigila tanto el nivel adecuado de reservas internacionales como su composición.

## 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 la trayectoria esperada de los precios. Debido al rezago con que se gestan las presiones inflacionarias en el actual entorno macroeconómico estable de Chile, es necesario evaluar la probable evolución futura del ciclo económico y de los principales determinantes de los costos, antes de 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 (recuadro 5).

## Recuadro 5

### 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 al desarrollo institucional y a la cantidad y calidad de los factores productivos, 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 cantidad de billetes y monedas que circulan no pueden determinar el crecimiento de una economía en el largo plazo.

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 a la meta y serán las expectativas sobre la evolución de las tasas de interés que los agentes deduzcan de los actos y palabras del BCCh las que determinen la inflación.

Un conjunto de razones explica que, en plazos más cortos, los cambios en los mercados frente a variaciones de las tasas de interés no se traduzcan inmediatamente en alzas o bajas de los precios y tengan, en cambio, 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 y no brusca ante cambios monetarios. Por esto se producen fluctuaciones en variables reales como el empleo y el uso de la capacidad instalada, desviándose de sus tendencias de largo plazo. A medida que transcurre el tiempo, estos movimientos terminan afectando la inflación. En cambio, 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, como los de bienes perecibles o combustibles, a través de mecanismos de indización de tarifas de servicios públicos y precios de los combustibles así como por la estacionalidad de algunos bienes y servicios. En plazos breves, de algunos meses, una buena parte de los vaivenes inflacionarios se explica 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 inflacionaria. 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 eficiente, 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 estos mecanismos de transmisión.

La política monetaria incide en la inflación en Chile a través de cinco ingredientes principales: su influencia en los precios de activos financieros; en el impacto de estos precios en las decisiones de gasto, producción y ocupación en la economía; su incidencia en la determinación de costos y márgenes; en la formación de expectativas de inflación futura, y en cómo estos factores afectan finalmente sobre la evolución de los precios.

Así, se espera que las modificaciones en el instrumento de política alteren el valor del tipo de cambio *spot*, incidiendo en el precio relativo de productos transables y no transables en los mercados internacionales, lo que a su vez afecta las decisiones de gasto o producción. 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 *passthrough*).

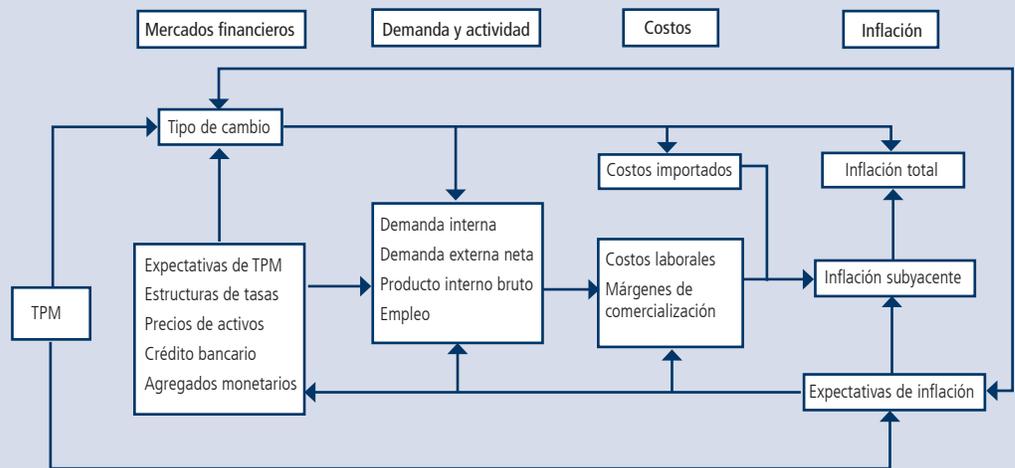
Los cambios en la tasa de política monetaria tienen incidencia directa y rápida en una serie de otros precios financieros como, por ejemplo, las tasas de captación de corto plazo del sistema financiero. Tales cambios tienen importantes efectos adicionales a través de las expectativas de evolución futura de la tasa de política monetaria, porque afectan las tasas de interés de más largo plazo, a las que hogares y empresas se endeudan para comprar bienes durables y viviendas, o invertir en plantas y equipos. 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, así como a modificaciones en las variables fundamentales que determinan el tipo de cambio real en el largo plazo. Según este concepto de arbitraje, las expectativas de apreciación o depreciación cambiaria deben compensar estas diferencias de tasas de interés. Los movimientos del tipo de cambio también inciden en la macroeconomía a través de efectos ingreso y riqueza en los balances de distintos agentes económicos.

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 tasa de política monetaria 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 firmas y los costos laborales, se modifican junto con las condiciones financieras en la economía. Sin embargo, este fenómeno no ocurre de modo instantáneo, porque muchas decisiones de gasto implican costos de ajuste. Por lo tanto, la transmisión de la política monetaria ocurre con rezagos, que en el caso de Chile se estiman entre dos a cinco trimestres sobre la demanda y la producción, y cuatro a ocho trimestres sobre la inflación. En el curso de algunos trimestres, las decisiones de política monetaria terminan reflejándose en cambios en la economía real. En la medida que los cambios de la demanda agregada persisten en el tiempo, los precios empiezan a ajustarse y finalmente la inflación se modifica (diagrama).

**Diagrama: Mecanismos de transmisión de la política monetaria**



Fuente: Banco Central de Chile. TPM: Tasa de política monetaria.

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 apoya 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. Este trabajo se enriquece con el intercambio activo de información con otros bancos centrales que también han adoptado un esquema de política monetaria de metas de inflación.

Adicionalmente a los supuestos relativos a la estructura de la economía, la construcción de estas proyecciones implica incorporar la determinación de la política monetaria futura. Como supuesto de trabajo habitual se utiliza una regla de política que vincula la tasa de política monetaria con la brecha entre la inflación proyectada y la meta de inflación, y la brecha de producto. Esta regla no busca reflejar literalmente la forma como el Consejo del BCCh fija la tasa de política monetaria, sino constituir una premisa analítica para que la proyección de inflación y crecimiento sea coherente con la neutralidad del dinero en el largo plazo.

#### 4.2. Toma de decisiones

La reunión de política monetaria es la instancia principal donde se toman las decisiones de política monetaria (recuadro 6). En cada reunión se analizan los hechos ocurridos desde la sesión previa, sus eventuales implicaciones en la proyección de la inflación en un horizonte en torno a dos años y se discuten alternativas de política. En períodos de preparación del *Informe de Política Monetaria (IPOM)*, tres veces al año, las reuniones también contemplan la revisión de las proyecciones de mediano plazo de inflación y crecimiento, entre otras variables.

Los acontecimientos ocurridos entre las reuniones se presentan en una minuta de antecedentes, que elabora la División de Estudios del BCCh. En ella se reseñan las principales novedades en la evolución del escenario internacional, mercados financieros internos, demanda agregada, sector externo de la economía, actividad y empleo, así como en materia de precios y costos.

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 central de proyección, a un plazo coherente con el horizonte de política monetaria. Los modelos permiten entender y cuantificar la forma más probable en que la economía, y en especial la inflación, responderán a distintas noticias y a los propios cambios en la política monetaria.

Después de que se discuten las opciones de política monetaria, el Consejo resuelve el curso de política. La reunión finaliza con la preparación del comunicado oficial del Consejo, que informa el acuerdo alcanzado y presenta los principales argumentos que lo justifican.

#### Recuadro 6

##### La Reunión de Política Monetaria

La política monetaria y, en consecuencia, el nivel de la tasa de política monetaria, se decide en la reunión de política monetaria. En ella participan los Consejeros del BCCh, el Ministro de Hacienda, el Gerente General y el Fiscal del Banco, así como el Ministro de Fe, un grupo de gerentes del Banco, un asesor del Ministro de Hacienda y otro personal del Banco. Tiene periodicidad mensual en fechas anunciadas al público con seis meses de anticipación, aunque el Presidente del Banco también puede convocar a reuniones extraordinarias fuera del calendario anunciado, lo que desde 1999 solo ha ocurrido en una ocasión, en agosto de 2000.

En esta reunión solo tienen derecho a voto los Consejeros del Banco. Al término de cada sesión se informa al público el acuerdo tomado en la sesión respectiva, mediante el comunicado oficial del Consejo, que explica y fundamenta la decisión. El reglamento del Consejo consigna los detalles de cómo se realiza esta reunión.

La reunión de política monetaria tiene cuatro partes. En la primera, la División de Estudios del Banco presenta en una minuta de antecedentes un análisis de las noticias económicas y financieras recientes, y una revisión de las perspectivas de corto y mediano plazo de las principales variables macroeconómicas, sobre la base de una actualización de la información distribuida a los participantes de la reunión con 48 horas de anticipación. Posteriormente se comentan y debaten sus alcances. En la segunda parte, la División de Estudios presenta las ventajas y desventajas de distintas opciones de política monetaria a considerar, las que son analizadas por los participantes (reducción, permanencia o aumento de la tasa de política monetaria, y en qué magnitud). 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.

Las decisiones de política monetaria son tomadas por votación simple de los Consejeros presentes en la reunión, teniendo el Presidente del Banco la facultad de dirimir en caso de empate. Tres semanas después de la reunión de política monetaria, los contenidos y fundamentos de la votación, así como también el voto de cada miembro del Consejo, quedan expresados en la minuta de la reunión de política monetaria que se publica también en el sitio web del BCCCh.

### 4.3. Racionalidad de los cambios en la tasa de política monetaria

Existen dos razones principales para modificar la tasa de política monetaria en un momento determinado: cuando las proyecciones de inflación no son coherentes con la meta y para validar una trayectoria esperada del grado de estímulo que provee la política monetaria, en línea con las proyecciones elaboradas con anterioridad y sobre las cuales no hay razones que justifiquen su modificación dada la nueva información.

Respecto de la primera razón, es deseable cambiar la tasa de política monetaria 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 por lo general modifican la trayectoria futura de la inflación y, por tanto, su proyección, e incluso podrían influir en la visión del Consejo sobre cómo funciona la economía; en particular, cómo se transmiten los distintos *shocks*.

Ante nuevas proyecciones puede ser necesario ajustar la política monetaria, lo que modifica las proyecciones. 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 al centro del rango meta en el horizonte de política.

En cuanto a la segunda razón, aun en ausencia de novedades puede ser deseable modificar la tasa de política monetaria para validar una cierta trayectoria esperada del impulso monetario que se supuso en las proyecciones. Como la inflación futura esperada depende de las tasas de interés de política monetaria futuras esperadas por los agentes económicos, a través de sus efectos en la estructura temporal de las tasas de interés y los precios de activos, para las proyecciones de inflación son relevantes tanto la tasa de política monetaria actual como la secuencia probable de tasas de interés futuras. Considerando

además, que son preferibles los ajustes graduales a los bruscos en la tasa de política monetaria y que el horizonte de política se va desplazando en el tiempo, porque siempre es en torno a dos años a contar del momento de la decisión de política, es posible que el mero transcurso del tiempo determine la conveniencia de un cambio en la política monetaria.

En principio, los efectos de un cambio de la tasa actual sobre las proyecciones en un horizonte determinado pueden alcanzarse con cambios posteriores en la tasa de política monetaria. Sin embargo, postergar cambios necesarios en la TPM normalmente requiere de acciones posteriores más agresivas, con la consiguiente volatilidad para los precios financieros, ya que existen consecuencias no lineales en relación con la política monetaria. Postergar ajustes hace necesario redistribuir un cambio en un período más breve y modifica la dosis necesaria para alcanzar los mismos objetivos.

#### **4.4. Consideraciones de estabilidad y credibilidad**

La manera e intensidad con que el BCCh responde a la acumulación de noticias relevantes para la toma de decisiones pueden verse afectadas si existen riesgos particularmente importantes. Se trata de escenarios de menor probabilidad de ocurrencia, pero cuyas consecuencias para la inflación y la actividad ameritan una evaluación especial. La evaluación juiciosa del conjunto de escenarios alternativos constituye el llamado balance de riesgos.

Al menos tres tipos de riesgo pueden justificar una acción de política preventiva cuyos movimientos de tasa sean menos graduales que los que se efectuarían en un escenario normal: los riesgos de deflación, de pérdida de credibilidad de la meta y de amenaza a la estabilidad financiera.

Si determinados *shocks* pueden conducir, con cierta probabilidad, a una deflación, se correría el riesgo de que la autoridad perdiera su capacidad de hacer política monetaria, porque la tasa de política monetaria no puede tener valores negativos, como se ha señalado. Para evitar que ocurra una situación de este tipo, el BCCh deberá ajustar la tasa de política monetaria con mayor intensidad de lo que habría sido necesario sin riesgo de deflación, con el fin de reducir las posibilidades de caer en la zona de inacción.

Un segundo escenario de riesgo se relaciona con la credibilidad de la meta de inflación. Bajo ciertas circunstancias, es posible que las expectativas privadas en distintos horizontes difieran sistemáticamente de la meta de inflación. 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 sus compromisos. En casos como estos puede surgir la necesidad de una acción de política más intensa para reafirmar el compromiso del BCCh con la meta inflacionaria.

Finalmente, si se generaran dinámicas capaces de amenazar la estabilidad financiera, sería posible que la trayectoria más adecuada de política fuese diferente de la que habría sido sin ese riesgo. Un caso particular al respecto son las implicancias de más largo plazo, por ejemplo a tres o cuatro años, de la evolución actual del crédito y los agregados monetarios.

Los elementos mencionados determinan cuál sería una secuencia adecuada para la tasa de política monetaria. Sin embargo, al establecerla se pueden generar efectos de segunda vuelta sobre las expectativas del sector privado y, en particular, sobre algunos precios financieros claves. Por ejemplo, la oportunidad de los cambios en la tasa de política monetaria contiene información relativa a probables ajustes futuros, lo que en todo caso es un “efecto señal” difícil de evaluar con las herramientas habituales. Esta consideración puede tener implicancias sobre la forma más adecuada de realizar los cambios de tasas o implementar cierta estrategia de política monetaria. No obstante, en la medida en que se tornan más transparentes el marco de política y el proceso de toma de decisiones por parte del BCCh, y considerando que casi toda la información que maneja el Banco es pública, este problema debería aminorarse. En circunstancias normales, los agentes privados pueden habitualmente predecir los cambios de política monetaria.

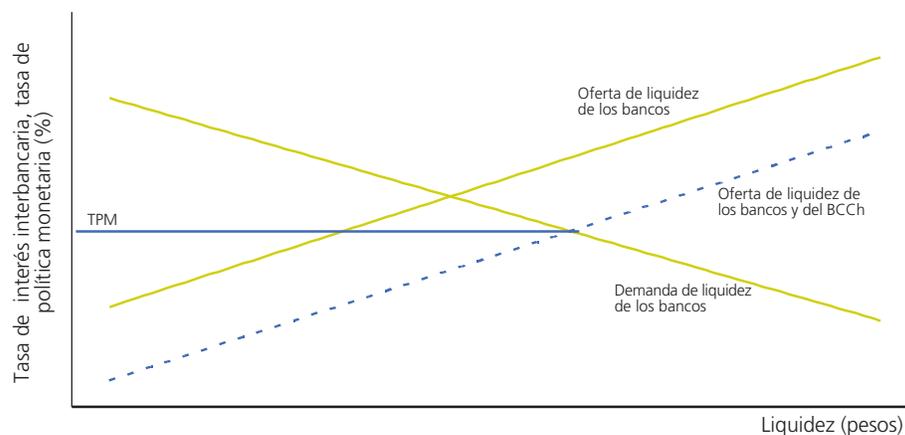
Para aumentar la efectividad de la política monetaria, y lograr una interpretación correcta de la racionalidad de sus movimientos, es importante que el mercado comprenda la forma de actuar del BCCh y que esta última sea sistemática. Así, los mercados financieros, los analistas y el propio Banco podrán interpretar las noticias económicas de manera similar, minimizando la confusión respecto del rumbo futuro de la política. Es deseable que las sorpresas de política sean la excepción más que la regla, de manera que el público pueda usar mejor la información disponible para anticipar el curso futuro más probable de la política monetaria y, así, aumentar la efectividad de esta.

## 5. Implementación de la política monetaria

### 5.1. La 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 de un día para otro (*overnight*). A partir de agosto de 2001 esta tasa se fija en referencia a un valor nominal fijo, mientras hasta entonces la tasa se fijaba 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). El BCCh operacionaliza su política monetaria influyendo en la oferta de fondos, para que la tasa de interés resultante se iguale a la tasa de política monetaria. Así, esta última corresponde al objetivo de tasa interbancaria que el Banco quiere alcanzar. Como se observa en el gráfico 2, 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 2: Esquema de funcionamiento del mercado interbancario**



Fuente: Banco Central de Chile.

La demanda por fondos 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. En la actualidad es de 3,6% para los depósitos a plazo y 9% para los depósitos a la vista. Su cálculo se realiza sobre una base 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 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 capital.

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 banco particular. Esto genera obligaciones entre los bancos, que son liquidadas a diario en el mercado interbancario, donde algunos bancos demandan y otros ofrecen liquidez.

La demanda por liquidez de los bancos tiene una relación inversa con la tasa de interés. Si esta es alta, los bancos tienen incentivos para reducir su liquidez. 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 aquellos bancos que observan una oportunidad de invertirlos en el mercado interbancario. Se suma la oferta neta de liquidez del BCCh, debido, por un lado, al vencimiento de bonos y pagarés emitidos por el propio Banco y, por otro, a la emisión de nueva deuda que realiza la institución.

Es a través del intercambio de liquidez por documentos de deuda —las operaciones de mercado abierto— como el BCCh puede controlar la disponibilidad de liquidez de la economía o base monetaria. Esta corresponde estrictamente a la suma de los billetes y monedas en circulación y los depósitos que tienen los bancos en el Instituto Emisor. La expansión de la base monetaria o aumento de la liquidez ocurre cuando el BCCh abona a dichas cuentas de los bancos. A la inversa, la base monetaria se contrae o se restringe la liquidez cuando las transacciones entre el BCCh y los bancos implican un cargo en estas cuentas, por ejemplo por una compra de documentos del BCCh por parte de los bancos comerciales.

## 5.2. Ejecución e instrumentos de la política monetaria en Chile

Debido a la variedad y volumen de los pasivos financieros del BCCh con el sector privado, es habitual que algunos estén cotidianamente venciendo. Esto constituye una inyección continua de nueva liquidez disponible en el mercado financiero. Desde el punto de vista del presente, esta oferta de liquidez está dada, porque refleja decisiones de emisión de deuda tomadas en el pasado. La nueva emisión de deuda permite drenar aquella liquidez que sea excesiva. En el último tiempo, el BCCh ha licitado pagarés descontables (PDBC) a 30 y 90 días, bonos en pesos (BCP) a dos, cinco y diez años, y bonos reajustables según la variación de la UF (BCU) a cinco y diez años. Existe un calendario de emisiones que contempla todo el año para los instrumentos de plazo mayor a un año.

En la práctica, el BCCh elabora cada mes un flujo de caja del 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 de base monetaria coherente con la tasa de política monetaria que se quiere aplicar, incluyendo, entre otros aspectos, factores estacionales. Aunque la política de deuda del BCCh, salvo situaciones excepcionales, es mantener su estructura y tamaño estable en el tiempo, la renovación y emisión de nueva deuda (pagarés y bonos) permite dosificar gradualmente la oferta neta de fondos en el mercado interbancario. La regulación 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 la liquidez con frecuencia mensual, coherente con el objetivo de que la tasa interbancaria se ubique en torno a la tasa de política monetaria.

Sin perjuicio de lo anterior, la demanda y oferta de liquidez pueden resultar a diario distintas de las proyectadas para una tasa de política monetaria determinada. Al igual que en otros países con mercados financieros desarrollados, en Chile existe una variedad de instrumentos a los que el BCCh puede

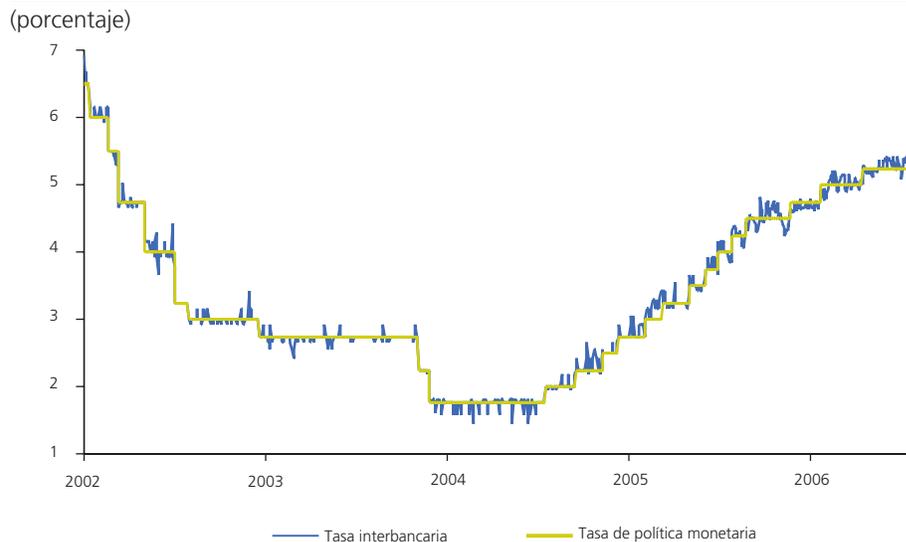
recurrir para acomodar con mayor rapidez la liquidez, con el fin de que la tasa de interés interbancaria observada sea cercana a la tasa objetivo. Las principales herramientas utilizadas, llamadas “facilidades”, son la línea de crédito de liquidez y el depósito de liquidez. Ambas permiten a los actores del mercado desempeñar un papel estabilizador, manteniendo la tasa de interés en torno al objetivo del BCCh.

En el primer caso, la línea de crédito de liquidez, la operación es a través de las llamadas compras de pagarés con pacto de retroventa (repos). Equivalen a un préstamo del BCCh a una institución financiera con la garantía de un colateral. Se realiza mediante una compra de títulos elegibles por parte del BCCh, con pacto de retroventa al día hábil siguiente. Los fondos que otorga esta línea de crédito se abonan en las cuentas corrientes del banco respectivo al final del día, restituyéndose los fondos a primera hora del día siguiente. Como tal modalidad de operación no implica riesgo de crédito para el BCCh, esta línea de liquidez no tiene monto máximo e incluye un cobro de una tasa única de interés equivalente a la tasa de política monetaria más 25 puntos base. En el segundo caso, el depósito de liquidez, los bancos depositan en el BCCh durante un día hábil bancario, a la tasa de política monetaria menos 25 puntos base.

Ambas tasas fijan una banda simétrica de estabilización automática de más/menos 25 puntos base respecto de la tasa de política monetaria, dentro de la cual debe situarse la tasa de préstamos interbancarios. Se considera que el ancho de esta banda es el adecuado. Una banda más ancha reduciría el control sobre la tasa de interés interbancaria, obligando a una gestión más activa de los instrumentos discretos para evitar inestabilidad, por situaciones globales de exceso o déficit de liquidez o concentraciones puntuales en alguna institución financiera. Una banda más angosta estabilizaría más la tasa, pero al costo de inhibir el desarrollo del mercado de préstamos interbancarios de liquidez y, eventualmente, que frente a expectativas de cambio de la tasa de política monetaria ocurrieran especulaciones 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 repos o colocaciones excepcionales de pagarés. En el primer caso, mediante los repos se ofrece liquidez a cambio de comprar a los bancos pagarés o bonos del BCCh, con el compromiso del banco o vendedor de volver a comprarlos (recomprarlos) transcurrido un breve período, en general un día. El colateral también puede ser divisas u otros títulos elegibles. En el segundo caso, cuando existe un exceso de fondos prestables y la tasa de interés interbancaria puede quedar por debajo de la tasa de política monetaria, el Banco retira este exceso vendiendo pagarés de corto plazo, usualmente entre uno y siete días.

En la práctica, en los últimos años no se han observado desviaciones significativas o sistemáticas entre la tasa de interés interbancaria y la tasa de política monetaria (gráfico 3).

**Gráfico 3: Tasa de política monetaria y tasa interbancaria, 2002-2006**

Fuente: Banco Central de Chile.

## 6. Transparencia y comunicación

### 6.1. Transparencia, responsabilidad y efectividad

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 transparente sobre su actuación. Para responder a este reto, la comunicación del Banco al público tiene un espacio privilegiado en su agenda. En una sociedad democrática, usualmente la autoridad monetaria autónoma debe informar de sus acciones a representantes elegidos por votación popular. En el caso del BCCh, la ley establece que el Banco 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. Así, la transparencia se convierte en una consecuencia implícita de la autonomía de un banco central, porque la acción misma de informar al público precisa de ella como método.

Por otro lado, para que la política monetaria sea efectiva, es decir, tenga influencia sobre la trayectoria de la inflación y sobre las brechas de capacidad, se requiere que sea comprendida por los agentes económicos. Como se ha descrito en las secciones previas, 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 tasa de política monetaria. 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 tasa de política monetaria, pero más importante aún, reflejan 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 el curso futuro más probable que tendrá la política monetaria. Una adecuada comprensión del eventual curso que tome la política monetaria, y de cómo se ajustaría en respuesta

a nuevos antecedentes, es un factor fundamental para que ella tenga la influencia deseada. Por ello, es importante incrementar los esfuerzos por comunicar al público de manera precisa el diseño y los objetivos de la política monetaria.

La transparencia y comunicación cobran más importancia cuando la política monetaria se estructura bajo el enfoque de metas de inflación, dado que el principio ordenador de la discusión en este marco 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 BCCh con la estabilidad de precios.

El requisito de un banco central de informar sobre su trabajo y la necesidad de que los agentes económicos comprendan adecuadamente su política son complementarios. La información al público se puede enriquecer examinando la evaluación que los mercados tienen de la tarea del Instituto Emisor. Por ejemplo, la credibilidad podría apreciarse en diversos precios financieros, que a su vez reflejan la percepción del mercado sobre la conducción de la política monetaria. Por su parte, los agentes económicos tendrán mayor comprensión y confianza en el marco de política si consideran que la institucionalidad, en particular la autonomía, cuenta con el apoyo de las autoridades políticas.

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 y, por tanto, alguna ambigüedad previa. Por ejemplo, en momentos de duda respecto del compromiso de un banco central con sus metas son necesarias acciones de política más agresivas. También existen materias —como las relacionadas con la estabilidad y regulación— en que los bancos centrales pueden optar por entregar menos información en pro 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.

En la práctica, la transparencia de la política monetaria se ha traducido en un aumento de la cantidad y calidad de los instrumentos de comunicación e información de los bancos centrales.

## 6.2. Transparencia y comunicación en la práctica

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que ha diseñado un conjunto de códigos de buenas prácticas en materia de transparencia de la política económica, es posible distinguir distintas áreas de transparencia 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 ley orgánica constitucional del BCCh. Esta define las tareas y los objetivos del Instituto Emisor, los aspectos relacionados con el nombramiento de los Consejeros y la relación entre el BCCh 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 cuantitativa de inflación y de información sobre las preferencias de la autoridad asociadas a los dilemas que enfrenta en la ejecución de la política monetaria.

Este texto 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 políticas. El Presidente, los demás miembros del Consejo y los ejecutivos del Banco realizan presentaciones para divulgar la función y tareas de la institución, así como para proveer perspectivas específicas sobre materias de actualidad relacionadas con el marco de políticas macroeconómicas.

En segundo lugar, también se requiere de transparencia en la formulación e información de las decisiones 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.

Las decisiones de política se informan al público inmediatamente después de finalizada la reunión de política monetaria respectiva, cuando los mercados locales ya han cerrado ese día, mediante la publicación simultánea del comunicado oficial del Consejo en el sitio web institucional y a través de diversos canales de información, incluyendo las agencias noticiosas. Cada comunicado señala la decisión adoptada en relación con la tasa de política monetaria y presenta sucintamente los principales argumentos que la respaldan y los eventuales cursos de acción.

La racionalidad de las decisiones de política, que incluyen una evaluación de la marcha de la economía y sus posibles tendencias futuras, se hace pública a través de diversos canales. Los principales son el *Informe de Política Monetaria (IPOM)* y la minuta de la reunión de política monetaria. La evaluación del BCCh sobre el sistema financiero en su conjunto se publica en el *Informe de Estabilidad Financiera (IEF)*. Además, se difunden las investigaciones del Banco y los modelos de análisis y proyección que utiliza.

El *IPOM* es un informe del Consejo del BCCh que se publica tres veces al año (enero, mayo y septiembre) 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 trayectoria futura de la inflación y del producto. El *IPOM* considera la trayectoria de las variables económicas centrales, como las proyecciones de inflación y crecimiento, y también un análisis de los riesgos asociados a escenarios alternativos. La importancia del análisis de riesgos radica en que todo ejercicio prospectivo está sujeto a altos grados de incertidumbre. El balance de riesgos indica el cambio más probable que la tasa de política monetaria podría sufrir respecto del escenario central. Cuando la política monetaria tiene un sesgo expansivo o contractivo, el balance de riesgos indica qué tipo de desviación respecto de la trayectoria central de las tasas de interés es más probable.

El *IEF* es una publicación semestral que comprende el estudio del entorno macroeconómico y financiero en Chile y el exterior, relevante para la estabilidad del sistema financiero. Incluye un análisis de la evolución del endeudamiento y la capacidad de pago de los usuarios de crédito, de la situación de los intermediarios financieros no bancarios y del impacto de escenarios macroeconómicos alternativos sobre el sistema bancario y la posición financiera internacional de la economía nacional. Se publica dos veces al año y se presenta ante representantes del sistema financiero y bursátil, analistas y medios de comunicación.

La minuta de la reunión de política monetaria se publica cinco días hábiles antes de la reunión mensual siguiente. Esta describe en detalle la información y análisis realizado en la sesión respectiva, y complementa y amplía los elementos sintetizados en el comunicado oficial del Consejo. Se presentan los acontecimientos recientes del escenario interno y externo, las opciones de política monetaria debatidas, los principales argumentos que los Consejeros toman en cuenta en sus decisión, y se identifican sus votos.

El marco analítico que emplea el BCCh se refleja en los documentos y libros que publica. Especialmente relevante para la política monetaria es el documento *Modelos macroeconómicos y proyecciones del Banco Central de Chile 2003*, que contiene una descripción exhaustiva del modelo económico de predicción de mediano plazo utilizado para producir las proyecciones de inflación, así como de otros modelos de proyección auxiliares. Existen otras publicaciones del BCCh que no están sujetas a la aprobación previa del Consejo y tienen por objeto divulgar su investigación macroeconómica, entre las que destacan la *Serie de Libros* del BCCh, la revista *Economía Chilena*, los *Documentos de Trabajo*, los *Documentos de Política Económica* y los *Estudios Económicos Estadísticos*.

Las publicaciones se complementan con presentaciones que realizan el Presidente, los demás Consejeros y los ejecutivos del BCCh, para divulgar la función y las tareas del Banco, así como brindar distintas perspectivas sobre asuntos de actualidad. En especial, destacan los encuentros y seminarios regionales, en los que se presenta el *IPOM*, el *IEF* y los fundamentos de las políticas del Banco. Adicionalmente, el Presidente del Banco presenta el *IPOM* ante la Comisión de Hacienda del Senado o la sala del Senado, según sea el caso.

En tercer lugar, las buenas prácticas de transparencia requieren de disponibilidad de información de política monetaria. Esto implica la divulgación de estadísticas económicas que cumplan con estándares mínimos, información sobre el balance del BCCh y fechas de las reuniones de política monetaria, a través de un calendario y con periodicidad preanunciada. Las fechas de las reuniones de política monetaria se anuncian con seis meses de anticipación 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.

El BCCh ha adoptado la política de minimizar la información no pública que maneja. Entre los informes estadísticos más importantes se encuentran el *Boletín Mensual*, que incluye información sobre las cuentas nacionales trimestrales, indicadores macroeconómicos/indicadores de coyuntura, y el Indicador Mensual de Actividad Económica (Imacec). También, en el sitio web está disponible una completa base de datos económicos. La calidad de los datos compilados por el BCCh ha sido refrendada por informes del FMI y de Naciones Unidas.

El balance del BCCh se analiza con detalle en la *Memoria Anual*, que se publica antes del 30 de abril de cada año. Desde 2005, esta *Memoria Anual* incluye también aspectos detallados de la gestión interna del Banco. Antes del 30 de septiembre de cada año, de acuerdo con la ley, el *IPOM* presenta la evaluación del avance de las políticas y programas del año en curso e informa de aquellos propuestos para el año calendario siguiente. En este informe, se indican las proyecciones económicas generales sobre las que se basan dichos antecedentes y los efectos que se podrían producir en las principales partidas de los estados financieros del Banco proyectados para ese periodo.

Finalmente, se requiere aplicar las buenas prácticas en la llamada transparencia en aspectos de rendición de cuentas y salvaguardias para la integridad, preocupación que recoge la ley orgánica constitucional 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.

**Cuadro: Publicaciones del Banco Central de Chile \***

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

Fuente: Banco Central de Chile.

\* Diversas publicaciones están también disponibles en inglés. Entre ellas: *IPOM*, *IEF*, *Memoria Anual*, *Síntesis Estadística de Chile* (Véase: [www.bcentral.cl/eng/stdpub/publications/](http://www.bcentral.cl/eng/stdpub/publications/)).

## 7. Recapitulación

La mejor contribución que puede hacer la política monetaria al desempeño económico de un país es velar por la estabilidad de precios. El control duradero y creíble de la inflación mitiga las distorsiones y transferencias indeseables que esta provoca y permite la conducción de una política monetaria que limite la volatilidad del producto y del empleo.

Desde 1999, el BCCh conduce la política monetaria bajo un sistema de metas de inflación (en forma plena) y de flotación cambiaria, que incorpora el entendimiento actual del poder y de los límites de la política monetaria. Por una parte, este sistema constituye un marco coherente y transparente para las políticas cambiaria y monetaria, lo que facilita la comprensión y credibilidad en la sociedad y los agentes económicos sobre los objetivos y la racionalidad de las decisiones envueltas. Por otra parte, este marco otorga flexibilidad para incorporar el juicio de las autoridades y los cambios que continuamente se producen sobre cómo se percibe el funcionamiento y las perspectivas de la economía. El presente documento representa un esfuerzo especial del BCCh para comunicar este marco y la forma de conducción de la política monetaria en Chile.

## 8. Glosario

---

### 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 Banco del Estado, 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 Banco Central de Chile 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 Banco Central de Chile 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 producto o de capacidad**

Diferencia entre el producto efectivo y el producto potencial. El primero es el nivel de producción que efectivamente se está generando en la economía, y el segundo se refiere al nivel que se alcanzaría si los factores productivos se emplearan en su capacidad plena normal.

**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. Su duración suele ser de entre cinco y diez años, entre dos cimas.

**Corto plazo**

Período durante el cual los valores de las variables económicas, después de una perturbación, permanecen aún 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%, durante un período de muchos meses.

**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. La tasa de encaje corresponde a 3,6% de los depósitos a plazo y 9% de los depósitos a la vista.

**Estacionalidad**

Fluctuación periódica —y, por tanto, predecible— de una variable. Por lo general describe un ciclo anual, atribuible directamente a los diferentes meses o estaciones.

**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.

**Factores productivos (o recursos económicos)**

Insumos que sirven para producir bienes o servicios. Los tres factores productivos fundamentales, y de los cuales se originan otros de carácter secundario, son el trabajo, el capital y la tierra.

**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.

**Frecuencia de datos**

Periodicidad de los datos estadísticos. Normalmente la frecuencia de una variable económica es horaria, diaria, semanal, mensual, trimestral o anual. Una variable es de alta frecuencia si produce nuevas realizaciones en intervalos reducidos de tiempo, como días o meses.

**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 2 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 éste, 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**

Aumento generalizado de los precios de bienes y servicios, reflejado en un incremento sistemático de un índice general de precios (como el 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. En Chile, la inflación subyacente se mide habitualmente a través de los índices IPCX e IPCX1.

IPCX: Se obtiene a partir del IPC, de cuya canasta se excluyen los productos perecibles (frutas y verduras frescas) y de energía (gasolina, queroseno y gas).

IPCX1: Se obtiene a partir del IPC, de cuya canasta se excluyen los productos perecibles (frutas y verduras frescas), de energía (gasolina, queroseno y gas) y los bienes y servicios que están sujetos a modificaciones discretas y significativas por decisiones administrativas o cambios en regulaciones que son independientes de las condiciones de demanda (v.gr., pasaje de la locomoción colectiva, electricidad y otros precios de servicios públicos regulados).

**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.

**Noticias**

Nueva información imprevista o no anticipada, relevante para la evolución actual y futura de la actividad económica y que, modifica las expectativas y las decisiones de los agentes económicos.

**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.

**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.

**Precio absoluto**

Precio de un bien, servicio, activo o servicio factorial en términos de unidades monetarias.

**Precio real**

Precio de un bien, servicio, activo o servicio factorial en relación con un índice que representa una canasta de bienes y servicios, como el IPC.

**Precio relativo**

Precio que expresa la relación de cambio de un bien, servicio, activo o servicio factorial en términos de otro bien.

**Proyección**

Estimación del valor que tendrá una variable en el futuro, basada en procedimientos informales o modelos formales (estadísticos o econométricos), condicionada a la información disponible.

**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.

**Rango meta**

Se refiere a la variabilidad esperada de la inflación en torno a la meta que un banco central considera tolerable y frecuentemente observado. El rango meta definido por el Banco Central de Chile corresponde al intervalo entre 2 y 4%.

**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 del trabajo, 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 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 determina el valor diario de la UF.

**Variable nominal**

Variable medida en unidades monetarias corrientes.

**Volatilidad**

Grado de dispersión en una u otra dirección que tiene el valor de una variable en un período determinado. Una medida de volatilidad es la desviación estándar de una variable aleatoria, la que corresponde a la raíz cuadrada del promedio de las desviaciones al cuadrado con respecto de la media.

**Juan Esteban Laval Z.**  
Representante legal

**BANCO CENTRAL DE CHILE**  
Enero 2007

ISBN: 956-7421-27-7  
Registro de Propiedad Intelectual N° 160.055

Edición de 2.000 ejemplares  
Santiago, Chile  
Agustinas 1180, Santiago, Chile  
Casilla Postal 967, Santiago, Chile  
Tel: 56-2-670 2000  
Fax: 56-2-670 2231  
[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)  
[bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl)  
Impresión: Maval Ltda.

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley 17.336 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.

