



BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N° 837

- 837-01-000504 Comisión Fiscalizadora de Normas de Cambios Internacionales – Propositiones de sanción y reconsideración – Memorándum N° 369.
- 837-02-000504 Modifica Compendio de Normas de Cambios Internacionales y Compendio de Normas Financieras - Memorándum N° 5 de la Gerencia de División de Comercio Exterior y Cambios Internacionales y de la Gerencia de División de Estudios.
- 837-03-000504 Modifica Compendio de Normas de Cambios Internacionales – Memorándum N° 2 de la Gerencia de División de Comercio Exterior y Cambios Internacionales y de la Gerencia de División Internacional.
- 837-04-000504 Tributación de los intereses provenientes de bonos pagaderos en moneda extranjera y expresados en pesos o en unidades de fomento - Modifica Acuerdo N° 669-03-980415 - Memorándum N° 25 de la Gerencia de División Internacional.
- 837-05-000504 Política Monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y Transmisión - Memorándum N° 6 de la Gerencia de División de Estudios.



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 837
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el jueves 4 de mayo de 2000

En Santiago de Chile, a 4 de mayo de 2000, siendo las 12,00 hrs. se celebra la Sesión Ordinaria N° 837 del Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asisten también los señores:

Gerente General Subrogante y Gerente de División Gestión y Desarrollo,
don Carlos Pereira Albornoz;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Comercio Exterior y
Cambios Internacionales, don Gustavo Díaz Vial;
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le-Fort Varela;
Presidente de la Comisión Fiscalizadora de Normas
de Cambios Internacionales, don Ricardo Vicuña Poblete;
Revisor General, don Mario Ulloa López;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia,
señora Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, señora Cecilia Navarro García.

- I. Resolución sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s. 834E y 835, celebradas el 17 y 20 de abril de 2000, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s. 834E y 835, celebradas el 17 y 20 de abril de 2000, respectivamente, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.

- II. Se toma conocimiento de lo siguiente:

Comisión Fiscalizadora de Normas de Cambios Internacionales

El Presidente de la Comisión Fiscalizadora de Normas de Cambios Internacionales informa que al 31 de diciembre de 1999 existían 77 multas pendientes por un valor de U.T.M. 1.000.- y 1.628 multas pendientes por un total de M.US\$ 37.422.-



Asimismo, durante el primer trimestre de 2000 no se aplicaron multas en U.T.M. y se aplicaron 9 multas por un valor de M.US\$ 98.-, no se pagaron multas en U.T.M y se pagaron 7 multas por un valor de M.US\$ 98.-; se dejaron sin efecto 7 multas por un monto de M.US\$ 229.-; lo que da un total, al 31 de marzo de 2000, de 77 multas pendientes de pago por un valor de U.T.M.1.000.- y 1.623 multas por un valor de M.US\$ 37.195.-

La cifra de 77 multas pendientes en U.T.M. son todas multas morosas enviadas a la Tesorería General de la República por un valor de U.T.M. 1.000.-

La cifra de 1.623 multas pendientes en dólares está compuesta por 1.612 multas morosas enviadas a la Tesorería General de la República por un valor de M.US\$ 30.305.-, 6 multas morosas en cobranza judicial (en Fiscalía) por un valor de M.US\$ 6.833.-, 3 multas con trámite de reconsideración vigente por M.US\$ 29.- y 2 multas con plazo de pago aún no vencido por M.US\$ 28.-

Gerencia de División Gestión y Desarrollo

Memorándum N° 8 que contiene el Informe de Ejecución Presupuestaria al 31 de marzo de 2000, el que se acompaña como Anexo a la presente Acta y forma parte integrante de ella. En él se presenta una subejecución global neta de \$ 478 millones, ya que, del presupuesto para el período, ascendente a \$ 5.029 millones, se utilizaron \$ 4.550 millones, por lo tanto, la ejecución presupuestaria en el período alcanzó al 91%.

El Vicepresidente señor Marshall aprovecha esta oportunidad para hacer un comentario sobre el lado del producto que se obtiene con este presupuesto. Recuerda que el Consejo ha estado interesado en vincular el costo de los programas con el resultado de los mismos y señala que en una empresa cualquiera se procedería viendo el balance entre beneficio y costo. Por las condiciones particulares del Banco opina que cuesta más ver el lado de los productos, sin embargo, dado que se está recibiendo este análisis de la situación presupuestaria, señala que en esta materia, el Banco tiene y ha tenido tradicionalmente áreas de excelencia, destacando que en los últimos tiempos ha habido avances importantes en áreas específicas en las que se ha concentrado la atención de diversas Gerencias, pero piensa que desde el punto de vista también de los productos, dado los recursos que el Banco está invirtiendo en sus distintas actividades, existe un enorme potencial de mejoramiento general en la calidad del trabajo del Banco. Dice que hace esta afirmación porque cree que ese potencial se puede obtener a través de una mejor organización dentro del Banco, ya que los recursos invertidos en los distintos programas son cuantiosos, por lo tanto, señala que hay que buscar alguna manera de evaluar la calidad de los productos que el Banco ofrece e intentar que aquellos que están más rezagados respecto a los niveles de excelencia en donde están algunos, se vayan recuperando.

El Presidente señor Massad manifiesta que el Banco ha avanzado bastante en materia de formulación presupuestaria y también en buscar sistemas que permitan vincular gasto y producto. De hecho, señala, esa nueva forma de mirar el trabajo presupuestario del Banco ya se puso en práctica a partir de este presupuesto, de modo que el tipo de análisis que permitirá vincular producto y gasto, que es una parte de lo que menciona el Vicepresidente señor Marshall, va a estar cubierto en la medida en que se vaya implementando con éxito el presupuesto de los productos. Agrega que faltaría la calificación de la calidad de los productos que es la segunda parte de lo que se ha planteado y señala que se ha solicitado a la propia Gerencia de División Gestión y Desarrollo que presente alguna fórmula para discusión y poder avanzar sistemáticamente, esperando que esa proposición pueda estar pronto a disposición del Consejo.



Agrega el señor Massad que los comentarios del señor Marshall son muy oportunos, porque vuelven a poner en el tapete este tema que ha estado en discusión en el Consejo.

III. Temas tratados:

- Propositiones de sanción y reconsideración acordadas por la Comisión Fiscalizadora de Normas de Cambios Internacionales en su Sesión N° 455 de fecha 26 de abril de 2000.
- Modificación de los Compendios de Normas de Cambios Internacionales y de Normas Financieras.
- Modificación de los Compendio de Normas de Cambios Internacionales.
- Tributación de los intereses provenientes de bonos pagaderos en moneda extranjera y expresados en pesos o en Unidades de Fomento – Modificación del Acuerdo N° 669-03-980415.
- Política Monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y Transmisión.

837-01-000504 – Comisión Fiscalizadora de Normas de Cambios Internacionales – Propositiones de sanción y reconsideración - Memorándum N° 369.

El Presidente de la Comisión Fiscalizadora de Normas de Cambios Internacionales da cuenta de las propositiones de sanción y reconsideración formuladas por dicha Comisión.

El Consejo tomó nota de las propositiones de que se trata y acordó lo siguiente:

- 1° Aplicar las multas cuyos números y montos se indican, a las firmas que se señalan, por no dar cumplimiento a la obligación de informar sobre el resultado de las operaciones de exportación y el destino de las divisas provenientes de las mismas y al no remitir la pertinente información dentro del plazo de 60 días desde su notificación, amparadas por las Declaraciones de Exportación que se mencionan:

<u>R.U.T.</u>	<u>Declaración Exportación</u>	<u>Nombre</u>	<u>Multa N°</u>	<u>Monto US\$</u>
	514766-7 516804-4 519823-7		17762	12.686.-
	512213-3 512242-7 515624-0 517676-4 517677-2 517679-9 517680-2 517681-0		17763	11.127.-



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 837

04.05.2000

4.-

<u>R.U.T.</u>	<u>Declaración Exportación</u>	<u>Nombre</u>	<u>Multa N°</u>	<u>Monto US\$</u>
176833-0	184913-6			
188230-3	188501-9			
189311-9	189481-6			
189484-0	189487-5			
189530-8	195258-2		17764	18.814.-
210766-6	212877-9		17765	21.052.-
476328-3	477080-8			
477131-6	477132-4			
478055-2	478056-0			
478109-5	478803-0			
480039-1	480043-K			
480055-3	480056-1			
480481-8	481760-K			
481761-8	481764-2			
481767-7			17766	52.044.-
193504-1	193726-5			
			17767	2.846.-
512909-K	512910-3			
			17768	18.005.-
469094-4	471822-9			
474294-4	474735-0			
479817-6	479835-4		17769	10.250.-
469606-3	470094-K			
472454-7	472523-3			
473297-3	473299-K			
475523-K	475532-9			
477274-6	477327-0			
478480-9	480312-9			
480313-7	481526-7			
482021-K	482048-1			
482235-2	191682-9			
193579-3	193580-7			
196160-3			17770	41.179
183061-5	210789-5			
470209-8	497986-3			
509137-8			17771	7.528.-
195090-3			17772	11.472.-

El valor de las multas aplicadas deberá ser pagado en pesos, moneda corriente nacional, al tipo de cambio dado a conocer por este Organismo, en conformidad a lo dispuesto en el N° 6 del Capítulo I, Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 837

04.05.2000

5.-

2° Dejar sin efecto las multas que a continuación se indican, que les fueran aplicadas anteriormente a los exportadores que se señalan por no retornar ni liquidar las divisas, en las operaciones amparadas por las Declaraciones de Exportación que se mencionan, considerando que éstas fueron regularizadas:

<u>R.U.T.</u>	<u>Declaración Exportación</u>	<u>Nombre</u>	<u>Multa N°</u>	<u>Monto US\$</u>
71164-5	71165-3			
71177-7	71230-7			
71398-2	71400-8			
72409-7	72514-K			
72717-7	72780-0			
73129-8	73130-1			
73131-K	73418-1			
73419-K	73941-8			
74621-K	74973-1		13926	9.580.-
75416-6	75632-0			
76066-2			13958	2.700.-
76535-4	77227-K			
77234-2			14002	2.500.-
77485-K	77487-6			
77488-4	77491-4			
77687-9	77688-7			
77913-4	77914-2		14023	5.100.-
78851-6	78852-4		14054	2.700.-
79856-2	79857-0			
79858-9	79859-7			
79860-0	79861-9			
79862-7	79863-5			
79864-3			14081	14.675.-
80187-3	80188-1			
80190-3			14084	1.380.-
80397-3	81050-3			
81213-1	81396-0			
81397-9	81666-8		14105	2.460.-
82594-2	82596-9			
82747-3	82749-K			
82901-8			14146	2.480.-
83023-7	83627-8			
83629-4	83633-2		14179	2.140.-
84032-1	84274-K			
84978-7			14207	1.800.-
85393-8	85545-0			
85584-1			14290	1.540.-



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 837
04.05.2000

6.-

<u>R.U.T.</u>	<u>Declaración Exportación</u>	<u>Nombre</u>	<u>Multa N°</u>	<u>Monto US\$</u>
85656-2 86341-0	85922-7		14300	1.080.-
86578-2 87532-K	87127-8		14356	1.880.-
87727-6 88081-1	87730-6 88716-6		14417	1.360.-
89568-1			14469	520.-
89915-6	90261-0		14516	580.-
91311-6 92177-1 92184-4 93737-6	91484-8 92183-6 92779-6 93979-4		14601	5.443.-
95022-4			14707	840.-
95453-K			14785	1.290.-
96346-6 96494-2 97019-5 97415-8	96491-8 96907-3 97135-3		14819	5.020.-
97685-1 97910-9	97686-K 98356-4		14842	3.660.-
98821-3 98850-7 99145-1 99212-1 99220-2 99223-7	98849-3 98851-5 99211-3 99219-9 99222-9		14959	15.140.-
99631-3 100093-9 100098-K	100016-5 100094-7 100219-2		14979	5.000.-
101101-9 101571-5	101253-8		15009	1.620.-
101934-6			15064	560.-
103098-6 103542-2	103539-2 103860-K		15071	1.500.-



Asimismo, el Consejo tomó conocimiento del informe relacionado con las multas dejadas sin efecto por la Comisión Fiscalizadora de Normas de Cambios Internacionales, durante el mes de marzo de 2000, conforme a las facultades otorgadas por Acuerdo N° 698-01-980820, según el siguiente detalle:

- Por no informar el destino de las divisas : 0 multa por un total de US\$ 0.-
- Por informar fuera del plazo establecido : 0 multa por un total de UTM 0.-

Se retira de la sala el señor Ricardo Vicuña Poblete.

837-02-000504 – Modifica Compendio de Normas de Cambios Internacionales y Compendio de Normas Financieras - Memorandum N° 5 de la Gerencia de División de Comercio Exterior y Cambios Internacionales y de la Gerencia División de Estudios.

El Gerente de División de División de Comercio Exterior y Cambios Internacionales se refiere al Capítulo XXII del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales que establece el mecanismo y los requisitos a que deben atenerse las instituciones financieras establecidas en el país para otorgar créditos destinados a financiar operaciones de comercio exterior entre terceros países.

Señala que para materializar estos financiamientos, las empresas bancarias han utilizado los instrumentos de pago comunmente conocidos como cartas de crédito y cobranzas extranjeras. Sin embargo, algunas instituciones financieras han hecho presente la necesidad de que se amplíe la actual normativa que rige este tipo de operaciones, en el sentido de permitir que a través del otorgamiento de avales y/o fianzas se puedan realizar operaciones análogas a las que permite el aludido Capítulo XXII, ceñidos al cumplimiento de los requisitos y restricciones que correspondan.

Manifiesta el señor Díaz que el planteamiento hecho por las instituciones financieras, en el sentido que se contemplen estas modalidades como un instrumento más para que el sistema financiero chileno pueda incursionar en el ámbito internacional, ha sido analizado por la Gerencia de División a su cargo y por la Gerencia de División de Estudios, concluyéndose que no se vislumbran inconvenientes para que, a través de las modificaciones a las disposiciones que les son pertinentes, se contemple la posibilidad de otorgar avales y/o fianzas para operaciones de comercio exterior entre terceros países.

Por último, el señor Díaz se refiere al artículo 35 de la Ley Orgánica Constitucional que establece que el Banco Central debe dictar las normas y limitaciones a que se sujetarán las empresas bancarias y sociedades financieras en materia de avales y fianzas, ambos en moneda extranjera, como también dispone, que con anterioridad a la adopción de las referidas normas, el Banco Central debe requerir el informe previo de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Por tal motivo, se solicitó mediante Oficio N° 3893, de fecha 12 de abril de 2000, a dicho organismo el informe pertinente sobre las modificaciones a las normas sobre avales y fianzas, en moneda extranjera, que el Consejo propone efectuar, respondiendo favorablemente mediante Oficio Ord. N° 560, de fecha 19 de abril de 2000.

El Consejo acordó efectuar las siguientes modificaciones en los Capítulos que se indican del Compendio de Normas de Cambios Internacionales y del Compendio de Normas Financieras:

**Compendio de Normas de Cambios Internacionales****Capítulo XXII**

- Agregar el siguiente N° 5

"5. Sin perjuicio de lo señalado en los números anteriores, el financiamiento de operaciones de comercio exterior entre terceros países también podrá realizarse a través del otorgamiento de avales y/o fianzas, a que se refiere el Capítulo III.I.1 del Compendio de Normas Financieras, cumpliendo, además, con lo establecido para estos créditos en el Capítulo III.B.5 de dicho Compendio. En caso de hacerse efectiva la garantía, la empresa bancaria que la haya otorgado deberá dar cumplimiento a las disposiciones contempladas en el presente Capítulo y en las demás normas vigentes sobre esta materia."

Compendio de Normas Financieras**Capítulo III.I.1**

- Reemplazar el N° 8 por el siguiente:

"8. Las empresas bancarias no podrán avalar o afianzar obligaciones en moneda extranjera a favor o a cargo de las demás instituciones financieras establecidas en el país.

Las empresas bancarias sólo podrán avalar o afianzar obligaciones en moneda extranjera a cargo de instituciones financieras establecidas en el exterior siempre que:

- a) se trate de obligaciones originadas en operaciones de comercio exterior entre terceros países; y b) la respectiva institución financiera deudora no tenga el carácter de filial o sucursal de otra empresa bancaria establecida en el país, ni esté vinculada a la propiedad de estas últimas en los términos definidos por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras."

837-03-000504 – Modifica Compendio de Cambios Internacionales - Memorandum N° 2 de la Gerencia de División de Comercio Exterior y Cambios Internacionales y de la Gerencia de División Internacional.

El Gerente de División de Comercio Exterior y Cambios Internacionales manifiesta que el Presidente de la Bolsa de Comercio, a través de presentación formulada a la Gerencia de División Internacional, solicitó autorización en el sentido que los Corredores de Bolsa puedan formar parte del Mercado Cambiario Formal, conforme lo dispuesto en el inciso primero del artículo 41 de la Ley Orgánica Constitucional, petición que se fundamenta en el hecho que los Corredores de Bolsa, en su rol de intermediarios de valores, actualmente realizan para sus clientes una importante cantidad de operaciones y servicios financieros que requieren cambio de divisas en el Mercado Cambiario Formal, por lo que deben recurrir a entidades autorizadas del citado mercado para efectuar los respectivos cambios de moneda, con la consecuente pérdida de agilidad y eficiencia en el proceso.

Señala el señor Díaz que analizada dicha solicitud al interior de ambas Gerencias de División y teniendo presente la progresiva liberalización cambiaria que se ha venido aplicando, han estimado conveniente atender favorablemente la solicitud. Para tal efecto, las Gerencias de División han resuelto proponer modificar la normativa contenida en el Capítulo IV del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, actualmente referida exclusivamente a las Casas de Cambio, adecuándola de tal modo de hacerla extensiva a otras entidades como es el caso de las Corredoras de Bolsa.



La normativa propuesta apunta a permitir que corredoras de bolsa y agencias de valores, supervisadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, puedan, previa autorización del Banco Central, formar parte del Mercado Cambiario Formal, correspondiéndole a éste analizar sólo las operaciones de carácter cambiario que realicen las entidades señaladas. Para estos efectos deberán cumplir determinados requisitos, entre los cuales cabe destacar el de contar con un Patrimonio Neto mínimo de 12.000 UF y la entrega de información diaria de las operaciones de cambio a través de la Posición de Cambios.

Manifiesta el señor Díaz que la proposición efectuada permitirá facilitar las operaciones financieras que hacen estas instituciones en el ya citado mercado, obteniéndose de paso una más amplia información de las operaciones de cambios internacionales que se realizan en él.

El Consejo acordó efectuar las siguientes modificaciones en los Capítulos que se señalan del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales:

TÍTULO I

Capítulo III

- Reemplazar en el párrafo N° 8, del N° 6 de la letra A), la expresión "los Capítulos IV y " por "el Capítulo"

Capítulo IV

- Reemplazar el Capítulo IV, excepto sus Anexos, por el que se acompaña a la presente Acta y que forma parte integrante de este Acuerdo.

Capítulo VI

- Reemplazar en el N° 3 de la letra D.- la expresión "IV o XI del Título I de este Compendio, según corresponda" por "XI del Título I de este Compendio"

Capítulo VII

- Reemplazar en el N° 4 de la letra D.- la expresión "los Capítulo IV y " por " el Capítulo"

Capítulo XI

1.-Reemplazar el N° 1 por el siguiente:

- "1.- Las empresas bancarias y las "Entidades autorizadas conforme al Capítulo IV, del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales" o "Entidades M.C.F." al realizar las operaciones a que se refiere este Capítulo, deberán consignar en la respectiva Planilla Computacional el número de Código y demás datos solicitados, verificando razonablemente la autenticidad de la documentación que sea exigible en cada caso para las mismas, siendo responsables de incluir en dicha Planilla, la información que, a su vez, les proporciona el interesado.

Las empresas bancarias que intervengan en las operaciones previstas en este Capítulo deberán verificar, adecuadamente, la identidad de las personas naturales o jurídicas que las realicen, así como la identidad y RUT de la persona natural que, en representación de éstas, pueda actuar en la operación y verificarán, razonablemente, que corresponda con la que aparece en la cédula de identidad presentada. Asimismo, deberán verificar que se haya dado cumplimiento a la obligación tributaria que corresponda.



Las empresas bancarias deberán mantener en sus archivos y bajo su exclusiva responsabilidad, los documentos que se exigen de conformidad a lo establecido en el Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

La Gerencia de Comercio Exterior y Política Comercial o, en su caso, la Gerencia de Operaciones Financieras Internacionales del Banco podrán requerir a las empresas bancarias, a su juicio exclusivo y en la oportunidad que lo estimen conveniente, los antecedentes que correspondan a las operaciones de cambios internacionales en que hayan intervenido o realizado”.

2.- Reemplazar el párrafo del N° 2 por el siguiente:

“2. Las empresas bancarias podrán realizar todas las operaciones de cambios internacionales cuyos códigos se señalan a continuación.”

3.- Agregar el siguiente N° 3:

“3. Las “Entidades M.C.F.” podrán realizar las operaciones de cambios internacionales indicadas en los códigos y conceptos señalados en el número anterior, con excepción de los siguientes:

Códigos de Ingreso

11.12.28, 11.12.36, 15.26.25, 16.11.1K (concepto 031), 16.11.60, 16.11.79, 16.13.06, 16.14.03, 16.21.08, 16.25.07, 17.20.06.

Códigos de Egreso

25.24.09, 26.11.65, 26.11.73, 26.11.81, 26.13.19 (concepto 030), 26.13.51, 26.13.78, 26.13.86 (concepto 027), 26.15.05, 26.22.0K, 26.27.06, 27.20.00.

Capítulo XII

- Reemplazar en el tercer párrafo del N° 6 de la letra A), la expresión “los Capítulos IV y “ por “el Capítulo”

837-04-000504 - Tributación de los intereses provenientes de bonos pagaderos en moneda extranjera y expresados en pesos o en unidades de fomento – Modifica Acuerdo N° 669-03-980415 – Memorándum N° 25 de la Gerencia de División Internacional.

El Gerente de División Internacional se refiere al Acuerdo N° 669-03-980415, mediante el cual se autorizó la colocación en el exterior de bonos expresados en pesos o en unidades de fomento, desembolsables y pagaderos en moneda extranjera, la que quedó sujeta a la condición de que la emisión correspondiente no pueda ser objeto de colocación, oferta pública, transacción bursátil o de intermediación alguna en el país.

Señala que el Servicio de Impuestos Internos por Oficio Ord. N° 2347 de fecha 28 de julio de 1998, a raíz de una consulta formulada respecto de la tributación aplicable a los intereses provenientes de estos bonos, determinó que los referidos intereses que se paguen al exterior, quedan afectos a la tasa general del 35% establecida en el inciso cuarto del artículo 59, de la Ley sobre Impuesto a la Renta, y no a la especial del 4% contenida en el N° 1 del citado precepto, por estimar que no se cumple en la especie, el requisito legal de que los bonos sean emitidos en moneda extranjera.



Indica el señor Le Fort que el Banco Central de Chile, al adoptar el Acuerdo citado hizo uso de la facultad legal que le otorga el artículo 20, inciso segundo de la Ley N° 18.010 sobre Operaciones de Crédito de Dinero, para permitir que el pago de los bonos, tanto por el adquirente como por el emisor del título, pueda efectuarse en moneda extranjera, y de las atribuciones en materia de operaciones de cambios internacionales que le confiere el Párrafo Octavo de su Ley Orgánica Constitucional. Por lo tanto, estos bonos son siempre pagaderos en moneda extranjera y la referencia a la unidad de fomento o al peso moneda nacional, no cumple otra función que la de determinar tanto el valor de adquisición del título como de la suma adeudada por el emisor, en ambos casos en moneda extranjera.

Ratifica lo anterior el hecho de que si estos títulos estuvieran expresados en moneda extranjera para ser pagados en moneda nacional, no se hubiera podido utilizar la unidad de fomento, ya que se habría infringido la prohibición establecida en el artículo 24 de la referida ley N° 18.010, que dispone expresamente: "En las obligaciones expresadas en moneda extranjera para pagarse en moneda nacional no podrá pactarse otra forma de reajuste que la que llevan implícita."

Las consideraciones anteriores demuestran las características sui generis de este tipo de bonos, que requirió de una expresa autorización y reglamentación del Banco Central de Chile para su emisión, ya sea por disposición de la propia ley 18.010, como por tratarse de una operación de cambios internacionales, ya que dicho bono representa una obligación en moneda extranjera, desde su creación, al emitirse dicho título, hasta su extinción, mediante el pago en moneda extranjera que debe efectuar el emisor al tenedor del mismo.

Señala el señor Le-Fort que el Banco Central de Chile, al reglamentar las condiciones de estos bonos, sujetó su emisión a la restricción cambiaria de autorización previa a que se refiere el artículo 49 N°3 de su Ley Orgánica Constitucional, ya que importa la obligación de pagar al exterior o remesar divisas a personas sin residencia o domicilio en el país.

Recuerda también que entre las condiciones fijadas se prohibió la colocación de estos bonos en Chile, como asimismo su oferta pública e intermediación en el Mercado de Valores, lo que implica que en estos títulos su emisión coincide con su colocación en el exterior y el consiguiente pago del precio por parte del inversionista, que como ya se dijera, siempre debe efectuarse en moneda extranjera.

De lo anterior se infiere que estos bonos deben entenderse emitidos en moneda extranjera, por cuanto la naturaleza de la obligación que consta en el título de crédito es siempre el pago de una suma de dinero en divisas, en las condiciones fijadas en el propio título.

En Oficio Ord. N° 2347, de fecha 4 de septiembre de 1998, al contestar el Servicio de Impuestos Internos la consulta formulada por un particular respecto de la tributación frente al impuesto adicional de los intereses provenientes de estos bonos, determinó que no se reunían los requisitos establecidos en el N° 1 del inciso cuarto del artículo 59 de la Ley de la Renta, basado principalmente en que la emisión de estos bonos queda expresada en unidades de fomento, con lo que no se cumpliría, a juicio de ese Organismo Fiscalizador, con las exigencias contempladas en la referida norma legal, y por lo tanto los intereses correspondientes quedarían afectos a la tasa general del 35%.



Con motivo del análisis de los fundamentos de este dictamen, la Gerencia de División Internacional ha estimado conveniente proponer que se aclare el Acuerdo primitivo, suprimiendo la expresión “desembolsables”, con lo que se deja en claro que, no obstante tratarse de bonos expresados en moneda corriente nacional o en unidades de fomento, tanto el precio de colocación en el exterior de estos bonos, como su amortización por el emisor, deben ser efectuados en moneda extranjera. Asimismo, resulta conveniente que el Consejo, en uso de la facultad que le otorga el artículo 83 de la Ley Orgánica Constitucional de este Banco Central, interprete el Acuerdo N° 669-03-980415, en el sentido que los bonos que se autorizaron en virtud de dicho Acuerdo, deben entenderse emitidos en moneda extranjera para todos los efectos legales, fundado principalmente en que el pago de estos bonos siempre se efectúa en divisas, sirviendo de referencia el peso o la unidad de fomento como simple mecanismo para determinar la suma adeudada en moneda extranjera.

En mérito de lo anterior, Consejo acordó lo siguiente:

- a) Suprimir en el Acuerdo N° 669-03-980415, la expresión “desembolsables y”, todas las veces que aparece mencionada.
- b) Interpretar, en uso de la facultad que le confiere al Banco Central de Chile el artículo 83 de su Ley Orgánica Constitucional, el Acuerdo N° 669-03-980415, en el sentido de que los bonos que se autorizaron en virtud de dicho Acuerdo, deben entenderse emitidos en moneda extranjera para todos los efectos legales.

837-05-000504 - Política Monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y Transmisión – Memorándum N° 6 de la Gerencia de División de Estudios.

El Gerente de la División de Estudios señala que el Consejo, persiguiendo imprimir un alto grado de transparencia en el diagnóstico y proyecciones que realiza de la economía nacional, así como de sus acciones y decisiones, para lo cual ya se han dado pasos significativos, solicitó elaborar un documento complementario al primer Informe de Política Monetaria mediante el cual se presente al público los objetivos que persigue el Banco Central en materia de estabilidad de precios y la forma en que el Instituto Emisor entiende los efectos de sus políticas sobre la inflación.

Indica el señor Morandé que el documento citado, junto con hacer explícitos los propósitos de estabilidad de precios que busca el Banco Central, en su primera parte da cuenta también de los detalles que envuelve el esquema vigente de metas de inflación. Luego, en la segunda parte, describe los canales de transmisión sobre los cuales transitan los efectos de la política monetaria a través de la economía antes de materializarse en resultados concretos en materia inflacionaria.

El Consejo acordó aprobar el texto y la divulgación del documento titulado “Política Monetaria del Banco Central de Chile: “Objetivos y Transmisión” que se acompaña a la presente Acta y forma parte integrante de ella.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 837
04.05.2000

13.-

No habiendo más temas que tratar, se levanta la Sesión a las 12,25 hrs.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

 Incl. Informe de Ejecución Presupuestaria al 31 de marzo de 2000.
Anexo Acuerdo N° 837-03-000504
Anexo Acuerdo N° 837-05-000504



BANCO CENTRAL DE CHILE

INFORME DE LA SITUACIÓN PRESUPUESTARIA AL 31 DE MARZO DE 2000

RESUMEN

Al 31 de marzo de 2000 el Presupuesto presenta un grado de cumplimiento global equivalente al 91%. Dentro del total de gastos al 31.03.2000 ascendente a \$4.550 millones, los Programas Corrientes equivalen al 86%, los Proyectos Específicos No Habituales al 5% y el Programa de Impresión de Billetes y Acuñación de Monedas al 9%.

Los Programas Corrientes, con respecto al presupuesto al 31.03.2000, se han cumplido en 92%, los Proyectos Específicos No Habituales en 70% y el Programa de Impresión de Billetes y Acuñación de Monedas en 92%.

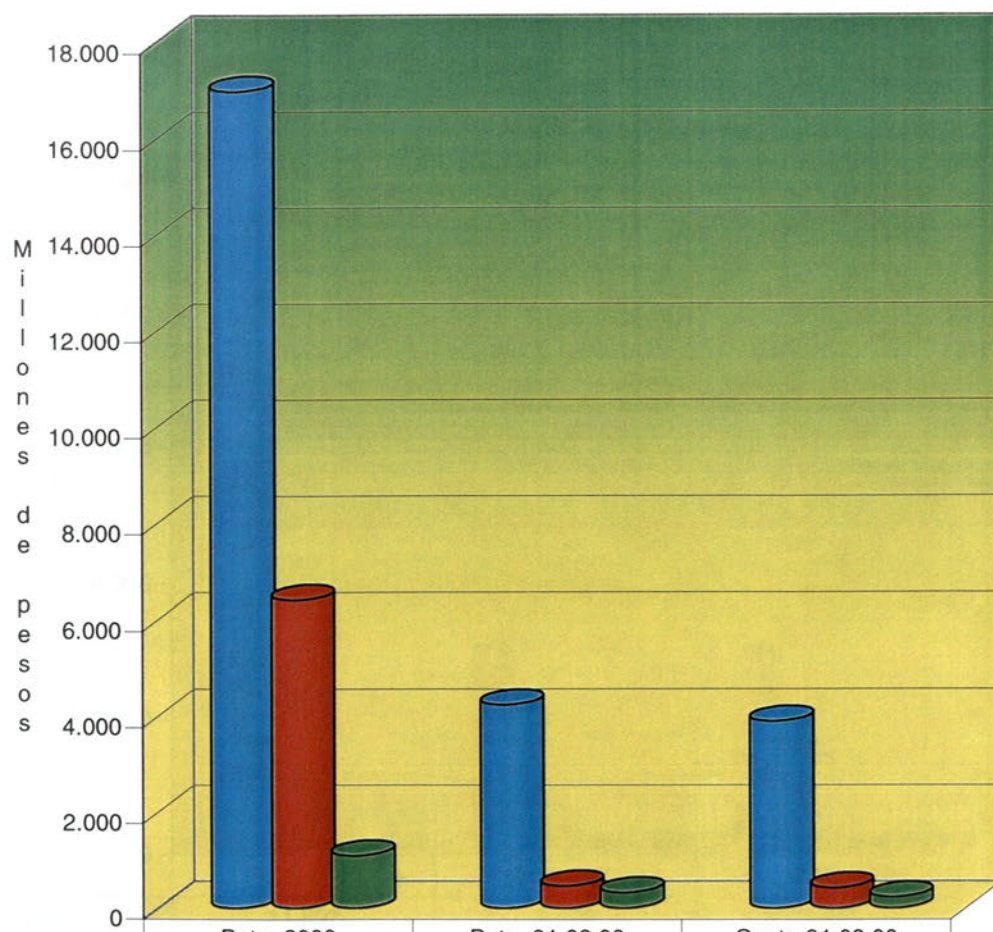
De la situación presupuestaria al 31.03.2000 cabe destacar las siguientes variaciones:

1. Gastos e Inversiones Computacionales, subejecución de \$101 millones, debido a desfases en gastos por contratación de servicios y por adquisición de equipos y software, porque ha sido necesario un mayor análisis y revisión de algunos componentes tecnológicos específicos.
2. Inversiones Bienes Muebles, subejecución de \$62 millones, por una postergación para el segundo trimestre de la adquisición de algunos bienes del activo fijo (inversiones de seguridad, muebles y vehículos)
3. Externalización Administración de Cartera, subejecución de \$52 millones, que se explica porque no se ha tenido requerimientos adicionales que cubrir relacionados con comunicaciones, sistemas, asesorías y visitas de los administradores externos al Banco y viceversa.
4. Encuestas y Estudios, subejecución por \$50 millones, debido a desfase en el desarrollo de algunas de las actividades programadas.
5. Proyecto Año 2000 con un menor gasto de \$43 millones, por la retención del pago de la última cuota en el desarrollo del sistema Abastecimiento.

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

6. Gastos de Personal, con una subejecución de \$43 millones, por menores gastos por sueldos-base debido a una menor dotación respecto de lo presupuestado y un ahorro en gastos de alimentación por menor consumo.
7. Programa de Impresión de Billetes y Acuñación de Monedas con una subejecución de \$38 millones, por retraso en la acuñación y entrega de monedas de \$5 y un menor costo de los metales utilizados.

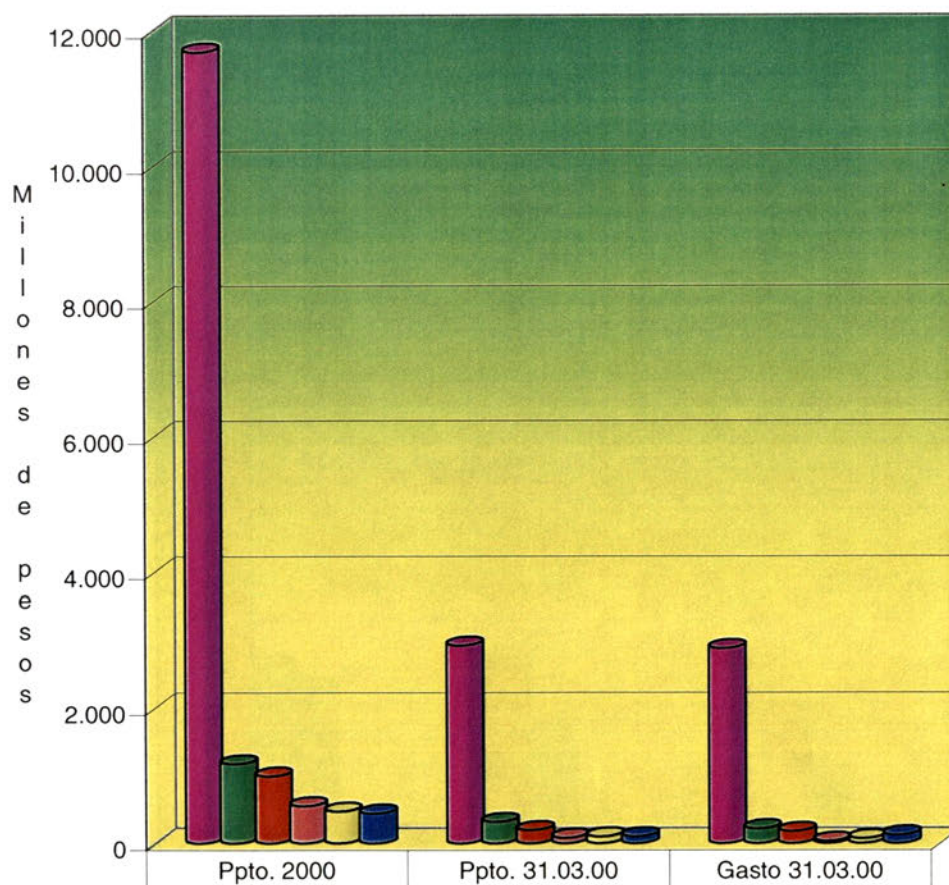
AVANCE PRESUPUESTARIO A MARZO 2000



	Ppto. 2000	Ppto. 31.03.00	Gasto 31.03.00
Programas corrientes	16.980	4.240	3.896
Programa Impresión Billetes y Acuñación Monedas	6.407	463	426
Proyectos específicos no habituales	1.093	326	229

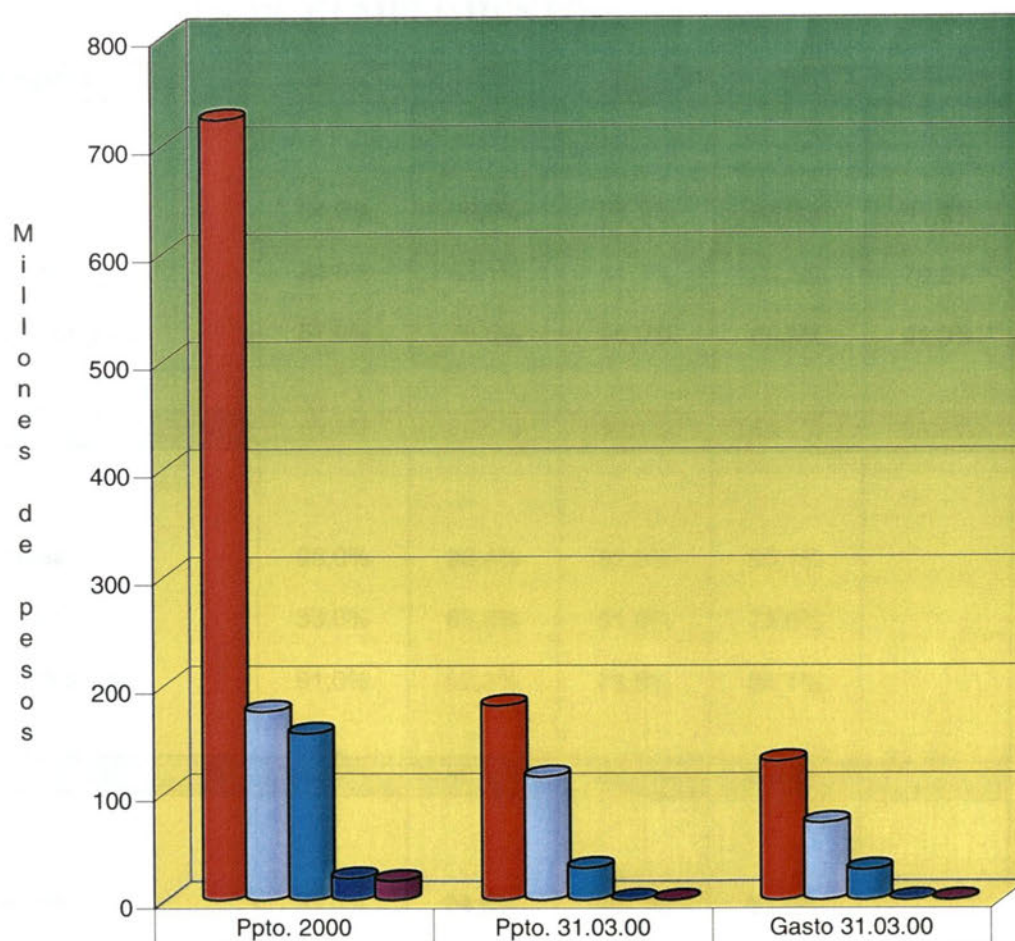
[Handwritten signature]

PRINCIPALES PROGRAMAS CORRIENTES A MARZO 2000



	Ppto. 2000	Ppto. 31.03.00	Gasto 31.03.00
■ Gastos en Personal	11.697	2.929	2.887
■ Gastos e inversiones computacionales	1.178	320	219
■ Servicios generales	996	199	181
■ Encuestas y Estudios	554	84	33
■ Mantenición bienes activo fijo	474	103	71
■ Servicios básicos	446	105	126

PROYECTOS ESPECIFICOS NO HABITUALES A MARZO 2000



Externalización administración de cartera	724	181	129
Proyecto año 2000	176	115	72
Deuda Subordinada	155	30	28
Proyecto NAB	20	0	0
Instalaciones	18	0	0



BANCO CENTRAL DE CHILE

GRADO DE EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA TRIMESTRAL (% DE CUMPLIMIENTO)

PERIODO	1996	1997	1998	1999	2000
1er Trimestre					
Programas Corrientes	94,0%	99,9%	93,3%	88,5%	91,9%
Proyectos específicos	34,0%	63,1%	31,7%	66,5%	70,2%
Programa imp. billetes y ac. Monedas	57,0%	78,5%	95,0%	85,8%	91,9%
Total	80,0%	86,5%	82,1%	86,2%	90,5%
2do Trimestre					
Programas Corrientes	96,0%	96,4%	92,8%	90,1%	
Proyectos específicos	33,0%	62,6%	61,6%	73,6%	
Programa imp. billetes y ac. Monedas	91,0%	92,3%	76,8%	86,1%	
Total	92,0%	90,4%	83,4%	87,7%	
3er Trimestre					
Programas Corrientes	93,0%	94,5%	95,7%	93,1%	
Proyectos específicos	44,0%	60,9%	80,1%	74,2%	
Programa imp. billetes y ac. monedas	86,0%	90,8%	79,0%	88,0%	
Total	87,0%	94,5%	88,6%	89,9%	
4to Trimestre					
Programas Corrientes	96,4%	96,9%	96,9%	97,9%	
Proyectos específicos	50,5%	77,0%	88,9%	84,6%	
Programa imp. billetes y ac. monedas	93,3%	92,6%	92,6%	83,4%	
Total	90,2%	92,9%	94,7%	91,9%	



BANCO CENTRAL DE CHILE

INFORME DE EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA A MARZO DE 2000 CONSOLIDADO DE GASTOS, INVERSIONES E INGRESOS VARIOS (miles de pesos)

AGRUPACIÓN	Presupuesto Anual	Presupuesto 31.03.2000	Gasto al 31.03.2000	Variación 31.03.2000	% de cumplimiento
1. Programas corrientes	16.980.026	4.239.657	3.896.276	343.381	91,9%
Gastos e inversiones					
1.1. Gastos en Personal	11.696.524	2.929.496	2.886.614	42.881	98,5%
1.2. Honorarios	69.577	23.630	20.501	3.129	86,8%
1.3. Programa de Capacitación en el País	64.180	15.827	14.486	1.341	91,5%
1.4. Capacitación en el exterior menor a 6 meses	18.045	2.076	2.064	12	99,4%
1.5. Postgrados en el exterior	59.305	15.165	14.588	577	96,2%
1.6. Servicios básicos	445.505	104.884	126.488	-21.604	120,6%
1.7. Servicios generales	996.143	199.398	180.686	18.712	90,6%
1.8. Mantención bienes activo fijo	474.312	102.643	71.235	31.408	69,4%
1.9. Publicaciones y Biblioteca	358.976	99.854	70.001	29.853	70,1%
1.10. Aportes	320.221	71.662	66.001	5.661	92,1%
1.11. Gastos e inversiones computacionales	1.178.191	319.960	218.930	101.030	68,4%
1.12. Asesorías y Servicios Profesionales	215.291	24.175	28.412	-4.237	117,5%
1.13. Encuestas y Estudios	554.463	83.802	33.378	50.425	39,8%
1.14. Comisiones de Servicios	244.840	60.495	38.182	22.313	63,1%
1.15. Seminarios y reuniones auspiciados por el Banco	75.340	0	0	0	-
1.16. Inversiones Bienes Muebles	209.113	186.590	124.710	61.880	66,8%
2. Proyectos específicos no habituales	1.092.911	325.676	228.556	97.120	70,2%
Gastos e inversiones					
2.1. Deuda Subordinada	155.094	30.000	28.000	2.000	93,3%
2.2. Externalización administración de cartera	723.772	180.944	128.983	51.961	71,3%
2.3. Proyecto NAB	20.444	0	0	0	-
2.4. Proyecto año 2000	175.601	114.732	71.573	43.159	62,4%
2.5. Instalaciones	18.000	0	0	0	-
3. Subtotales	18.072.937	4.565.333	4.124.832	440.501	90,4%
Programa Impresión Billetes y Acuñación Monedas	6.406.848	463.310	425.658	37.652	91,9%
TOTALES	24.479.785	5.028.643	4.550.490	478.153	90,5%



BANCO CENTRAL DE CHILE

INFORME DE EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA A MARZO DE 2000

(Consolidado Moneda Nacional y Moneda Extranjera)

INFORME DE DETALLE

Al 31 de marzo de 2000 el presupuesto del período, ascendente a MM\$ 5.028,6, se ejecutó en un 90,5%, es decir, se efectuaron gastos por MM\$ 4.550,5 presentándose, en consecuencia, un menor gasto neto de MM\$ 478,2 que se origina, principalmente, por desfase o menores gastos en la ejecución de algunas de las actividades programadas, cuya mayor incidencia se encuentra en Mantención bienes del activo fijo, Gastos e inversiones computacionales, Encuestas y Estudios, Inversiones en Bienes Muebles, Externalización administración de cartera, Proyecto Año 2000 y en el Programa de Impresión de Billetes y Acuñación de Monedas.

1. PROGRAMAS CORRIENTES (subejecución de MM\$ 343,4)

La ejecución de estos programas alcanzó a MM\$ 3.896,3 presentando un grado de ejecución global del 91,9%. Los principales programas realizados durante el período son los siguientes:

1.1 Gastos en Personal (subejecución de MM\$ 42,9)

El presupuesto relacionado con estos gastos se ejecutó en un 98,5%, habiéndose desarrollado en términos normales. La subejecución se explica, básicamente, por menores gastos que los estimados por concepto de Sueldos-Base como consecuencia de una menor dotación respecto de lo presupuestado, un ahorro en Gastos de Alimentación derivado de un menor consumo que lo esperado y, por mayores gastos por Asignación de Escolaridad debido a que se anticipó el pago de algunas asignaciones programadas para el 2° trimestre.

1.6 Servicios básicos (sobreejecución de MM\$ 21,6)

Las actividades relacionadas con estos servicios se han cumplido en un 120,6%. La sobreejecución se explica, básicamente, por recargos cobrados por Chilectra por factor de potencia en instalaciones Edificio Agustinas y por un mayor gasto en servicio telefónico, principalmente llamadas a teléfonos móviles, respecto de las cuales se han tomado medidas para su reducción.

A handwritten signature in the bottom left corner of the page.

**BANCO CENTRAL DE CHILE****1.7 Servicios Generales** (subejecución de MM\$ 18,7)

Las actividades relacionadas con estos servicios se han cumplido en un 90,6%, habiéndose desarrollado dentro de lo esperado.

La subejecución se explica, básicamente, por menores gastos en Servicios de información (El Mercurio On Line por término de contrato y Telerate Internacional por desfase en instalación de una nueva línea)

1.8 Mantención bienes activo fijo (subejecución de MM\$ 31,4)

La ejecución presupuestaria de este ítem se ha cumplido en un 69,4%. La subejecución se explica, básicamente como sigue:

- a) Menores gastos de mantención y reparación de los nuevos equipos de climatización (MM\$ 6,2).
- b) Desfase en la ejecución de mantenciones y reparaciones varias (MM\$ 7,2).
- c) Desfase en la ejecución de actividades relacionadas con remodelación de oficinas (MM\$ 14,0).

1.9 Publicaciones y Biblioteca (subejecución de MM\$ 29,9)

El presupuesto de este programa se ha ejecutado en un 70,1% y su desviación se explica como sigue:

- a) Desfase en la renovación y pago de algunas suscripciones destinadas a biblioteca y suscripciones para otras unidades del Banco (MM\$ 16,9)
- b) Una menor venta de publicaciones (MM\$ 1,9)
- c) Desfase en la impresión y distribución de algunas publicaciones (MM\$ 11,1)

1.11 Gastos e inversiones computacionales (subejecución de MM\$ 101,0)

Este programa, en su conjunto, tiene un proceso de avance del 68,4%, el que se explica como sigue:

1.11.1 Gastos en computación (subejecución de MM\$ 24,4)

Su ejecución presenta un porcentaje de avance del 81,8%, como consecuencia de que la mayor parte de los contratos suscritos por concepto de arriendo y mantención de equipos y software se han llevado a efecto de acuerdo con lo previsto. La subejecución se explica, principalmente, porque ciertos contratos se encuentran en proceso de análisis y su ejecución se iniciará en el segundo trimestre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

1.11.3 Equipamiento computacional Red Central (subejecución de MM\$ 52,0)

Presenta un grado de avance del 49,1%, debido a un desfase para el segundo trimestre de la revisión de la migración de VAX a ALPHA, por precisión de componentes tecnológicos.

1.11.4 Equipamiento y software usuarios (subejecución de MM\$ 26,5)

Presenta un grado de cumplimiento del 66,9%. La subejecución se explica porque a la fecha no ha sido necesario efectuar la compra del software de productividad. Asimismo, se está investigando la disponibilidad tecnológica en el mercado nacional de impresoras para la impresión de cheques y liquidaciones de sueldos.

1.13 Encuestas y Estudios (subejecución de MM\$ 50,4)

Este programa se cumplió en un 39,8% en el período y corresponde, principalmente, al avance de la Encuesta de Turismo, Estudio Segunda Fase Servicios no Financieros y Sistema Estadístico de Transacciones Internacionales. El resto de las actividades presupuestadas para este período se encuentran desfasadas para los próximos trimestres y las más relevantes son las siguientes:

	MM\$
Encuesta de Ocupación y Desocupación (de la Gerencia de Programación Macroeconómica)	10,1
Convenio INE (del Depto. Cuentas Nacionales)	5,6
Estudios Estratégicos	31,6

1.14 Comisiones de servicio (subejecución de MM\$ 22,3)

Su presupuesto se cumplió en un 63,1% en el período.

La subejecución se explica por menores o (mayores) gastos que los presupuestados para el período, en los siguientes centros de costo:

	MM\$
Consejo	13,5
Gerencia de Investigación Económica	4,9
Gerencia de Informática	3,5
Gerencia de División Estudios	2,3
Gerencia de Inversiones Internacionales	1,9
Gerencia de División Comercio Exterior y Cambios	1,5
Gerencia de Comercio Exterior y Política Comercial	1,4
Gerencia de Análisis Internacional	1,4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Depto. Evaluación de Gestión y Riesgo	0,9
Tesorería General	0,9
Gerencia de Programación Macroeconómica	0,8
Gerencia de Administración y Contabilidad	0,6
Gerencia de División Gestión y Desarrollo	0,5
Fiscalía	0,3
Departamento Seguridad	0,3
Gerencia Recursos Humanos	0,3
Revisoría	(0,5)
Depto. Cuentas Nacionales	(0,7)
Gerencia de Operaciones Monetarias	(1,8)
Gerencia de División Internacional	(3,5)
Gerencia de Análisis Financiero	(6,2)
Total	22,3

1.16 Inversiones Bienes muebles (subejecución de MM\$ 61,9)

Su presupuesto se ha ejecutado en un 66,8% habiéndose efectuado la compra de algunos muebles de oficina y de vehículos. La subejecución se explica por desfase para el segundo trimestre de la adquisición de:

- Elementos de control de acceso e inversiones de seguridad (MM\$ 25,0).
- Muebles de oficina para distintas unidades (MM\$ 13,0).
- Vehículos (MM\$ 23,0)

2. PROYECTOS ESPECÍFICOS NO HABITUALES (subejecución de MM\$ 97,1)

En este caso el grado de ejecución alcanza al 70,2%. El desarrollo de estos proyectos se explica como sigue:

2.2 Externalización administración de cartera (subejecución MM\$ 52,0)

Presenta un grado de avance del 71,3%. Los gastos relacionados con este proyecto corresponden a los pagos efectuados a los tres Administradores Externos (J.P. Morgan, M. Grenfell y Fifsher Francis) y al Banco custodio (Bank of New York).

La subejecución se explica porque en el presupuesto se contempló esta suma para cubrir eventuales gastos relacionados con comunicaciones, sistemas, asesorías y visitas de los administradores externos al Banco y viceversa, acerca de los cuales no se ha tenido requerimientos a la fecha.



BANCO CENTRAL DE CHILE

2.4 Proyecto Año 2000 (subejecución de MM\$ 43,2)

Su ejecución se ha cumplido en un 62,4%. La subejecución se explica, básicamente, porque se encuentra retenido el pago de la última cuota relacionada con el desarrollo del Sistema de Abastecimiento (FIN700), en espera de un acuerdo respecto de la mantención de este sistema.

3. PROGRAMA IMPRESIÓN BILLETES Y ACUÑACIÓN MONEDAS
(subejecución de MM\$ 37,7)

Este programa, en términos generales, se ha cumplido adecuadamente presentando una ejecución global del 91,9%. La subejecución se explica, básicamente, por un retraso, por parte de Casa de Moneda, en la acuñación y entrega de monedas de \$ 5 (MM\$ 19,2) y, por un menor precio de los metales utilizados (MM\$ 8,4).





BANCO CENTRAL DE CHILE

INFORME DE EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA A MARZO DE 2000 CONSOLIDADO DE GASTOS, INVERSIONES E INGRESOS VARIOS (miles de pesos)

13.

AGRUPACIÓN	Presupuesto Anual	Presupuesto 31.03.2000	Gasto al 31.03.2000	Variación 31.03.2000	% de cumplimiento
1. Programas corrientes	16.980.026	4.239.657	3.896.276	343.381	91,9%
Gastos e inversiones					
1.1. Gastos en Personal	11.696.524	2.929.496	2.886.614	42.881	98,5%
1.2. Honorarios	69.577	23.630	20.501	3.129	86,8%
1.3. Programa de Capacitación en el País	64.180	15.827	14.486	1.341	91,5%
1.4. Capacitación en el exterior menor a 6 meses	18.045	2.076	2.064	12	99,4%
1.5. Postgrados en el exterior	59.305	15.165	14.588	577	96,2%
1.6. Servicios básicos	445.505	104.884	126.488	-21.604	120,6%
1.7. Servicios generales	996.143	199.398	180.686	18.712	90,6%
1.8. Mantención bienes activo fijo	474.312	102.643	71.235	31.408	69,4%
1.9. Publicaciones y Biblioteca	358.976	99.854	70.001	29.853	70,1%
1.10. Aportes	320.221	71.662	66.001	5.661	92,1%
1.11. Gastos e inversiones computacionales	1.178.191	319.960	218.930	101.030	68,4%
1.12. Asesorías y Servicios Profesionales	215.291	24.175	28.412	-4.237	117,5%
1.13. Encuestas y Estudios	554.463	83.802	33.378	50.425	39,8%
1.14. Comisiones de Servicios	244.840	60.495	38.182	22.313	63,1%
1.15. Seminarios y reuniones auspiciados por el Banco	75.340	0	0	0	-
1.16. Inversiones Bienes Muebles	209.113	186.590	124.710	61.880	66,8%
2. Proyectos específicos no habituales	1.092.911	325.676	228.556	97.120	70,2%
Gastos e inversiones					
2.1. Deuda Subordinada	155.094	30.000	28.000	2.000	93,3%
2.2. Externalización administración de cartera	723.772	180.944	128.983	51.961	71,3%
2.3. Proyecto NAB	20.444	0	0	0	-
2.4. Proyecto año 2000	175.601	114.732	71.573	43.159	62,4%
2.5. Instalaciones	18.000	0	0	0	-
3. Subtotales	18.072.937	4.565.333	4.124.832	440.501	90,4%
Programa Impresión Billetes y Acuñación Monedas	6.406.848	463.310	425.658	37.652	91,9%
TOTALES	24.479.785	5.028.643	4.550.490	478.153	90,5%



BANCO CENTRAL DE CHILE

14.

INFORME DE EJECUCION PRESUPUESTARIA A MARZO DE 2000
CONSOLIDADO DE GASTOS, INVERSIONES E INGRESOS VARIOS
(miles de pesos)

A G R U P A C I Ó N		Presupuesto Anual	Presupuesto 31.03.2000	Gasto al 31.03.2000	Variación 31.03.2000	% de cumplimiento
1.	Programas Corrientes	16.980.026	4.239.657	3.896.276	343.381	91,9%
I T E M						
1.1.	Gastos en Personal	11.696.524	2.929.496	2.886.614	42.881	98,5%
	Sueldos - Base	7.997.350	2.029.127	1.974.076	55.051	97,3%
1.1.1.1	Sueldos - Base	7.997.350	2.029.127	1.974.076	55.051	97,3%
	Sobresueldos	1.956.438	501.581	515.018	-13.437	102,7%
1.1.2.1	Asignación por cargo	975.063	240.331	233.774	6.557	97,3%
1.1.2.2	Escolaridad y otras asignaciones	575.038	212.232	236.585	-24.353	111,5%
1.1.2.3	Aguinaldo aniversario, navidad y otros	406.337	49.018	44.659	4.359	91,1%
	Remuneraciones variables	56.996	13.877	23.648	-9.771	170,4%
1.1.3.1	Horas extraordinarias	56.996	13.877	23.648	-9.771	170,4%
	Aportes patronales	349.407	78.383	81.708	-3.325	104,2%
1.1.4.1	Ley accidentes del trabajo	57.121	14.134	14.554	-420	103,0%
1.1.4.2	Aportes al plan de salud	292.286	64.249	67.154	-2.905	104,5%



BANCO CENTRAL DE CHILE

15.

INFORME DE EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA A MARZO DE 2000
CONSOLIDADO DE GASTOS, INVERSIONES E INGRESOS VARIOS
(miles de pesos)

ITEM	Presupuesto Anual	Presupuesto 31.03.2000	Gasto al 31.03.2000	Variación 31.03.2000	% de cumplimiento
Otros gastos en personal	1.245.367	299.028	285.178	13.849	95,4%
1.1.5.1 Gastos en bienestar al personal	529.940	119.030	117.191	1.839	98,5%
1.1.5.2 Aporte Balneario	229.193	56.286	56.286	0	100,0%
1.1.5.3 Aporte Estadio	114.597	28.143	28.143	0	100,0%
1.1.5.4 Gastos alimentación	337.641	87.188	75.763	11.424	86,9%
1.1.5.5 Seguro de vida	33.996	8.381	7.795	586	93,0%
Uniformes y vestuario	90.966	7.500	6.986	514	93,1%
1.1.6.1 Uniformes y vestuario	90.966	7.500	6.986	514	93,1%
1.2. Honorarios	69.577	23.630	20.501	3.129	86,8%
Honorarios	69.577	23.630	20.501	3.129	86,8%
1.3. Programa de Capacitación en el país	64.180	15.827	14.486	1.341	91,5%
Capacitación en el País	64.180	15.827	14.486	1.341	91,5%
1.4. Capacitación en el exterior menor a seis meses	18.045	2.076	2.064	12	99,4%
Capacitación en el exterior menor a seis meses	18.045	2.076	2.064	12	99,4%
1.5. Postgrados en el exterior	59.305	15.165	14.588	577	96,2%
Postgrados en el exterior	59.305	15.165	14.588	577	96,2%
1.6. Servicios básicos	445.505	104.884	126.488	-21.604	120,6%
1.6.1.1 Servicios básicos	278.663	64.403	85.320	-20.917	132,5%
1.6.1.2 Casilla de correo y franqueo	22.897	5.057	5.925	-868	117,2%
1.6.1.3 Servicio de aseo y lavado	143.945	35.424	35.243	181	99,5%



BANCO CENTRAL DE CHILE

16.

INFORME DE EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA A MARZO DE 2000 CONSOLIDADO DE GASTOS, INVERSIONES E INGRESOS VARIOS (miles de pesos)

ITEM	Presupuesto Anual	Presupuesto 31.03.2000	Gasto al 31.03.2000	Variación 31.03.2000	% de cumplimiento
1.7. Servicios Generales	996.143	199.398	180.686	18.712	90,6%
1.7.1.1 Materiales de oficina	66.999	16.530	15.064	1.466	91,1%
1.7.1.2 Gastos impresión y reproducciones	80.093	18.512	16.799	1.713	90,7%
1.7.1.3 Publicaciones en diario oficial y prensa	84.836	24.841	20.375	4.466	82,0%
1.7.1.4 Gastos de relaciones públicas	19.441	8.497	3.828	4.669	45,1%
1.7.1.5 Arriendo de estacionamiento y gastos comunes	87.538	20.463	28.097	-7.634	137,3%
1.7.1.6 Seguros generales	47.183	9.494	10.332	-838	108,8%
1.7.1.7 Gastos varios de administración	81.051	20.148	17.830	2.318	88,5%
1.7.1.8 Servicios de información	337.197	75.513	62.843	12.670	83,2%
1.7.1.9 Comisiones por pago de cupones	21.600	5.400	5.518	-118	102,2%
1.7.1.10 Contribuciones sobre bienes raíces	136.717	0	0	0	-
1.7.1.11 75° Aniversario del Banco	33.488	0	0	0	-
1.8. Mantención bienes activo fijo	474.312	102.643	71.235	31.408	69,4%
1.8.1.1 Mantención máquinas, muebles y equipos	187.361	41.736	24.323	17.413	58,3%
1.8.1.2 Mantención edificios e instalaciones	237.653	44.609	30.622	13.987	68,6%
1.8.1.3 Mantención material de transporte	49.298	16.298	16.290	8	100,0%
1.9. Publicaciones y Biblioteca	358.976	99.854	70.001	29.853	70,1%
1.9.1.1 Biblioteca	230.403	82.964	66.062	16.902	79,6%
1.9.1.2 Gastos impresión y distribución de publicaciones					
Costo de las publicaciones	205.056	36.035	24.963	11.072	69,3%
Venta de publicaciones	-76.483	-19.145	-21.024	1.879	109,8%



BANCO CENTRAL DE CHILE

17.

INFORME DE EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA A MARZO DE 2000 CONSOLIDADO DE GASTOS, INVERSIONES E INGRESOS VARIOS (miles de pesos)

I T E M		Presupuesto Anual	Presupuesto 31.03.2000	Gasto al 31.03.2000	Variación 31.03.2000	% de cumplimiento
1.10	Aportes	320.221	71.662	66.001	5.661	92,1%
1.10.1.1	Aporte Cemla y Sicap Aladi	66.002	16.490	11.827	4.663	71,7%
1.10.1.2	Gastos por pensionados	254.219	55.172	54.174	998	98,2%
1.11.	Gastos e inversiones computacionales	1.178.191	319.960	218.930	101.030	68,4%
1.11.1	Gastos en computación	637.143	133.850	109.490	24.360	81,8%
	Arriendo y mantención hardware y software	500.006	120.794	97.409	23.385	80,6%
	Otros suministros computacionales	45.828	11.306	10.295	1.011	91,1%
	Materiales p/instalación equipos	9.463	1.750	1.786	-36	102,1%
	Servicios profesionales	81.846	0	0	0	-
1.11.2	Desarrollo de Sistemas	169.295	4.112	5.891	-1.779	143,3%
	Servicios profesionales	169.295	4.112	5.891	-1.779	143,3%
1.11.3	Equipamiento computacional Red Central	264.259	102.013	50.054	51.959	49,1%
	Equipamiento Red Central	77.250	42.120	25.024	17.096	59,4%
	Software Red Central	25.060	54.840	25.030	29.810	45,6%
	Reemplazo equipos Vax	161.949	5.053	0	5.053	0,0%
1.11.4	Equipamiento y Software Usuarios	107.494	79.985	53.495	26.490	66,9%
	Equipamiento computacional usuarios	39.246	32.162	23.433	8.729	72,9%
	Software específicos usuarios	68.248	47.823	30.062	17.761	62,9%
1.12.	Asesorías y Servicios Profesionales	215.291	24.175	28.412	-4.237	117,5%
1.13.	Encuestas y Estudios	554.463	83.802	33.378	50.425	39,8%
1.14.	Comisiones de Servicios	244.840	60.495	38.182	22.313	63,1%



BANCO CENTRAL DE CHILE

18.

INFORME DE EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA A MARZO DE 2000
CONSOLIDADO DE GASTOS, INVERSIONES E INGRESOS VARIOS
(miles de pesos)

I T E M		Presupuesto Anual	Presupuesto 31.03.2000	Gasto al 31.03.2000	Variación 31.03.2000	% de cumplimiento
1.15.	Seminarios y reuniones auspiciados por el Bai	75.340	0	0	0	-
	Seminarios y reuniones auspiciados por el Banco	75.340	0	0	0	-
1.16.	Inversiones bienes muebles	209.113	186.590	124.710	61.880	66,8%
1.16.1	Bienes muebles	94.655	42.000	5.639	36.361	13,4%
	Compras	104.000	44.305	5.639	38.666	12,7%
	Ventas	-9.345	-2.305	0	-2.305	0,0%
1.16.2	Reemplazo de Vehículos	107.990	144.590	119.071	25.519	82,4%
	Compras	144.590	144.590	119.071	25.519	82,4%
	Ventas	-36.600	0	0	0	-
1.16.3	Equipamiento Tesorería	6.468	0	0	0	-
	Equipamiento Tesorería	334	0	0	0	-
	Colección de billetes	6.134	0	0	0	-



BANCO CENTRAL DE CHILE

19.

INFORME DE EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA A MARZO DE 2000
CONSOLIDADO DE GASTOS, INVERSIONES E INGRESOS VARIOS
(miles de pesos)

A G R U P A C I Ó N		Presupuesto Anual	Presupuesto 31.03.2000	Gasto al 31.03.2000	Variación 31.03.2000	% de cumplimiento
2.	Proyectos específicos no habituales	1.092.911	325.676	228.556	97.120	70,2%
I T E M						
Gastos e inversiones						
2.1.	Deuda Subordinada	155.094	30.000	28.000	2.000	93,3%
	Deuda subordinada	155.094	30.000	28.000	2.000	93,3%
2.2.	Externalización administración de cartera	723.772	180.944	128.983	51.961	71,3%
	Externalización administración de cartera	723.772	180.944	128.983	51.961	71,3%
2.3.	Proyecto cambio nuevo año base (NAB)	20.444	0	0	0	-
	Servicios profesionales	12.304	0	0	0	-
	Otros	8.140	0	0	0	-
2.4.	Proyecto año 2000	175.601	114.732	71.573	43.159	62,4%
	Servicios profesionales	171.601	111.732	69.856	41.876	62,5%
	Horas extraordinarias	4.000	3.000	1.717	1.283	57,2%
2.5.	Instalaciones	18.000	0	0	0	-
	Renovación ascensores	18.000	0	0	0	-
	Subtotales	18.072.937	4.565.333	4.124.832	440.501	90,4%

CAPITULO IV**NORMAS RELATIVAS A LAS ENTIDADES AUTORIZADAS
PARA FORMAR PARTE DEL MERCADO CAMBIARIO FORMAL (M.C.F.)**

1. Las personas jurídicas que tengan por objeto exclusivo intervenir en las operaciones de cambios internacionales que el Banco Central determine, los corredores de bolsa y agentes de valores, podrán solicitar autorización al Banco Central de Chile, en adelante el "Banco", para formar parte del Mercado Cambiario Formal.

Para obtener la autorización referida, deberán cumplir con los requisitos establecidos en el Anexo N° 1 de este Capítulo y mantener permanentemente un Patrimonio Neto por el monto que se determinará en la forma que se señala en el citado Anexo.

El Banco Central de Chile podrá requerir cualquier otra información o antecedente necesario para su resolución y podrá rechazar, a su juicio exclusivo y sin expresión de causa, cualquier solicitud que se presente para formar parte del Mercado Cambiario Formal.

La autorización que otorgue el Banco es intransferible y podrá ser suspendida o revocada por éste a su juicio exclusivo y sin expresión de causa. Sin perjuicio de lo anterior, se entenderá caducada la autorización de aquellas entidades autorizadas para formar parte del Mercado Cambiario Formal, en adelante las "Entidades autorizadas conforme al Capítulo IV, del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales" o "Entidades M.C.F.", que, sin aprobación previa de la Gerencia de Comercio Exterior y Política Comercial del Banco Central de Chile, no realicen actividades como tales durante 180 días corridos.

La nómina de las Entidades M.C.F. está contenida en el Anexo N° 2 de este Capítulo.

2. Las Entidades M.C.F., actuando por cuenta propia o por cuenta de terceros, según corresponda, podrán intervenir exclusivamente en las operaciones de cambios internacionales que se señalan expresamente para ellas en los Códigos y Conceptos indicados en el Capítulo XI de este mismo Título y Compendio.
3. Las Entidades M.C.F. deberán comunicar al Banco el o los locales en que realizarán las operaciones de cambio permitidas para ellas y deberán exhibir en un lugar visible de éstos, la autorización otorgada por el Banco para formar parte del Mercado Cambiario Formal. Deberán exponer, con caracteres destacados y como información mínima para el público, el tipo de cambio actualizado de las monedas extranjeras que transen, señalando si éste incluye o no comisiones y otros gastos.

Todo cambio de dirección de los locales deberá ser comunicado al Departamento de Cambios Internacionales del Banco, a más tardar en un plazo de 10 días contados desde la fecha que ello ocurra.

Las Entidades M.C.F. podrán solicitar por escrito, a la Gerencia de Comercio Exterior y Política Comercial del Banco, autorización para establecer sucursales.

4. Las Entidades M.C.F. individualizadas en el Anexo N° 2 de este Capítulo, deberán presentar al Departamento de Cambios Internacionales sus Estados Financieros al 30 de Junio y 31 de Diciembre de cada año.

Los Estados Financieros deberán ser entregados dentro del mes siguiente al cierre del semestre finalizado el 30 de Junio y dentro de los 60 días siguientes a la fecha de cierre del ejercicio anual (31 de Diciembre), éste último debidamente auditado por auditores externos independientes.

5. El reemplazo de la o las personas que constituyan el Directorio, o tengan la calidad de Gerente General o Representante Legal de las Entidades M.C.F., deberá ser informado al Departamento de Cambios Internacionales del Banco, dentro del plazo de cinco días hábiles contado desde la fecha en que ello ocurra.

Toda modificación que experimente el pacto social de una Entidad M.C.F. deberá informarse al citado Departamento, dentro del mismo plazo antes señalado, enviando copia de la escritura pública pertinente, del extracto de ella y de su inscripción en el Registro de Comercio y de su publicación en el Diario Oficial.

Las Entidades M.C.F. deberán remitir al mencionado Departamento, dentro del plazo indicado en el inciso primero de este número, los poderes, reducidos a escritura pública, del o de los mandatarios que la representen en sus actividades como tales ante el Banco Central de Chile, como asimismo, cualquier modificación de los mismos.

6. Las Entidades M.C.F. que intervengan en las operaciones previstas en este Capítulo deberán verificar, adecuadamente, la identidad de las personas naturales o jurídicas que las realicen, así como la identidad y RUT de la persona natural que, en representación de éstas, pueda actuar en la operación y verificarán, razonablemente, que corresponda con la que aparece en la cédula de identidad presentada. Asimismo, deberán verificar que se haya dado cumplimiento a la obligación tributaria que corresponda.
7. Las Entidades M.C.F. deberán mantener en sus archivos y bajo su exclusiva responsabilidad, los documentos que se exigen de conformidad a lo establecido en el Compendio de Normas de Cambios Internacionales.
8. La Gerencia de Comercio Exterior y Política Comercial o, en su caso, la Gerencia de Operaciones Financieras Internacionales del Banco podrán requerir a las Entidades M.C.F., a su juicio exclusivo y en la oportunidad que lo estimen conveniente, los antecedentes que correspondan a las operaciones de cambios internacionales en que hayan intervenido o realizado.
9. La Gerencia División de Comercio Exterior y Cambios Internacionales del Banco Central de Chile estará facultada para dictar y modificar las normas operativas y de procedimiento que se estimen necesarias para reglamentar las disposiciones contenidas en este Capítulo, incluidos sus Anexos, Formularios e Instrucciones de Uso.

DISPOSICION TRANSITORIA

Las Casas de Cambio M.C.F. autorizadas por el Banco Central de Chile en conformidad con las disposiciones del Capítulo IV, Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, vigente con anterioridad a la fecha del presente Acuerdo, continuarán realizando sus actividades al amparo del nuevo Capítulo, sin necesidad de solicitar una nueva autorización para operar en cambios internacionales. Para este efecto, se autoriza a la Gerencia de Comercio Exterior y Política Comercial del Banco para que restituya o cancele las garantías que las citadas entidades hayan constituido de acuerdo con lo señalado en el numeral 4.2 del Anexo N° 1 del Capítulo IV que se reemplaza por este Acuerdo.

17.04.2000

POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE: OBJETIVOS Y TRANSMISIÓN

El presente documento trata de los objetivos que persigue el Banco Central con sus políticas en materia inflacionaria y de la forma en que la autoridad monetaria entiende los efectos de sus políticas sobre la inflación y la estabilidad de precios. Junto con hacer explícitos los propósitos de estabilidad de precios que se buscan, la primera parte del documento da cuenta también de los detalles que envuelve el esquema vigente de metas de inflación. Luego, y en la segunda parte, se describen los canales de transmisión sobre los cuales transitan los efectos de la política monetaria a través de la economía antes de materializarse en resultados concretos en materia inflacionaria.

Este documento forma parte de la intención del Banco Central de otorgar una mayor transparencia a sus procedimientos y políticas, en conjunto con otras iniciativas como el nuevo Reglamento para el Funcionamiento del Consejo, ya publicado, y el Informe de Política Monetaria, cuyo primer número se dará a conocer en pocos días más. Asimismo, el presente documento es un complemento indispensable del citado Informe por cuanto facilita la lectura del mismo.

I. La Estabilidad de Precios y la Política Monetaria

La Ley Orgánica del Banco Central de Chile establece que esta institución tiene por objeto "...velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos". Para cumplir con este propósito, la ley otorga al Banco Central atribuciones para regular la cantidad de dinero y de crédito en circulación, ejecutar operaciones de créditos y cambios internacionales, y dictar normas en materias monetarias, crediticias, financieras y cambiarias. Dichas atribuciones le permiten al Banco configurar su principal herramienta, la política monetaria.

En este documento la presentación se concentra en la relación entre la política monetaria y el objetivo primordial del Banco Central, cual es la estabilidad de precios. Esto significa que otros objetivos que pudieran asignarse a la política monetaria, o a otras políticas disponibles para el Instituto Emisor, no son tratados en forma explícita.

El objetivo de la estabilidad de precios y los elementos principales de la política monetaria

El dinero juega un rol fundamental en el funcionamiento adecuado de cualquier economía y en particular de la economía chilena. Para preservar ese rol, la política monetaria del Banco Central de Chile debe proteger el valor de nuestra moneda, el peso, buscando que la inflación sea *baja y estable*.

El propósito de mantener una inflación baja y estable, que es la forma en que se interpreta en la práctica el concepto de *estabilidad de precios*, no es un capricho de la ley, sino que sirve al objetivo más amplio de encaminar a la economía nacional por una ruta de crecimiento sostenido, de pleno empleo y, en general, de progreso y bienestar para los chilenos. En efecto, la mayor contribución del Banco Central al crecimiento y el progreso radica en la confianza en el futuro que se asocia a la estabilidad de precios. Ésta es un aliciente para el ahorro, la inversión y las ganancias de productividad, todos ellos elementos indispensables para el crecimiento económico. Una inflación baja y estable es, además, beneficiosa desde un punto de vista distributivo porque favorece el crecimiento del empleo y protege el ingreso de los sectores más indefensos de la sociedad ante una inflación descontrolada.

La política monetaria no puede influir sobre la trayectoria de crecimiento de largo plazo más allá de su contribución a la estabilidad de precios. Sin embargo, sí puede tener consecuencias sobre la actividad económica y el empleo a corto y mediano plazo, a través de los distintos pasos por los cuales se transmiten los cambios en la política monetaria hasta llegar a afectar la inflación. Por esta razón, la política monetaria sigue una *orientación anticíclica* que, además de preservar la estabilidad de precios, busca evitar las variaciones extremas del gasto global, o demanda interna, conducentes a riesgos innecesarios en los mercados financieros y a situaciones aflictivas en materia de recesión y desempleo. En este sentido, *el foco de la política monetaria del Banco Central de Chile es la estabilidad de precios a través del tiempo, tomando en cuenta los efectos de esa política sobre la actividad económica y el empleo en el corto y mediano plazo*.

Para preservar la estabilidad de precios, el Banco Central se ha comprometido a orientar su política monetaria en orden a mantener la inflación a través del tiempo en un *rango* entre 2 y 4% anual. El valor central de este rango, 3%, constituye la *meta operacional* que guía a la política monetaria en el mediano plazo. Tanto este valor central como el rango en torno a él, representan adecuadamente el concepto de estabilidad de precios en las actuales circunstancias de la economía chilena, a pesar de que se ubican algo por encima de las tasas medias de inflación observadas en economías desarrolladas (entre 1 y 3%). En primer término, son cifras que toman en cuenta un grado de inercia inflacionaria que se deriva del uso extendido de prácticas indizatorias (respecto de la inflación pasada) en diversos mercados, prácticas que a su turno son herencia de la historia de alta inflación que exhibe nuestro país desde la década de

1930. En segundo lugar, la experiencia internacional revela que los países que crecen más rápido que el promedio (como Chile) son también aquellos con mayores crecimientos de productividad en los sectores transables (vinculados al comercio exterior), lo cual se asocia con un leve sesgo al alza en la inflación. Esto se debe a que las mejoras en productividad en el sector de transables ejercen presión sobre los aumentos salariales y así sobre incrementos en los precios de los bienes no transables, que no se compensan completamente en el corto plazo por inflexibilidad de algunos precios a la baja.

La meta operacional de mediano plazo se define en términos de la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Este indicador, sin embargo, puede mostrar un grado relativamente alto de volatilidad mes a mes como resultado de variaciones en los precios de alimentos perecibles (por razones estacionales y climáticas) y de los combustibles (vinculados a los vaivenes del precio del petróleo a nivel internacional). Por lo tanto, para interpretar la información de precios periódicamente y a corto plazo (hasta 12 meses), el Banco Central centrará su atención preferentemente en mediciones de *inflación subyacente o de tendencia*, tales como la variación del IPC *subyacente* (el índice total excluyendo verduras, frutas y combustibles) que computa el Instituto Nacional de Estadísticas, INE. Para proyectar la evolución de la tendencia de la inflación en un horizonte de mediano plazo, entre 12 y 24 meses, se usarán los dos indicadores, cuestión que no plantea problemas prácticos ni de interpretación puesto que, en ese horizonte, ambos registros tienden a coincidir.

Las desviaciones transitorias de la *inflación de tendencia* respecto del valor central del rango (3%) son tolerables, pero sólo en la medida en que no se salgan de los límites establecidos y que con razonable seguridad pueda esperarse que, en un *lapso prudente*, la inflación retornará al 3%. Es decir, tanto el límite superior como el límite inferior del rango *constituyen valores de excepción para la inflación y no metas propiamente tales*.

La política monetaria tiene como principal *instrumento operativo* las operaciones de mercado abierto que realiza colocando o sustrayendo liquidez del mercado interbancario de muy corto plazo (operaciones de *repo* y *anti-repo*, en la jerga internacional), con el objeto de estabilizar la tasa de interés interbancaria (a un día) en torno a su *objetivo operativo o instrumental*, definido como la *tasa de interés de política*.¹

La transmisión de los cambios en la política monetaria hacia el resto de la economía sucede a través de varios canales y toma un tiempo relativamente largo y variable en materializarse². Así, por ejemplo, una política monetaria más restrictiva (reflejada en un aumento en la tasa de interés de política) incide en un menor gasto privado en inversión y consumo y, por esa vía, afecta la brecha entre la demanda agregada y el producto potencial y, finalmente, la inflación. Al mismo tiempo, el alza de la tasa de interés de política también puede

¹ Es de notar que la provisión de liquidez al mercado se orienta mes a mes de acuerdo al programa de licitación de títulos del propio Banco Central. Además, se cuenta con otros instrumentos operativos cuyo uso es menos frecuente (véase el Recuadro 1).

² Para más detalles, véase la Sección II de este documento.

afectar al tipo de cambio (apreciándose el peso), disminuyendo entonces eventualmente la inflación de los productos importados, además de afectarse también la demanda externa y la brecha gasto a producto. Desde que se cambia la tasa de política hasta que la inflación reacciona sustancialmente, por el conjunto de canales de transmisión, pueden pasar entre uno y dos años. *Este período de tiempo define el lapso prudente que el Banco Central considera como horizonte de la política monetaria.*

Por esta razón, las acciones de dicha política se basan en la evolución *esperada* de la inflación para un plazo de 12 a 24 meses y no necesariamente en su comportamiento presente. De este modo, incluso si la inflación se encuentra en un momento dado dentro del rango definido en la meta de inflación, puede ser necesario actuar *preventivamente* para evitar desviaciones futuras de la *inflación de tendencia* respecto de ese rango. Pero también movimientos de la inflación puntualmente fuera de este rango podrían no requerir acciones de política si existe una presunción muy fundada de que son de muy corta duración y que no arriesgan desanclar la *inflación de tendencia*.

Política monetaria, flotación cambiaria y metas de inflación

El esquema vigente de flotación cambiaria permite al Banco Central usar su instrumental monetario con más flexibilidad e independencia que lo que podría ser el caso en un régimen de rigidez del tipo de cambio. Esto es importante porque se puede combinar la estabilidad de precios que busca la política monetaria, con la posibilidad de absorber impactos de la economía mundial a través de la flexibilidad del tipo de cambio. Además, la flotación cambiaria, la creciente profundidad y sofisticación de los mercados de capitales internos y su integración a la economía global, son elementos que aminoran sustancialmente la probabilidad de que la economía chilena, de sanos fundamentos, quede expuesta a situaciones de tensión desde el punto de vista de los pagos externos, tales como fluctuaciones pronunciadas en los términos de intercambio o en las condiciones de financiamiento externo.

El régimen de flotación cambiaria es perfectamente coherente además con la perspectiva de mediano plazo que tiene actualmente la política monetaria, en cuanto los efectos inflacionarios o deflacionarios de fluctuaciones cambiarias transitorias tienden a cancelarse entre sí en horizontes mayores a un año. Además, la creciente importancia que tendrán los mecanismos de cobertura de riesgo cambiario y la mayor costumbre que ha ido adquiriendo el sector privado con las fluctuaciones cambiarias de corto plazo que caracterizan a un esquema de flotación, son elementos que tienden a disminuir la magnitud de los efectos inflacionarios (o deflacionarios) de los cambios en el valor del peso.

La adopción conjunta de un esquema de política monetaria basado en metas de inflación y un régimen de flotación cambiaria es crecientemente común a nivel internacional, tanto en el caso de países desarrollados (Canadá, Nueva Zelandia, Australia, Suecia, la Unión Europea, Reino Unido y, en alguna medida, el propio EEUU), como en el caso de economías emergentes

(Israel, Brasil, Chile). Estas experiencias han sido particularmente exitosas en mantener la estabilidad de precios en un ambiente de crecimiento.

Política monetaria y transparencia

Los cambios en la política monetaria se transmiten al resto de la economía a través de sus efectos sobre los precios de activos, como las tasas de interés de mercado, los precios de la bolsa y el tipo de cambio. Estos efectos serán más o menos pronunciados y, por tanto, más o menos útiles al propósito de afectar la inflación, en la medida que las expectativas del mercado se alineen adecuadamente, para lo cual es muy importante la claridad que exista respecto de la forma que tomará la política monetaria en el futuro. Esto requiere de una gran transparencia con relación a lo que busca la autoridad monetaria con sus políticas y a la manera en que el Banco Central realiza su diagnóstico de la situación de la economía y proyecta el futuro.

Puesto de otra manera, la política monetaria tiene más éxito en alcanzar la meta de inflación si tanto el público como los mercados financieros comprenden los factores que afectan la inflación y la evaluación que realiza el Banco Central de aquellos factores, así como la prescripción de política que adopta la autoridad monetaria. Durante la década pasada, por ejemplo, fue notorio como, en la medida que se fueron cumpliendo las metas de inflación en forma consecutiva, las expectativas de inflación se fueron orientando en forma creciente por la propia meta del Banco, sobre la base de la credibilidad en el compromiso de este último con dichas metas.

Con el tiempo, un compromiso creíble con la estabilidad de precios no sólo logra reducir la inflación. A medida que aumenta la credibilidad, la incertidumbre acerca de la inflación futura disminuye, con lo cual se pueden observar tasas de interés en promedio más bajas, lo cual favorece la inversión y, a la larga, el crecimiento.

Pero además, una mayor confianza de la gente y los mercados en que la inflación está bajo control, les hace ser menos sensibles a factores inesperados que pueden afectar la inflación. Esto permite que, en la actualidad, un ajuste leve en la política monetaria sea suficiente para evitar que se desalineen las expectativas, lo cual contribuye a una mayor estabilidad económica y provee al Banco Central el tiempo necesario para evaluar la profundidad y permanencia de estos eventos inesperados.

Con el propósito de apoyar la transparencia de la política monetaria, el Banco Central inicia, en mayo de este año, la publicación del *Informe de Política Monetaria*, el que aparecerá cada cuatro meses (enero, mayo y septiembre), cuyos objetivos centrales son: (a) apoyar el proceso de formulación de la política monetaria del Consejo del Banco Central con un marco de análisis de mediano plazo; (b) informar y explicar al público general la visión del Consejo sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la

política monetaria; y (c) orientar las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura esperada de la inflación y del producto.

En forma paralela, el *Reglamento para el Funcionamiento del Consejo* contempla otra serie de medidas para incrementar la transparencia de las políticas del Banco Central, como, por ejemplo, hacer públicas las fechas de las reuniones mensuales de política monetaria y publicar los resúmenes de las actas de esas reuniones (y de otras donde se adoptan decisiones de política) con un rezago de 90 días. Con esto se intenta formalizar la comunicación del debate que se lleva a cabo en las reuniones de política monetaria y se pretende hacer más transparente la relación entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda frente a las opciones de política monetaria.

Es de notar que la búsqueda de mayor transparencia no sólo responde a la intención de incrementar la eficacia de la política monetaria. En efecto, la transparencia permite que quienes administran las instituciones del Estado puedan *dar cuenta* en forma simple y directa de sus actos y decisiones, al tiempo que promueve una mayor eficiencia e incentivos para un mejor desempeño. En el caso de un banco central autónomo, como es el chileno, la transparencia es especialmente importante para legitimar sus acciones y políticas frente al público y hacerse responsable por ellas.

II. Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en Chile

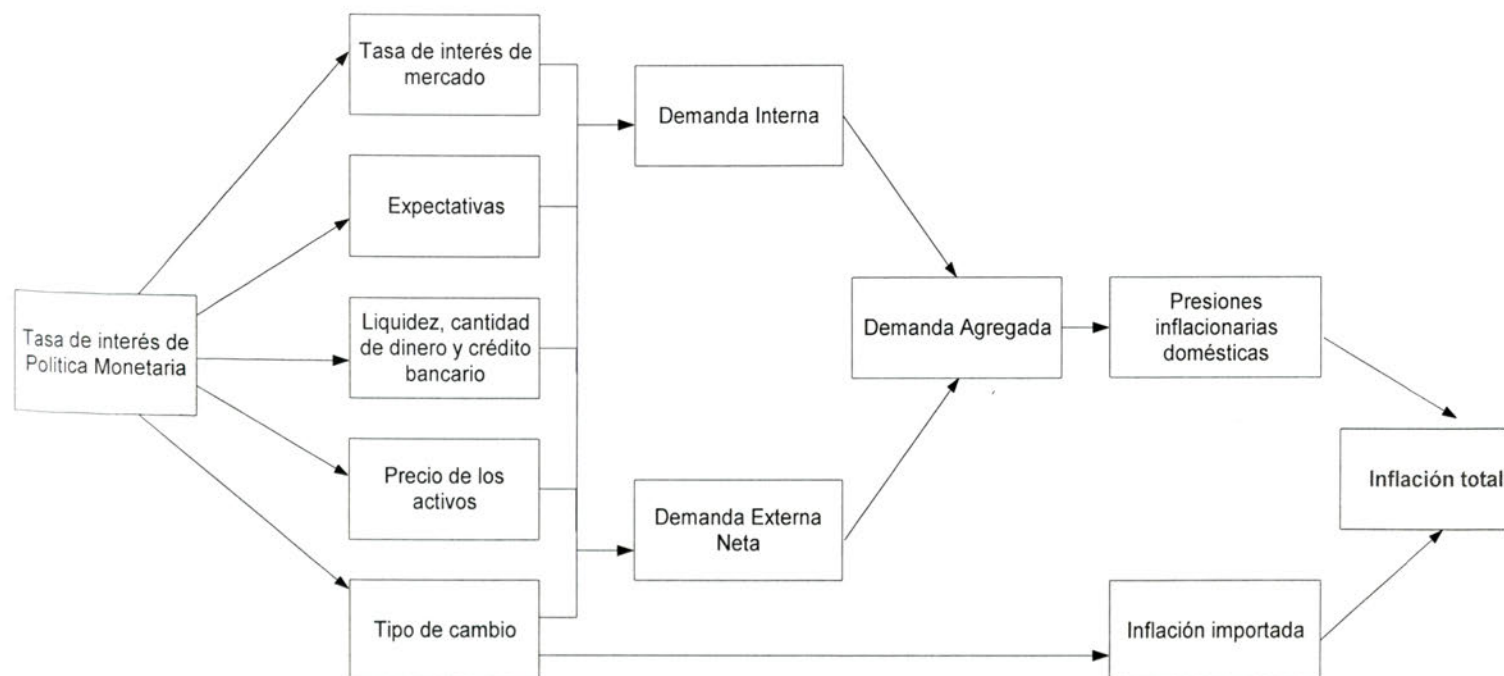
Si bien la política monetaria influye sobre un amplio espectro de variables en el corto plazo, especialmente en aquellas vinculadas a la demanda agregada, sus consecuencias en la oferta agregada y en el crecimiento son prácticamente nulas en el largo plazo. En esta dimensión temporal, la influencia de la política monetaria es esencialmente sobre variables nominales, en particular el nivel de precios. Es en este sentido que comúnmente se sostiene que la inflación, definida como la tasa de cambio del nivel de precios es, a fin de cuentas, un fenómeno monetario. Por esta razón, es importante que la inflación sea el foco principal de la política monetaria del Banco Central.

Sin embargo, los cambios en la política monetaria influyen la actividad real a corto y mediano plazo, mediante los diversos canales por los cuales se transmiten dichos cambios hasta llegar a afectar a la inflación. De este modo, el camino por el cual se llega a un objetivo en

materia de inflación después de un cierto período puede tener diversas variantes en lo relativo a la actividad económica, al empleo y a las cuentas externas.

El diagrama a continuación representa en forma gráfica y simplificada la manera en que se desarrollan los distintos efectos de un cambio en la política monetaria sobre la economía. Se destaca como existen repercusiones inmediatas sobre los mercados financieros y precios de activos, para luego desencadenarse efectos de primera y segunda ronda sobre las decisiones de empresas y personas que llevan finalmente a afectar la inflación. Sobre estos aspectos se explyea el resto del presente documento.

DIAGRAMA SIMPLE DE LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN.



Efectos de la política monetaria en los mercados financieros

Como ya se señaló, la política monetaria es la herramienta que usa el Banco Central para mostrar al mercado cuál es su posición frente a la coyuntura económica y las perspectivas de inflación. Esta política se manifiesta en una tasa de interés que se conoce como *tasa de política monetaria* (o, más breve, *tasa de política*) la cual se vincula, desde 1995, directamente con la tasa de interés interbancaria. Esta última es la tasa a la cual se prestan recursos los bancos

comerciales entre sí, de un día para otro, con el propósito de satisfacer sus necesidades de liquidez (mayormente por el encaje legal). No obstante, el Banco Central no fija por decreto su tasa de política, sino que anuncia respecto de ella un objetivo operativo el que intenta sostener por medio de *operaciones de mercado abierto* y otros instrumentos operativos con los propios bancos comerciales. En otras palabras, inyecta o retira liquidez, a veces con frecuencia diaria y con títulos de muy corto plazo, de modo que la tasa interbancaria se ubique alrededor de la tasa de política. Un recuadro especial, más adelante, contiene detalles sobre los aspectos operativos envueltos.

El efecto cuantitativo que un cambio en la tasa de política tiene sobre otras tasas de interés, y sobre los mercados financieros en general, depende de hasta qué punto fue anticipado este cambio de política y cómo afecta las expectativas sobre políticas futuras. Por otra parte, se debe tener presente que algunos de los efectos descritos pueden ocurrir cuando cambien las expectativas del mercado sobre políticas y no cuando lo haga la tasa de política en sí misma.

Tasas de interés de corto plazo

Un cambio no anticipado en la tasa de política se transmite inmediatamente a otras tasas de corto plazo del mercado monetario. Por de pronto, las tasas interbancarias se ajustan *pari passu*, afectando desde ahí las tasas nominales de captación y colocación a plazos entre 30 y 90 días y, con un poco menos de intensidad, las tasas nominales y reales de los títulos, depósitos y colocaciones hasta un año plazo, donde se destacan los papeles del Banco Central, como los PRBC a 90 días y los PDBC de 360 y 90 días. Sin embargo, estas tasas no siempre varían en la magnitud exacta en que lo hace la tasa de política, y, transitoriamente, también puede haber ajustes en los *spreads* o márgenes entre tasas activas (colocación) y pasivas (depósitos).

Tasas de interés de largo plazo

Aunque una alteración en la tasa de política inequívocamente provoca cambios en el mismo sentido sobre otras tasas de corto plazo (a pesar de que algunas se ajustan lentamente), el impacto sobre las tasas de interés a plazos más largos puede ser en cualquier dirección. Esto se debe a que dichas tasas de largo plazo se ven afectadas por un promedio de tasas de corto plazo tanto actuales como futuras, de tal forma que el resultado depende de la dirección y la magnitud del impacto que tiene el cambio en la tasa de política sobre las expectativas acerca del comportamiento futuro de las tasas de interés. Por ejemplo, un aumento en la tasa de política podría generar la expectativa de una reducción futura de las tasas de interés, en cuyo caso las tasas largas podrían hasta *caer* en respuesta a un aumento en dicha tasa de política. Sin embargo, en situaciones normales tiende a predominar el efecto al alza, aunque claramente de menor cuantía que el incremento en la tasa de política.

El tipo de cambio

Las variaciones en las tasas de interés inducidas por la política monetaria también pueden afectar al tipo de cambio. Esta variable es el precio relativo de la moneda extranjera

(normalmente el dólar) en términos de pesos chilenos y, en esa dimensión, depende de las condiciones monetarias tanto en Chile como en el extranjero. No obstante, el impacto preciso que tiene una modificación en la tasa de política sobre el tipo de cambio es incierto, debido a que dicho impacto dependerá de las expectativas existentes sobre las tasas de interés y la inflación interna y externa. Estas expectativas, a su vez, se pueden ver influidas por los cambios en las políticas. Sin embargo, y si todo lo demás permanece igual, un aumento inesperado en la tasa de política normalmente conduce a una apreciación inmediata del peso (y posiblemente de la UF) frente al dólar. La apreciación se debe al hecho de que el aumento de las tasas de interés internas con relación a las externas aplicadas a activos equivalentes en moneda extranjera, ocasiona que los activos en pesos (y en UF) resulten más atractivos a los inversionistas locales y extranjeros. El tipo de cambio se mueve entonces hacia un nivel en el cual los inversionistas esperan una depreciación futura del peso (y de la UF) que reduce el atractivo de los títulos en esta moneda. Considerando el grado de sustitución entre los títulos en dólares y aquellos en pesos o UF, esos inversionistas quedarían indiferentes a tener activos en cualquiera de las dos monedas. En esas condiciones, el diferencial de interés correspondiente para instrumentos de cualquier plazo es aproximadamente igual a la suma de la tasa de variación esperada en el tipo de cambio en ese plazo, el premio por riesgo cambiario y el premio por el riesgo de los instrumentos en pesos (o UF).

Es útil recalcar que cuando existe una banda cambiaria y regulaciones a la cuenta de capitales se pueden limitar los efectos de la política monetaria sobre el tipo de cambio. Así, en la medida en que el encaje a los flujos de capitales se redujo a cero en 1998 y que durante 1999 se eliminó la banda para el tipo de cambio, y en general se flexibilizó el régimen cambiario, este canal de transmisión ha entrado a operar en forma prácticamente plena en Chile.

Precios de los activos

Los cambios en la tasa de política afectan, además, los precios en el mercado de valores tales como bonos y acciones. El precio de los bonos es inversamente proporcional a la tasa de interés a largo plazo, por lo cual un aumento en las tasas de interés de largo plazo ocasiona una disminución en los precios de los bonos. Si todo lo demás permanece igual (especialmente las expectativas), un aumento en las tasas de interés también hace bajar los precios de otros valores como las acciones y las propiedades. Esto se debe a que los retornos esperados a futuro se descuentan a una tasa mayor, de tal manera que el valor presente de cualquier fuente de ingresos futura sufre una caída.

Es necesario destacar, sin embargo, que varias otras cosas pueden no permanecer iguales; por ejemplo, los cambios en políticas pueden tener efectos indirectos sobre las expectativas, acerca de lo cual se comentará posteriormente.

Liquidez, cantidad de dinero y crédito bancario

Aunque la demanda por dinero puede ser inestable, lo cierto es que un cambio en la tasa de interés de política afectará la cantidad disponible de activos monetarios líquidos (aquellos

que no pagan intereses o pagan intereses muy bajos), como el circulante y el M1A (que agrega al anterior básicamente los depósitos a la vista). Por ejemplo, un aumento en la tasa de política tenderá a asociarse a una contracción monetaria, puesto que su efecto al alza sobre las tasas de interés de mercado implicará que el costo para el público de mantener esos activos líquidos suba y entonces disminuya su cantidad demandada. Esto hace que los bancos requieran menos liquidez para sus operaciones, a la tasa de interés interbancaria más alta, por lo que el Banco Central necesita proveer menos liquidez para sostener la nueva tasa.

La menor demanda por activos monetarios líquidos tiene como contraparte una reducción en los depósitos a la vista en los bancos, lo cual, si no se compensa con un aumento en otras formas de depósito, disminuye las fuentes de fondos de los bancos y su base para dar crédito. De igual modo, aunque otras formas de depósito que paguen intereses se incrementen exactamente como para compensar la disminución en depósitos a la vista, al banco le saldrá más caro ahora la obtención de fondos, por lo que tenderá a cobrar más por sus créditos. Pero no sólo se afecta el costo del crédito (cuyas consecuencias sobre la demanda del mismo se discuten en detalle más adelante), sino que también se impacta la oferta de crédito. En efecto, el aumento en las tasas de interés cobradas por los créditos hace que un banco comercial sea más cauteloso en su evaluación de riesgo de los préstamos a sus clientes y, consecuentemente, puede restringir parcialmente el acceso al crédito a algunos de esos clientes. Además, como se verá posteriormente, una política monetaria más restrictiva anticipa una desaceleración del gasto global, lo cual impactará en la capacidad de repago de algunos clientes de los bancos, lo que también lleva a las instituciones financieras a ser cautelosas y hace más difícil el acceso de esos clientes a créditos bancarios.

Expectativas

Los cambios en la tasa de política pueden influir sobre las expectativas acerca del rumbo futuro de la actividad real, al afectar las decisiones de inversión y de consumo en forma directa y, con ello eventualmente a la misma inflación. Esto ocurre aún antes de que medien los efectos indirectos sobre estas variables que operan luego del impacto de las modificaciones de la política monetaria en los mercados financieros y cambiarios. No es trivial predecir la dirección en la cual operan dichos efectos. Por ejemplo, un aumento en la tasa de política monetaria se puede interpretar como un indicador de que el Banco Central cree que es probable que la economía esté creciendo más rápido de lo que se esperaba, alentando así las expectativas de crecimiento futuro. Lo más habitual es que un aumento en esa tasa sea interpretado como una señal de que el Banco Central siente la necesidad de moderar transitoriamente el crecimiento de la demanda interna para así alcanzar las metas de inflación, lo cual afecta las perspectivas de crecimiento en las ventas de las empresas y sus planes de inversión y de empleo, pero a la vez modera con mayor rapidez las expectativas de inflación, lo cual contribuye a un “aterrizaje suave”³. En cambio, si el aumento de tasas se juzga tardío o insuficiente, se puede inferir un

³ En efecto, la reducción de la tasa esperada de inflación disminuye el costo alternativo de mantener dinero en su forma más líquida, con lo cual aumenta la cantidad demandada de liquidez, motivándose así una caída del gasto

ajuste de tasas mayor en el futuro, con un efecto negativo magnificado en la actividad económica. El daño general a las expectativas puede, en el corto plazo, ser contraproducente respecto de la contención de la inflación.

La posibilidad de que se den estas consecuencias contribuye a la incertidumbre en cuanto al impacto de cualquier modificación de la tasa de política y aumenta la importancia de contar con un régimen de política monetaria que sea creíble y transparente.

En síntesis, aunque el Banco Central sólo actúa directamente sobre una tasa de interés específica de corto plazo, los cambios en la tasa de política afectan las tasas de interés del mercado, el tipo de cambio y, en menor medida, los precios de los activos. La respuesta de estas variables no es siempre la misma, sino que varía considerablemente de tiempo en tiempo: ni el entorno externo, ni el régimen de política, ni los sentimientos del mercado pueden en la realidad suponerse constantes. Sin embargo, los cambios en la política monetaria afectan generalmente a los mercados financieros en la forma descrita en las secciones anteriores.

RECUADRO: ASPECTOS OPERACIONALES DE LA POLÍTICA MONETARIA EN CHILE

El Banco Central implementa su política monetaria mediante la definición de un nivel objetivo para la tasa de interés interbancaria, valor conocido como la tasa de política monetaria (TPM). Para lograr que la tasa interbancaria se sitúe en este nivel deseado, el Banco Central debe regular la liquidez⁴ (o reservas) del sistema financiero a través del uso de varios instrumentos: operaciones de mercado abierto, compra-venta de pagarés de corto plazo, y líneas de créditos y depósitos de liquidez (facilidades ampliadas). Dentro de las herramientas también se encuentra el encaje bancario sobre los depósitos, aunque en la práctica el Banco Central de Chile no la utiliza como instrumento activo de política monetaria.

Las operaciones de mercado abierto se realizan fundamentalmente a través de las licitaciones periódicas de pagarés emitidos por el Banco Central: Pagarés Reajustables a 90 días (PRBC 90), Pagarés Descontables a 42, 90 y 360 días (PDBC 42, PDBC90 y PDBC360) y Pagarés Reajustables con Cupones a 8, 10, 12, 14 y 20 años (PRC8, PRC10, PRC12, PRC14 y PRC20). En estas licitaciones o subastas pueden participar los bancos e instituciones financieras, administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos.

Las licitaciones de pagarés se efectúan bajo la modalidad de precio único por licitación, es decir la tasa de corte se hace extensiva a todos los participantes en la subasta que fueron adjudicados, modalidad conocida bajo el nombre de "tipo holandés". Lo anterior incentiva la competencia entre los participantes en las licitaciones y tiende a reflejar más adecuadamente las condiciones vigentes en el mercado.

En el caso que se produzcan desviaciones en la tasa interbancaria (promedio) con relación a la tasa de política debido, por ejemplo, a un menor nivel de liquidez al demandado, se procede a inyectar liquidez para hacer disminuir la tasa interbancaria y hacerla converger a la TPM. La inyección de liquidez se hace, generalmente, mediante compras de pagarés con pacto de retroventa (REPO) a un día plazo (*overnight*). En la situación inversa, cuando se genera un exceso de liquidez y la tasa interbancaria tiende a ubicarse por debajo de la tasa objetivo, se retira el exceso transitorio mediante la venta de pagarés de corto plazo. Estas últimas operaciones se implementan con documentos *desmaterializados* (es decir, los documentos no se emiten físicamente).

Otras herramientas a disposición del Banco Central son la línea de crédito de liquidez y la cuenta de depósito de liquidez. A través de la línea de crédito de liquidez, el Banco Central otorga a las instituciones financieras préstamos a un día, sin colateral, en montos limitados y por tramos de tasas de interés. Actualmente, la tasa del primero de los tres tramos la línea de crédito de liquidez está fijada al mismo nivel de la TPM, la del segundo

global (o de su crecimiento) y, consecuentemente, una menor presión inflacionaria. Ello facilita la labor de la política monetaria.

⁴ Convencionalmente, se entiende por liquidez del mercado financiero el nivel de encaje mantenido por parte de los bancos e instituciones financieras por sobre el monto de encaje mínimo exigido. El encaje o reserva exigido se debe constituir ya sea en billetes y monedas en caja o depositados en cuenta corriente en el Banco Central, por el equivalente al 9% de los depósitos vista y al 3,6% de los depósitos a plazo.

tramo en 200 puntos base por sobre la TPM, mientras que el tercero en 400 puntos base por sobre ésta. Asimismo, el depósito de liquidez permite a las instituciones financieras depositar por un día excedentes transitorios de liquidez en el Banco Central y obtener un retorno mínimo. En la actualidad, esta tasa está fijada en 100 puntos base por debajo de la TPM y en la práctica constituye un piso para la tasa de interés interbancaria.

Con el fin de regular adecuadamente la liquidez del sistema financiero, el Banco Central elabora un programa de caja que cubre el período de medición de la exigencia de encaje, esto es, desde el día nueve de cada mes hasta el día ocho del mes siguiente. Cabe señalar que, con el objeto de incentivar una menor volatilidad en el nivel de cumplimiento del encaje de los bancos y, por tanto, en la tasa de interés interbancaria, existe también una exigencia intermedia de encaje al día 23 de cada mes, fecha en la cual los bancos deben haber cumplido con al menos el 90% del encaje exigido.

Para elaborar el programa de caja, se proyectan tanto la oferta como la demanda de reservas bancarias, esto es, billetes y monedas en poder de los bancos y saldos en las cuentas corrientes de los bancos en el Banco Central. La demanda es una de tipo derivada que depende básicamente de las tasas de encaje y de la evolución prevista tanto de los depósitos a la vista y a plazo como del comportamiento del circulante en poder del público. La oferta de reservas bancarias depende del comportamiento del circulante en poder del público y de las principales fuentes de emisión, entre las cuales destacan los vencimientos de pagarés licitados en períodos anteriores, y de otras fuentes de expansión monetaria que tienen un carácter más autónomo y que es necesario proyectar. Dentro de estas operaciones se incluyen eventuales compras o ventas de dólares en el sistema financiero por parte del Banco Central y las operaciones financieras del Fisco que tienen efecto monetario.

Una vez determinadas la oferta y la demanda por reservas bancarias, se establecen los montos de pagarés a ser licitados por el Banco Central. El calendario de licitaciones se entrega al público el día previo al inicio de un nuevo período de encaje.

A la proyección de la liquidez se le hace un seguimiento diario para efectuar, cuando sea necesario, las operaciones de ajuste más fino de las reservas bancarias, mediante las ya señaladas transacciones REPO o ventas extraordinarias de pagarés de corto plazo.

Reacción de individuos y empresas frente a los cambios en los mercados financieros y cambiarios: Primera ronda de efectos

La política monetaria afecta las tasas de interés, el tipo de cambio y los precios de los activos. ¿Cuáles son los efectos de estos cambios sobre las decisiones de gasto de las personas y de las empresas? El análisis se concentra a continuación en los efectos inmediatos de un cambio en la política monetaria. Las consecuencias que resulten de cambios subsiguientes en el ingreso agregado, empleo e inflación serán abordados posteriormente. Debido a que los efectos que tienen los cambios de política en las expectativas y en la confianza son algo ambiguos, se procederá sobre la base de un nivel dado de expectativas acerca del rumbo futuro de la actividad real y la inflación. Además, se supone una postura inalterada en política fiscal por parte del gobierno como respuesta al cambio en la política monetaria.

No se debe perder de vista que los efectos descritos, tanto en esta ronda como en la segunda, son la respuesta a una acción del Banco Central que busca mantener a la economía alejada de desequilibrios serios entre oferta y demanda agregada que pongan en riesgo la consecución de las metas de inflación. El Banco Central no persigue afectar el empleo o la

actividad económica *per se*, sino que busca que la economía se mantenga en una trayectoria de estabilidad de precios que facilite el crecimiento y el progreso a través del tiempo.

Los individuos

Un cambio en política monetaria influye de diferentes formas en los individuos. Primero, se ven enfrentados a nuevas tasas de interés para sus deudas (por ejemplo, de tarjetas de crédito) y préstamos potenciales (de consumo, casas comerciales, hipotecarios), así como para sus ahorros. De esta manera se alteran los ingresos disponibles de las personas y sus incentivos para ahorrar o endeudarse. Segundo, la eventual mayor dificultad de acceso al crédito de algunos individuos que se hacen sujetos de crédito más riesgosos para los bancos ante tasas de interés más altas afecta también su capacidad de gasto. Tercero, el valor de la riqueza de las personas también se modifica en respuesta a los cambios en los precios de los activos. Cuarto, cualquier ajuste en el tipo de cambio hace variar los precios relativos en moneda local de muchos bienes, servicios y activos y pasivos en moneda extranjera. De estas cuatro consecuencias, la que una cantidad apreciable de individuos siente más directamente y con más intensidad es aquella que opera a través de la tasa de interés aplicada a las deudas y préstamos. Cuando las tasas suben en forma importante y se vislumbra una contracción de la actividad económica, la segunda consecuencia también es relevante.

En Chile, las colocaciones de consumo de los bancos constituyen cerca del 9% de las colocaciones totales, superando el 6% del PIB. Estos créditos se otorgan a un plazo medio de alrededor de 20 meses, por lo que el monto que se renueva anualmente corresponde a aproximadamente 3,6% del producto interno. Así alrededor de 1.300.000 personas al año acceden a estos créditos, en torno a 24% de la fuerza de trabajo ocupada. Bajo el supuesto de que el PIB crece en promedio alrededor de 6% y que el monto promedio de los créditos como proporción del producto es constante, alrededor de 80.000 personas adicionales acceden a este tipo de créditos cada año. A su vez, los créditos hipotecarios, que se otorgan a tasa fija, son el principal medio de adquisición de viviendas. Representan el 12% del PIB y se otorgan a un plazo promedio de alrededor de 13 años. Si a esto se adiciona el crecimiento del PIB, se puede decir que aproximadamente un 1% del producto es el flujo anual de créditos de vivienda a afectarse por cambios en las tasas de interés. En cualquier caso, un aumento de las tasas de interés de mercado que sigue a un incremento en la tasa de política encarecerá el crédito de los individuos, desanimará su obtención y reducirá por esta razón el gasto que éstos realizan en bienes y servicios.

Aunque algunas personas que tienen ahorros netos pudieran incrementar su gasto luego de un aumento en las tasas de interés, la evidencia parece indicar que el impacto sobre los individuos como un todo (que es lo que debe interesar desde una perspectiva macroeconómica)

lleva a una reducción del consumo total, a pesar de que la cuantía de esta reducción puede no ser muy elevada en la primera ronda de efectos⁵.

Los efectos en la riqueza probablemente funcionarán en la misma dirección. Sin embargo, en el caso chileno se daría con más nitidez como resultado de cambios en el precio de la vivienda, provocados por alteraciones en las tasas de interés, que por cambios en los precios de acciones y valores, dada la baja penetración de estos últimos mercados. En el caso de la vivienda, tasas de interés más altas normalmente elevan sus costos de financiamiento y, por lo tanto, reducen la demanda. Una baja en la demanda traerá consigo una reducción en la tasa de incremento de los precios de la vivienda y hasta caídas en dichos precios. Como la vivienda es un componente principal de la riqueza personal (bruta), cualquier cambio en su valor patrimonial puede afectar las compras de los consumidores en la misma dirección en que lo hacen los cambios en la riqueza financiera, aunque no necesariamente en la misma cantidad. Parte de este resultado se deriva del hecho que los individuos pueden sentirse más pobres cuando disminuye el valor comercial de su vivienda. Otra parte proviene de que la vivienda es utilizada como garantía en los préstamos, de tal manera que un menor valor neto de este activo se convierte en un obstáculo para obtener un préstamo.

El nivel de compras del consumidor también se ve influido por los efectos que produce un cambio en la tasa de política sobre las expectativas de los consumidores acerca de las perspectivas de empleo y ahorro futuros. Estos efectos varían según las circunstancias del momento, pero, cuando se espera que un cambio de política estimule la actividad económica, es probable que se produzca un aumento en las expectativas de empleo futuro y crecimiento del ingreso, todo lo cual conduce a un mayor nivel de compras. Una situación inversa podría presentarse después de un cambio de política dirigido a frenar el crecimiento del gasto agregado.

La eventual apreciación cambiaria que se generaría a partir de un aumento en la tasa de política también puede tener efectos sobre el gasto de los individuos, aunque ciertamente más en su composición (desde bienes nacionales hacia bienes importados, por ejemplo) que en su nivel. Sin embargo, no se pueden descartar efectos riqueza si parte importante de la deuda de las personas estuviera expresada o indizada en dólares (efecto menor en Chile).

En síntesis, un alza en la tasa de política y en ausencia de otros factores (manteniendo iguales las expectativas), conduce a una disminución del gasto de los consumidores. La apreciación cambiaria eventual provocaría un desplazamiento del gasto hacia bienes y servicios producidos en el extranjero. El tamaño, y aún la dirección de estos efectos, puede verse alterado por el impacto de un cambio en la política sobre las expectativas de los individuos.

Las empresas

⁵ Sólo después, en una segunda ronda de efectos y cuando ya se ha afectado la actividad económica, el gasto de los individuos reacciona con más fuerza como resultado de la caída de ingresos corrientes (por mayor desempleo, disminución de los salarios reales o menores ventas).

Las empresas también se ven influidas por los efectos que tiene una modificación en la tasa de política sobre las tasas de interés de mercado, los precios de los activos y el tipo de cambio. Sin embargo, la magnitud de este impacto dependerá de la naturaleza del negocio, del tamaño de la empresa y de sus fuentes de financiamiento. Aquí nuevamente el análisis se centra en los efectos directos de un cambio en la política monetaria, manteniendo constantes todos los demás factores, dejándose para más adelante los efectos indirectos sobre la demanda agregada (a pesar de que pueden ser más importantes).

Un aumento en la tasa de interés de política, y su impacto sobre las tasas de mercado, tendrá un efecto directo sobre todas aquellas empresas que usan financiamiento bancario u otro similar para su capital de trabajo e inversiones. El incremento en las tasas reduce las utilidades de estas empresas y aumenta el retorno que exigen sus dueños a la inversión, reduciendo el inicio de proyectos nuevos. Las tasas de interés más altas afectan el costo de los inventarios, los cuales a menudo son financiados por préstamos bancarios. El aumento en el costo financiero también hace menos probable que esas empresas afectadas contraten más personal, aumentando al contrario la probabilidad de que se presente una reducción de éste o de horas de trabajo.

Algunas empresas pueden verse menos perjudicadas por el impacto directo de cambios en las tasas de interés a corto plazo. La causa de esta situación puede ser que tengan muy pocos préstamos a corto plazo y/o activos fijos, o que sus activos y pasivos líquidos de corto plazo sean similares, de tal forma que los cambios en el nivel de tasas cortas poco afectan su flujo de caja. Aun así, sin embargo, cada vez que utilicen el mercado de capitales para financiar inversiones a largo plazo, pueden sufrir las consecuencias del impacto de las políticas sobre las tasas de interés a largo plazo.

El costo del capital es un factor importante en las inversiones de las empresas. Como ya se señaló, los cambios en la política monetaria solamente tienen un efecto indirecto sobre las tasas de interés de los bonos a largo plazo. Los efectos sobre los costos de financiamiento de bienes de capital también son de carácter indirecto y de difícil predicción. Por consiguiente, no existe una conexión simple entre los cambios en la tasa de política y el costo del capital. Más aún, en el caso de las grandes empresas y las multinacionales con acceso a los mercados internacionales de capitales, sus costos de financiamiento se ven poco alcanzados por los cambios en las tasas de interés internas de corto plazo.

Muchas empresas experimentan una relación muy estrecha entre su liquidez y sus decisiones de inversión. Estas empresas preferirían financiarse primero con fondos internos (utilidades no distribuidas), luego con créditos bancarios y, por último, con emisión de bonos y acciones. De este modo, y debido a imperfecciones en los mercados financieros, la inversión de estas empresas puede ser sensible a la disponibilidad de los distintos tipos de financiamiento, especialmente los más cercanos como los fondos propios y el crédito bancario. En una primera ronda de efectos de un aumento en la tasa de política monetaria, algunas empresas podrían verse forzadas a disminuir su gasto más allá del efecto del aumento de las tasas de interés si se

restringe su acceso a préstamos bancarios por razones de riesgo de crédito. Existe evidencia empírica en Chile que señala que este efecto es relevante.

Las alteraciones en los precios de los activos también influyen en el comportamiento de las empresas en diferentes formas. Los préstamos otorgados por los bancos a las empresas (especialmente las pequeñas), normalmente están respaldados por activos, así que una caída en los precios de éstos puede obstaculizar la obtención de créditos debido a que se reduce el valor neto de la empresa. Cuando las tasas de interés están bajas y la valorización de los activos es alta, las empresas pueden mostrar una posición más sana en sus balances y conseguir más fácilmente financiamiento para adquirir bienes de capital. A este efecto amplificador que los factores financieros tienen sobre los ciclos se le conoce como el "acelerador financiero".

Las modificaciones en el tipo de cambio que se pueden derivar de una alteración en la tasa de política también tienen un importante efecto en muchas empresas. Por ejemplo, una empresa chilena tiene varios de sus costos representados en pesos, pero produce bienes que enfrentan competencia, en Chile y en el exterior, de parte de empresas cuyos costos están expresados en otras monedas. Una apreciación (real) del peso empeoraría durante un tiempo la posición competitiva de la empresa radicada en Chile, lo que genera menores márgenes de utilidad o menores ventas, o ambos. Tanto los productores de bienes de exportación como los de bienes que compiten con los importados, ciertamente serían afectados. También alcanzaría a servicios, como el turismo por ejemplo, y algunas actividades que usan intensamente insumos importados.

Un cambio en el valor de la moneda local también afectará a las empresas que producen para el mercado interno bienes que no están directamente vinculados al comercio internacional (no transables, en la jerga técnica), si una porción importante de la deuda de esas empresas es contratada en moneda extranjera y no existe una cobertura de riesgo cambiario adecuada. Esta situación, que recibe el nombre de descalce cambiario, puede impactar la solvencia financiera de esas empresas, reducir su categoría como sujetos de crédito y aumentar el costo de éste (y el acceso al mismo). Ello llevaría también a una contracción probable en el gasto en inversión, y eventualmente en empleo, de estas empresas. Un ejemplo nítido de este efecto se vivió en Chile en el bienio 1998-1999.

El impacto que ejercen los cambios en la política monetaria sobre las expectativas de las empresas en lo relativo al rumbo futuro de la economía tiene también un efecto sobre las decisiones de inversión. Una vez realizadas, las inversiones en capital fijo son muy difíciles o imposibles de revertir, así que las proyecciones de demanda futura y las evaluaciones de riesgo son elementos muy importantes en la decisión de realizar nuevas inversiones. Una caída en el comportamiento futuro de la demanda tenderá a conducir a una reducción en el gasto en proyectos de inversión. Es difícil predecir el efecto que tendría cualquier cambio en la tasa de política sobre las expectativas de las empresas. Sin embargo, existe poca duda de que tales efectos constituyen una influencia potencialmente importante en la inversión empresarial.

Para sintetizar, muchas empresas dependen, al menos parcialmente, del financiamiento bancario en pesos, especialmente de corto plazo, y son afectadas directamente por los cambios

en las tasas de interés. Si las tasas son altas, se deteriora la posición financiera de las empresas que dependen de estos créditos a corto plazo (en igualdad de condiciones). A su vez, los cambios en la posición financiera de las empresas pueden traducirse en cambios en sus planes de inversión y de empleo. Dicho en forma más general, la alteración en las tasas de retorno exigidas a la inversión hace que las tasas de interés más altas induzcan un aplazamiento de los gastos de inversión y una reducción de los inventarios. Los cambios de política también alteran las expectativas sobre el rumbo futuro de la economía. Esto afecta los gastos de inversión más allá del efecto directo que sobre estos gastos pueden tener los cambios en las tasas de interés, los precios de los activos y el tipo de cambio.

Segunda ronda de efectos: Cómo los cambios en las decisiones de gasto afectan al PIB y a la inflación

La reacción de empresas y de individuos a un aumento en la tasa de política es una reducción en sus niveles de gasto (inversión, inventarios y consumo)^{6 7} El cambio resultante en el gasto agregado tendrá consecuencias adicionales sobre otros agentes, aun en el caso de que éstos no hayan sido alcanzados por los efectos financieros directos del cambio en la política monetaria. En otras palabras, una empresa que no fue directamente tocada por los cambios en las tasas de interés, los precios de los activos o el tipo de cambio, inducidos por una modificación en la tasa de política, puede verse afectada por los cambios en los gastos del consumidor o en la demanda de insumos de terceras empresas. Por ejemplo, una empresa que produce cemento se resiente ante una disminución en la demanda por casas. Es más, el hecho que estos efectos indirectos, de segunda ronda, puedan ser anticipados significa que se puede producir un impacto en las expectativas. Por lo tanto, es probable que cualquier cambio inducido en el gasto agregado altere las condiciones bajo las cuales opera el sector privado que produce para el mercado interno, lo que a su vez afecta a los proveedores de esas empresas. Por la propia naturaleza de los ciclos de actividad económica, durante las etapas altas del ciclo, muchos sectores de la economía se expanden en forma conjunta y existe un aumento generalizado en la confianza y las expectativas de crecimiento, lo cual se traduce en un aumento en el gasto *per se*. En las fases bajas del ciclo, son muchos los que sufren una

⁶ El gasto interno total o agregado en la economía es por definición igual a la suma del gasto de consumo privado, el gasto de consumo estatal y los gastos de inversión, los cuales incluyen corrientemente la inversión en inventarios. El gasto doméstico total sumado a la balanza comercial de bienes y servicios (exportaciones netas) refleja la demanda agregada en la economía y es equivalente al producto interno bruto (PIB) a precios de mercado.

⁷ Vale la pena recordar que el aumento en la tasa de política que origina estas reacciones en individuos y empresas se fundamenta en un diagnóstico del Banco Central en el sentido que el gasto en la economía está creciendo más allá de lo prudente, o más allá de lo que los recursos permiten. A la autoridad monetaria le anima el propósito de mantener a la economía en una senda de estabilidad de precios que facilite el crecimiento económico y el progreso en el mediano y largo plazo.

desaceleración similar y, por tanto, se reducen las expectativas de crecimiento, reforzándose una actitud cautelosa hacia el gasto. Esto significa que los individuos y las empresas que son más directamente alcanzados por los cambios en la tasa de política (primera ronda), no serán necesariamente los más afectados por el efecto completo del cambio en la política monetaria (primera y segunda ronda juntas).

Finalmente, la relación que existe en muchas empresas entre disponibilidad de liquidez e inversión hace que, en una segunda ronda de efectos, si las utilidades de esas empresas se resienten como consecuencia de la disminución de demanda que sigue a una política monetaria más contractiva, entonces su gasto en inversión puede resentirse en forma adicional a los efectos anteriores. Esto es una consecuencia de la menor disponibilidad de fondos líquidos para invertir que no puede ser completamente compensada con nuevos créditos bancarios o emisiones de títulos.

Los rezagos con que opera la política monetaria

Los efectos de un cambio en la tasa de política se demoran algún tiempo en manifestarse plenamente en la economía. Una modificación en la política monetaria afecta rápidamente las tasas de interés de muy corto plazo, el tipo de cambio y los precios de los activos financieros, pero el impacto sobre algunas tasas de plazo más largo puede resultar mucho más lento. En ciertos casos, pueden pasar semanas antes que una tasa de política más alta tenga algún efecto sobre los pagos efectuados por nuevas emisiones de bonos o letras hipotecarias (o recibidos por titulares de depósitos de ahorro). Puede transcurrir aún más tiempo antes de que esos cambios en pagos financieros generen alteraciones en el gasto en consumo de tales personas. Los cambios en los niveles de gasto en consumo de los individuos que no hayan sido plenamente anticipados por las empresas, afectan los inventarios de los minoristas y esto, a su vez, conduce a cambios en los pedidos a los distribuidores. Estos pedidos, a su vez, afectarán los inventarios de los productores y, una vez que los inventarios crezcan o disminuyan anormalmente, se producirán cambios en la producción. Las variaciones en la producción, a su turno, generarán modificaciones en el nivel de empleo y en las utilidades. Acto seguido, la alteración en el empleo y en las utilidades ocasionará más cambios en los niveles de compra de los consumidores. Todo esto requiere tiempo.

La evidencia empírica señala que, en promedio, es necesario de 3 a 5 trimestres para que, en Chile, la respuesta a un cambio en la política monetaria logre su mayor parte del efecto sobre la demanda y la producción, y que se necesita de 4 a 6 trimestres más para que estos cambios en la actividad tengan un impacto máximo sobre la tasa de inflación. Sin embargo, existe mucha variación e incertidumbre alrededor de estos rezagos promedio. El efecto preciso dependerá específicamente de muchos otros factores, tales como la percepción, respecto del futuro inmediato, de las empresas y de los consumidores y de cómo estos responden al cambio de política, a la etapa del ciclo de actividad económica, al régimen cambiario, a los eventos en la economía mundial y a las expectativas de inflación futura. Así, el efecto se sentirá con mayor o menor rapidez dependiendo de cuán ancladas estén las expectativas de inflación en el mediano plazo. Estos factores se encuentran más allá del control directo de las autoridades monetarias,

pero son lo suficientemente importantes como para hacer que el ajuste de las principales variables macroeconómicas ante los cambios de la política monetaria no sólo opere con rezago, sino que además sea variable e incierto.

Existencia de efectos no lineales y asimetrías

Usualmente se supone que los efectos de los cambios de política son lineales, vale decir, proporcionales a la magnitud del cambio en la tasa de política. Sin embargo, en la práctica, tales efectos sí dependen del tamaño del cambio de política. Así, una política monetaria fuertemente contractiva puede tener efectos proporcionalmente mayores a los efectos que tiene una política que lo sea sólo en forma moderada. Esto ocurre, por ejemplo, porque tasas de interés anormalmente altas mantenidas durante un período de tiempo largo pueden debilitar el sistema de pagos interno y, ante una pérdida de confianza y de capital, el sistema financiero puede entrar en un proceso de racionamiento del crédito o de exceso de cautela para otorgar préstamos. Adicionalmente, un movimiento muy pronunciado del tipo de cambio puede debilitar y hasta quebrar el sistema financiero generando una profunda recesión. Es decir, el efecto es más que proporcional que cuando la variación del tipo de cambio es pequeña.

La respuesta de la economía también puede darse en una proporción distinta entre aumentos y disminuciones de la tasa de política. Un aumento de la tasa de interés puede generar una reducción en el producto proporcionalmente menor que el aumento del producto causado por una reducción igual de la tasa y viceversa. Es decir, los efectos de cambios en la política monetaria sobre la economía no son necesariamente simétricos.

El PIB y la inflación

A la larga, el PIB crece como resultado de factores de oferta, tales como el avance técnico, la acumulación de capital, y el tamaño y calidad de la fuerza de trabajo. Es posible que algunas políticas públicas sean capaces de afectar estos factores relacionados con la oferta, pero, en general, la política monetaria no lo puede lograr en forma directa, al menos en grado suficiente como para elevar el crecimiento de tendencia en la economía. Existe un nivel de producto agregado al cual las empresas operan a su capacidad normal y no están bajo la presión de cambiar sus niveles de producción o los precios de sus productos con mayor rapidez que la de la tasa de inflación esperada. Este nivel de producto se conoce con el nombre de nivel *potencial* o *normal* del PIB. Cuando el PIB efectivo se encuentra en su potencial, los niveles de producción son tales que no ejercen presiones inflacionarias (o deflacionarias) en los mercados de bienes. Por otra parte, los niveles de empleo son tales que no causan tampoco presión en el crecimiento de los salarios. Existe un equilibrio entre la demanda y la oferta del producto interno.

La diferencia entre el PIB efectivo y el PIB potencial es lo que se conoce como la "brecha del producto". Cuando existe una brecha positiva, es porque una demanda agregada muy alta ha llevado el producto efectivo por encima de su nivel sostenible y las empresas están trabajando más allá de su capacidad. Un exceso en la demanda se refleja tanto en un déficit de

la cuenta corriente en la balanza de pagos como en un aumento de las presiones inflacionarias internas. Para algunas empresas, aumentará el crecimiento de sus costos debido a que están trabajando por encima de su nivel de producción más eficiente. Es posible que sientan la necesidad de aumentar el número de empleados y/o aumentar las horas de trabajo para así sostener el incremento en la producción. Esta demanda adicional de mano de obra y las mejores perspectivas laborales traerán presiones sobre los salarios y la inflación. Posiblemente algunas empresas aprovecharán los períodos de alta demanda para subir sus márgenes de utilidad y para elevar sus precios en proporción superior a los aumentos de los costos unitarios. Cuando existe una brecha negativa del producto, generalmente se presenta la situación contraria. De modo que los auges en la economía que elevan los niveles del producto por encima de su nivel potencial, normalmente preceden una aceleración de la inflación, en tanto que las recesiones que llevan el nivel del producto por debajo del potencial, están normalmente relacionadas con una reducción en la presión inflacionaria.

No obstante, la brecha del producto no puede ser medida con gran precisión. Por ejemplo, los cambios en los patrones de oferta laboral y estructura industrial implican que el punto en el cual los productores logran su plena capacidad es incierto y sujeto a cambios. Existe amplia heterogeneidad en la economía chilena, por lo que distintos sectores pueden reaccionar de modo diferente frente a, por ejemplo, una expansión de la demanda interna. No hay dos ciclos económicos idénticos, así que algunas industrias se expanden más en un ciclo que en otro. Además, la tasa de crecimiento de la productividad puede cambiar con el tiempo. Esto último es particularmente difícil de medir antes de que pase mucho tiempo después de ocurrido el evento. Por lo tanto, el concepto de brecha del producto, aun en el caso en que se pudiera medir con precisión, no tiene una relación numérica única con la presión inflacionaria. Es más bien útil en indicar que, para controlar la inflación, existe un cierto nivel de actividad agregada al cual están equilibradas la demanda y la oferta agregadas. Este es su nivel potencial⁸.

La mantención del PIB en su nivel potencial es, en ausencia de choques externos, suficiente para mantener la tasa de inflación en su nivel objetivo, cuando ésta coincide con la tasa esperada por los agentes de la economía. La ausencia de una brecha del producto es coherente con cualquier tasa de inflación constante esperada. Por consiguiente, si fuera posible mantener el producto en su nivel potencial, esto sería teóricamente coherente con una tasa de inflación alta y estable al igual que con una baja y estable. Sin embargo, desde una perspectiva de bienestar social, las dos situaciones no son equivalentes. La sociedad pierde más con una inflación alta, aunque sea alta y esperada, porque representa un uso más intenso de una forma de impuesto que distorsiona seriamente la asignación de recursos. Dado que el nivel al cual la inflación finalmente se estabiliza está determinado por las acciones de política monetaria del Banco Central y por la credibilidad de la meta fijada, una inflación baja y estable requiere de una acción clara y decidida de esta institución para lograr ese objetivo. A corto plazo, cuando el

⁸ Las dificultades de medición del PIB potencial han llevado a que, para efecto de las proyecciones de inflación sobre la base de estimaciones econométricas, el Banco Central use como proxy un concepto de PIB de *tendencia*, calculado a partir de la tendencia estadística de la serie del PIB que arroja el filtro de Hodrick-Prescott. Los conceptos de PIB potencial y PIB de tendencia no son necesariamente equivalentes, pero sus trayectorias son coincidentes en una perspectiva de largo plazo.

producto está en su nivel potencial, de todos modos puede haber obstáculos, como aquellos que plantea la indización de los salarios, la que agrega cierta inercia a la tasa de inflación.

Expectativas de inflación y tasas de interés reales

Las expectativas de inflación revisten importancia porque afectan la fijación de precios y salarios y, por lo tanto, alimentan la inflación en períodos siguientes.

Los aumentos salariales que excedan la tasa de crecimiento de la productividad laboral reflejan el efecto combinado de una tasa de inflación esperada positiva y de un componente (positivo o negativo) que resulta de la presión de la demanda en los mercados laborales. Los incrementos salariales que no excedan el crecimiento de la productividad no generan aumentos en los costos unitarios de producción y, por lo tanto, es poco probable que sean transferidos a los precios de los productos cobrados por las empresas. Sin embargo, los aumentos salariales que reflejan expectativas de inflación o presiones de la demanda, sí elevan los costos laborales unitarios y es posible que las empresas traten de transferirlos a sus precios. De modo que, aunque no haya un exceso en la demanda laboral, existirá una tendencia al aumento de los costos unitarios según la tasa esperada de inflación, sencillamente porque los trabajadores y las empresas negocian salarios reales. Este aumento en los costos unitarios - en mayor o menor grado - puede ser transferido a los precios de los bienes. Es por este motivo que, cuando el PIB se encuentra en su nivel potencial y no hay un exceso significativo en la demanda u oferta laboral, la tasa de inflación efectiva coincide con la esperada. Ésta sólo se igualará a la meta de inflación una vez que la meta sea creíble.

Inflación importada

Hasta el momento, se ha descrito cómo los cambios en la tasa de política conducen a modificaciones en la demanda interna y cómo la brecha entre la demanda interna y el producto potencial define el nivel de presión inflacionaria. Al hacerlo, se consideró también el impacto del tipo de cambio sobre las exportaciones netas a través de los efectos producidos por el tipo de cambio en la posición competitiva de las empresas nacionales en comparación con empresas extranjeras y sobre la demanda de bienes y servicios producidos localmente.

Existe también un efecto más directo de las variaciones en el tipo de cambio sobre la inflación interna. Esta situación se presenta porque esas variaciones en el tipo de cambio afectan el precio interno de bienes importados, los cuales constituyen factores determinantes en los costos de muchas empresas y de los precios al por menor de muchos bienes y servicios. Una depreciación del peso genera un aumento del precio interno de bienes importados, mientras que una apreciación puede disminuirlos.

Sin embargo, pueden pasar algunos meses antes de que los efectos lleguen plenamente a los precios finales. En efecto, el primer impacto de una depreciación será sobre los precios mayoristas de los bienes importados, expresados en pesos. Cómo, cuándo y cuánto de estos aumentos son traspasados a los consumidores finales de esos bienes dependerá de la política de precios de los intermediarios minoristas, del grado de competencia que exista en las distintas etapas de la cadena de distribución, incluyendo el de las ventas al detalle, y de la fortaleza de la demanda interna. Si las variaciones en el tipo de cambio son eminentemente transitorias, entonces una política de precios de los intermediarios puede ser no traspasar esas variaciones a los precios en pesos de los productos importados (para no alterar innecesariamente la conducta de los clientes) y cubrir los cambios en el valor de sus ingresos con mecanismos financieros apropiados. La misma política puede señalar que una depreciación del peso sólo se traducirá en un aumento en el precio en pesos del bien importado una vez que se llegue a la conclusión que esa depreciación es duradera. El grado de competencia en la actividad de intermediación también incidirá, puesto que, a mayor sea esa competencia, más arriesgado resulta para un intermediario particular traspasar muy rápidamente una depreciación al precio en pesos del producto importado. En efecto, ese intermediario puede perder participación de mercado si los demás competidores no suben sus precios en pesos y absorben por un mayor tiempo la depreciación con cargo a sus utilidades. Por último, la fortaleza de la demanda interna por el producto importado también es relevante por cuanto es ésta la que alimenta el margen del importador y de los restantes participantes en la cadena de distribución. Una economía en rápida expansión presentará una fuerte demanda por productos importados en general, por lo que una depreciación en ese contexto puede ser más rápidamente traspasada al precio final en pesos sin que los intermediarios arriesguen mayormente pérdidas sustanciales de montos vendidos. En cambio, en una situación de demanda global deprimida, los intermediarios encontrarán dificultades en traspasar la depreciación a los consumidores sin enfrentar una severa caída en la cantidad demandada. En este caso, los intermediarios verán afectados claramente sus márgenes de comercialización y su actividad en general, lo cual es coherente con la situación global de la economía.

El coeficiente de traspaso de una depreciación a la inflación interna puede ser estimado empíricamente, pero varía con el tiempo, con el ciclo económico y con los desarrollos de los mercados de intermediación internos. La experiencia chilena indica que este coeficiente se ha reducido en años recientes⁹ y es posible pensar que puede disminuir aún más. Ello resultará de una mayor familiaridad del sector privado nacional con la volatilidad cambiaria asociada a un régimen de flotación del tipo de cambio y al desarrollo paralelo de un mercado de cobertura de riesgo cambiario más profundo y líquido.

Finalmente, la relación entre el tipo de cambio y los precios internos no es de carácter unidireccional. A manera de ejemplo, un aumento en el tipo de cambio producido por una modificación en la política monetaria de EE.UU generará incrementos en los precios internos,

⁹ Este fenómeno ha ocurrido en varios países del mundo en forma simultánea durante la última parte de la década de los noventa.

en tanto que, aumentos en los precios internos, ocasionados, por ejemplo, por un aumento en la demanda interna, influirán en el tipo de cambio. Tanto el tipo de cambio como el nivel interno de precios son ciertamente indicadores relacionados de lo mismo, o sea, del valor del dinero nacional (el peso). El tipo de cambio es el valor del peso comparado con el de otras monedas y el nivel de precios mide el valor interno del peso en términos de una canasta de bienes y servicios.

A Modo de Breve Conclusión

Este documento hace ver la importancia fundamental que el Banco Central asigna a la estabilidad de precios, la que es un requisito indispensable para que Chile se desenvuelva en una trayectoria sustentable de crecimiento y progreso. La estabilidad de precios se expresa en una inflación baja y estable, en un rango de 2 a 4% anual, centrada en 3%, que se aspira como a mantener a través del tiempo en una perspectiva de mediano plazo.

Junto con presentar la manera en que se materializa la política monetaria para conseguir este propósito, el presente documento también detalla los canales por los cuales las modificaciones a la tasa de política se transmiten al resto de la economía hasta afectar la evolución de la inflación. Aunque muchas veces la dirección de los efectos de un cambio en la política monetaria puede preverse sin grandes dificultades, la magnitud de dichos efectos y la manera en que se desencadenan a través del tiempo son ampliamente variables. Sin embargo, la credibilidad del Banco Central en cuanto a su compromiso con la estabilidad de precios y a la fortaleza técnica de sus diagnósticos y acciones reducen esa incertidumbre y fortalecen la eficacia de la política monetaria. En ese contexto, este documento pretende también aportar a la transparencia de las acciones del Banco Central para, en combinación con el Informe de Política Monetaria, apoyar a esta última en su intención de mantener la estabilidad de precios.