

POLÍTICA MONETARIA Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

DESAFÍOS FUTUROS DESPUÉS DE 15 AÑOS DE METAS DE INFLACIÓN¹

Pablo García Silva

Consejero, Banco Central de Chile

7 de Agosto 2015

Introducción

En Septiembre del año pasado se cumplieron quince años desde que en 1999 el Banco Central de Chile (BCC) anunciara, junto con la flexibilización del régimen cambiario, la implementación de un marco de metas de inflación (MI) para la política monetaria. A lo largo de esta década y media la economía Chilena se ha visto enfrentada a múltiples shocks, tanto externos como internos, de características financieras y reales, transitorios y persistentes. En este contexto, el marco de metas ha permitido conducir la política monetaria con éxito, manteniendo la inflación en promedio en torno a la meta y suavizando el ciclo de crecimiento económico. Esto no sólo es mérito de la conducción de la política monetaria en Chile, sino que en mi opinión es reflejo de lo acertado de haber adoptado una forma de implementarla que le ha dado toda la flexibilidad necesaria para reaccionar, en un entorno de donde institucionalmente la coordinación de políticas ha sido la apropiada.

¿Qué desafíos quedan para adelante entonces? ¿No bastará con “declarar victoria” y seguir operando el marco de MI tal como lo hemos hecho hasta ahora? En mi opinión hay algunas dimensiones que es necesario tomar en cuenta para pasos futuros que permitan fortalecer nuestro marco de política. Con fortalecer me refiero a mejorar su comprensión por parte del público y los mercados, acrecentar su credibilidad como ancla nominal de la economía, y potenciar su efectividad. Esto, por supuesto construyendo sobre lo que ya hemos realizado y que sin duda ha sido un marco de políticas exitoso.

Voy a dividir mis observaciones en tres aspectos. Primero, usando como referencia el concepto de la regla de política monetaria, quiero referirme a diversos elementos que ahora son bastante más inciertos de lo que, en sus orígenes, las reglas de política consideraban. Segundo, tomando la propia experiencia de Chile y la evidencia comparada internacionalmente, me referiré a los grados de incertidumbre y su cuantificación para conducir política monetaria, en particular en lo referente a la comunicación de los mismos y cómo se puede incorporar en la toma de decisiones. Finalmente, quiero concluir con algunas reflexiones finales.

¹ Las opiniones presentadas no representan necesariamente la visión oficial del Banco Central de Chile. Agradezco la asistencia de Sindy Olea.

La política monetaria basada en reglas

Una forma útil de formular conceptualmente la política monetaria es a través del concepto de una regla, que relaciona el instrumento monetaria (la tasa interbancaria, TPM en el caso de Chile), con un nivel neutral (en términos reales), la brecha de capacidad, las desviaciones de la inflación respecto a la meta, y rezagos de la tasa de interés:

$$i = R^n + \pi^m + \theta[\alpha(Y - Y^p) + (1 - \alpha)(\pi^e - \pi^m)] + \rho(L)i(L)$$

En esta formulación, el problema canónico para un banco central radicaría en definir el valor de algunos parámetros clave, tales como el grado de activismo θ , es decir cuan agresiva debe ser la política monetaria para actuar frente al ciclo o desviaciones esperadas de la inflación, el sesgo anti-inflacionario α , que puede venir dado por mandatos legales o preferencias sociales, la persistencia $\rho(L)$, por ejemplo vinculado a la importancia de tener predictabilidad en la toma de decisiones del banco central. Así, un banco central puede incorporar una regla de política como la mencionada y escoger parámetros de forma de minimizar la combinación de volatilidad inflacionaria o del producto. Esto presupone que se dispone de un modelo de la macroeconomía bien comportado y que refleja adecuadamente la formación de precios, y que existen medidas apropiadas para el equilibrio de largo plazo de la economía, que determinan el nivel de producto potencial Y^p y la tasa de interés real neutral R^n .²

En la actualidad, las circunstancias han evolucionado hacia grados mayores de incertidumbre, donde el diseño de la política monetaria se encuentra con dudas más fundamentales. Revisará algunos de esos puntos a continuación.

- **El crecimiento potencial y las holguras de capacidad**

En el paradigma tradicional en macroeconomía, y que ha persistido en la síntesis moderna en macroeconomía aplicada, subyace la idea de que existe una dicotomía entre el largo plazo y el corto plazo, dado por la existencia de rigideces nominales. Esto parece estar bastante asentado en la literatura académica y de banca central. Ahora bien, lo que no es obvio es cuál es el grado de variabilidad relativa, por ejemplo de la demanda agregada, entre las fluctuaciones de corto plazo y las de largo plazo. Por un lado, existe la presunción de que debido a que el proceso de acumulación de capital es gradual y persistente, y que la productividad total de factores refleja capacidades tecnológicas o factores institucionales, el producto potencial crece a tasas constantes o ligeramente decrecientes (para tomar en cuenta convergencia), y que por lo tanto la totalidad de los movimientos del producto dentro de horizontes de algunos años son cíclicos. Por otro lado, una visión extrema que minimiza el rol de las rigideces nominales propone que la totalidad de los vaivenes del producto son por efectos de productividad total de factores. Los modelos de ciclos reales son un ejemplo de lo anterior.

² Para el caso de Chile, ver por ejemplo el trabajo realizado al inicio de la implementación de la MI en Chile en García, Herrera y Valdés (2002).

Para efectos de la formulación de la política monetaria, el problema no se puede reducir a una visión ideológica de cómo funciona la macroeconomía. Más bien se necesita recurrir a la evidencia empírica, por ejemplo considerando que los modelos que construyamos para evaluar y diseñar política monetaria tengan la flexibilidad necesaria para poder identificar escenarios plausibles para la brecha del producto.

Con posterioridad a la crisis financiera internacional de 2008-2009 este asunto ha tomado creciente relevancia en el mundo desarrollado.³ Un par de ejemplos sirven para ilustrar este punto. Por un lado, el crecimiento en EE.UU. ha sido notoriamente inferior a lo que se consideraba una tendencia de largo plazo. La aplicación mecánica de la tendencia previa de crecimiento tendencial habría implicado una brecha de capacidad creciente, lo que no se condice con las presiones inflacionarias, acotadas es cierto, pero no deflacionarias, que se han visto en EE.UU. desde 2010. Por otro lado, el mercado laboral ha reflejado tendencias bastante diversas que las que se hubiesen esperado. La caída de la tasa de desempleo fue mucho más rápida que lo previsto dado el ritmo de crecimiento en 2012 en adelante. Finalmente, en la zona euro es claro que la incompleta integración monetaria limita el potencial contracíclico de la política monetaria del Banco Central Europeo.

En Chile se han experimentado algunas situaciones similares, principalmente en lo que se refiere a la dinámica del mercado laboral. A diferencia de principios de la década pasada, cuando la economía crecía en torno a 3% y el desempleo se empujaba hacia los dos dígitos, en la actualidad, con crecimiento económico menor a eso, la tasa de desempleo, de acuerdo a diversas fuentes, se mantiene en niveles que siguen siendo históricamente reducidos. En el caso de Chile, este período se ha visto además acompañado de un ciclo de inversión minero inusitado en sus efectos, a lo que se agrega el proceso de reconstrucción.

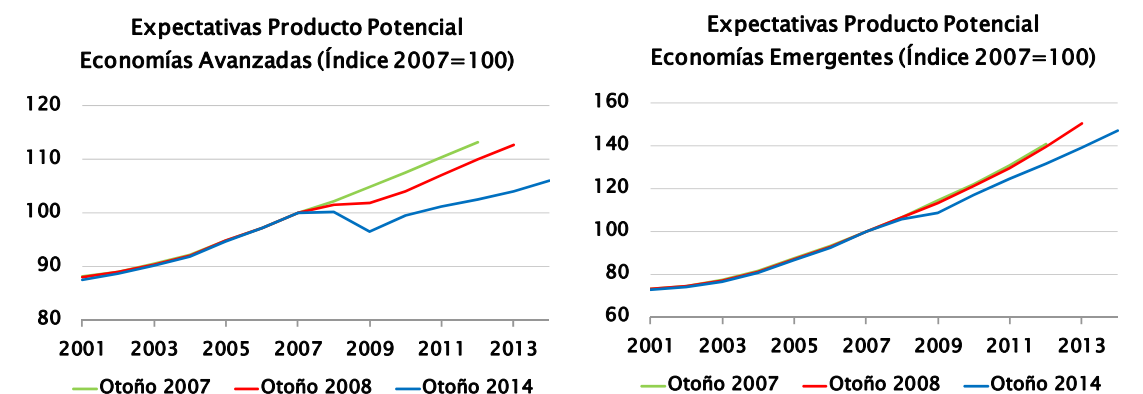
Lo que tiene en común la situación post 2009 en Chile y EE.UU. es la prevalencia de fenómenos sectoriales con incidencia macroeconómica relevante. En el caso de EE.UU., el boom y posterior colapso inmobiliario, junto con la necesaria reestructuración del sistema financiero así como la caída significativa de la participación laboral, generó probablemente un deterioro en la capacidad de crecimiento medido. En el caso de Chile, el boom de la inversión en minería incidió en fuertes reasignaciones sectoriales de factores productivos, capital y trabajo, que no es reversible en el corto plazo cuando comienza a disiparse. Dichas fricciones pueden acotar el efecto de las políticas macroeconómicas estimulativas, generando un trade-off desfavorable entre inflación y crecimiento en el corto plazo.

Las lecciones que dejan estos fenómenos es que la evaluación de cuál es el nivel de capacidad no inflacionaria en el muy corto plazo es más complejo que sólo estimar y extrapolar tendencias lineales del pasado. Ello no implica que el crecimiento potencial finalmente esté determinado por la acumulación de capital y el cambio técnico, sino que las fricciones asociadas a shocks

³ Ver Fondo Monetario Internacional (2015), Capítulo 3.

financieros o a la reasignación de recursos generan riptos que limitan el potencial de crecimiento no inflacionario de corto plazo.

Gráfico 1 – Crecimiento potencial en el mundo post crisis 2008.



Fuente: WEO abril 2015, IMF.

- **La tasa de interés neutral de política monetaria**

La evidencia reciente tanto en Chile como en el mundo es sugerente respecto de que se pueden generar rigideces de corto plazo que acoten la magnitud de las holguras no inflacionarias. Asimismo, también ocurre que las fluctuaciones de mediano plazo del ahorro y la inversión pueden persistir más allá de los horizontes de implementación de la política monetaria. El proceso de desapalancamiento de hogares y el débil tono de la inversión inmobiliaria y corporativa en el mundo desarrollado después de la crisis financiera son un ejemplo de esto.⁴ Los efectos en inversión y ahorro de las dudas respecto a la sostenibilidad de la unión monetaria en la zona euro es otro. La contraparte por el lado del gasto del fuerte incremento en la inversión minera es un ejemplo en Chile. A nivel multilateral, la integración comercial y financiera de China en décadas recientes también se ha argumentado ha alterado el equilibrio mundial de ahorro e inversión.

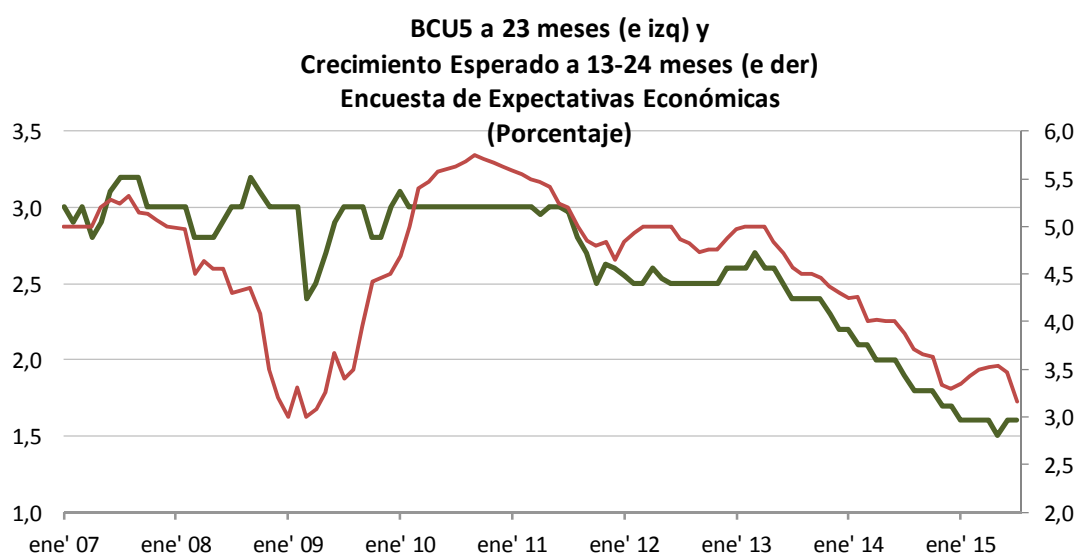
En la medida que este tipo de movimientos en las decisiones de ahorro e inversión tengan persistencia significativa, pueden definitivamente también afectar el nivel y la volatilidad de las tasas de interés reales de largo plazo. De ser así, el supuesto de que existe una tasa de interés real neutral para la política monetaria que es constante a través del tiempo pasa a ser más cuestionable. Como la tasa de interés neutral es aquella que no genera ni freno ni impulso adicional al crecimiento natural de la economía (que como se destacó en la sección anterior puede también fluctuar) entonces los movimientos autónomos y persistentes de la inversión y el ahorro debiesen alterarla.

⁴ Ver Fondo Monetario Internacional (2015), Capítulo 4.

En economía abierta, una fracción relevante de las fluctuaciones del ahorro y la inversión se materializan en cambios en el saldo en cuenta corriente. Pero este fenómeno no es total, debido a que la integración financiera no es completa, a que existen efectos portafolio, y a que las expectativas de cambios en precios relativos clave, como el tipo de cambio real, también fluctúan. Adicionalmente, las modificaciones en las condiciones internacionales de ahorro e inversión también debiesen incidir en la tasa de interés normal o neutral de política monetaria.

La evidencia casuística es bastante decidora. A lo largo de la última década y media, las perspectivas de crecimiento de mediano plazo se han movido en paralelo con las expectativas privadas de tasas de interés reales de largo plazo. Esta correlación va más allá del efecto mecánico producto de una política monetaria contracíclica, lo que se aprecia justamente al utilizar perspectivas de mediano plazo para el crecimiento y las tasas de interés reales.

Gráfico 2 – Expectativas de tasas de interés real de largo plazo y crecimiento



- **La gestación de presiones inflacionarias**

Un tercer punto a destacar en el nuevo entorno en el que se desenvuelven las MI es la creciente dificultad para pasar desde la conceptualización de la gestación de presiones inflacionarias a su cuantificación empírica.

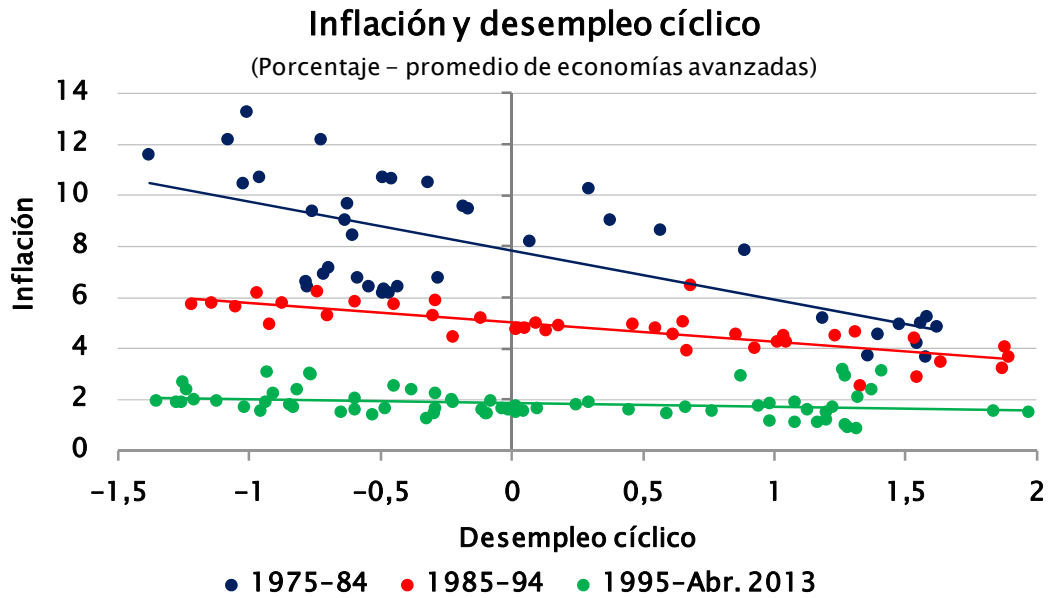
En primer lugar, la tradicional especificación tipo curva de Phillips plantea que los movimientos cíclicos de la economía amplían y contraen las holguras de capacidad, las que a su vez mediante el grado de presión generado en el mercado de bienes y el mercado laboral generan cambios graduales en la fijación de precios y salarios nominales. Estos se traducen entonces en inflación.

Central en la especificación contemporánea de este tipo de modelos de curva de Phillips está el hecho que no es el nivel actual de holguras el que determina las presiones inflacionarias sino que la trayectoria esperada de las mismas. El ancla de la trayectoria esperada de los precios es la credibilidad en el logro de una meta de inflación dada.

Ahora bien, la evidencia de las últimas décadas es que esta curva de Phillips se ha tendido a aplanar. Es decir, que la elasticidad de respuesta de la inflación a cambios en las medidas de holguras de capacidad pareciera haber disminuido. Este fenómeno, que ha ocurrido tanto en el mundo como en Chile,⁵ plantea un desafío particular para la conducción de la política monetaria. Por un lado, se puede tomar el punto de vista de que el aplanamiento de la curva de Phillips permitiría un grado inusitado de activismo monetario. Por otro, si este aplanamiento ocurre en niveles de inflación que no son congruentes con los de la meta de inflación del banco central, entonces se puede argumentar que la política monetaria perdió capacidad de incidir en la inflación. En el caso de Chile, podría ser más bien el caso primero. Las expectativas de inflación se mantienen firmemente en torno a 3% desde hace más de una década, a pesar de los vaivenes cíclicos de la economía. Las fluctuaciones de corto plazo en la inflación parecen estar más influenciadas por los vaivenes de precios específicos, debido a fenómenos de oferta, o al tipo de cambio. Conducir la política monetaria en un entorno de credibilidad, que acota el efecto vía curva de Phillips, pero preservar dicha credibilidad frente a shocks de oferta, es un desafío especialmente complejo.

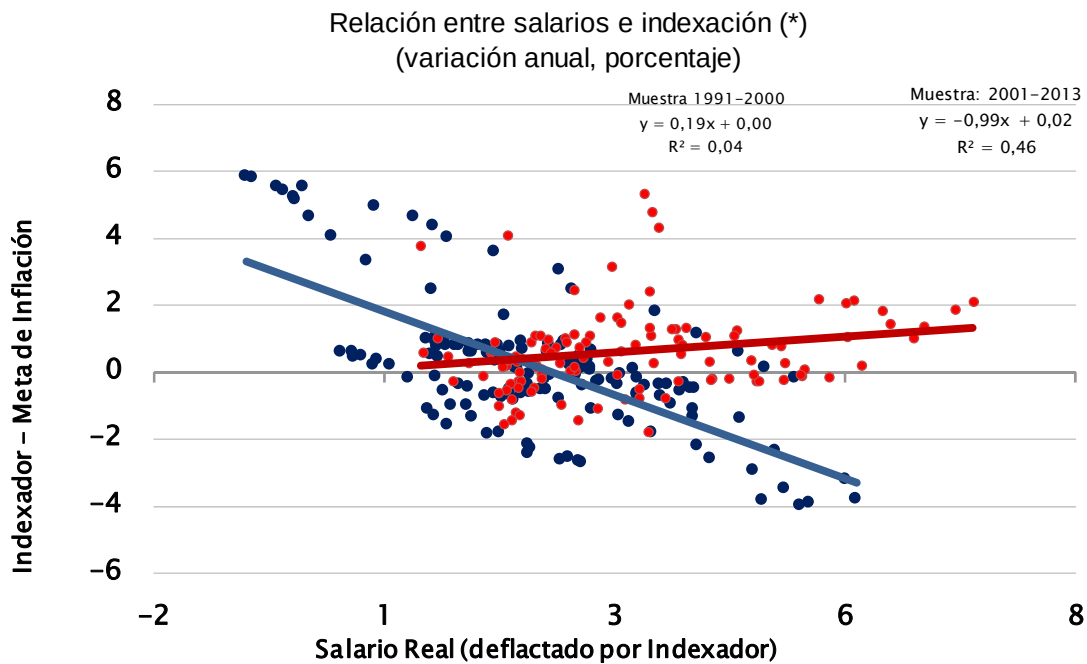
⁵ Ver Fondo Monetario Internacional (2013), Capítulo 3, y Banco Central de Chile (2013), Recuadro IV.1.

Gráfico 3 – Cambios en la pendiente de la curva de Phillips en el mundo avanzado



Nota: Cada punto representa el promedio de economías avanzadas en un trimestre, para desempleo e inflación.
Fuente: WEO Abr. 2013, IMF.

Gráfico 4 – Cambios en la pendiente de la curva de Phillips en Chile



Fuente: IPoM septiembre 2013

La comunicación de la incertidumbre

La sección anterior busca ejemplificar que el diseño e implementación de la política monetaria enfrenta desafíos significativos hacia el futuro. Estos se vinculan no sólo con la discusión tradicional respecto de cuál es el grado óptimo de activismo con que se debe conducir la política monetaria. Hoy, además se debe considerar que variables, que en un contexto macroeconómico de décadas pasadas o con el beneficio de la retrospectiva, se podrían considerar relativamente estables, hoy son sujeto de una incertidumbre mayor.

Los eventuales efectos de la incertidumbre sobre la toma de decisiones de política monetaria es una materia no zanjada y compleja técnicamente, sobre la que habrán algunas referencias en las conclusiones. Pero lo que no cabe duda es que es central que se informe de manera adecuada respecto de las fuentes y magnitudes de dicha incertidumbre.

Tradicionalmente los bancos centrales que implementan MI han utilizados gráficos de abanico (*fancharts*) para presentar los grados de incertidumbre a los que están sometidas sus proyecciones. El BCCh no es una excepción. Las bandas de confianza que se presentan en los distintos IPoM reflejan la calibración de la volatilidad que tienen los distintos shocks que inciden en el desempeño de la economía chilena. Esta volatilidad no es pequeña. De hecho, el tradicional rango de crecimiento de un punto porcentual de ancho que se presenta para el año siguiente en los Informes del mes de Septiembre sólo acumula en torno a un tercio de la distribución de posibles resultados. Es decir, los vaivenes de la macroeconomía hacen que en torno a dos tercios del tiempo el crecimiento económico se ubique por fuera del rango de proyecciones del BCCh.

Por el lado de la inflación pasa algo similar. De acuerdo a los *fancharts* que utilizamos en el BCCh, la inflación a fines del horizonte de proyección se ubica entre 2 y 4% alrededor de un 40% del tiempo. Esto no debiese extrañar en todo caso. Aunque la inflación desde principios de los años 2000 ha sido solo una o dos décimas por sobre la meta de 3%, un 52% ha estado fuera del rango meta. La historia y nuestra propia visión de la incertidumbre que afecta las proyecciones nos revela que estamos en un entorno macroeconómico más volátil e incierto del que quizá hemos sido capaces de transmitir, sobre todo ahora que existen grados adicionales de incertidumbre como los mencionados anteriormente.

Es evidente que esta incertidumbre tiene efectos en las decisiones de política monetaria que se desee implementar. Simplemente tomando una regla de política como la presentada al principio, se puede ver que la variabilidad en la brecha de capacidad o en la evolución de la inflación introduce también variabilidad en la tasa de política monetaria. Algunos pocos bancos centrales que implementan MI de hecho son muy transparentes respecto a las posibles trayectorias que puede tomar su política monetaria y construyen también *fancharts* para su instrumento monetario. La tabla siguiente muestra como distintos países incorporan estas medidas de incertidumbre en su comunicación pública.

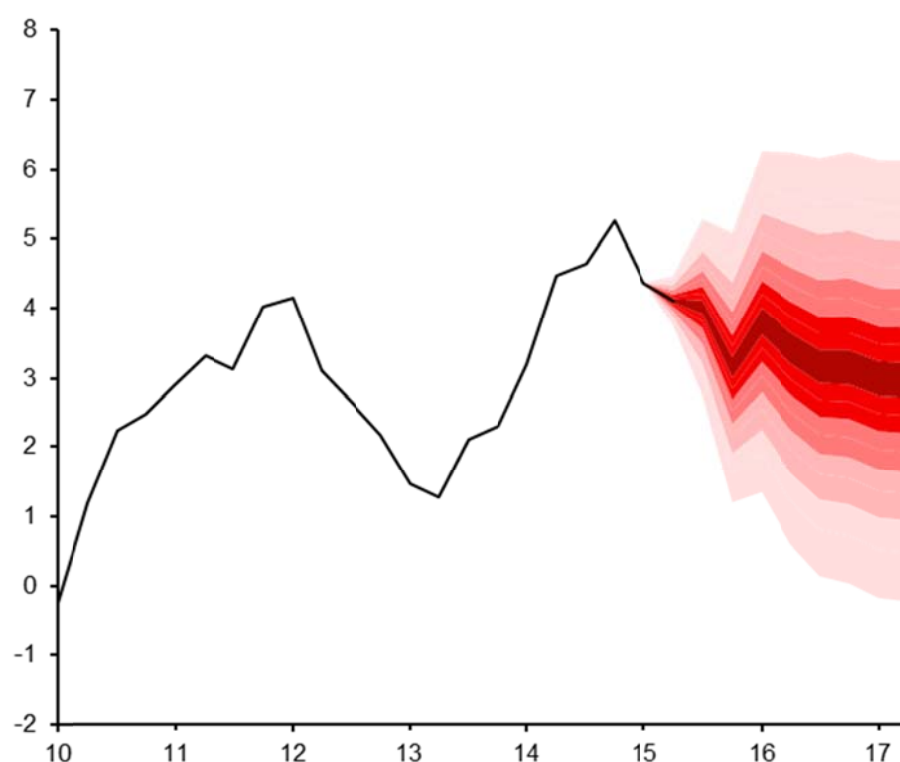
Tabla 1 : El Uso de Fancharts en Bancos Centrales con Metas de Inflación

<i>País</i>	<i>Inflación</i>	<i>Crecimiento PIB</i>	<i>Tasa de Interés</i>	<i>Tipo de Cambio</i>
Armenia	++	++	-	-
Australia	+	+	-	-
Brasil	++	++	-	-
Canadá	++	+	-	-
Chile	++	++	-	-
Colombia	++	+	-	-
República Checa	++	++	++	++
Gana	++	+	-	-
Guatemala	+	-	-	-
Hungría	++	++	-	-
Islandia	+	-	-	-
Indonesia	+	+	-	-
Israel	++	+	++	-
México	++	++	-	-
Nueva Zelanda	+	+	+	-
Noruega	++	++	++	-
Perú	++	++	-	-
Filipinas	++	-	-	-
Polonia	++	++	-	-
Rumania	+	+	-	-
Serbia	++	-	-	-
Sud África	++	++	-	-
Corea del Sur	++	++	-	-
Suecia	++	++	++	-
Tailandia	++	++	-	-
Turquía	++	+	-	-
Reino Unido	++	++	-	-

Notas: La tabla muestra si los pronósticos y *fancharts* para inflación, crecimiento del PIB (brecha del producto), tasa de interés, y tipo de cambio, están públicamente disponibles. ++ indica que tanto el pronóstico como el *fanchart* están disponibles, + indica que solo está disponible el pronóstico, y - significa que ni el pronóstico ni el *fanchart* están disponibles. Información a julio de 2011.

La forma como los bancos centrales construyen sus fancharts es bastante diversa, pero tiene algunas características centrales. Por ejemplo, en la generalidad de los casos consideran una distribución de probabilidades que refleje la evaluación subjetiva del comité de política monetaria acerca de las presiones inflacionarias, basadas en una visión central y los riesgos inherentes a esta. Aunque estos grados de incertidumbre se refieren a cómo los eventos futuros diferirán de la visión central y no una extrapolación de la incertidumbre pasada, sí se realiza un juicio sobre si la incertidumbre en adelante será menos o más que la pasada. El caso de Chile es similar, por cuanto los intervalos de confianza se calculan a partir de la varianza de los errores de proyección, pero que en ocasiones son calibrados para reflejar la distribución subjetiva de las proyecciones derivadas del análisis económico y del juicio de los miembros del Consejo. El Gráfico siguiente muestra el fanchart de inflación IPC más reciente.

Gráfico 5 – Distribución de proyecciones de la inflación del IPC, IPoM Junio 2015



La incertidumbre y la toma de decisiones en política monetaria

La intuición tradicional respecto al efecto de la incertidumbre en la toma de decisiones viene de Brainard (1967), que sugirió que el comportamiento robusto frente a incertidumbre un menor grado de activismo. Frente a una situación incierta, la recomendación de política es actuar menos de lo que sugeriría el caso extremo de error de especificación. Una forma de entender la intuición de este resultado es en el caso en que sólo existe mala especificación en la demanda agregada y la economía es cerrada. En dicha situación, una especificación errónea del modelo llevará a desviar el producto y la inflación en la misma dirección respecto a sus niveles naturales, implicando una instancia de política monetaria inambiguamente más restrictiva o contractiva que bajo un escenario sin errores de especificación.

Ahora bien, si la economía es abierta, existen además shocks de oferta y la toma de decisiones es intertemporal, se puede pensar que la intuición de Brainard se pierde. Hansen y Sargent (2011) analizan este caso, y en efecto se encuentra que el impacto de la incertidumbre sobre el comportamiento óptimo del banco central es más ambivalente. Que se llegue a una política monetaria más agresiva o menos agresiva dependerá de cómo este error de especificación afecta la tensión (o *trade-off*) entre inflación y brecha de producto. Intuitivamente, los shocks de oferta, o de tipo de cambio, desplazan este *trade-off* instantáneo entre inflación y brecha y además afectan la temporalidad de los efectos (más inflación ahora versus menos producto mañana, por ejemplo).

Leitemo y Söderström (2008) muestran que en una economía abierta y posibles errores de especificación en la demanda agregada, curva de Phillips y la determinación del tipo de cambio, genera una gran heterogeneidad en el efecto de la incertidumbre sobre la toma de decisiones. En algunos casos, una mayor aversión de las autoridades a errores de especificación llevará a acciones de política más agresiva, y en otros casos a acciones de política menos agresiva. La intuición para esta heterogeneidad se puede entender observando que algunos errores de especificación, como el caso clásico de Brainard, desplazan el *trade-off* entre inflación y crecimiento en direcciones que son inambiguas para la política monetaria. Pero otros shocks, como los de oferta o cambiarios, tienen efectos ambiguos en decisiones de política, puesto que no afectan en direcciones opuestas el *trade-off* mencionado. Pueden, por ejemplo, aumentar el efecto de las decisiones de política sobre la determinación de la inflación pero reducirlo en el caso del producto. La existencia de la dimensión intertemporal complica el proceso, debido a que se debe tomar en cuenta, de forma descontada, toda la reacción a través del tiempo de la actividad y la inflación frente a errores de especificación.

Reflexiones finales

Un principio ordenador central del esquema de MI, con flexibilidad cambiaria, en conjunto con política fiscal que se determina de acuerdo a una regla y una supervisión y regulación financiera adecuada, es que ello da espacio para política monetaria contracíclica. De esta forma, la política monetaria puede reaccionar de manera adecuada a los distintos tipos de shocks que afectan a la economía. La implementación de este esquema de política monetaria ha sido central para que la economía Chilena haya podido sobrellevar sin tensiones duraderas la seguidilla de ciclos económicos vividos desde principios de la década pasada, en especial la gran crisis financiera internacional de 2008 y 2009.

La resiliencia del marco de política en circunstancias muy diversas hace pensar que en adelante este esquema sigue siendo el adecuado para conducir la política monetaria en Chile, un asunto con el que concuerdo plenamente. Precisamente para poder mantener y también potenciar el rol contracíclico de nuestro esquema de metas de inflación es que debemos permanentemente reflexionar sobre las dimensiones donde podemos mejorar tanto la implementación técnica como la comunicación de la toma de decisiones. El mundo en el que nos desenvolvemos en la actualidad está plagado de elementos sorpresivos, algunos de los cuales destaqué anteriormente: la variabilidad de la capacidad de crecimiento no inflaría, las dudas sobre el nivel de las tasas neutrales de interés de política monetaria, ya la estructura del proceso de gestación de presiones inflacionarias. Buena parte de estos fenómenos se pueden asociar a los cambios estructurales que ha vivido y sigue viviendo la economía mundial, tal como el crecimiento diferenciado de grandes economías emergentes y los cambios en los patrones de ahorro e inversión así como en otros precios relativos clave.

No debiese extrañar entonces que Chile, siendo una economía pequeña, abierta y fuertemente integrada al mundo, experimente fenómenos similares. Tomar en cuenta estos factores en nuestra toma de decisiones, apriendo y adaptando experiencias exitosas de otras latitudes, seguirá siendo el camino a tomar, tal como lo fue hace más de quince años cuando adoptamos plenamente el marco de metas de inflación.

Referencias

Brainard, W. (1967), "Uncertainty and the effectiveness of policy", *American Economic Review*, 84(1), pg 282-289.

Banco Central de Chile (2013), Informe de Política Monetaria, Septiembre.

Fondo Monetario Internacional (2013), *World Economic Outlook*, Abril.

Fondo Monetario Internacional (2015), *World Economic Outlook*, Abril.

García, P., L.O. Herrera y R. Valdés (2002), "New Frontiers for Monetary Policy in Chile", en *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Norman Loayza, Raimundo Soto (editores), Banco Central de Chile

Hansen, L. y T. Sargent (2011), "Wanting robustness in macroeconomics", en *Handbook of Monetary Economics* (B. Friedman y M. Woodford, eds.), Vol. 3B, pg. 1097-1158. North-Holland.

Leitemo, K. y U. Söderström (2008), "Robust monetary policy in a small open economy", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32 (10), October 2008, 3218-3252.

POLÍTICA MONETARIA Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

DESAFÍOS FUTUROS A LOS 15 AÑOS DE METAS DE INFLACIÓN

Pablo García Silva
Consejero, Banco Central de Chile

7 de agosto 2015

Los desafíos de una política monetaria basada en reglas

- Definición por parte del BC de:
 - Grado de activismo
 - Sesgo anti-inflacionario
 - Persistencia y predictibilidad

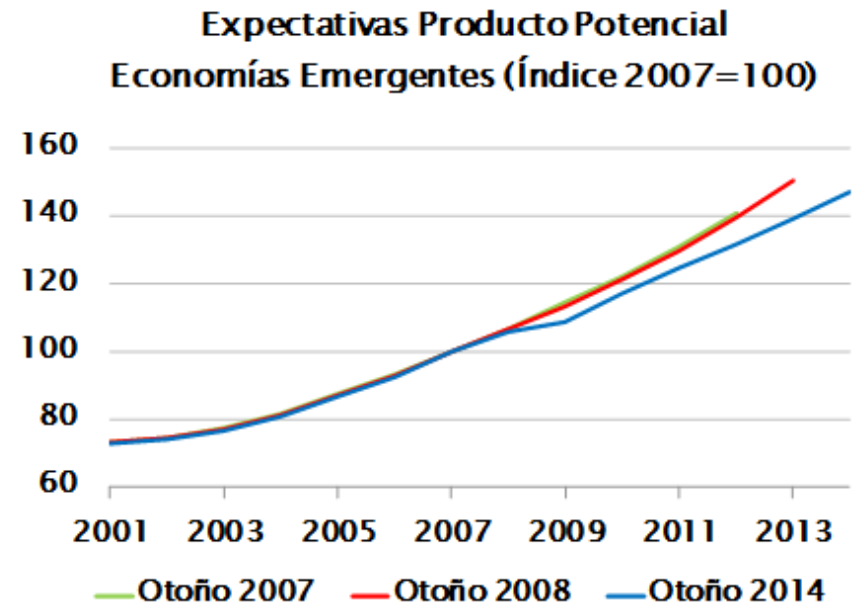
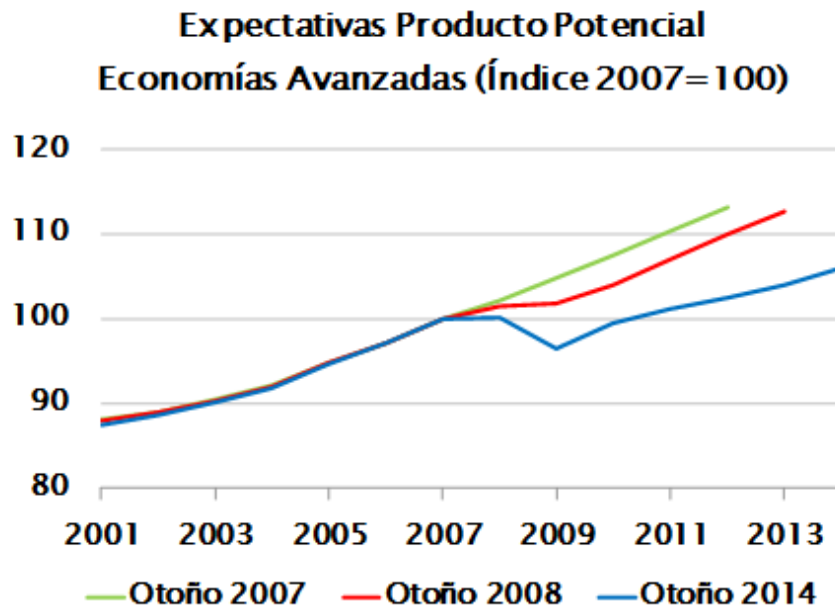
$$i = R^n + \pi^m + \theta[\alpha(Y - Y^p) + (1 - \alpha)(\pi^e - \pi^m)] + \rho(L)i(L)$$

Los desafíos de una política monetaria basada en reglas

- Entorno post crisis ha introducido grados adicionales de incertidumbre en países con metas de inflación en el mundo
 - Brecha no inflacionaria
 - Tasa neutral de política monetaria
 - Proceso de gestación de presiones inflacionarias

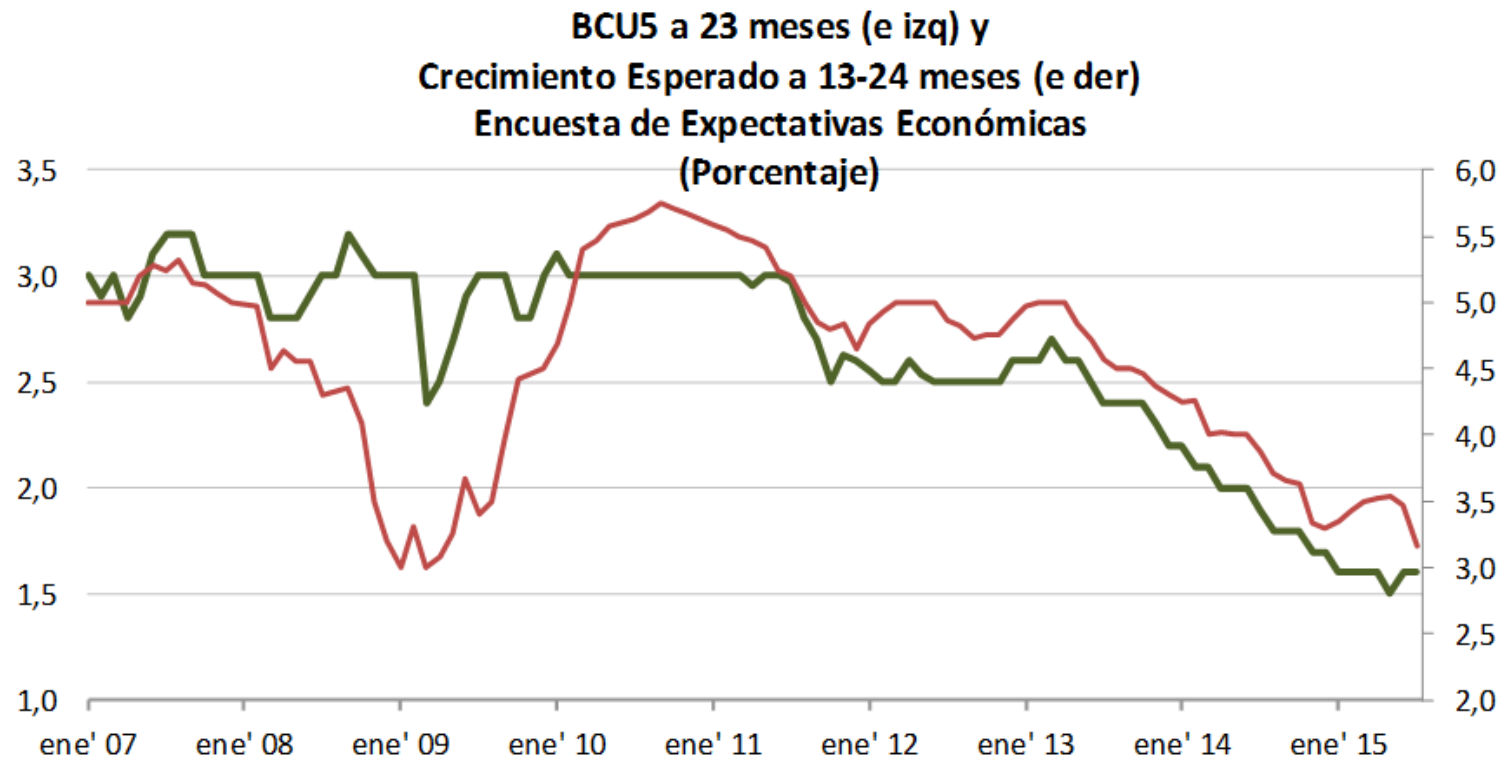
$$i = R^n + \pi^m + \theta [\alpha(Y - Y^p) + (1 - \alpha)(\pi^e - \pi^m)] + \rho(L)i(L)$$

Algunos ejemplos: Visión del FMI sobre producto potencial en el mundo

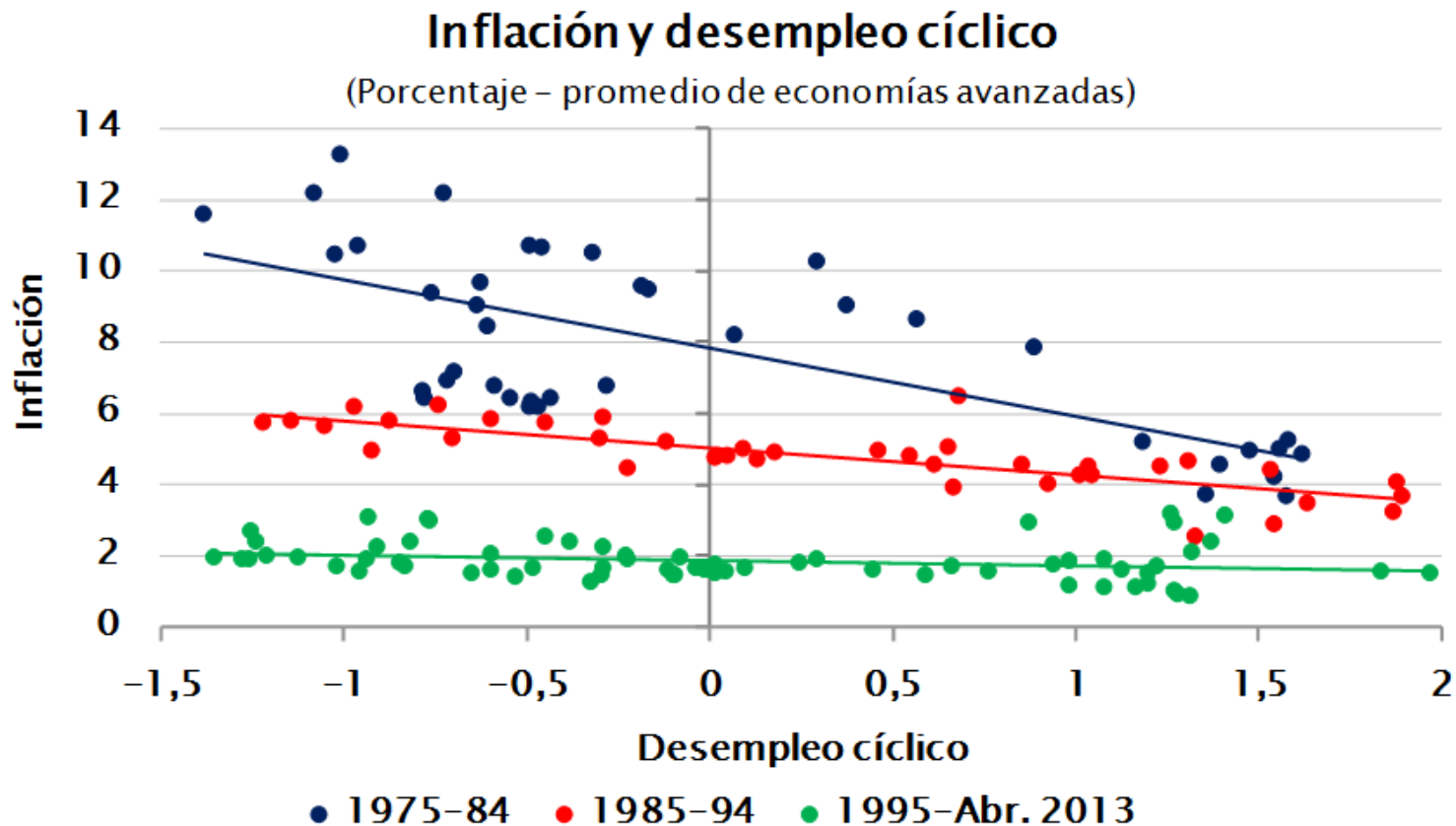


Fuente: WEO abril 2015, IMF.

Algunos ejemplos: Tasas de interés de largo plazo y expectativas de crecimiento



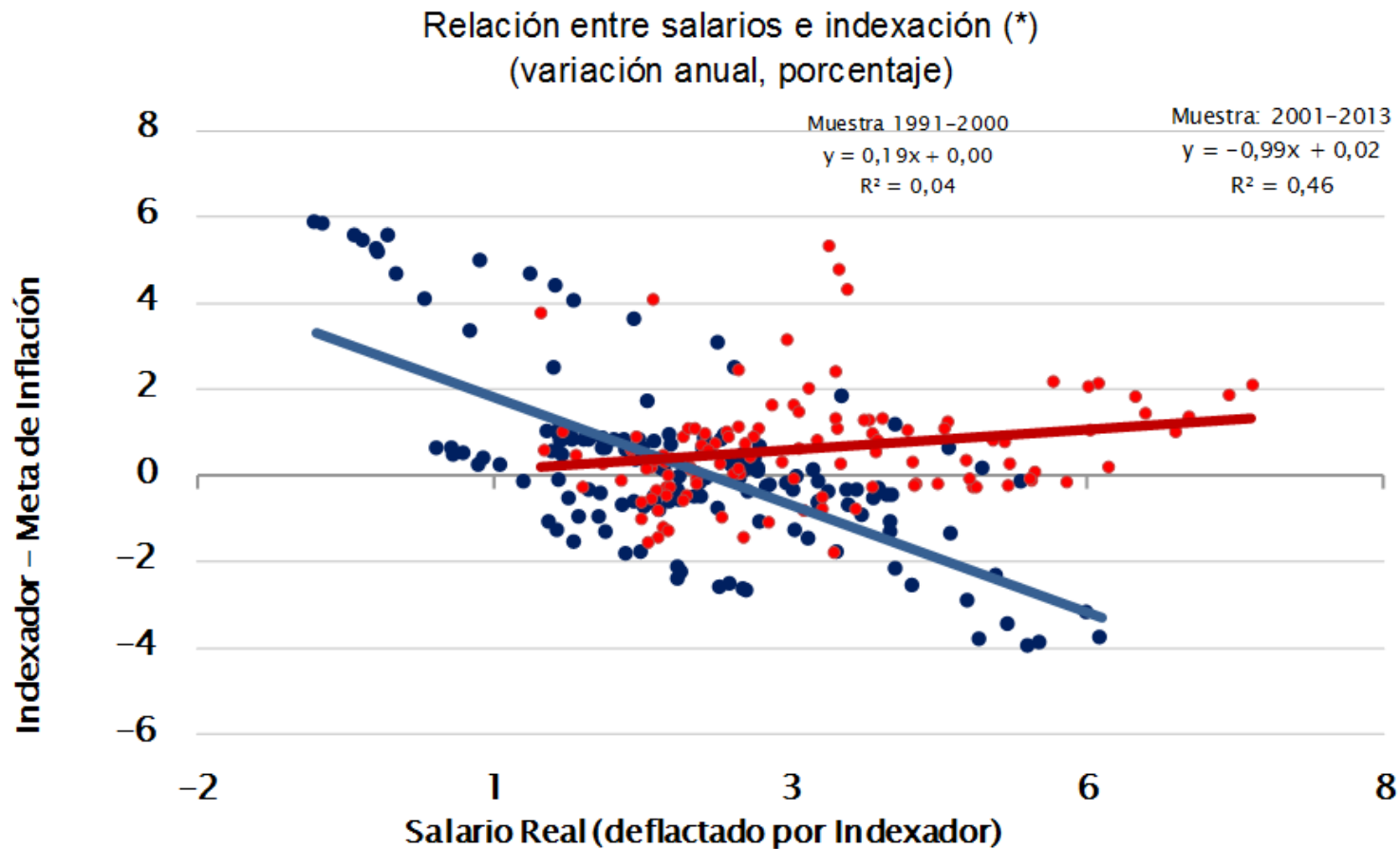
Algunos ejemplos: Curva de Phillips en el mundo



Nota: Cada punto representa el promedio de economías avanzadas en un trimestre, para desempleo e inflación.

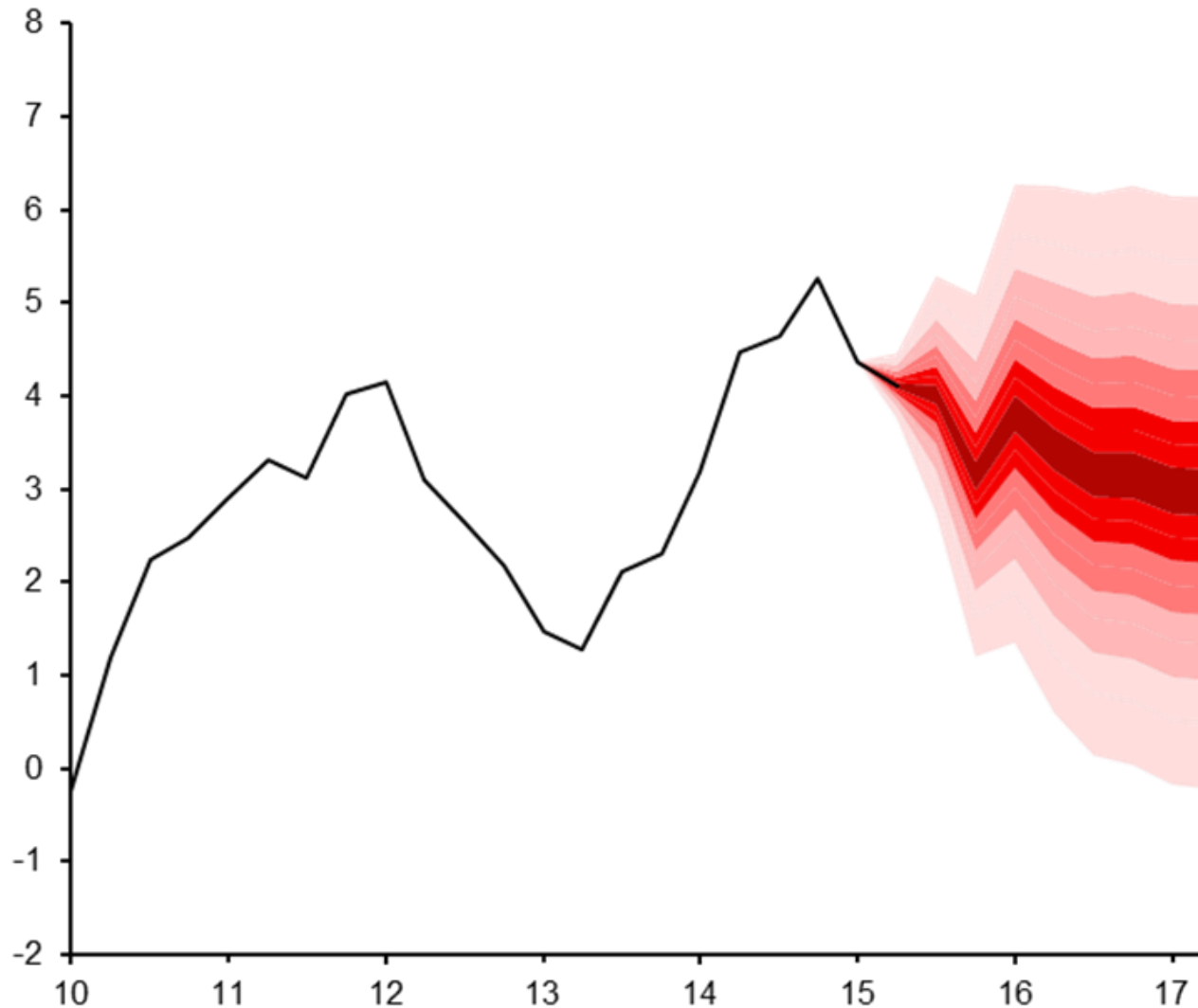
Fuente: WEO Abr.2013, IMF.

Algunos ejemplos: Curva de Phillips en Chile



Fuente: IPoM septiembre 2013

La importancia de comunicar la incertidumbre: *fanchart* de inflación Chile



POLÍTICA MONETARIA Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

DESAFÍOS FUTUROS A LOS 15 AÑOS DE METAS DE INFLACIÓN

Pablo García Silva
Consejero, Banco Central de Chile

7 de agosto 2015