



Novena Conferencia Anual del Banco Central de Chile
“POLÍTICA MONETARIA BAJO METAS DE INFLACIÓN”
Santiago, Chile, 20 y 21 de octubre de 2005

Política Monetaria bajo Metas de Inflación en Chile y en el Mundo

Vittorio Corbo
Presidente, Banco Central de Chile

Jueves 20 de octubre, 9-30-9.45 hrs

1. Introducción

Estimada Señora Primera Subdirectora Gerente del Fondo Monetario Internacional,
Estimados Señores Presidentes de bancos centrales,
Estimados banqueros centrales, académicos y economistas visitantes del extranjero,
Estimadas amigas y estimados amigos,

Me es muy grato darles la bienvenida a esta Novena Conferencia Anual del Banco Central de Chile, que se ha constituido en un evento tradicional de discusión de ideas relevantes para las políticas de la banca central y para el desarrollo económico de nuestros países. Esta Conferencia Anual se centra en el tema “Política Monetaria bajo Metas de Inflación”, régimen monetario de creciente adopción entre los países del mundo. Por ello no constituye sorpresa la gran participación de banqueros centrales de países con metas de inflación en esta conferencia, a quienes agradezco su valiosa presencia.

Coincide esta conferencia anual con la celebración del octogésimo aniversario del Banco Central de Chile en el año 2005. Este aniversario me motiva a iniciar estas palabras con una breve visión retrospectiva, que luego permitirá entender mejor la evolución hacia el marco actual de la política monetaria en Chile. A continuación revisaré algunos de los retos que enfrenta la política monetaria en Chile hoy, que motivan varios de los tópicos que se discutirán en esta conferencia, los cuales enumeraré brevemente al cierre de mis palabras.

2. 80 Años del Banco Central de Chile y la Conquista de la Inflación en Chile

El Banco Central de Chile se creó el año 1925 como una entidad independiente del poder ejecutivo. Ese año también se aprobaron dos leyes relacionadas con el inicio del Banco: la ley monetaria y la ley general de bancos. Mientras la primera estableció un régimen de patrón oro, la segunda creó una Superintendencia de Bancos para fiscalizar a los bancos comerciales. Al Banco Central se le confirió el monopolio de la emisión de billetes, los que de acuerdo a la citada Ley Monetaria serían convertibles en oro.

Pero el régimen cambiario y la institucionalidad del Banco establecidos en 1925 no fueron suficientemente fuertes para enfrentar con éxito a la Gran Depresión (que impactó a

Chile con gran intensidad) y a las crecientes demandas de financiamiento fiscal, que forzaron el abandono del régimen de patrón oro, la imposición de controles de cambios, la creación de tipos de cambio múltiples y el inicio del proteccionismo comercial. A partir de la Gran Depresión, y exceptuando breves períodos de relativa estabilidad macroeconómica, el país vivió décadas de inflación alta y volátil. La causa última de esto fue la sistemática expansión del crédito del Banco Central, ya sea al sector público o al privado. Ella inevitablemente generaba inflación e hizo fracasar los programas de estabilización intentados en los años 1950 y 1960.

El deterioro de la situación fiscal y monetaria culminó a comienzos de la década de los setenta en una breve hiperinflación. La estabilización fiscal adoptada a partir de 1976, asociada luego a un nuevo experimento de tipo de cambio fijo y a una liberalización financiera sin una adecuada regulación y supervisión, terminó con un control de la inflación sólo pasajero, la quiebra generalizada del sistema bancario y una profunda recesión. Después de 1985 las principales preocupaciones macroeconómicas fueron restablecer el orden fiscal, normalizar los pagos externos, reconstruir el sistema financiero y evitar una aceleración de la inflación.

En 1989 se promulgó una nueva Ley Orgánica Constitucional para el Banco Central de Chile, otorgándole el mandato de lograr la estabilidad de la moneda y de los pagos internos y externos del país y confiriéndole considerable autonomía para el cumplimiento de este mandato.

Cuando comenzó a operar el nuevo Banco Central en 1990, la inflación bordeaba el 30% anual. El nuevo Consejo autónomo diseñó una estrategia de reducción gradual de la inflación y adoptó, a partir de enero de 1991, un régimen parcial de metas explícitas de inflación anunciadas anualmente. Ello ocurría en un contexto de mantención de un régimen de banda cambiaria y aún carente de la institucionalidad y transparencia de un régimen pleno de metas de inflación. No obstante estas limitaciones, el Banco Central fue muy exitoso en alcanzar tasas de inflación cercanas a sus metas anuales, sobre una trayectoria de convergencia gradual pero monotónica hacia una tasa de inflación baja de un dígito. Así, la inflación promedio anual cayó desde 12,1% en el quinquenio 1991-1995 a 4,8% en el período 1996-2000.

Con la adopción de la flotación cambiaria en 1999, la meta de inflación se erigió en la única ancla nominal de la política monetaria. Simultáneamente, en 1999-2000 el Banco Central institucionalizó la conducción de su política monetaria en reuniones mensuales, aumentó su capacidad de análisis y proyecciones y elevó la transparencia de sus políticas a través de la publicación del informe de política monetaria (con proyecciones de inflación y crecimiento) y la publicación de los comunicados y minutas de sus reuniones de política monetaria. Además el Banco adoptó un rango meta para la inflación, de 2 a 4% anual, centrado en 3%, que rige por un tiempo indefinido desde el año 2001. La formalización del esquema de metas de inflación ha continuado en años recientes, al mismo tiempo que se ha seguido avanzando en la transparencia de la política monetaria. Durante el período 2001-2004, la tasa de inflación ha sido de 2,2% promedio anual y en los doce meses a septiembre de 2005 se elevó a 3,9%, muy afectada por el choque reciente en el precio del petróleo. De hecho, las medidas de inflación subyacente aún se encuentran debajo de 3% anual.

Hoy Chile cuenta con un esquema de metas de inflación probado y creíble, que incluye un tipo de cambio flotante con un mercado cada vez más profundo para cubrir riesgos cambiarios, cuentas fiscales en orden, un sistema financiero robusto y una plena integración a los mercados internacionales de capitales. Como resultado, nuestro país está mejor preparado que en otros momentos de su historia para enfrentar choques externos e internos, disponiendo también de la capacidad de utilizar una política monetaria contracíclica, reforzada desde comienzos de esta década.

3. Tópicos candentes para la política monetaria bajo metas de inflación – en Chile y en otros países

Las tareas de un banco central no terminan nunca. La experiencia acumulada en años recientes, tanto en Chile como en otros países, ha llevado a nuevos retos y preguntas sobre la conducción de la política monetaria bajo metas de inflación. Entre estas interrogantes candentes, permítanme señalar los siguientes.

(1) Implicancias de la incertidumbre en todas las dimensiones que afectan la toma de decisiones de política monetaria

En Chile – al igual que en todos los países del mundo – la política monetaria está condicionada a varias fuentes de intensa incertidumbre. A la incertidumbre clásica sobre la oportunidad y la calidad de los datos estadísticos necesarios para estimar el estado de la economía se agrega el conocimiento imperfecto sobre la naturaleza y persistencia de los intensos choques que afectan a nuestra economía, la incertidumbre sobre la relevancia de los modelos que utilizamos para entender la economía y para realizar nuestras proyecciones y, en último término, el valor de los parámetros de los modelos. También existe conocimiento imperfecto sobre las propias preferencias de la sociedad y de los responsables de políticas. ¿Justifica esta incertidumbre general, enfrentada por los bancos centrales del mundo, reacciones de política más pausadas frente a choques a la inflación o al producto? ¿Cómo se deben ponderar las proyecciones disímiles, provenientes de modelos distintos, en la toma de decisiones de política? Éstas y otras interrogantes derivadas de la incertidumbre que enfrentamos, llevan a la necesidad de invertir fuertemente en datos, modelos, proyecciones e investigación económica, una tarea en la que el Banco Central de Chile compromete importantes esfuerzos.

(2) Supuestos alternativos para las proyecciones y la comunicación pública de la tasa de interés de política monetaria y el tipo de cambio

En las proyecciones sobre el curso futuro del mercado y la inflación, en el Banco Central hemos pasado de la utilización de una tasa de política monetaria futura fija a una proyección de tasas futuras coherentes con una ecuación de reacción de política monetaria, que es parte del modelo utilizado para las proyecciones de inflación y crecimiento. Para el tipo de cambio real, cuando consideramos que éste no está muy alejado de valores estimados del tipo de cambio real de equilibrio, utilizamos actualmente el supuesto de que el tipo de cambio real de largo plazo será igual al tipo de cambio real promedio observado durante los últimos 15 días hasta la fecha del cierre estadístico para las proyecciones. En la comunicación pública entregamos contornos aproximados de la evolución futura supuesta para estas variables. A la luz de nuestra propia experiencia y la de otros bancos centrales, se

debe evaluar la conveniencia de supuestos alternativos y las ventajas de la eventual comunicación pública de estos supuestos.

(3) Rango y horizonte de la meta de inflación

El Banco Central tiene una meta rango para la inflación del IPC de 2 a 4% anual, pero orienta la política monetaria a alcanzar el centro del rango meta de 3%, en un horizonte de política definido como de 12 a 24 meses. El rango meta y la longitud del horizonte de política reflejan que el Banco tolera desviaciones de su rango meta, particularmente cuando son causados por choques temporarios de oferta que elevan la inflación medida y reconoce que existe un conflicto (un trade-off) entre la extensión del horizonte de política y la volatilidad del producto y del empleo. Ello plantea varias preguntas. ¿Es óptima la combinación actual del rango de 2 a 4% anual y el horizonte de política de 12 a 24 meses? ¿Cuán flexible debería ser la extensión del horizonte de política al tipo de choques – temporarios versus persistentes, de oferta versus de demanda? ¿Conviene revisar la extensión del horizonte de política como una forma de considerar precios de activos o, en general, preocupaciones de estabilidad financiera en la conducción de la política monetaria?

(4) Medición e implicancias de las expectativas de inflación

De todos los esquemas monetarios, el esquema basado en metas de inflación es el más sensible a las expectativas privadas de inflación futura, porque ésta es la principal ancla de la inflación y, junto a la brechas de capacidad, es también el principal determinante de mediano plazo de la inflación. Además, los bancos centrales no controlan directamente estas expectativas. La inflación resulta de las fijaciones de precios realizadas por un elevado número de agentes descentralizados, quienes son muy influenciados en sus acciones por sus expectativas para la inflación agregada futura. Partiendo de este reconocimiento, en nuestro Banco Central damos un gran peso a las medidas directas de expectativas de inflación y a las compensaciones por inflación determinadas por las diferencias entre tasas nominales e indexadas. Aquí surgen varias preguntas que nos preocupan. ¿Cómo extraer el componente de expectativas de inflación de las medidas de compensación inflacionaria? ¿Por qué se observa una aparente sobre-reacción de expectativas y compensaciones inflacionarias a choques puntuales? ¿Cuál es el horizonte de

expectativas y compensaciones más relevante para las decisiones de gasto del sector privado y para las decisiones de política?

(5) Horizonte de política y respuesta a choques de oferta

El clásico dilema para la política monetaria en respuesta a choques de oferta en general, y a un choque del precio del petróleo en particular, se está viviendo durante estos días y meses, en todo el mundo y en Chile. Así, el actual choque petrolero ha significado registrar las tasas más altas de inflación total observadas en muchos años. En el caso de Chile, este choque es el determinante principal del aumento de la inflación a un 3,9% en los 12 meses a septiembre, en la zona Euro a un 2,6% y en Estados Unidos a un 4,7% en el mismo período. Abstrayéndonos de la incertidumbre respecto de la persistencia del choque, ¿corresponde reaccionar al choque? La posición del Banco es que su política monetaria no responde

(mayormente) a los efectos directos o de primer vuelta del choque de petróleo. Pero sí responde si el choque tiene efectos indirectos o de segunda vuelta sobre los precios de otros bienes, por razones de traspaso de los mayores costos de producción o por su indexación con inflación pasada, que amenacen con alejar a la inflación proyectada del centro del rango meta en el horizonte de política. También puede responder la política monetaria si el choque desancla las expectativas de inflación en el horizonte de política. Sin embargo, estas respuestas generales son matizadas por la intensa incertidumbre – observada en Chile como en el resto del mundo – respecto de la persistencia del choque, sus consecuencias reales y la magnitud de sus efectos indirectos y de segunda vuelta.

(6) Respuesta óptima a choques cambiarios

Consideraciones similares a las anteriores se aplican a la respuesta óptima de política monetaria a choques del tipo de cambio. En general, en su conducción de política monetaria, el Banco Central no reacciona al tipo de cambio más allá de sus efectos sobre la inflación y el producto. Ello responde a la favorable respuesta de la economía chilena a la mayor volatilidad cambiaria, que se observa desde fines de los años noventa. Primero, ha disminuido significativamente el coeficiente de traspaso de devaluación cambiaria a inflación en Chile, a valores bajos, en un rango de 20% a 30%, en el horizonte de política. Segundo, el descalce de monedas ha disminuido en las empresas no financieras, las cuales,

a su vez, se están cubriendo contra los riesgos cambiarios residuales, generados por la volatilidad cambiaria de corto plazo, en un mercado cada vez más profundo. Por último, el Banco Central se guarda la opción de intervenir directamente en el mercado cambiario, con operaciones esterilizadas y en condiciones públicamente anunciadas, si estimare que las condiciones de volatilidad o desalineamiento cambiario temporario así lo justificaren.

4. Reunión Cumbre de Bancos Centrales sobre Metas de Inflación

Algunos de los tópicos que acabo de listar fueron discutidos ayer, miércoles 19 de octubre, en una reunión cumbre que organizó el Banco Central de Chile con gobernadores, consejeros y economistas jefe de 25 bancos centrales del mundo que aplican metas de inflación o que están considerando adoptar metas de inflación en un futuro próximo. Las discusiones fueron muy fructíferas, porque permitieron un útil intercambio de experiencias y retos de política entre los banqueros centrales asistentes, funcionarios del FMI y destacados académicos, presentes también en esta conferencia. Los temas cubiertos en la Reunión Cumbre fueron cuatro: (i) el perfeccionamiento de los requisitos para la adopción exitosa de metas de inflación, (ii) la influencia de consideraciones de estabilidad financiera y precios de activos en la conducción de la política monetaria, (iii) los supuestos y la comunicación acerca de tasas de política y tipos de cambio futuros, y (iv) cómo distintas formas de incertidumbre afectan la forma de conducción de la política monetaria.

5. La Novena Conferencia Anual del Banco Central

El objetivo de esta Novena Conferencia Anual del Banco Central de Chile es promover y discutir los avances en investigación económica, de interés para bancos centrales, en temas relacionados con la conducción de la política monetaria en regímenes de metas de inflación. La conferencia reunirá nuevos resultados de investigación analítica y evidencia empírica sobre la conducción de la política monetaria bajo metas de inflación y sus efectos para el mundo en general y para Chile.

Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI, me seguirá en esta sesión inicial, presentando la Conferencia Invitada de esta conferencia, la que versará sobre las políticas del FMI en relación al alcance de la estabilidad de precios en sus países miembros.

La segunda sesión está centrada en trabajos teóricos, con importantes implicancias de política monetaria, sobre esquemas óptimos de metas de inflación. Lars Svensson analiza un esquema óptimo de metas de inflación (o proyecciones de inflación), analizando la conveniencia de usar y publicar la trayectoria de tasas de política futuras coherentes con el modelo de proyección utilizado por el banco central. Pierpaolo Benigno y Michael Woodford estudian la optimalidad de metas de inflación bajo distintos regímenes fiscales, incluyendo los casos de incumplimiento de la restricción presupuestaria intertemporal y cuando los impuestos son distorsionadores.

La sesión III se concentra en revisar el esquema de metas de inflación en economías emergentes. Nicoletta Batini y Douglas Laxton evalúan el cumplimiento de condiciones iniciales y los resultados macroeconómicos de la adopción de metas de inflación en países en desarrollo, a partir de una reciente encuesta realizada por los mismos autores a 31 bancos centrales de economías emergentes. Luis Céspedes y Claudio Soto presentan evidencia nueva que indica que la dinámica de la inflación en Chile ha cambiado en el pasado reciente, lo que atribuyen a la ganancia en credibilidad de la política monetaria. Rodrigo Caputo, Felipe Liendo y Juan Pablo Medina analizan la interacción entre la política monetaria y la estructura de la economía chilena durante el período de metas de inflación, estimando y calibrando un nuevo modelo dinámico estocástico de equilibrio general.

La siguiente sesión presenta nueva evidencia sobre la experiencia mundial con metas de inflación. Sebastián Edwards analiza la relación entre metas de inflación y tipos de cambio en tres dimensiones: la efectividad del tipo de cambio como absorbedor de choques, la volatilidad cambiaria y el rol del tipo de cambio en la conducción de la política monetaria. Stephen Cecchetti y Stefan Krause estudian la optimalidad y la práctica en la ponderación de metas de tasas de inflación y metas de nivel de precios, presentando evidencia para países con y sin metas de inflación. Frederic Mishkin y Klaus Schmidt-Hebbel presentan evidencia sobre los efectos macroeconómicos y de política monetaria en todos los países con metas de inflación, en comparación con el período pre-metas y con países desarrollados sin metas. Refet Gürkaynak, Andrew Levin y Eric Swanson presentan evidencia, para Canadá y Chile, sobre la contribución de las metas de inflación al

anclamiento de las expectativas de inflación de largo plazo, en comparación con un país sin meta explícita, EE.UU.

La quinta y última sesión de la conferencia analiza la relación entre política monetaria óptima y metas de inflación. Athanasios Orphanides y John Williams, utilizando un modelo estimado para EE.UU., muestran como bajo condiciones de información imperfecta se modifican las reglas óptimas de política y como un esquema monetario basado en los elementos centrales de un régimen de metas contribuiría a un equilibrio macroeconómico superior. Carl Walsh analiza la relación entre metas de inflación y transparencia, mostrando cómo la calidad de las proyecciones del banco central y la divulgación pública de estos puede afectar los resultados de la política monetaria. Finalmente, Stephanie Schmitt-Grohé y Martín Uribe derivan reglas óptimas pero operacionales para la política monetaria en un modelo de equilibrio general, calibrado para EE.UU., bajo distintas condiciones iniciales y diferentes grados de indexación con inflación pasada.

Quiero terminar mis palabras agradeciendo a Frederic Mishkin y Klaus Schmidt-Hebbel por su trabajo en organizar esta magnífica conferencia, y a Mauricio Larraín y Mónica Correa por su valiosa asistencia en la organización. También quiero agradecer a los numerosos comentaristas de los trabajos por su dedicación en preparar sus valiosas intervenciones, que espero que contribuyan aún más a nuestro entendimiento de estos importantes temas. A todos Ustedes, estimados participantes, les deseo dos días de fructífera discusión y mucho aprendizaje.