



Política Monetaria en Chile

SANTIAGO, AGOSTO 2005

Vittorio Corbo
Presidente

Agenda

1. Introducción
2. Principios básicos de la política monetaria
3. Conducción de la política monetaria en el Banco Central de Chile
4. Transparencia y comunicación de la política monetaria
5. Conclusiones

1. Introducción

Introducción

- Chile completó hacia fines de los 1980s más de un siglo de inflación.
- Aunque el BCCh nació en 1925 como una institución independiente del poder ejecutivo, luego del abandono definitivo de la convertibilidad en 1931 comenzó gradualmente a perder su independencia.
- En el período post 1938 el Banco Central se usó en forma creciente para financiar al fisco y a empresas pública, en el proceso se desató una alta inflación.

Introducción

- Posteriormente, intentos de estabilización hubo muchos -1955-56, 1958-61, 1965-67, 1978-82-, pero todos terminaron en fracaso debido a:
 - ▲ Incapacidad de controlar los déficit fiscales;
 - ▲ Inconsistencia entre políticas cambiaria, fiscal y monetaria.
- Pero en los últimos 25 años la situación fiscal se fue consolidando y en los últimos 15 años el Banco Central autónomo ha tenido avances notables logrando alcanzar la estabilidad de precios.

Introducción

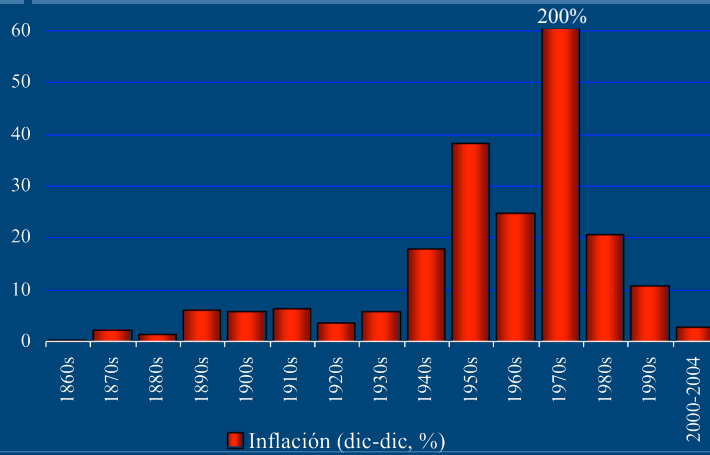
- Un mejor entendimiento de los costos de la inflación, los beneficios de la estabilidad de precios, la teoría y la práctica macroeconómica, y la importancia de la autonomía del Banco Central sentaron las bases de esta conquista.

Introducción



Tasa de Inflación Anual

(1860-2004, promedio)



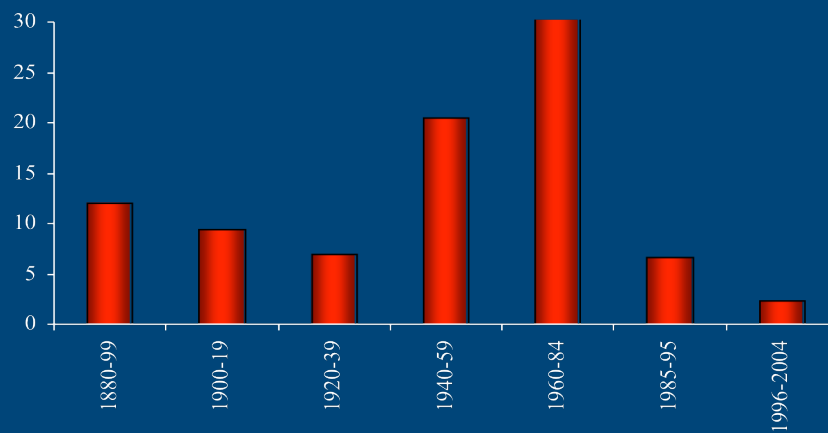
Fuente: Banco Central de Chile.

Introducción



Volatilidad de la Inflación

(1880-2004, %)



Fuente: Braun et al. 2000 y Banco Central de Chile..

Introducción

- ¿Por qué importa alcanzar una inflación baja?
 - ▲ Una inflación baja mejora el contenido de información de los precios (en el espacio y en el tiempo), contribuyendo así a mejorar la eficiencia, promover la inversión y, en último término, lograr un mayor crecimiento.
 - ▲ Evita un deterioro en la distribución del ingreso (la inflación es un impuesto regresivo).

Introducción

- Esto ha llevado a un grupo cada vez más grande de países a plantearse la estabilidad de precios como uno de los objetivos centrales de la política macroeconómica.
- La ley orgánica del Banco Central recogió parte de esta enseñanza al señalar, como un objetivo central del Banco, el velar por la estabilidad de precios.
- En el logro de este objetivo la política monetaria tiene la responsabilidad central.

2. Principios Básicos de la Política Monetaria

Principios Básicos de la Política Monetaria

- La comprensión de objetivos y efectos de la Política Monetaria ha experimentado un gran cambio en los últimos 30 años.
- Hacia fines de los 60s la política macro estaba dominada por la política fiscal y se pensaba que el dinero prácticamente no tenía efectos ni en la inflación ni en el producto.
- Después vino la curva de Phillips que derivaba un trade-off (permanente) entre inflación y desempleo.
- Esto comenzó a cambiar con las contribuciones teóricas de Friedman y Phelps de fines de los 60s.

Principios Básicos de la Política Monetaria

- Pero al final fue la alta inflación de los 70s la que terminó por poner nuevamente a la política monetaria en el centro de la política de estabilización.
- Hoy las bases analíticas de la Política Monetaria (en Chile y el resto del mundo) se basan en tres principios:
 - ▲ No hay trade-off de largo plazo entre inflación y desempleo.
 - ▲ En el largo plazo la tasa de inflación está determinada por la política monetaria.
 - ▲ En el corto plazo la política monetaria afecta la trayectoria del producto y del empleo y, por lo tanto, la PM tiene un papel central como política de estabilización.

Principios Básicos de la Política Monetaria

- Existe un entendimiento imperfecto de los efectos de la PM y del estado preciso de la economía en cada momento del tiempo.
- La política monetaria necesita de un ancla nominal para controlar la evolución de los precios.
- Las anclas tradicionales han sido un agregado monetario o el tipo de cambio.
 - ▲ Estabilidad de la demanda por dinero es insuficiente para efectos de PM;
 - ▲ Ancla cambiaria tiene riesgos de crisis (ataques especulativos).

Principios Básicos de la Política Monetaria

- Dada la dificultad del uso de las anclas anteriores, en años recientes ha surgido una tercera: **Metas de Inflación** (MI).
- En este esquema, la autoridad monetaria se compromete a utilizar la política monetaria para mantener la inflación en torno a una meta.
- La lógica de este esquema radica en una ecuación de inflación derivada de una curva de Phillips aumentada por expectativas.

Principios Básicos de la Política Monetaria

- En un esquema de Metas de Inflación, el Banco Central ajusta la tasa de interés con el objetivo de lograr que la inflación alcance su meta.
- Alzas de tasas ocurren cuando se prevé que la inflación superará en forma sostenida la meta y viceversa.
- La política monetaria actúa a través de:
 - ▲ Alterar las expectativas de inflación y de tasas de interés de los agentes;
 - ▲ Afectar la trayectoria del tipo de cambio y de otros precios de activos y, en último término, la demanda agregada.

Principios Básicos de la Política Monetaria

- Como la política monetaria actúa con rezagos, su implementación requiere que el Banco Central se anticipe a los cambios de la tendencia estacionaria.
 - ▲ Se necesita gran capacidad técnica y juicio para proyectar
- Además, hay que estar conscientes que las decisiones se toman bajo incertidumbre.
- Los cambios de tasas deben ser moderados: sobre-dosis (sobre-ajuste) tienen costos reales altos en desempleo y producto.
 - ▲ De hecho, el trade-off que sí existe es uno entre volatilidad de la inflación y volatilidad del producto, el cual mejora con un esquema creíble de PM.

3. Conducción de la Política Monetaria en el Banco Central de Chile

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh

- Ventajas del esquema de metas de inflación (MI):
 - ▲ Es coherente con la visión moderna sobre los límites y el poder de la política monetaria;
 - ▲ Otorga una mejor ancla para la política monetaria y las expectativas de inflación;
 - ▲ Enfrenta en forma explícita el problema de fijar objetivos de inflación de largo plazo;
 - ▲ Aumenta la transparencia y accountability de la PM;
 - ▲ Se hace cargo del problema de inconsistencia temporal.

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh

- Hechos destacados en la transición del esquema de metas de inflación en Chile:
 - ▲ 1991: Adopción del primer objetivo de inflación anual.
 - ▲ 1995: Adopción de la tasa interbancaria overnight como la tasa de PM.
 - ▲ 1999: Eliminación de la banda cambiaria, adopción de la flotación cambiaria y finalización del proceso de adopción del esquema de metas de inflación.
 - ▲ 1999: Adopción del rango meta entre 2%-4%, centrado en 3%.
 - ▲ 2001: Nominalización de la tasa de PM.
 - ▲ 2001: Fin del procesos de apertura de la Cuenta de Capitales.

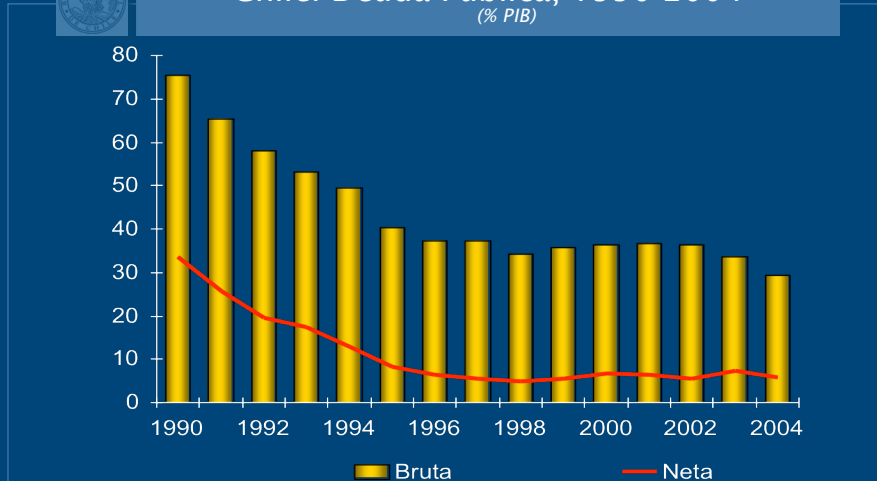
Conducción de la Política Monetaria en el BCCh

- Hoy día, la política monetaria del BCCh es parte del esquema macroeconómico general del país, compuesto por tres pilares fundamentales:
 - ▲ Un Banco Central independiente con un mandato explícito de alcanzar la estabilidad de precios que utiliza un esquema completo de metas de inflación, complementado con un tipo de cambio flexible.
 - ▲ Un bajo nivel de deuda pública a PIB y una regla de política fiscal de un superávit estructural del 1% del PIB.
 - ▲ Un sistema financiero robusto, con una industria bancaria dinámica, competitiva y bien capitalizada, con un marco de regulación y supervisión apropiado, acompañada.

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh



Chile: Deuda Pública, 1990-2004
(% PIB)



Nota: Deuda consolidada del Gobierno Central y el Banco Central.

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh



Chile: Balance Fiscal, 1990-2005 (% PIB)



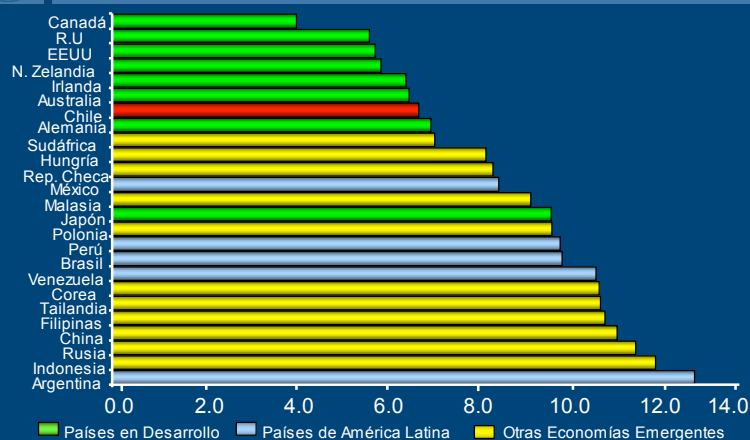
(e) estimado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh



Índice de Fortaleza Bancaria (2005)



Fuente: Banco Central de Chile, basado Moody's, (2005).

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh

- La PM está orientada a alcanzar uno de los objetivos de política del BCCh: una inflación anual de 3% en el horizonte de proyección.
 - ▲ 3% es el centro de un rango meta de inflación entre 2% y 4%.
- La PM también contribuye a estabilizar el producto en el corto plazo, pero esto está subordinado a alcanzar la meta de inflación.

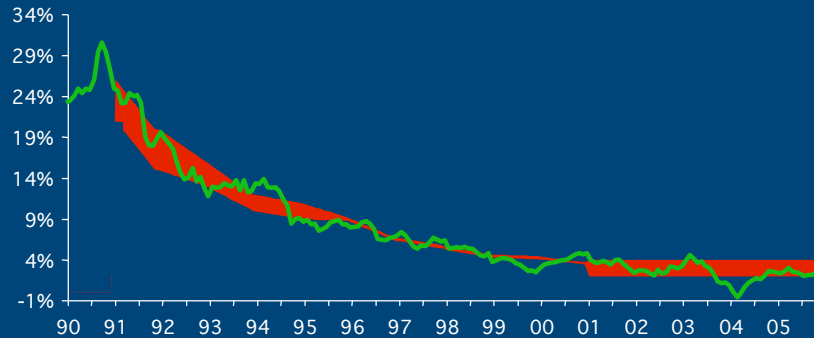
Conducción de la Política Monetaria en el BCCh

- El esquema de Metas de Inflación, combinado con un TC flotante, un sector fiscal solvente y una sistema financiero sólido le han permitido a Chile conquistar la estabilidad macroeconómica:
 - ▲ Una reducción gradual de la inflación durante los noventa, junto con alto crecimiento económico.

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh



Metas de Inflación y Tasas de Inflación 1990-2005 (%)

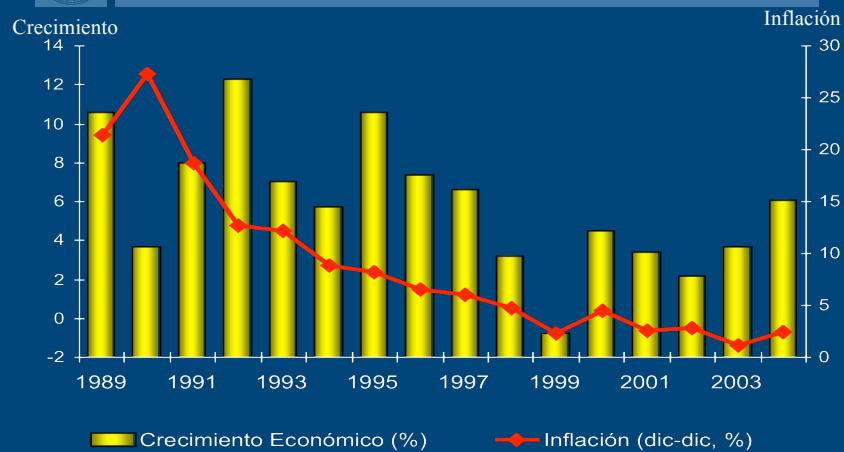


Fuente: Banco Central de Chile.

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh



Inflación y Crecimiento (1989-2004)

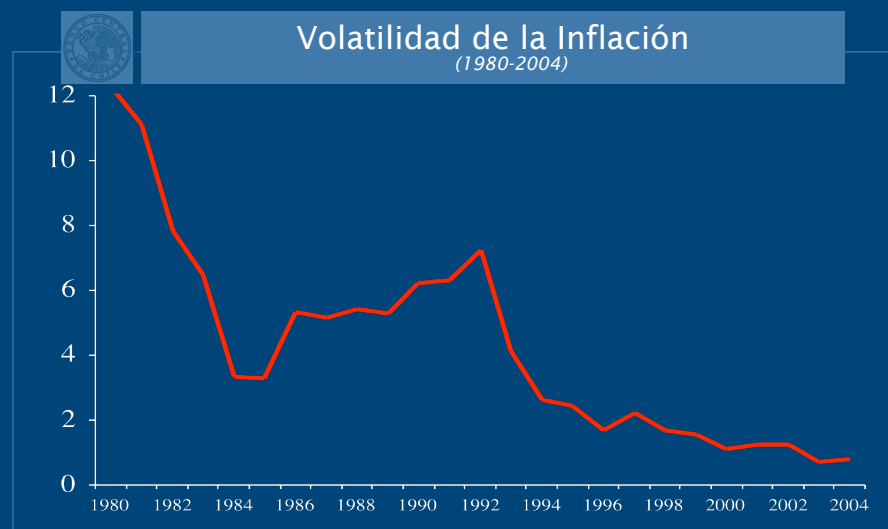


Fuentes: Banco Central de Chile

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh

- En forma paralela, la volatilidad de la inflación y del producto se ha reducido.

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh



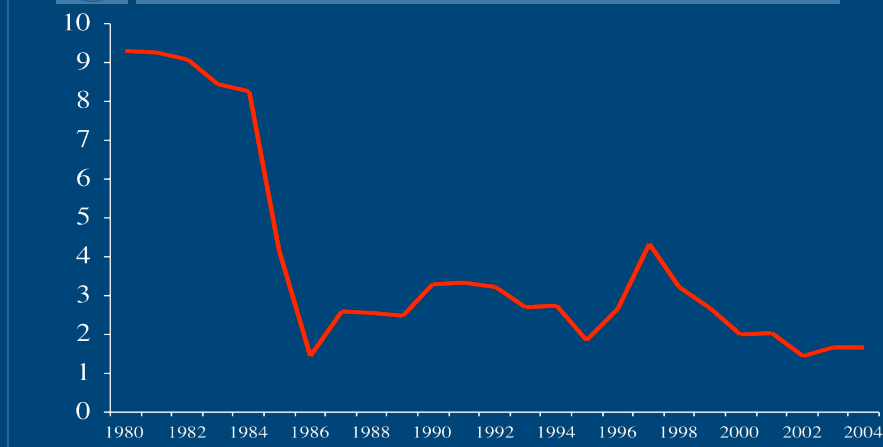
Fuentes: Banco Central de Chile.

Nota: Desviación estándar del promedio móvil de 5 años.

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh



Volatilidad del Crecimiento (1980-2004)



Fuentes: Banco Central de Chile.

Nota: Desviación estándar del promedio móvil de 5 años.

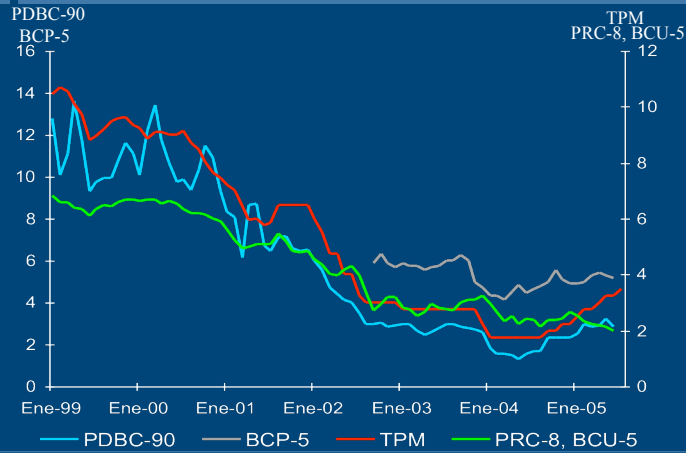
Conducción de la Política Monetaria en el BCCh

- La confianza en el esquema de MI también se traduce en que:
 - ▲ Hoy las expectativas privadas de inflación están centradas en el centro del rango meta.
 - ▲ El coeficiente de traspaso de las variaciones del tipo de cambio a la inflación ha disminuido.

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh



Tasas de Interés (1999-2005)

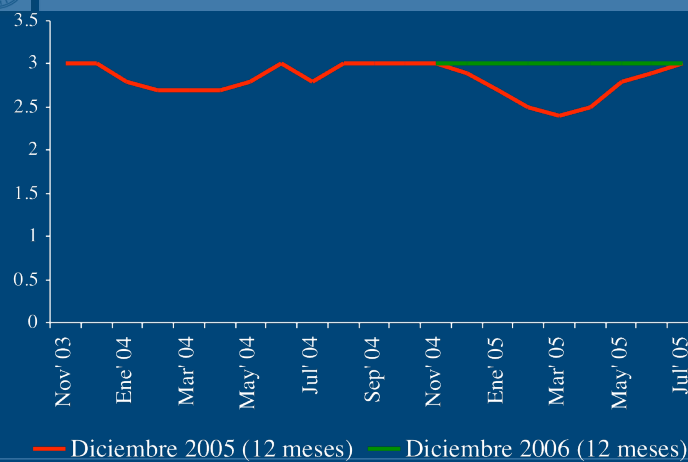


Fuentes: Banco Central de Chile.

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh

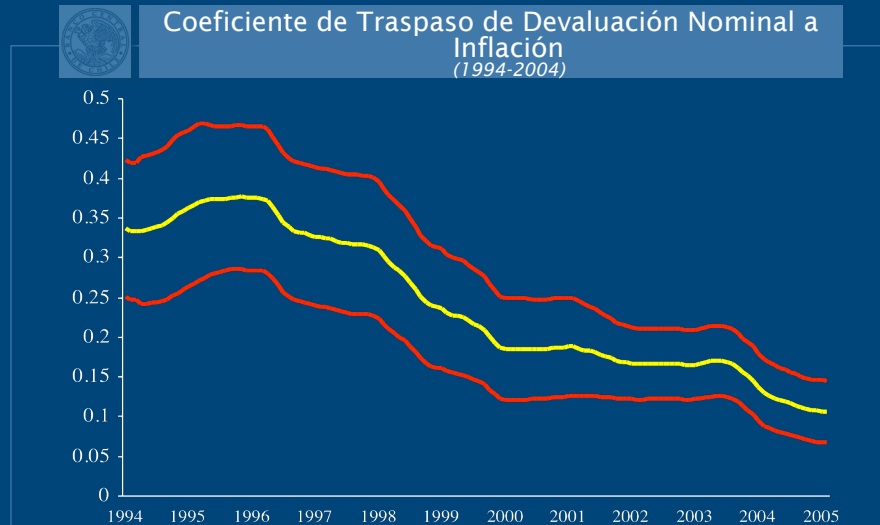


Evolución Expectativas de Inflación (%)



Fuente: Banco Central de Chile.

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh



Fuentes: Banco Central de Chile.

Nota: Las líneas rojas corresponden al intervalo de confianza.

Conducción de la Política Monetaria en el BCCh

- El esquema de metas de inflación de Chile está bien desarrollado:
 - ▲ Sólida capacidad de análisis e investigación;
 - ▲ Orientación prospectiva;
 - ▲ Transparencia;
 - ▲ Accountability.
- Sin embargo, también enfrenta la incertidumbre normal cuando se proyecta la inflación y el reto de estar constantemente innovando y aplicando los avances técnicos.

4. Transparencia y Comunicación de la Política Monetaria

Transparencia y Comunicación de la PM

- En la última década los bancos centrales en el mundo han hecho un esfuerzo importante por mejorar sus comunicaciones con el mercado.
 - ▲ Lo anterior, no sólo por razones de legitimidad y accountability, sino también para incrementar la efectividad de la política monetaria.

Transparencia y Comunicación de la PM

- Se ha aprendido que la eficacia de la política monetaria depende en gran medida de la comprensión de los agentes de cómo se formula y/o funciona esta política.
 - ▲ Los bancos centrales afectan el gasto y los precios más a través de las expectativas del curso futuro de la política monetaria, que por el efecto directo de un cambio particular en la TPM.

Transparencia y Comunicación de la PM

- Así, la efectividad de la política monetaria depende críticamente de que el mercado entienda el marco de política, esto es, por qué el banco central hace lo que hace, lo que permite prever el curso de la política monetaria.
- Como la comprensión del mercado sobre la forma de hacer política monetaria del banco central no es automática, es fundamental la transparencia.

Transparencia y Comunicación de la PM

- En este contexto el BCCh ha hecho también un esfuerzo por entregar más y mejor información al mercado y por explicar cómo funciona su esquema de PM de MI.
 - ▲ Publicación del IPOM desde 2000; publicación del marco de política (mayo 2000); claros comunicados de prensa inmediatamente después de cada RPM; publicación de minutas informativas de las RPM 3 semanas después de la reunión y con los votos individuales; publicación de libro de modelos (2003).
 - ▲ Divulgación de datos relevantes con mínimo rezago.
 - ▲ Información disponible a través de la página Web y un gran número de publicaciones técnicas.

5. Conclusiones

Conclusiones

- (1) Un esquema macroeconómico consistente y robusto y un buen historial en alcanzar tasas de inflación cercanas a la meta han fortalecido la credibilidad del sector privado en la conducción del Banco Central, aumentando la efectividad de la política monetaria.
- (2) Para lograr esto deben estar presentes otros elementos: un banco central autónomo con un claro objetivo de estabilidad de precios, disciplina fiscal, y un sistema financiero sólido.

Conclusiones

- (3) La fuerte confianza del sector privado en el ancla de inflación de Chile y las resoluciones de política del BCCh contribuyen a alcanzar la meta de inflación.
- (4) Este logro ha guiado al BCCh hacia una mayor transparencia y una mejor comunicación de la conducción de la PM.
- (5) El arte y ciencia de una política monetaria prudente es testeada continuamente por una amplia variedad de shocks que afectan a la economía chilena.
- (6) Las actuales mejoras en el esquema de política, comunicaciones, y transparencia del BCCh hace a la política monetaria más efectiva, fortaleciendo la economía chilena como un todo.



Política Monetaria en Chile

SANTIAGO, AGOSTO 2005

Vittorio Corbo
Presidente