



Transición hacia el régimen monetario chileno actual

Vittorio Corbo
Presidente



Agenda

1. Antecedentes
2. Construcción gradual del régimen monetario
3. Resultados
4. Conclusiones



Antecedentes



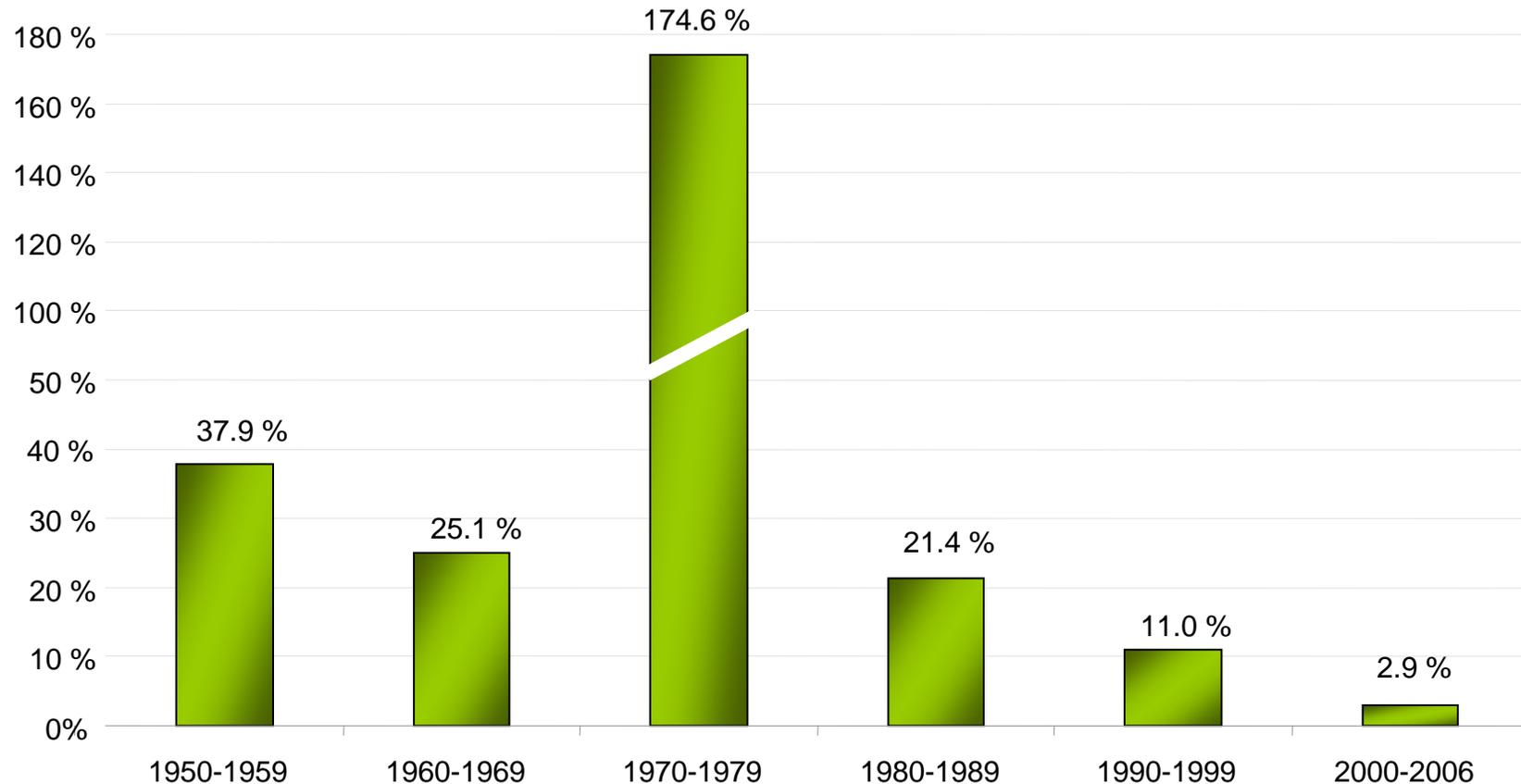
Antecedentes

- Historia chilena con tasas de inflación altas e inestables.
- Reducción de la inflación ha sido un proceso gradual.
- Régimen monetario pasó desde:
 - objetivos de agregados monetarios y anclas cambiarias;
 - banda cambiaria con metas anuales de inflación;
 - flexibilización cambiaria en 1999 y adopción plena del régimen de metas de inflación en 2000.



Inflación IPC

(promedios anuales del período)



Fuentes: *International Financial Statistics* (FMI) y Banco Central de Chile.



Introducción

- Para llegar al régimen vigente, fue esencial:
 - Dar autonomía al BCCh (1989) con mandato constitucional de alcanzar y mantener la estabilidad de precios;
 - Construir un marco macroeconómico coherente:
 - Situación fiscal sólida que liberara en forma creíble al BC de financiar sus déficits;
 - Un régimen cambiario que no contribuyera a exacerbar los desalineamientos del TCR;
 - Reconstruir el sistema financiero luego de la severa crisis financiera de la primera mitad de los ochenta.



Construcción gradual del régimen monetario



Avances y desafíos

- A principios de los noventa:
 - Altas tasas de crecimiento económico gracias a reformas estructurales;
 - Situación fiscal controlada;
 - Sistema financiero en proceso de reconstrucción.
- Gran preocupación por las altas tasas de inflación, por:
 - Políticas expansivas previas;
 - Efectos del *shock* de precios del petróleo durante la guerra del Golfo.
- Problemas para bajar la inflación:
 - Baja credibilidad de la PM;
 - Alta indexación de precios.



Construcción gradual del régimen monetario actual

- El recién estrenado Consejo del BCCh (1990) decide cumplir su mandato constitucional —la estabilidad de precios— con una mezcla de PM activa y flexibilización creciente de la política de TC (ensanchamiento gradual de la banda cambiaria).
- Como forma de influir en las expectativas y tener un objetivo claro, se adopta una meta inflacionaria y se elige la tasa de interés como instrumento para conseguirla.
- La gradualidad era fundamental para minimizar los costos en términos de producto, dada la alta indexación de la economía y la necesidad de construir credibilidad.



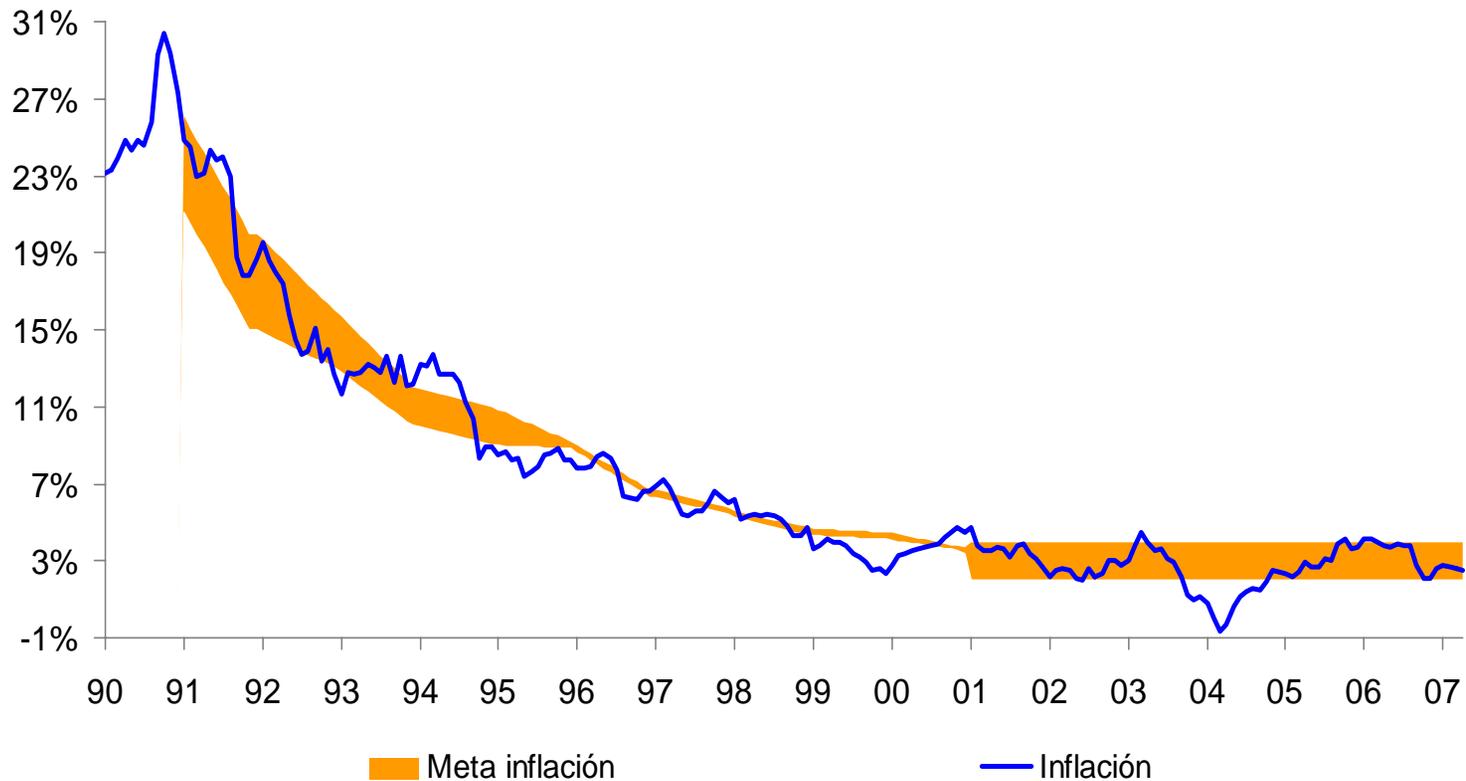
Primera fase del esquema de metas de inflación (1991-1999)

- Primera fase se introdujo de manera parcial en 1991:
 - Anuncios anuales (septiembre) de la meta inflacionaria para el siguiente año (dic-dic).
 - Anuncio de rango meta (1990 y 1996) o meta puntual (1997 y 1999).
 - Entre 1991 y 2001, la meta fue rebajada 1,5pp por año (en promedio).



Inflación y meta 1990-2007

(variación anual)



Fuente: INE y Banco Central de Chile.



Conflicto con meta cambiaria

- De las tres precondiciones para un régimen de metas de inflación exitoso (ausencia de dominancia fiscal, independencia de instrumentos y ancla nominal única) sólo las dos primeras se cumplían en los noventa.
- Como en Israel y Colombia, en Chile coexistía la meta de inflación con un ancla cambiaria y controles de capitales:
 - Ante conflictos, primaba el objetivo inflacionario.
- Así, las metas se alcanzaron con bastante éxito: Inflación cayó desde 20-30% anual a tasas de un dígito.
- La dificultad de manejar la Crisis Asiática a través de políticas monetarias y cambiarias restrictivas convencieron de la necesidad de reformar el marco de política.



Esquema pleno de metas de inflación (desde 2000)

- La transición a un esquema pleno de MI se dio con:
 - Tasa de inflación que convergía a niveles cercanos a 3%.
 - Alta credibilidad por buen cumplimiento de metas anuales.
 - Régimen de TC flotante que reemplazaba la banda cambiaria.
- Entre los años 2001 y 2006:
 - Se adoptó una meta de inflación indefinida y simétrica para el IPC entre 2 y 4% anual, centrado en 3%.
 - Operacionalmente, significaba orientar la PM para alcanzar una inflación anual de 3% en un horizonte de política de 12 a 24 meses.
 - El horizonte y el rango dan flexibilidad dados los rezagos de los efectos de la PM, la posibilidad de acomodar *shocks* transitorios y los costos de corto plazo en producto de la reducción de inflación.



Esquema pleno de metas de inflación (desde 2000)

- A partir de 2007:
 - Objetivo de la PM es que la inflación IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3%, con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual.
- El cambio se dio para fortalecer el anclaje en 3%.
- Operacionalmente, la PM se orienta de manera que la inflación proyectada sea 3% en un horizonte de dos años.
- El cambio no fue abrupto, pues en la práctica ya se había avanzado en esa dirección.
- Los cambios fueron hechos públicos en un documento oficial disponible en la web y en una conferencia de prensa.



Comunicación y transparencia

- Este marco de política se ha acompañado de una creciente transparencia orientada a informar sobre la forma como se hace PM:
 - Desde mayo de 2000 se publica el Informe de Política Monetaria tres veces al año.
 - Las reuniones de PM se anuncian con seis meses de antelación y concluyen con un comunicado de prensa.
 - Se publican las minutas que resumen los temas discutidos en las Reuniones de Política Monetaria, las opciones de política que se consideraron y la votación de los Consejeros.
 - Se publica el libro de Modelos y se actualiza el documento de Política Monetaria.



Comunicación y transparencia

- Los esfuerzos en transparencia:
 - Proveen legitimidad y facilitan la fiscalización de las acciones del BCCh.
 - Contribuyen a aumentar la efectividad de la política monetaria, guiando las expectativas del mercado.



Resultados del régimen monetario



Control inflacionario

- Sin duda, la estabilidad de precios ha sido un objetivo difícil de alcanzar. Sin embargo, el marco de política monetaria vigente ha logrado un gran avance en reducir la inflación, estabilizarla y romper la inercia.
- En términos comparativos, Chile destaca por su gran avance en control inflacionario y crecimiento post independencia del BCCh y más fuertemente durante el período de metas de inflación.
- Aislar la contribución del régimen monetario de otras reformas y cambios en los *shocks* enfrentados es complejo, pero hay claros indicios de que la PM y, específicamente el régimen de metas de inflación, han contribuido a los avances logrados.



Dinámica inflacionaria

(promedio anual basado en datos trimestrales)

	1960-1989	1990-1999	2000-2007
Promedio	76.1	11.8	2.9
Desviación estándar	135.2	7.3	1.1
Persistencia I (1)	0.957	0.981	0.806
	1986-1989	1990-1999	2000-2006
Persistencia II (2)	1.010	1.063	0.467
	1985-1989	1990-1999	2000-2007
Expectativas de inflación promedio (3)	20.0	13.4	3.1

(1) Persistencia I considera el coeficiente del rezado en la estimación $\text{inflación} = \text{constante} + \text{inflación}(-1)$.

(2) Persistencia II considera el coeficiente del rezago de la estimación $\text{inflación} = f[\text{inflación}(-1), \text{brecha producto}]$.

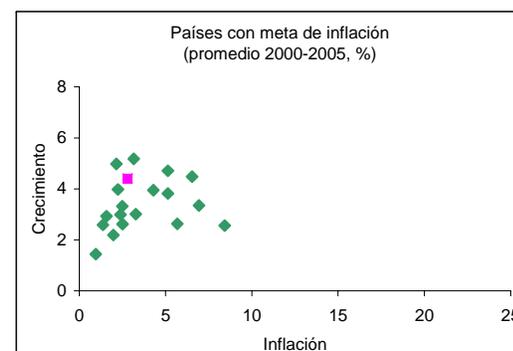
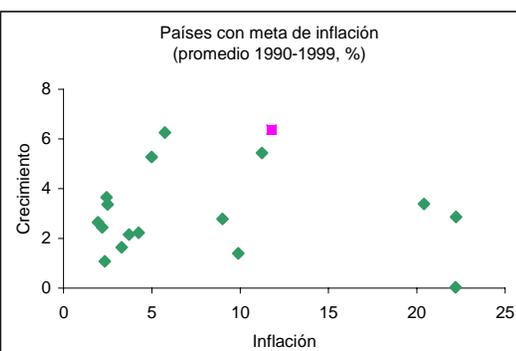
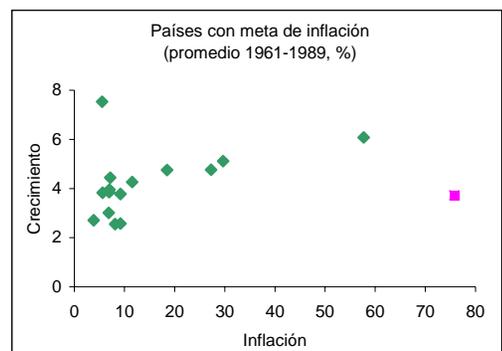
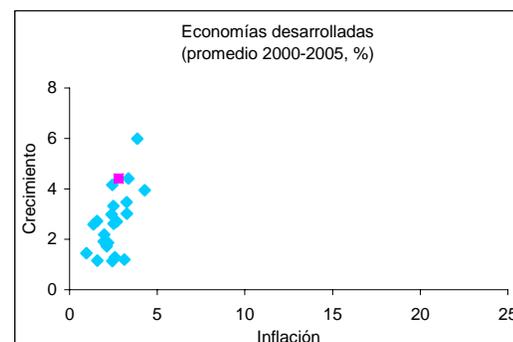
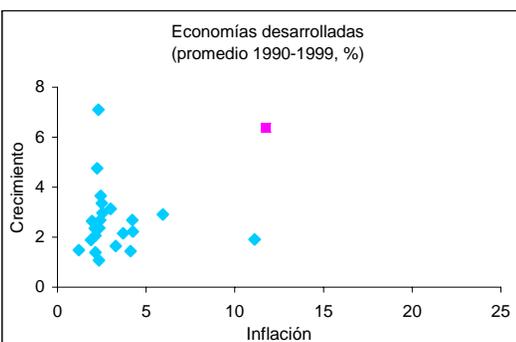
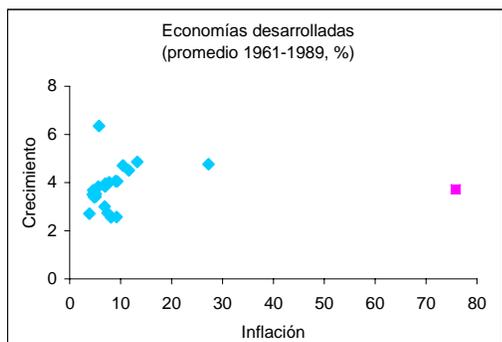
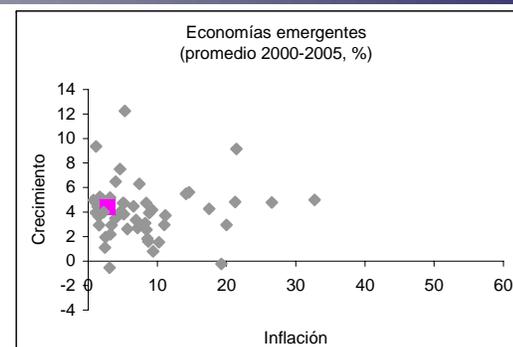
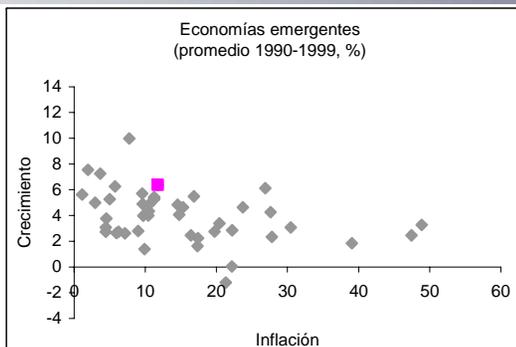
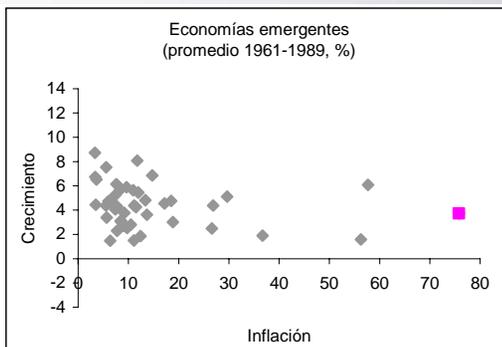
(3) Compensación inflacionaria, mide la diferencia entre las tasas de interés de depósitos nominales e indexados a IPC en operaciones de 1 a 3 años.

Fuente: Banco Central de Chile.



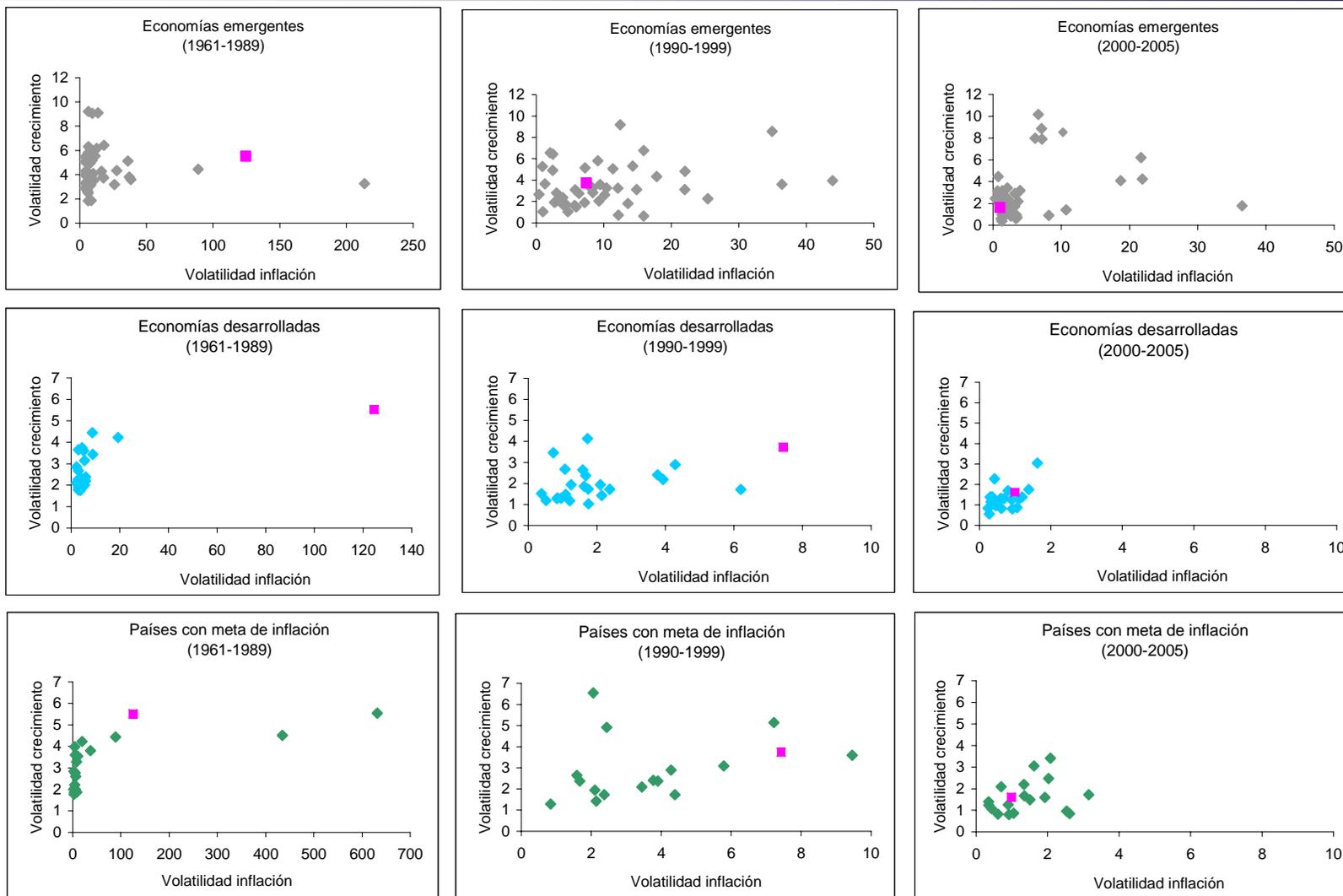
Crecimiento e inflación

(variación porcentual anual, *WDI 2007*)



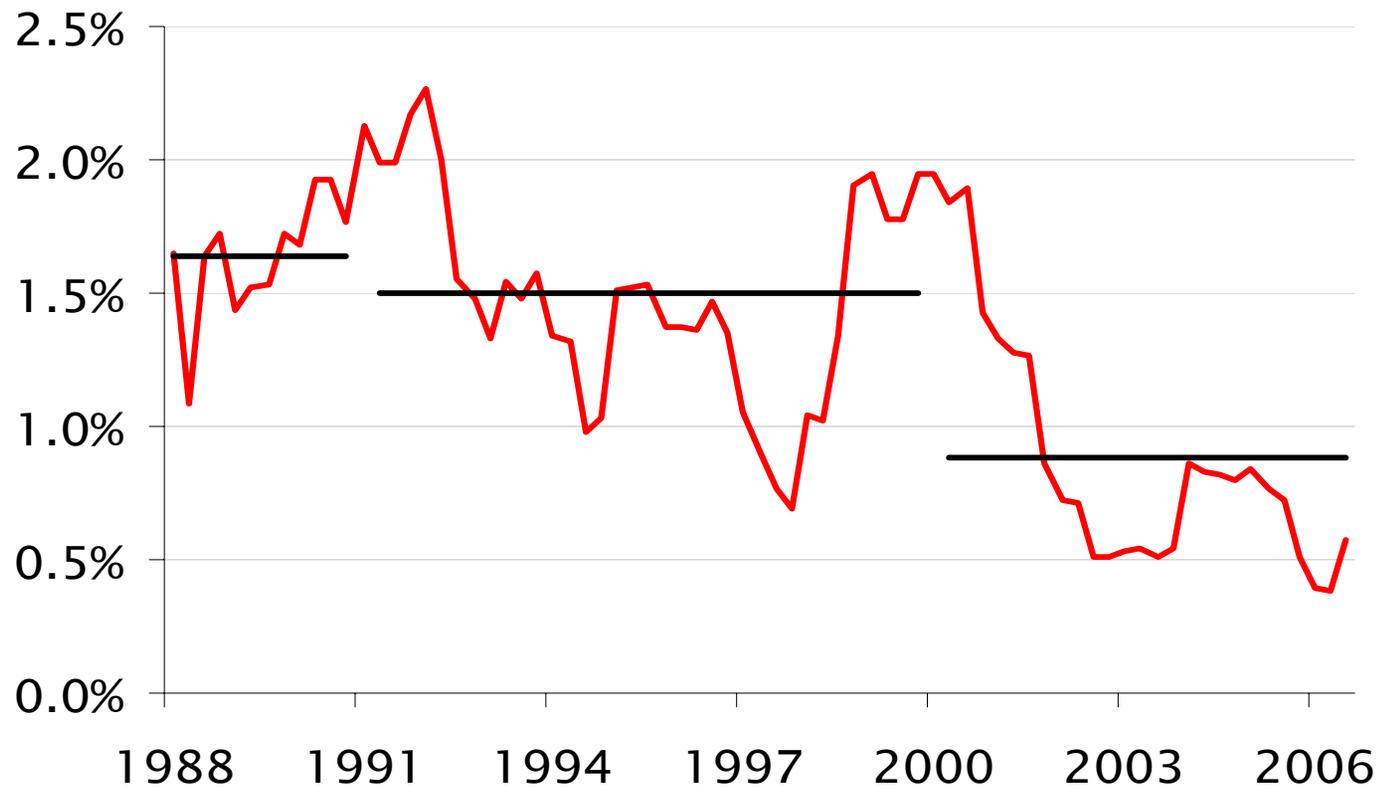


Volatilidad del crecimiento y la inflación (desviación estándar, *WDI 2007*)





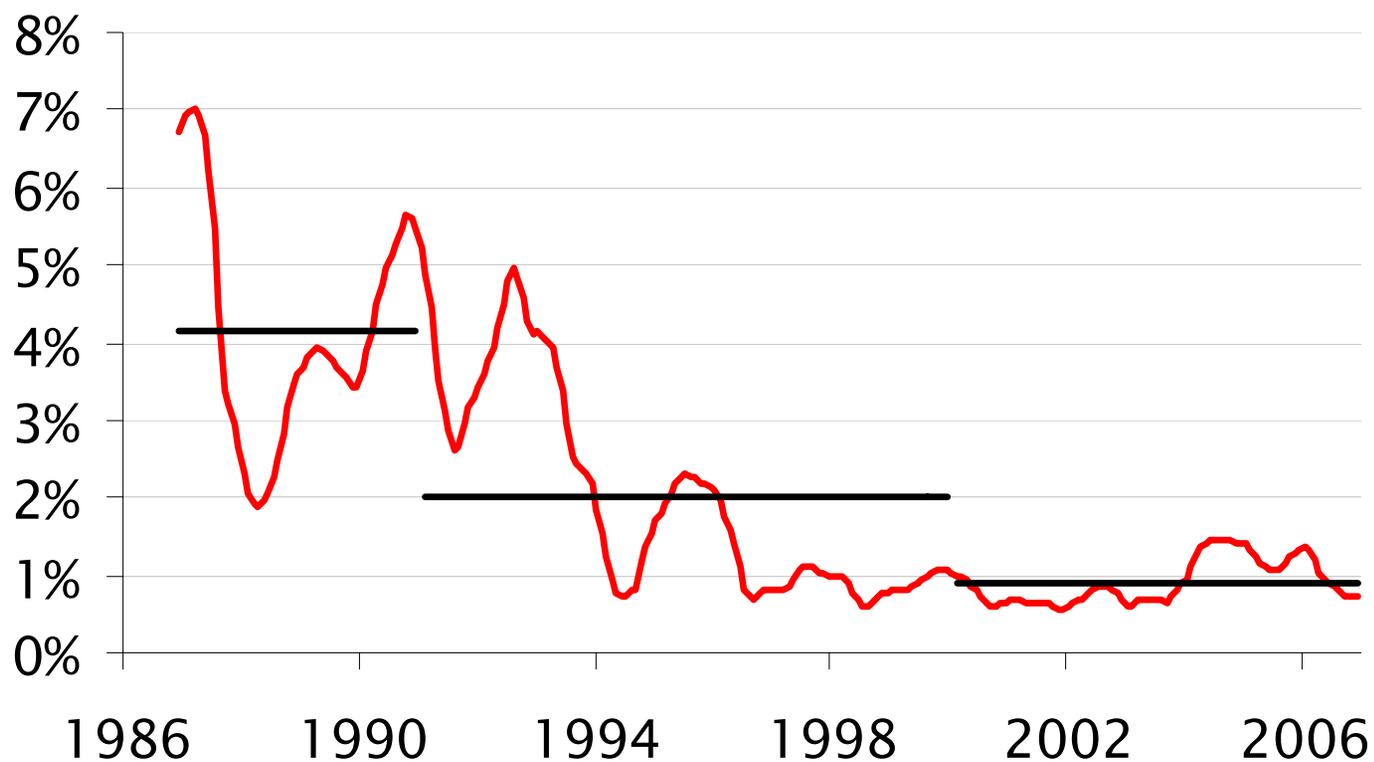
Volatilidad del crecimiento del PIB



Nota: Desv. estándar del crecimiento trimestral del PIB utilizando ventanas móviles de dos años.



Volatilidad de la inflación anual



Nota: Desv. estándar del crecimiento trimestral del PIB utilizando ventanas móviles de dos años.

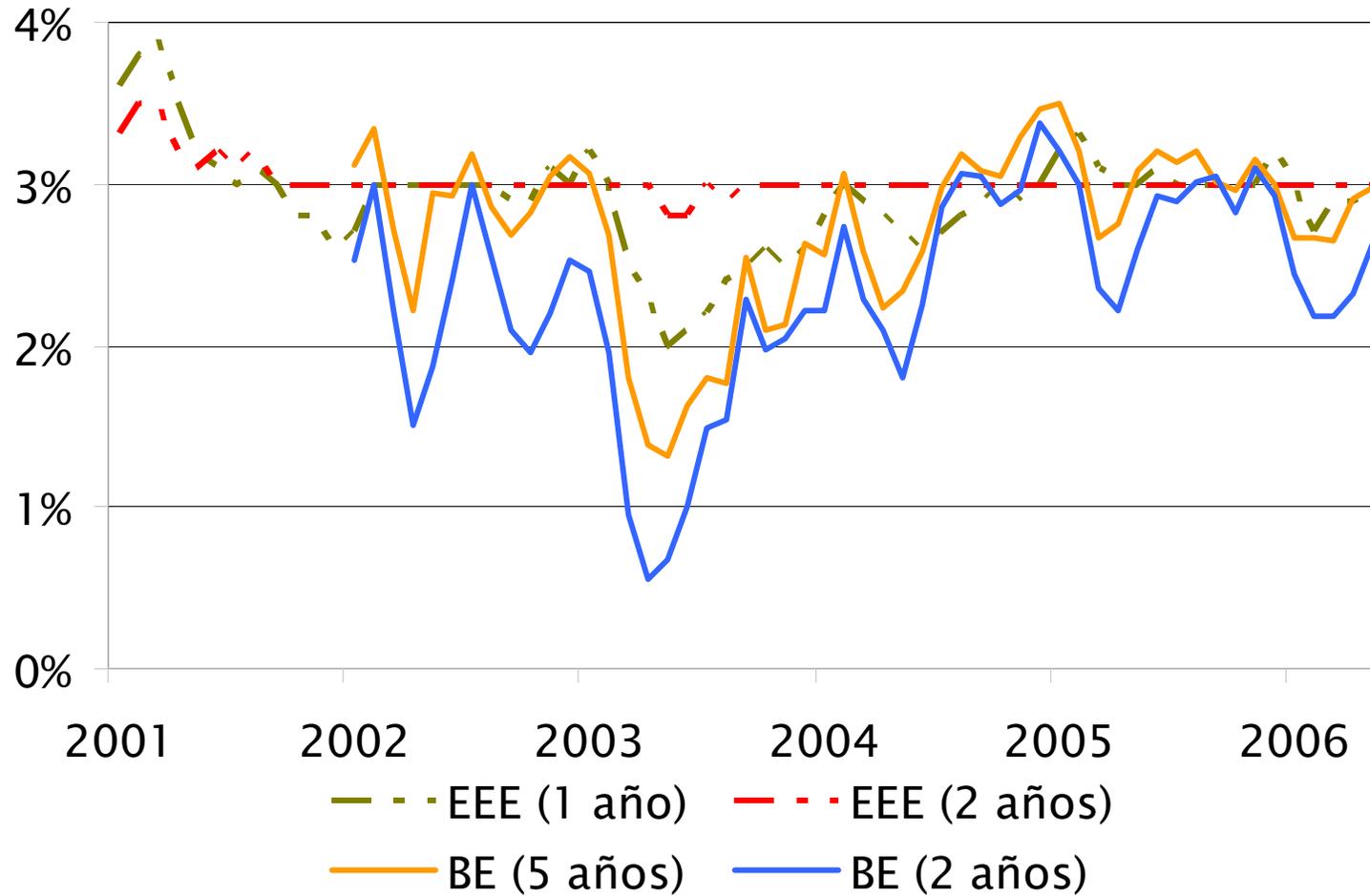


Resultados del esquema de MI

- Expectativas de inflación se encuentran bien ancladas.
- La meta de inflación se ha alcanzado la mayor parte del tiempo.
- Entre los países con esquema de metas de inflación, Chile tiene un buen historial de alcanzar la meta de inflación.
- PM ha contribuido al desempeño macroeconómico.
- Lo anterior ha permitido utilizar la PM como instrumento contracíclico.



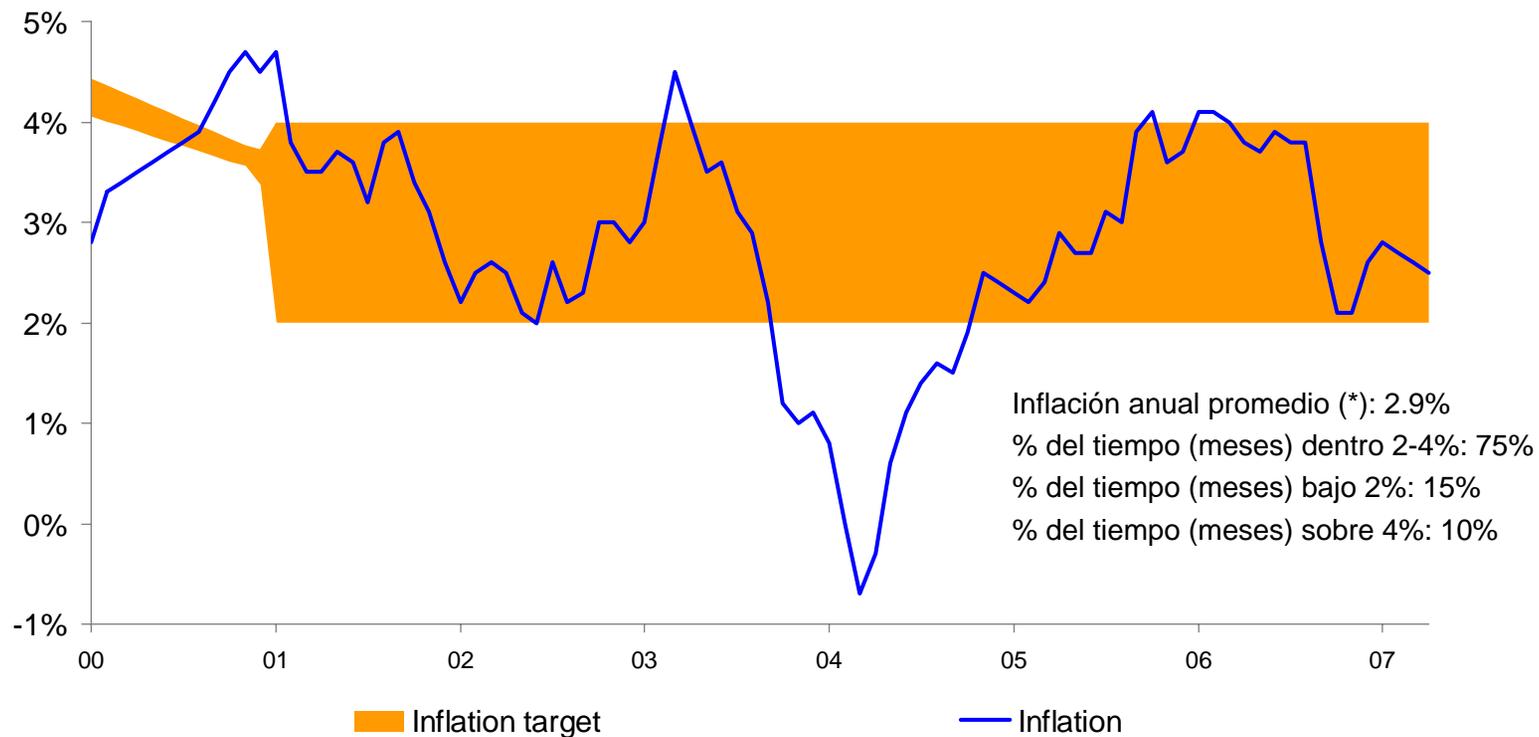
Expectativas de inflación ancladas



Fuente: Banco Central de Chile.



Desvíos de la meta de inflación



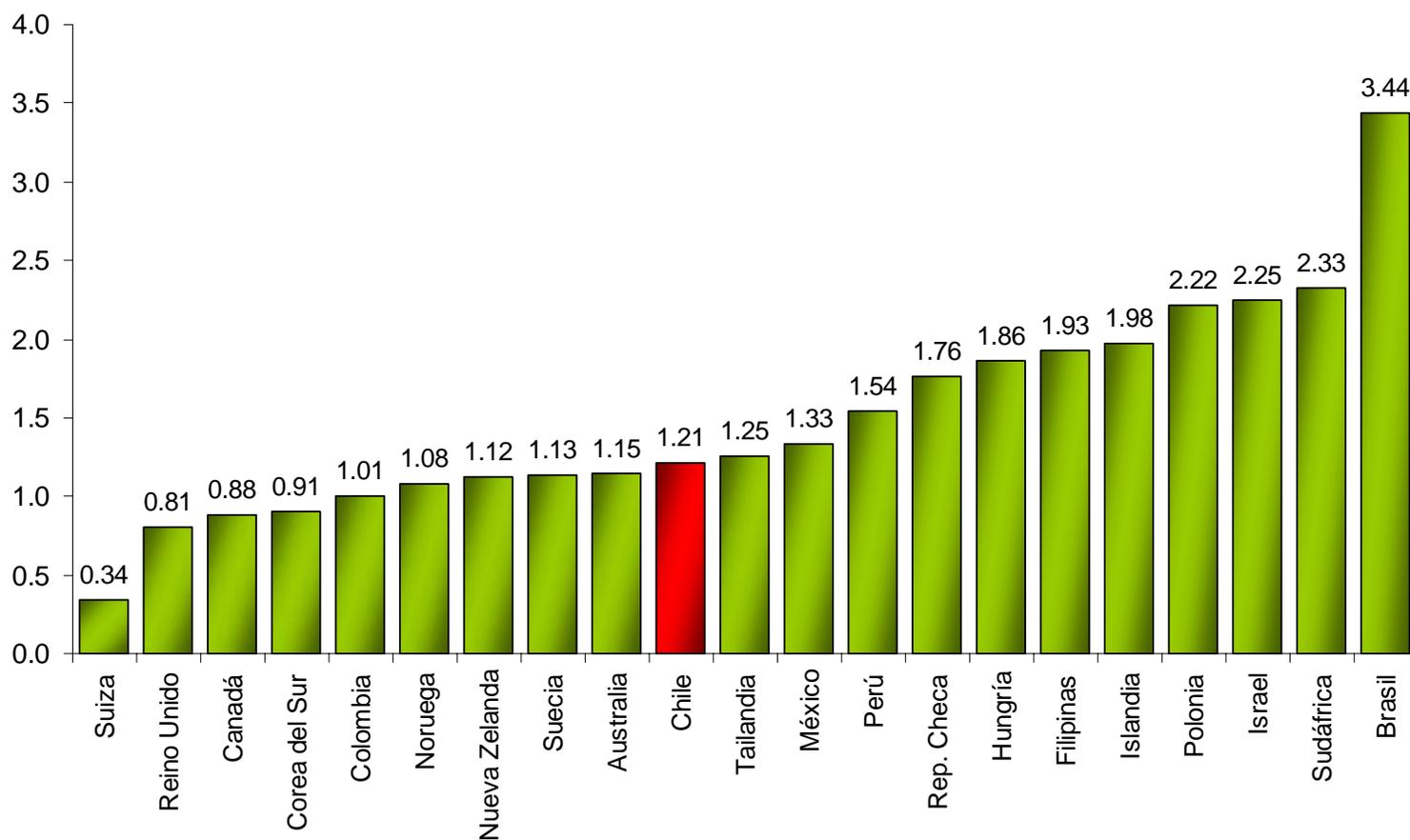
(*) Enero 2000- Abril 2007.

Fuente: INE y Banco Central de Chile..



Desviación absoluta de la tasa de inflación de su meta

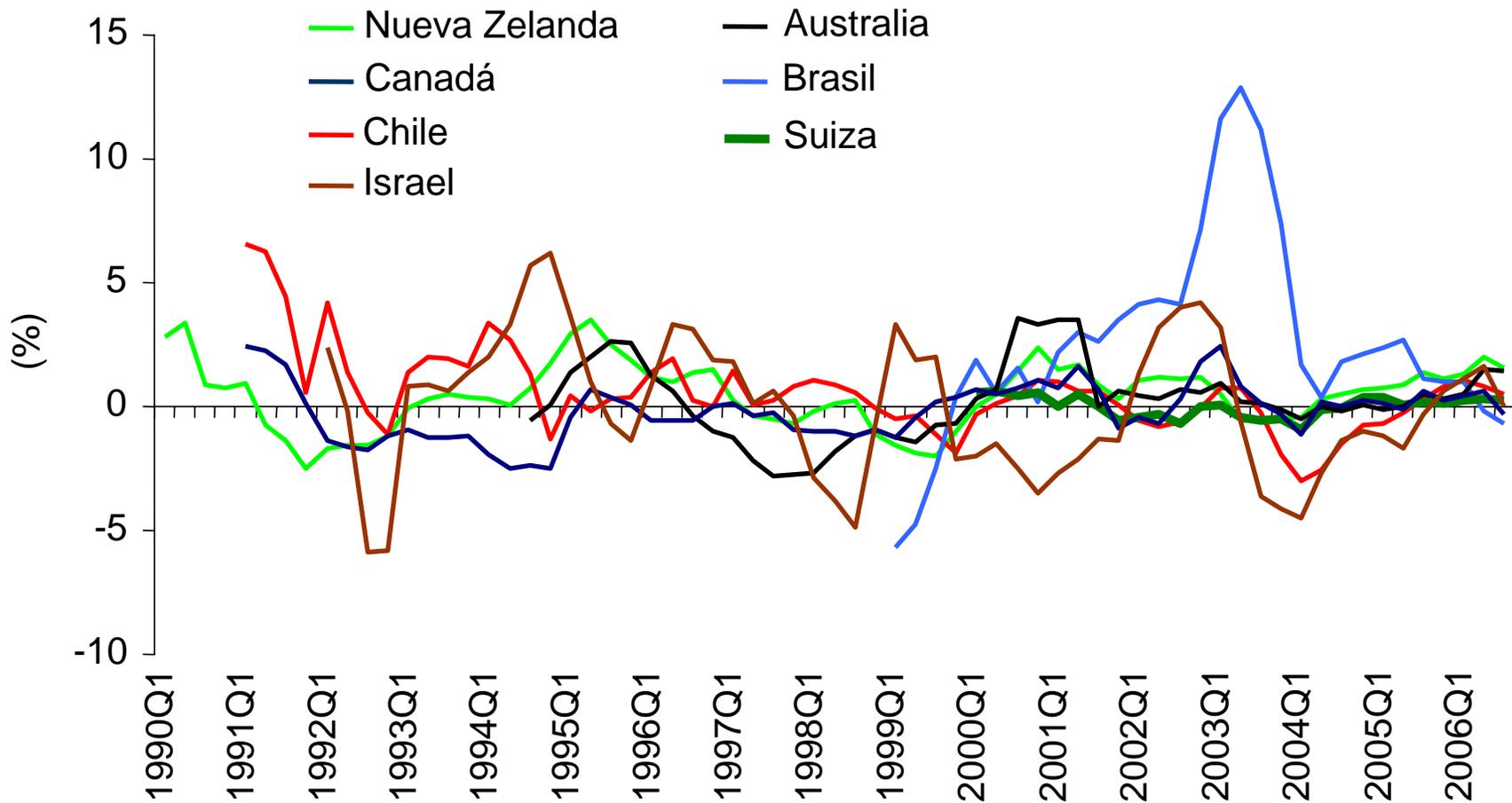
(desde el inicio de la meta hasta septiembre 2006)



Nota: El periodo de inicio del esquema de metas de inflación varía entre países.

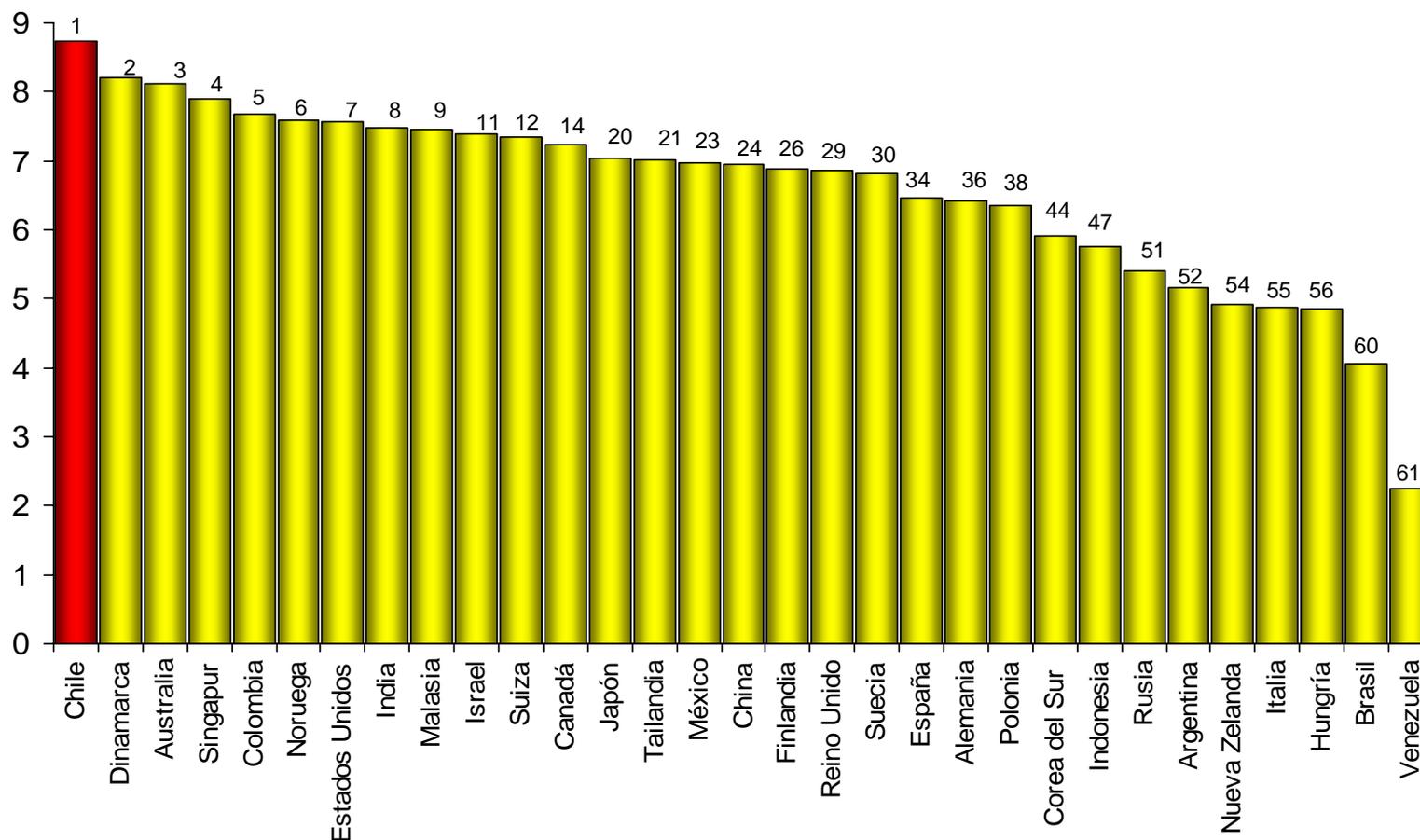


Desviaciones de la inflación de la meta





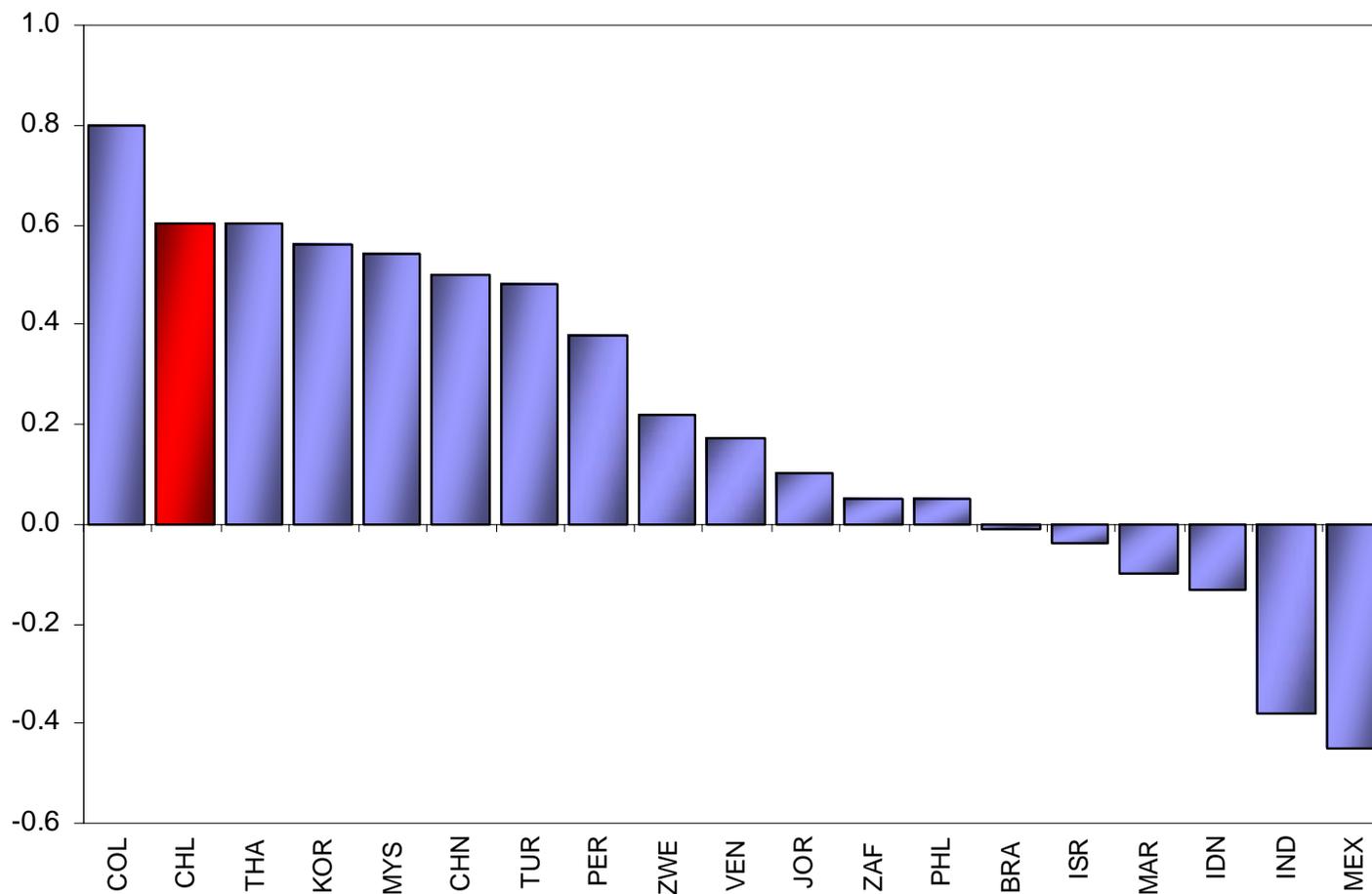
Contribución de la PM al desempeño macroeconómico



Nota: La calificación se encuentra entre 1 y 9. El número sobre cada barra representa el lugar en el ranking.
Fuente: *Institute for Management Development* (2006).



Correlación entre la tasa de interés y la brecha del producto, 1990-2003



Fuente: Calderón, Duncan y Schmidt-Hebbel (2003).



Independencia y transparencia

- Esfuerzos continuos por aumentar independencia, responsabilidad y transparencia han sido reconocidos por evaluaciones internacionales.
- En términos de entrega de información económica, Chile también aparece bien catalogado.



Independencia del Banco Central

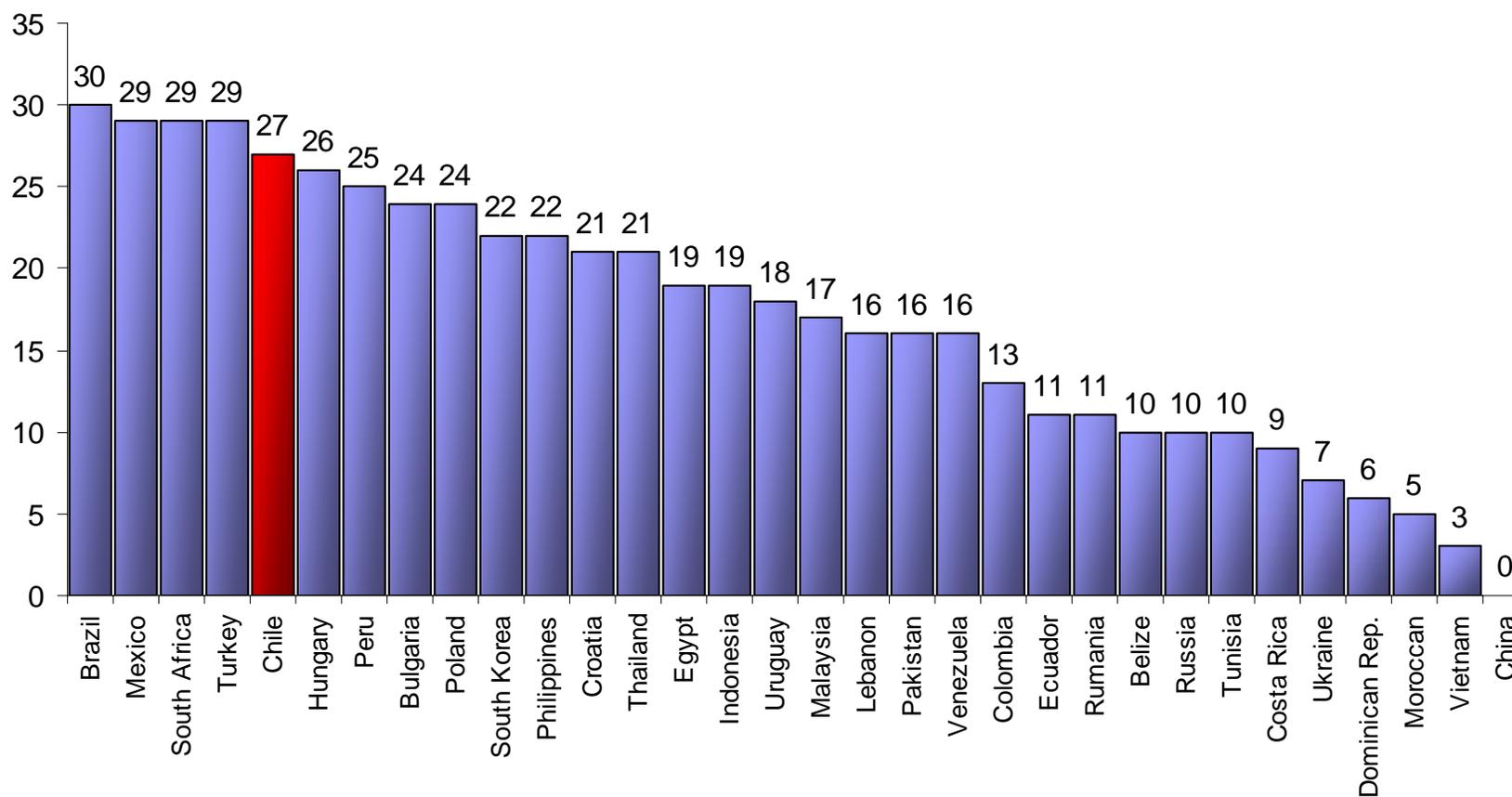
Indicador	1980			2003		
	Política	Económica	Total	Política	Económica	Total
Economías desarrolladas (27)	0.36	0.49	0.42	0.69	0.80	0.75
Economías emergentes (135)	0.26	0.37	0.31	0.45	0.66	0.55
Países con esquema de metas de inflación (21)				0.50	0.83	0.66
Chile	0.17	0.20	0.18	0.50	0.88	0.69

Nota: El componente de política mide el nivel de independencia del presidente del banco central (nombramiento, duración, reemplazo y restricción) y de los consejeros (nombramiento y duración) y si existe un miembro representativo del gobierno. Además considera la independencia en la formulación de política monetaria y si la estabilidad de precio es un objetivo primario del banco central. El componente de independencia económica considera si el banco central otorga préstamos al gobierno y si es efectivo a que tasas, plazo y monto. Además, el componente considera si el banco central tiene la responsabilidad exclusiva en fijar la tasa de interés y si tiene responsabilidad en la supervisión del sistema bancario. El índice total resume todos estos aspectos.

Fuente: Arnone et all (2007).



Transparencia del BC en entrega de información (2006)



Source: International Institute of Finance (2006).



Conclusiones



Conclusiones

- El control de la inflación es un proceso gradual que requiere avanzar en varios frentes:
 - Independencia del banco central con mandato constitucional de alcanzar y mantener la estabilidad de precios;
 - Un marco macroeconómico coherente:
 - Situación fiscal robusta;
 - Régimen cambiario que no contribuya a exacerbar los desalineamientos del TCR;
 - Un sistema financiero sólido.



Conclusiones

- Un Banco Central creíble puede reducir significativamente los costos de lograr una estabilidad sostenible en el tiempo.
- La transparencia es importante para la credibilidad y la efectividad de la PM.
- El éxito alcanzado por la estabilización chilena es un activo valioso. Su preservación requiere de un esfuerzo continuo.
- Una inflación baja y estable es la mayor contribución que un Banco Central puede hacer al crecimiento sostenido.



Transición hacia el régimen monetario chileno actual

Vittorio Corbo
Presidente