

## INTRODUCCIÓN A LA PRESENTACIÓN DEL LIBRO MONETARY POLICY UNDER *UNCERTAINTY AND LEARNING*

José De Gregorio  
Presidente  
Banco Central de Chile  
Octubre de 2009

Es para mí un agrado dirigirles a ustedes estas palabras con motivo del lanzamiento del libro *Monetary Policy under Uncertainty and Learning* editado por Klaus Schmidt-Hebbel y Carl Walsh. Este texto corresponde al volumen decimotercero de la serie de libros “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas” que ha alcanzado gran prestigio en los círculos de académicos y de los encargados del diseño e implementación de las políticas macroeconómicas, en particular la monetaria.

El volumen que hoy tenemos la ocasión de introducir convoca una serie de trabajos cuya contribución se ha acrecentado luego de la Conferencia en la que fueron presentados. Cuando la realizamos, en noviembre del 2007, la economía mundial ya vivía una etapa de turbulencia, marcada por el comienzo de la crisis subprime y un creciente fenómeno inflacionario. Sin embargo, en septiembre del 2008 el mundo entró a uno de los períodos de mayor turbulencia e incertidumbre de la historia económica moderna. Aun cuando la política económica siempre opera en un contexto de incertidumbre, la experiencia del último tiempo nos ha dejado en claro la significancia de este elemento. Los artículos de este libro presenten los avances más recientes de la investigación académica de frontera sobre cómo las distintas expresiones de incertidumbre afectan el diseño de política monetaria. Es por ello, que este libro es una contribución muy bienvenida.

En este libro se incluyen varios trabajos que se refieren a las implicancias para la conducción de la política monetaria de la existencia de aprendizaje continuo por parte de los agentes económicos. Aprendizaje que se refiere tanto a las características estructurales de la economía como a los objetivos que motivan el accionar de las autoridades económicas. Esta literatura entrega importantes recomendaciones de política respecto del grado de agresividad de la política monetaria, así como de la transparencia con que éstas deben implementarse. Los modelos formales y complejos demuestran, y confirman algo que ya es práctica en los esquemas de metas de inflación, que mayores grados de transparencia permiten reducir la volatilidad del ciclo económico.

El marco conceptual descrito por Schmidt-Hebbel y Walsh en el capítulo introductorio del volumen, nos permite dar contexto al incremento que tuvo la incertidumbre a nivel mundial en septiembre y octubre del año pasado. Para Chile, en un primer momento, el fuerte incremento de la incertidumbre global llevó a un aumento en las expectativas de costo de financiamiento y, más aún, a interrogantes acerca de la disponibilidad de fondos en el exterior. Como respuesta a este aumento en la incertidumbre respecto del escenario

financiero internacional que enfrentaba nuestro país, el Banco Central implementó un conjunto de medidas para la provisión de liquidez en pesos y en dólares. Esta acción por parte del Banco permitió el control del incipiente incremento en los *spreads* domésticos que se había comenzado a producir. Una segunda expresión, muy significativa también, del aumento de la incertidumbre ha sido la extraordinaria desacumulación de existencias que hemos observado no solo en Chile sino que en muchas otras economías.

La comunicación con los agentes económicos y la transparencia en el desarrollo de la política son elementos muy importantes para aumentar la efectividad de las acciones de política monetaria y cobran aun más relevancia en períodos de elevada incertidumbre. Las características del marco de política utilizado por el Banco, que se establece como un esquema de metas de inflación flexible con un tipo de cambio flotante, nos han permitido hacer frente a la crisis mundial, mitigando sus costos. Hemos sido capaces de modificar radicalmente la instancia monetaria en un lapso de pocos meses.

Detrás de esta rápida reacción subyace la significativa credibilidad del esquema de metas de inflación en vigencia. En particular, la inédita reducción de la TPM, por su velocidad y magnitud, se verificó en un entorno en que las expectativas de inflación de mediano plazo se mantuvieron dentro del rango de 3%. Además, en atención a las excepcionales circunstancias que han vivido las economías chilena y mundial, se han implementado medidas no convencionales de política monetaria, aumentando la capacidad de respuesta frente al escenario externo negativo y al incremento en la incertidumbre respecto de la marcha futura de la economía mundial.

Quiero destacar que el marco de política monetaria ha permitido no solo ser capaces de implementar una política contracíclica. También ha permitido aumentar la efectividad de la política monetaria en un ambiente de incertidumbre. Un importante elemento de cualquier marco de política económica es su estabilidad. Acciones de política que son bien entendidas por los agentes económicos y que se insertan dentro de un marco de política transparente, son más efectivas. Por el contrario, acciones de política que no se encuadran dentro del marco de política o son percibidas como incoherentes con el objetivo de la política monetaria, probablemente generarán mayor incertidumbre.

La potencia de las decisiones se logra con altos niveles de transparencia. Una adecuada comunicación y coherencia de las decisiones con el objetivo de estabilidad de precios permite incrementar el espectro de acción bajo situaciones excepcionales. Durante este año el Banco ha tomado dos pasos trascendentes en esta materia. El primero de ellos, es la publicación de los antecedentes que la División Estudios prepara para la Reunión de Política Monetaria el día anterior a que dicha reunión tenga lugar. De esta forma, se entrega al mercado los mismos antecedentes con que cuenta el Consejo al momento de tomar las decisiones de política monetaria. Además, el Consejo anunció que incrementará la frecuencia del Informe de Política Monetaria (IPoM) de tres a cuatro por año, con una publicación que partirá en diciembre próximo.

La comunicación oportuna y frecuente a los mercados del diagnóstico sobre la situación coyuntural, así como de las proyecciones sobre la trayectoria más probable para la

economía durante el horizonte de política, contribuyen, de acuerdo con esta literatura reciente, a incrementar la efectividad de la política monetaria.

Tal como ha quedado de manifiesto en esta coyuntura, el marco de metas de inflación flexible junto con un esquema de tipo de cambio flotante, en el que el Banco se permite intervenir en caso de circunstancias excepcionales, han permitido un alto grado de flexibilidad y reacción de la política monetaria. En circunstancias extraordinarias, este tipo de respuesta agresiva es coherente con la consecución de la meta de inflación en el horizonte relevante y permite atenuar el efecto adverso de los *shocks* sobre el ciclo económico. Como muestran Orphanides y Williams, este tipo de políticas son, además, robustas en un contexto de incertidumbre y aprendizaje. De esta forma, la existencia de incertidumbre y aprendizaje no llevan a recomendar un esquema distinto al de metas de inflación para conducir la política monetaria. Muy por el contrario, bajo este esquema una política contracíclica agresiva es deseable.

Muchas gracias