

**XXII Conferencia Anual del Banco Central de Chile:
“Dinámicas inflacionarias cambiantes, política monetaria en evolución”
Palabras de apertura de Mario Marcel, Presidente del Banco Central de Chile
25 de octubre de 2018 – Santiago, Chile**

Palabras de bienvenida

Buenos días a todos y bienvenidos a la Vigésima Segunda Conferencia Anual del Banco Central de Chile. Es un placer organizar este evento que cada año entrega la oportunidad de reflexionar y discutir sobre temáticas que tienen un impacto directo en nuestro trabajo como banqueros centrales y estimular la agenda académica relacionada. Esperamos una activa discusión hoy y mañana sobre el tema de la conferencia de este año: dinámica inflacionaria cambiante y su implicancia para la política monetaria. La conferencia se puede seguir en línea vía *streaming* en vivo a través de nuestra página web.

Dinámica inflacionaria y política monetaria en años recientes

Los últimos diez años han sido un periodo extraordinario para la macroeconomía. La crisis financiera más profunda desde la Gran Depresión fue seguida por una respuesta, sin precedentes, audaz, coordinada, heterodoxa y persistente de los bancos centrales de países avanzados. En suma, una década en la que la economía mundial se encontraba muy lejos de lo normal y, dada la dependencia de medidas de emergencia, no fue fácil detectar cuanto estaba cambiando la economía en su base.

Así, tal vez no sea tan sorprendente que, una vez que los mismos bancos centrales comenzaran a llevar a cabo un ajuste gradual, prudente y bien comunicado de la normalización de su política monetaria, surgieran algunos desafíos en el camino. Es cierto que algunos de ellos tienen que ver con cambios políticos y la incertidumbre política del corazón del mundo desarrollado, pero además de eso, los principales puzzles empíricos y teóricos han desafiado los principios centrales de la política monetaria.

En particular, la inflación pareciera no responder a la política monetaria como se esperaba en las economías avanzadas. A pesar de las tasas de interés históricamente bajas durante muchos años y las inyecciones masivas de liquidez de los bancos centrales a través de programas de compra de activos, el repunte de la inflación ha sido lento. Así, explicar la aparente falta de sensibilidad de la inflación se ha convertido en un desafío teórico y empírico que ha atraído una gran atención de los círculos académicos y políticos en los últimos años.

La dinámica inflacionaria y la forma en que interactúa con otras variables económicas son, por supuesto, de crucial importancia para los bancos centrales, cuyo mandato principal es la estabilidad de precios. La mayoría de ellos cumple actualmente este mandato bajo un marco de metas de inflación esperada, en el cual la posición de la política monetaria busca lograr la convergencia a la meta inflacionaria pronosticada a un horizonte de mediano plazo. Esto evita que los bancos centrales tengan que responder a la volatilidad de los precios a corto plazo, aunque si la inflación no responde a los impulsos monetarios como lo predicen los modelos, la formulación de políticas puede convertirse en una problemática mucho más compleja. Si las respuestas de los precios se retrasan en un entorno altamente acomodaticio, los desequilibrios financieros pueden

acumularse, la disciplina fiscal puede erosionarse y los mercados pueden subvalorar los riesgos de inflación, exponiéndose a reversiones con sorpresas en los datos a futuro.

Es en este contexto donde el tema de la conferencia de este año recae directamente en el quehacer principal de los bancos centrales: comprender la dinámica inflacionaria y cómo influye en la formulación de la política monetaria.

De hecho, a lo largo del período posterior a la crisis, se ha observado un comportamiento desconcertante de la inflación en muchos países desarrollados, ya que los enfoques estándar de la curva de Phillips han hecho un trabajo más bien deficiente al momento de predecir las presiones sobre los precios. Durante este período, la tasa de desempleo ha alcanzado niveles históricamente bajos, pero la inflación se ha mantenido baja.

Los economistas se han referido al “puzle gemelo” de la dinámica inflacionaria y se han presentado varias explicaciones con diferentes implicancias de política. Algunos han señalado la existencia de una “histéresis” como causante de la caída en el crecimiento potencial y, consecuentemente, menores brechas en la economía después de la crisis. Otros argumentan que el debilitamiento de la relación entre actividad e inflación responde a cambios estructurales, como las fuerzas de la globalización que reducen los salarios, o la innovación tecnológica que provoca cambios en la organización industrial. Otra alternativa, una especie de “catch 22” para los bancos centrales, es que el aplanamiento de la curva de Phillips puede ser la consecuencia del éxito de los propios bancos centrales en el control de la inflación.

Tampoco deben descartarse los problemas de medición. Medir un movimiento común de precios en toda la economía nunca ha sido una tarea sencilla, y puede ser cada vez más difícil, ya que los bienes estandarizados toman una proporción cada vez menor del consumo de los hogares en comparación con los servicios y los bienes que están sujetos a cambios rápidos. Algunos han argumentado que las brechas de actividad y los precios conservan su relación histórica si la medida correcta de “brecha de producto” se compara con los precios que responden a ella. Pero entonces, ¿qué es una “medida correcta” de la brecha de producto, dado que esta es una variable no directamente observable? En los últimos meses, la Fed ha subrayado que algunas variables estructurales clave para la política monetaria, como la brecha del producto, la tasa de interés neutral y el desempleo natural se estiman con una incertidumbre considerable y pueden haber cambiado en los últimos años. Durante esta conferencia, en tanto, escucharemos sobre los desafíos de medición y parámetros estructurales.

Dinámica inflacionaria en países emergentes

Al sostener estas discusiones en un país emergente, también es importante observar algunas diferencias con el mundo avanzado en lo que respecta a la dinámica de precios y la política monetaria. Por un lado, la inflación promedio de las economías emergentes ha sido tradicionalmente más alta y más volátil que en los países avanzados. Esto mantiene a nuestros países en general lejos del riesgo de deflación, pero también ha contribuido a la acumulación de mecanismos de indexación y a las expectativas de inflación más volátiles, lo que puede dificultar las metas de inflación. Además, en muchos países emergentes, la economía doméstica es relativamente pequeña en comparación con el comercio exterior, y el traspaso del tipo de cambio a los precios domésticos es un determinante mucho más relevante de la inflación a corto plazo. La mayor importancia del sector informal también tiende a debilitar la relación entre salarios y precios. Por lo

tanto, el peso relativo de la inflación pasada, el tipo de cambio, la inflación salarial, las expectativas del mercado y las brechas de producción en la dinámica de la inflación, pueden diferir significativamente de las economías avanzadas.

Chile ha sido pionero en la innovación de la política monetaria en el mundo emergente. Después de cuatro décadas de inflación de dos dígitos, nuestro Banco Central recibió el estatus de independencia y un mandato de estabilidad de precios hace casi 30 años y lo ejerció con rapidez, con el apoyo de una primera versión de metas de inflación a principios de los años 1990s. El marco de política monetaria evolucionó aún más después de la Crisis Asiática a un régimen de metas de inflación completo, con un tipo de cambio flotante en 1999. Esto pronto se complementó con una mejora importante de las comunicaciones de política monetaria y una regla de política fiscal estructural.

Este marco ha permanecido básicamente inalterado durante los últimos 18 años y su efectividad ha mejorado a medida que los mercados, los agentes, y las instituciones se han adaptado a él. Con el tiempo, los mercados han desarrollado mecanismos adecuados de cobertura cambiaria, las expectativas de inflación se han anclado en la meta de la política monetaria, el Banco Central ha superado el *temor a la flotar*, los mercados financieros se han profundizado, y el mercado laboral ha ganado cierta flexibilidad. Como economía abierta, no somos inmunes a los *shocks* externos, pero la capacidad de amortiguarlos a través del tipo de cambio y la respuesta anticíclica de la política ha mejorado significativamente.

En el momento de la crisis financiera global de 2007, este marco nos ayudó a evitar grandes costos y contener problemas financieros, a pesar de nuestros fuertes vínculos con la economía global. Tras la crisis financiera global, la moneda local se depreció alrededor del 45 por ciento en siete meses, mientras que la tasa de política monetaria se redujo de un nivel relativamente alto, de 8.25 por ciento en diciembre de 2008 a un 0.5 por ciento en julio de 2009, donde se mantuvo por alrededor de un año. Junto con la reducción de la tasa de interés, el Banco Central implementó un programa de provisión de liquidez que redujo significativamente las tasas de interés del mercado a un nivel mucho más cercano a la tasa de política monetaria.

La respuesta activa de la política monetaria, junto con una política fiscal expansiva, facilitó un rápido ajuste. Después de solo un año de crecimiento anual negativo en 2009, la economía pudo mantener tasas de crecimiento superiores al 4 por ciento en los años siguientes. La tasa de inflación cayó muy por debajo del rango meta durante aproximadamente un año, pero las expectativas de inflación permanecieron ancladas en el objetivo del 3 por ciento en el horizonte de dos años.

Sin lugar a dudas, esta es la respuesta de política macroeconómica anticíclica más sólida que hemos articulado, proporcional a la magnitud del impacto, pero nuestro marco de política monetaria también ha sido útil para enfrentar los desafíos posteriores en el país y en el extranjero, como el final del auge de precios de materias primas en 2013-2014, proveyendo menores precios y volatilidad de la actividad. En cada uno de estos episodios, las expectativas inflacionarias ancladas, los estabilizadores fiscales automáticos, la cobertura de divisas y un sector financiero sólido han contribuido a proporcionar a la política monetaria un margen de maniobra suficiente. Es crucial señalar que estos factores no son exógenos a la política macroeconómica. Éstos fueron alimentados por un marco de política macro coherente construido y mantenido en las últimas dos décadas.

El desafío para los bancos centrales

La experiencia chilena ilustra que para que el esquema de metas de inflación esperada funcione, los bancos centrales deben desarrollar el conjunto correcto de herramientas (fuentes de datos, modelos y juicio), para formular y comunicar una trayectoria de política que sea coherente con dicha convergencia. A medida que la economía local y mundial evolucionan, la relevancia de todas estas herramientas debe mantenerse constantemente bajo control.

Con el tiempo, las economías están sujetas a cambios importantes, especialmente en el caso de las economías emergentes, pudiendo alterar las relaciones ya establecidas. El enfoque actual basado en la relevancia de la curva de Phillips y la dinámica de los precios es un buen ejemplo de esto. La medida en que los cambios estructurales implican un cambio permanente en la capacidad de respuesta de los precios a las brechas de actividad o los cambios puntuales que retrasan las respuestas inflacionarias durante algún tiempo es igualmente relevante, especialmente para la formulación de políticas. Esto también se aplica a los cambios estructurales que son especialmente relevantes para los países emergentes, como la transición demográfica o el alargamiento de las cadenas de valor internacionales.

La cantidad y calidad de los datos disponibles para tomar decisiones de política monetaria también pueden cambiar sustancialmente con el tiempo. El predominio tradicional de las encuestas económicas regulares se ve cada vez más desafiado por el aumento de los conjuntos de datos administrativos y el *big data*. En este sentido, nunca se debe olvidar que los datos son solo un instrumento para captar el verdadero comportamiento económico. Desde la perspectiva de la formulación de políticas, la recopilación de datos, el procesamiento, y los métodos estadísticos son una forma de generar evidencia para una mejor toma de decisiones. Un banco central que opera en un entorno con visión de futuro, que se ocupa de una gran cantidad de conceptos no observables, tiene la responsabilidad última de utilizar toda la información relevante disponible. La formulación de la política monetaria no es un procedimiento burocrático, sino un ejercicio intenso de juicio. Por supuesto, debemos poder compartir dicha información y juicio con el público para que nuestras decisiones sean más fáciles de entender.

En cuanto al criterio, un desafío importante para los bancos centrales es conectar la información entrante con las perspectivas a mediano plazo. Si bien las reuniones del banco central ocurren a intervalos regulares, es necesario evaluar cuándo la información acumulada es suficiente para indicar un cambio en el escenario a mediano plazo, posiblemente exigiendo un cambio en la trayectoria de la política monetaria. En el caso de los países emergentes, el traspaso de tipo de cambio plantea un gran desafío, ya que las paridades cambiarias pueden ejercer una presión sustancial sobre la inflación en el corto plazo, ganando mucha atención pública, pero tienden a no prevalecer en períodos más largos. La fuente de volatilidad de la moneda y la exposición de los agentes económicos al riesgo cambiario son factores clave que, según nuestra experiencia, pueden ayudar a evaluar el impacto a mediano plazo de los movimientos del tipo de cambio y condicionar la necesidad de una respuesta de política monetaria.

Un desafío similar para el ejercicio del juicio de los bancos centrales es distinguir entre tiempos “normales” y escenarios de estrés. Mientras en tiempos normales las economías pueden ajustarse gradualmente y la tolerancia a las desviaciones de una trayectoria predefinida puede ser mayor, los escenarios de estrés se caracterizan por una muy baja tolerancia al riesgo, horizontes temporales más cortos y fuertes ciclos de retroalimentación con los mercados financieros. La

experiencia reciente de las condiciones de cambio casi instantáneo para algunas economías emergentes que se vieron atrapadas en la marea de los movimientos de capital contrasta con los lentos movimientos de la política monetaria en los países avanzados, que también es una fuente de puzzles teóricos y desafíos de información.

Agradecimientos

Para guiar nuestras discusiones sobre estos temas durante los próximos dos días, podemos confiar en el distinguido grupo de economistas que se han reunido para presentar y discutir temas relacionados con la dinámica inflacionaria y la política monetaria. Quisiera agradecer especialmente a Gonzalo Castex, Jordi Galí, Diego Saravia, y Joaquín Fuenzalida la elaboración del programa, y a Carolina Besa, Paloma Navarro, y María José Reyes por su ayuda en la organización. Les deseo a todos una fructífera discusión y una grata estadía en Santiago.
