

LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS COMUNICACIONES (*)

Rosanna Costa
Presidenta, Banco Central de Chile
3 de mayo de 2023

Muy buenos días. Agradezco la invitación a la inauguración de este Diplomado en Periodismo Económico 2023, que dictará la Facultad de Comunicaciones de la Universidad Católica. El periodismo y los medios de comunicación cumplen un rol fundamental en transmitir y hacer comprensibles las acciones y objetivos de un Banco Central. Son ustedes un vehículo importante a través del cual una parte relevante de la sociedad se informa de nuestras decisiones de política y las perspectivas para la economía. Son ustedes quienes muchas veces relevan —y deciden— los temas económicos de la agenda pública, tal como lo hemos observado en el último tiempo con la significativa alza que ha tenido la inflación.

La eficacia de la política monetaria —concepto que les explicaré más adelante— no solo depende de que hagamos un trabajo técnico del mejor nivel posible. Depende también, y críticamente, de que seamos capaces de transmitir y explicar correctamente nuestro trabajo. Lograrlo, coopera a que el público pueda formar sus expectativas con el mejor set de información disponible, lo que es clave para el correcto funcionamiento de un sistema de metas de inflación como el que guía nuestra política monetaria.

Alrededor del mundo, los bancos centrales hemos realizado importantes esfuerzos en este camino, invirtiendo en confianza y credibilidad basado en trabajo serio y transparente. Sin embargo, siempre es necesario seguir mejorando y adaptándonos a una sociedad cuya forma de comunicación cambia rápidamente. Permítanme abordar algunos de estos aspectos.

El banco central y el rol del dinero en la economía

El dinero juega un rol fundamental en la economía. En primer lugar, y a diferencia de lo que ocurría con el trueque, el dinero es un medio de cambio que nos permite comprar bienes y servicios de forma más eficiente, pues reduce los costos de transacción. Segundo, nos sirve como unidad de cuenta, incluso para comparar entre distintos bienes y servicios. En tercer lugar, nos permite mantener su valor en el tiempo para ser utilizado en el futuro, lo que se conoce como depósito de valor.

(*) Presentación realizada en la inauguración del Diplomado en Periodismo Económico 2023, Pontificia Universidad Católica de Chile y la Asociación de Periodistas de Economía y Finanzas AIPEF Chile.

Preservar la confianza del público en el uso del dinero como medio de pago es clave en diversos aspectos. Reduce la incertidumbre, permite el buen funcionamiento de los mercados, fomenta el crecimiento y, a final de cuentas, logra generar un ambiente en que la economía se puede desenvolver adecuadamente.

Un banco central tiene varias funciones que colaboran en lograr este resultado. En primer lugar, debe procurar que exista una unidad monetaria en un país. Es el responsable de la emisión y circulación de los billetes y monedas confiables. Esto implica, por ejemplo, que cuente con medidas de seguridad adecuadas para prevenir su falsificación y que asegure su disponibilidad para todos los ciudadanos.

En Chile, el Banco Central realiza continuos esfuerzos por mantener los mayores estándares de seguridad de nuestros billetes y monedas. Hace ya algunos años, reemplazamos por completo la familia de billetes, realizando por primera vez una actualización que no tuvo como origen la acumulación de inflación. La nueva familia de billetes se diferencia de la anterior por los materiales con que se elabora y las medidas de seguridad, no por su denominación (gráfico 1).

El Banco también realiza constantes esfuerzos para enseñar a las personas cómo identificar falsificaciones. En el ámbito de la disponibilidad, el Banco procura mantener en circulación la cantidad de dinero que se requiere, manteniendo a su vez un estándar de calidad del dinero en circulación. En este rol por ejemplo ha realizado una campaña continua para recircular las monedas, proceso que se vio afectado en la pandemia.

Todas estas acciones relacionadas con la protección del rol del dinero en la economía se complementan con uno de los principales objetivos de cualquier banco central. Esto es el control de la inflación o, como lo define nuestra Ley Orgánica Constitucional, velar por la estabilidad de la moneda. A la vez, su uso como unidad de cuenta, como medio de pago y como depósito de valor requieren que su valor sea estable en el tiempo, esto es, que la inflación esté controlada.

La importancia de la estabilidad de precios

La inflación se define como un aumento generalizado en los precios de los bienes y servicios de una economía. Actualmente, el rol del Banco Central respecto del control de la inflación es una función claramente comprendida y aceptada por la sociedad. Sin embargo, esto no siempre fue así. Incluso tras la instauración del Banco Central en 1925, Chile tuvo una compleja historia inflacionaria durante el siglo pasado. Esto se reflejó en una inflación que no solo fue muy elevada, sino que también altamente volátil (gráfico 2).

La actual experiencia de una inflación elevada es la primera para varias generaciones. En los últimos trimestres hemos observado un alza sostenida de los precios de diferentes bienes y servicios. Quizá esto hace más fácil entender la relevancia de una inflación baja y estable, pues hemos visto en la práctica como una inflación que se eleva más allá de lo razonable implica costos para las personas y las empresas.

Cuando la inflación es alta y volátil, hogares y empresas deben invertir recursos y tiempo en tratar de preservar su capacidad de compra y el valor real de sus recursos. Sin embargo, la posibilidad de protegerse de la pérdida de valor del dinero para adquirir bienes es menor para quienes tienen ingresos más bajos. Regularmente, son ellos quienes cuentan con menos mecanismos de protección de sus ingresos, no poseen ahorros que les permitan solventar su consumo y, al mismo tiempo, son quienes tienen más deudas. Deudas que, a su vez, se ven afectadas por las tasas de interés más altas, necesarias para controlar la inflación. La inflación también afecta a quienes tienen ahorros o deben tomar una decisión de inversión. En este caso, un canal relevante es la incertidumbre acerca del valor que tendrán sus ahorros dependiendo del activo o incluso moneda en que los mantengan. Esta misma falta de certidumbre y/o tiempo invertido en buscar una buena solución puede terminar siendo un costo muy relevante a la hora de tomar una decisión de invertir.

De esta forma, una inflación muy alta trae como consecuencia una pérdida del poder adquisitivo del dinero, empobreciendo a quienes lo poseen y aumentando el costo de aquellos de que desean protegerse del alza sistemática de los precios. En la vereda opuesta, una inflación muy baja, provoca problemas al normal funcionamiento de la economía, debido a las rigideces presentes en los mercados. Una situación en que la inflación se mantiene muy baja, o es negativa, podría terminar ocasionando pérdidas de producto y de empleo. En particular, una deflación tiene efectos adversos pues las decisiones de consumo se postergan a la espera de menores precios, y las de inversión se encarecen.

Así mantener una inflación baja y estable genera un clima propicio para lograr mayores niveles de inversión, empleo, productividad, demanda por activos monetarios y desarrollo financiero. A su vez, estos factores estimulan el crecimiento económico y favorecen la diversificación del riesgo. Por lo tanto, controlar la inflación es un factor relevante para una economía, y desde el punto de vista del Banco Central es una contribución muy importante al bienestar de la sociedad. De aquí que la contribución de los bancos centrales al bienestar de la sociedad sea precisamente una inflación baja y estable, lo cual es condición necesaria (no suficiente) para el mejor desarrollo de las naciones.

La autonomía del Banco Central y la baja de la inflación

En diciembre de 1989, se dictó la autonomía del Banco Central de Chile. La Ley Orgánica Constitucional promulgada en ese momento le entregó objetivos claros al Banco respecto del control de la inflación. Esto fue clave para atacar con fuerza el, a esa altura, endémico problema inflacionario.

Particularmente relevante fue prohibir el financiamiento fiscal —factor que estuvo detrás de la elevada inflación durante varias décadas— y otorgarle al Banco un carácter técnico en la toma de decisiones. Esto, por cierto, junto con el establecimiento de un órgano colegiado —el Consejo— cuyos miembros también debían cumplir con altos estándares profesionales para formar parte de él. Se buscaba aislar las decisiones de política monetaria del ciclo político y evitar la subordinación de la política monetaria a la política fiscal. Otro factor central era la ausencia de dominancia

financiera, para lo cual son importantes la profundidad de ese mercado y una regulación adecuada.

En todo caso, es importante recordar que la autonomía del Banco no significa que éste no toma en consideración lo que ocurre con el resto de las políticas económicas. La Ley incluye diversos mecanismos de coordinación con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda, respetando la independencia del Banco. Además, como principio general, al adoptar sus acuerdos el Consejo debe tener presente la orientación general de las políticas del gobierno.

La década de los noventa fue un período donde el Banco Central, y la economía en general, vivieron un proceso de crecimiento y desarrollo de sus capacidades. En 1991, el Banco comenzó a utilizar un esquema de metas de inflación. En un inicio, la meta de inflación consideraba la variación anual del IPC para diciembre del año siguiente. No era una cifra fija, sino que la meta se modificaba año a año, en la medida que la baja de la inflación iba consolidándose. Incluso en algunos años donde la baja de la inflación era más rápida que lo previsto, la meta se corrigió en el curso del mismo año (gráfico 3).

La política monetaria en el nuevo siglo

El Banco fue afianzando así una política monetaria basada en metas de inflación, que tuvo su culminación en 1999, cuando se anunció el cambio hacia un esquema de mediano plazo como el que rige hasta hoy. ¿Qué significa esto? Que la política monetaria utiliza todos los instrumentos de que dispone para que, independiente del nivel actual de inflación, la inflación proyectada a un plazo de dos años se ubique en 3%. Este compromiso orienta las expectativas de los agentes económicos y transforma la meta de inflación en el ancla nominal de la economía^{1/}. La economía fue reduciendo sus niveles de indexación, con tasas de interés que se nominalizaron para muchos créditos. La política monetaria también tuvo cambios en su manejo. En 1995, la tasa “rectora” pasó primero de ser una tasa real a 90 días a ser una tasa *overnight* (a un día hábil^{2/}). En 2001, pasó de ser una tasa real a una tasa nominal, esto significa que pasó de ser una tasa en UF a ser una tasa en pesos. Desde entonces, es lo que conocemos como la Tasa de Política Monetaria, o TPM.

Los cambios en el manejo de la política monetaria también se acompañaron de avances en la política cambiaria. Durante décadas, la economía chilena experimentó con diversas formas de control del tipo de cambio. Tipo de cambio fijo, tablitas, bandas, tipos de cambios múltiples, entre otras. En general, terminaron siendo más un problema que una solución. En algún momento, el Banco Central se enfrentaba a “elegir” entre el objetivo cambiario y algún otro objetivo. Los efectos negativos sobre la economía fueron significativos, como lo reflejan varias de las crisis que se vivieron en el siglo XX.

^{1/} El documento “[La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación](#)” realiza una completa descripción de la forma en que el Banco toma sus decisiones.

^{2/} Este término anglosajón hace referencia al plazo que puede tener una operación financiera. En concreto, *overnight* implica un plazo o vida de un día.

El desarrollo de la economía hacia fines de los noventa y los aprendizajes, particularmente de la crisis asiática, llevaron al Banco a adoptar una política de tipo de cambio flotante. Es decir, un tipo de cambio cuyo nivel depende de las fuerzas de oferta y demanda presentes en el mercado, y no fijado por decreto. En todo caso, el Banco se reserva el derecho a intervenir en caso de ser necesario, prevención que ha sido escasamente usada desde 1999 a la fecha.

La TPM: alcances y mecanismos de transmisión

La política monetaria tiene como objetivo velar por la estabilidad de la moneda, entendida para Chile como una inflación que se ubica en 3% en un plazo de dos años. Con ello, la política monetaria apunta a reducir la variabilidad del ciclo económico. Esto significa que para que la inflación sea estable en torno a la meta se busca que la economía crezca en torno a su nivel potencial, lo que implica que las presiones sobre la inflación sean coherentes con el objetivo de 3%.

Buscar reducir la variabilidad del ciclo económico implica que, si bien el objetivo es la inflación, al momento de tomar decisiones la política monetaria tiene presente lo que ocurre con otras variables. Especialmente relevantes son el crecimiento de la economía y el mercado laboral, pues son algunos de los determinantes fundamentales de la evolución del ciclo económico y las presiones inflacionarias que presenta la economía.

Es importante tener presente que la política monetaria se orienta a reducir la variabilidad del ciclo de la actividad económica, logrando condiciones adecuadas para el desarrollo económico. Esto no significa que la política monetaria tenga la capacidad de hacer que el crecimiento económico aumente sostenidamente en el tiempo. Ello depende de otras políticas, que tienen que ver con la capacidad de expandir el potencial de crecimiento. La política monetaria exitosa crea condiciones necesarias para un crecimiento estable, pero no puede entregar condiciones suficientes, pues las variables reales como el empleo y el crecimiento dependen de otras políticas que puedan afectar variables reales en el largo plazo.

En la práctica, el principal instrumento de política monetaria del Banco Central de Chile es la TPM. Esta es una tasa a un día plazo que influye en la tasa interbancaria al mismo plazo. Más en simple, es la tasa a la que se prestan los bancos entre sí y que determina el equilibrio entre la oferta y demanda de fondos líquidos en la economía. Junto con la TPM, el Banco posee otros mecanismos complementarios que permiten ir ajustado la liquidez y evitar que se produzcan exceso o escasez que afecten las tasas (gráfico 4).

Por qué una meta de 3% a dos años plazo

Como lo dije, la política monetaria del Banco se orienta a que la inflación sea 3% anual en un horizonte de dos años plazo. ¿Cuál es la racionalidad detrás de esto?

En primer lugar, la meta de inflación se define respecto de la variación anual del Índice de Precios al Consumidor, el IPC. Si bien seguimos un indicador subyacente que excluye de la medición los

precios más volátiles, en un plazo de dos años estos factores no deberían ser relevantes. Por ello, la meta se fija respecto del IPC total y no de un subconjunto de él.

La elección del 3% para la meta se deriva de un análisis de las ventajas y desventajas de otros niveles posibles de inflación. Entre ellos, la necesidad de facilitar el ajuste de los precios relativos y de mantener una distancia suficiente con el límite de cero en la tasa nominal. Así, una inflación constantemente por sobre 3% difícilmente podría considerarse reflejo de estabilidad de precios y acercaría al país a un nivel inflacionario que podría dañar el crecimiento económico y el bienestar de la población.

Cabe tener presente que existe un valor mínimo técnico para la tasa de interés nominal, en nuestro caso de 0,5%. La política monetaria pierde margen de maniobra cuando la tasa de inflación es cercana a 0% o negativa, porque se acota el nivel mínimo al cual puede caer la tasa de interés real (que es la diferencia entre la tasa de interés nominal y la inflación esperada).

Un valor muy por debajo de 3% no sería suficiente para reducir los costos asociados a las rigideces de precios, que pueden ser mayores o menores según los grados de indexación de la economía.

En cuanto al plazo de dos años, éste se explica por varias consideraciones. Primera, porque los cambios en la política monetaria provocan efectos en el nivel de actividad y los precios con rezagos de hasta dos años. Segunda, porque muchos *shocks* tienen efecto transitorio y, al establecer este plazo, se evita una volatilidad mayor a la necesaria en las tasas de interés, la actividad y el empleo. Finalmente, porque existen movimientos pasajeros en algunos precios del IPC que no deberían ser objeto de neutralización o reacción por parte de la política monetaria.

El rol de las expectativas y la comunicación de la política monetaria

Junto con la reducción de la inflación y el desarrollo de los esquemas de metas de inflación, los bancos centrales también hemos ido comprendiendo la relevancia de una correcta formación de las expectativas económicas.

En un sistema de metas prospectivas —a dos años plazo—, la credibilidad de la política monetaria es clave. La comprensión y anticipación de las decisiones del Banco Central por parte de la sociedad es un factor significativo en la adecuada transmisión de la política monetaria. También mantener las expectativas de inflación acordes con la meta (gráfico 5). Lograr esto exige credibilidad y confianza en las decisiones del Banco Central y en su capacidad de conducir la política monetaria orientada al cumplimiento de su meta. Así, la transparencia cumple un doble rol. Es esencial dado que es un órgano autónomo con un objetivo preciso de estabilidad de precios, y es fundamental para fortalecer la confianza en la institución.

Así es como, si en el pasado los bancos centrales eran vistos como unas instituciones muy cerradas y llenas de decisiones secretas, en la actualidad ello ha cambiado drásticamente. Los bancos centrales hemos aumentado de forma exponencial la cantidad de información que colocamos a disposición del público. Explicamos en todos los foros y audiencias posibles nuestras decisiones y,

en general, estamos sometidos a un importante escrutinio público de nuestro trabajo, donde ustedes los periodistas juegan un rol relevante.

La comunicación de la política monetaria del Banco Central de Chile posee varios hitos: la Reunión de Política Monetaria; el Informe de Política Monetaria; presentaciones del Consejo y del staff del Banco; entrevistas en diversos medios; publicaciones en diversas plataformas, incluidas la página web institucional y las redes sociales del Banco (gráfico 6).

Cada una de estas instancias de comunicación tiene asociado plazos y productos que están claramente definidos de antemano y están disponibles para todo el que esté interesado^{3/}.

Por ejemplo, el Banco da a conocer en septiembre el calendario de reuniones y fechas de publicación del año siguiente de las Reuniones e Informes de Política Monetaria. De esta forma, cualquier ciudadano tiene plena información de cuándo se tomarán las decisiones y en qué fecha se conocerán los antecedentes al respecto.

Al término de cada Reunión el Banco publica un comunicado, donde da a conocer la decisión, los fundamentos y las perspectivas para la política monetaria en lo más inmediato, junto con la votación de cada miembro del Consejo. Cuatro veces al año —marzo, junio, septiembre y diciembre— esta Reunión se acompaña del Informe de Política Monetaria, el IPoM.

El IPoM contiene la visión del Consejo sobre la marcha de la economía en los últimos tres meses y sus proyecciones dentro del horizonte de política relevante (2 años). Además, en este Informe el Consejo da una visión más acabada de la trayectoria que tendrá la TPM en los próximos trimestres. Además, se entrega la evaluación del Consejo sobre variables inobservables, como el crecimiento de mediano plazo, la brecha de actividad o la tasa de interés neutral (gráfico 7 y 8).

En torno a estos eventos comunicacionales hay varios hitos relevantes, como un período de silencio previo, minutas, presentaciones, publicaciones en redes sociales y entrevistas, entre otros. La publicación del IPoM se complementa con la presentación del Consejo ante la Comisión de Hacienda o el Senado, en foros empresariales y universitarios en Santiago y regiones. Además, se realiza una conferencia de prensa. En general, se despliega un plan de difusión bastante extenso, donde el Banco transmite un mensaje general adaptado para abarcar una audiencia lo más amplia posible.

La trayectoria más probable de la economía y la política monetaria en el IPoM

Como señalé, en el IPoM, el Consejo da su evaluación de la economía y de los factores que harán que la inflación sea coherente con la meta en el horizonte de política de dos años.

Antes de describir lo que es el IPoM, creo importante detenerme un momento en contarles cómo llegamos a él. El desarrollo del IPoM considera un trabajo de varias semanas entre el staff del

^{3/} El documento "[Política de Comunicaciones del Banco Central de Chile](#)" da cuenta de los alcances de las comunicaciones del Banco.

Banco y el Consejo. En ese período, vamos iterando diversos escenarios, considerando la visión que cada Consejero hace presente sobre los escenarios y la información que va llegando. De esta forma, llegamos a un Informe que representa al Consejo en su totalidad. Esto, no obsta, a que las decisiones de política monetaria puedan tener matices entre nosotros, pues, a diferencia del IPoM, la decisión es de carácter individual.

¿Qué considera eso? Proyecciones del escenario internacional: crecimiento mundial, condiciones financieras, términos de intercambio, etc. Proyecciones para la economía chilena: PIB, demanda, consumo e inversión, la inflación total y subyacente. El supuesto de trabajo para el tipo de cambio real (TCR). También presentamos la evolución prevista de la brecha de actividad, la cuenta corriente, entre otras variables.

Todo esto se condensa en lo que el IPoM llama el “escenario central de proyecciones” o “escenario central”. Este escenario también contempla un supuesto de trabajo para la TPM. En la práctica, considerando todo lo anterior, es cómo debe moverse la TPM para que la inflación sea acorde con la meta de 3% en dos años plazo.

Este supuesto de trabajo da sustento al sesgo que se entrega en el comunicado de la Reunión de Política Monetaria, que usualmente se refiere a la trayectoria más probable de la TPM en el corto plazo (gráfico 9).

Como cualquier proyección, la del IPoM está sujeta a un conjunto de supuestos y modelaciones en base a comportamientos históricos y la mejor información disponible al momento de realizar el ejercicio. Por lo tanto, refleja el escenario más probable, pero no es una proyección exacta del futuro.

Este último punto ha sido un tema de debate constante. En particular, por la “exactitud” de las proyecciones económicas. Sobre esto, es importante tener presente que la economía está en constante cambio. La evaluación y las proyecciones que se hacen en un IPoM son el resultado de un trabajo extenso y detallado, reflejo de la mayor información disponible y el mejor análisis en un momento del tiempo.

Pero la nueva información modifica los escenarios. En algunas ocasiones los cambios son menores, en otras oportunidades son significativos. Lo importante es siempre tener presente que los supuestos y las proyecciones del IPoM no son un compromiso. Es la evaluación que se tiene en un momento del tiempo de los eventos con mayor probabilidad. Lo lógico es que, si las condiciones económicas cambian, también lo hagan las proyecciones.

Un ejemplo relevante de la magnitud de estos cambios es lo que ocurrió con la inflación durante varios trimestres de 2021 y 2022. En ese lapso, se acumuló un conjunto relevante de *shocks* de una magnitud significativa y un origen poco habitual, y en la misma dirección desde el punto de vista de su impacto inflacionario. Ello provocó que las modificaciones en las proyecciones de inflación fueran muy relevantes en espacios acotados de tiempo (gráfico 10).

Comunicación de la política monetaria más allá del corto plazo: sensibilidades y riesgos

La fijación de la TPM y toda la comunicación de la política monetaria no solo tiene por objetivo mantener alineada las tasas de corto plazo con la TPM. La correcta y total transmisión de la política monetaria también se basa en que la estructura completa de tasas (o curva de rendimiento) de corto y largo plazo sea acorde con el grado de expansividad o restricción que se requiere para lograr la meta de inflación.

Por ello, no solo importa qué se decide sobre el nivel de la TPM, sino también qué se comunica sobre su trayectoria futura. Sin embargo, la posibilidad de que el escenario cambie en el corto plazo, con implicancias tanto en lo inmediato como a mediano plazo, es elevada.

Para anticiparse a estos eventuales escenarios, el Banco utiliza dos caminos. Uno son los escenarios de sensibilidad, el otro, los escenarios de riesgo.

Los primeros corresponden a situaciones donde la economía se comporta de forma distinta a lo supuesto en el escenario central, pero la magnitud del desvío es relativamente menor. Esta clase de desvíos son suficientes para que la trayectoria de la TPM sea distinta, pero aun así se logra que el crecimiento de la economía siga estando dentro del rango de proyección de un punto porcentual.

Por ejemplo, supongamos un caso en que las expectativas de los consumidores y empresas se vuelven más positivas. Esto implica algo más de consumo e inversión, un mayor crecimiento económico y, probablemente, algo de mayor inflación en el corto plazo. Las mayores presiones inflacionarias de corto plazo pueden requerir de una TPM algo mayor a la considerada en el escenario central. Esto asegura la convergencia de la inflación a 3% en dos años plazo. Sin embargo, dada la magnitud del shock, el crecimiento del PIB seguirá dentro del rango de un punto porcentual.

Este tipo de escenarios alternativos, llamados “de sensibilidad”, es lo que da forma al corredor para la TPM. Indica las trayectorias posibles para TPM dentro de los rangos de sensibilidad antes referidos. Este corredor, es una herramienta de comunicación de la trayectoria futura de la política monetaria, conocida como *forward guidance*^{4/}. El Banco comenzó a utilizarlo en marzo de 2020, y desde entonces ha servido como guía para lo que ocurrirá con la TPM pues incluye infinitas trayectorias posibles para la tasa de política monetaria ya sea que se materialice el escenario central con o sin algunas de las sensibilidades posibles en torno a ella o ya sea que los riesgos de que ellas se materialicen adquieran mayor relevancia (gráfico 11).

La discusión de escenarios alternativos no se agota con estas sensibilidades. Ciertamente existe la posibilidad de eventos donde los *shocks* son mucho mayores y cuyas implicancias para la inflación y su convergencia a la meta son más significativas. Frente a un escenario de este tipo, la política

^{4/} Para detalles metodológicos sobre el corredor pueden revisarse los respectivos recuadros en los IPoM de [marzo de 2020](#) y [marzo de 2022](#).

monetaria sería muy distinta y ya no están contenidas en el corredor para la tasa de política monetaria. Estos escenarios son los que IPoM denomina escenarios de riesgo.

A diferencia del escenario central y las sensibilidades, que son descritos y evaluados numéricamente, los escenarios de riesgo solo son descritos cualitativamente en el Informe. Aunque, por construcción, se asume que de concretarse alguno de ellos, la reacción de la política monetaria ubica la TPM por fuera de los bordes del corredor.

Es importante tener presente que los escenarios de riesgo que se consideran en el IPoM no tienen un sesgo de valor respecto de sus implicancias para la TPM. Esto significa que se consideran escenarios tanto donde la TPM podría ser mayor como en los que podría ser menor. Distinta es la probabilidad implícita de cada escenario, pues los riesgos apuntan más bien a la posibilidad de ocurrencia que a su probabilidad (gráfico 12).

La política monetaria y el *forward guidance* en el escenario macroeconómico actual

Tras revisar este kit de comunicación desde un punto de vista más bien teórico, creo importante pasar a un ejemplo más práctico. Utilicemos el material de nuestra última Reunión e Informe de Política Monetaria.

Ya ha pasado casi un mes desde su publicación y el escenario central del Informe se mantiene vigente. Los datos inflación y actividad de marzo son coherentes con las proyecciones de dicho escenario. Las tensiones en los mercados financieros se han mantenido contenidas, aunque cada tanto surge alguna noticia que vuelve a levantar alertas.

En suma, la evolución de la macro nos sigue mostrando una inflación elevada, con una economía a la que aún le resta ajuste por realizar. Las perspectivas apuntan a un descenso de la inflación en lo que viene, pero sin que todavía podamos señalar con certeza que la convergencia de la inflación a la meta de 3% se ha consolidado.

Permítanme entonces ir a la primera pieza de nuestra comunicación sobre la tasa. El sesgo del comunicado que publicamos tras la Reunión de abril. En él, dimos una clara señal de cuál sería la trayectoria de la TPM en el corto plazo (gráfico 13). “La TPM se mantendrá en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta se haya consolidado”.

Al día siguiente, publicamos el IPoM de marzo. Como anticipó el comunicado, en el Informe se incluyeron los detalles de los escenarios, incluido el central, las sensibilidades y los riesgos. En el escenario central la tasa se mantendría estable más tiempo. En el caso de las sensibilidades, es interesante notar que el corredor de la TPM muestra que la principal duda sobre la política monetaria es en qué momento del año esta comenzará a disminuir (gráfico 14). De darse algunas variantes, la TPM podría ya bajar este trimestre (borde inferior). De darse otras, es posible que la mantención se prolongue durante todo 2023 (borde superior).

Lo desafiante es poder identificar en qué momento la evolución de la economía y sus implicancias para la convergencia inflacionaria nos indican que nos estamos moviendo de un escenario a otro. En el pasado reciente, eso ha sido, desafortunadamente, sencillo. Como mostré hace unos minutos, por varios trimestres tuvimos sorpresas inflacionarias de gran magnitud, que claramente desplazaban la trayectoria de inflación no solo en el corto plazo, y por tanto mostraban que el escenario central había quedado atrás. Los datos que hemos conocido desde la publicación del IPoM son coherentes con el escenario central. En todo caso, sus implicancias para la política monetaria en profundidad es un tema que corresponde discutir en la Reunión que tendremos la próxima semana.

En relación con los riesgos, el IPoM mencionó dos. Uno con claras implicancias al alza para la política monetaria: si, por ejemplo, el consumo retomara tasas de crecimiento más significativas que comprometiera la convergencia inflacionaria. Otro en que la TPM sería claramente menor. En particular, si el deterioro del escenario externo era mucho mayor, por ejemplo, ante una disrupción significativa de las condiciones financieras globales (gráfico 15).

Puestos en su conjunto, estas tres piezas de información logran dar a conocer la trayectoria más probable de la TPM, sujeta a cuál sea la evolución de la economía. Lo más probable es que se mantenga en 11,25% por un tiempo. Existen escenarios probables donde la primera baja se adelante o atrase. También existen escenarios posibles donde la TPM podría volver a subir o bajar mucho más rápido (gráfico 16).

Conclusiones

El control de la inflación es muy importante para una sociedad. Permite su desarrollo, reduce la pobreza y entrega las bases para que sean atendidas otras necesidades de la población. Tras una larga historia inflacionaria, Chile logró resolver este problema tras la instauración de un banco central autónomo. Sin embargo, no cabe duda de que los últimos años han sido difíciles en esta materia. Para enfrentar aquello, la política monetaria ha hecho un ajuste relevante. La inflación está descendiendo, pero el problema inflacionario no está resuelto y debemos seguir trabajando para consolidar su convergencia a la meta.

Un factor clave para una política monetaria como la del Banco Central de Chile es la correcta formación de las expectativas económicas. La política monetaria en esencia moviliza la tasa *overnight*, pero la dosis de expansión o contracción de la política monetaria importa la curva que refleja el movimiento esperado de dicha tasa hacia adelante. Luego, la transparencia y la comunicación son fundamentales en este aspecto. Lograr que el número más amplio de audiencias puedan acceder a los contenidos que produce el Banco es un desafío constante para la Institución.

Parte de nuestro plan estratégico para el período 2023-2027 tiene un foco en este aspecto. Por un lado, tiene un énfasis importante en el fortalecimiento del marco de política monetaria y financiera, al considerar potenciar la comunicación de ambas políticas para incrementar su efectividad. Por otro lado, seguiremos haciendo esfuerzos significativos para fortalecer nuestro compromiso y vínculo con la sociedad. En este caso, varias de nuestras acciones se orientarán a

seguir ampliando el diálogo con los distintos grupos de la sociedad, con especial interés en la inclusión de nuevas audiencias.

El Banco ha trabajado y sigue trabajando para lograr que la inflación vuelva a la meta de 3% en un plazo de dos años. Que la sociedad comprenda la relevancia de este objetivo y cómo el Banco pretende lograrlo es clave para el éxito. Los medios de comunicación —y en particular ustedes los periodistas económicos— son un intermediario muy relevante en esta materia. Para muchas personas son ustedes quienes les transmiten el mensaje de política, y para nosotros es vital que comprendan a cabalidad nuestras decisiones.

Es un honor haber sido invitada a la inauguración de este Diplomado. Tengo la certeza que esta iniciativa tendrá un impacto positivo en la sociedad y será un aporte en la comunicación de política monetaria. Su ayuda será muy relevante para que se siga fortaleciendo la credibilidad, transparencia y confianza en la labor que realiza el Banco Central, y que esto propicie mantener una inflación acorde con la meta de 3%, lo cual irá en directo beneficio de toda la ciudadanía.

Muchas gracias.

Gráfico 1 Comparación familias de billetes



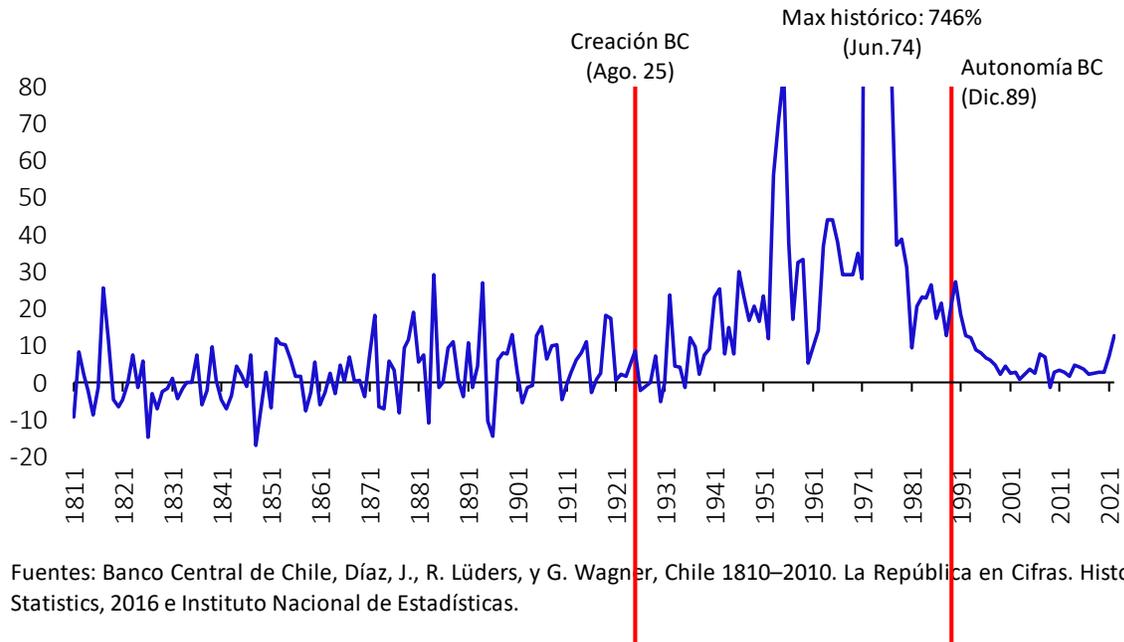
Características de seguridad más robustas y a la vanguardia con las nuevas tecnologías.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2

Tasa de inflación anual histórica 1811-2022 (*)

(variación anual, porcentaje)

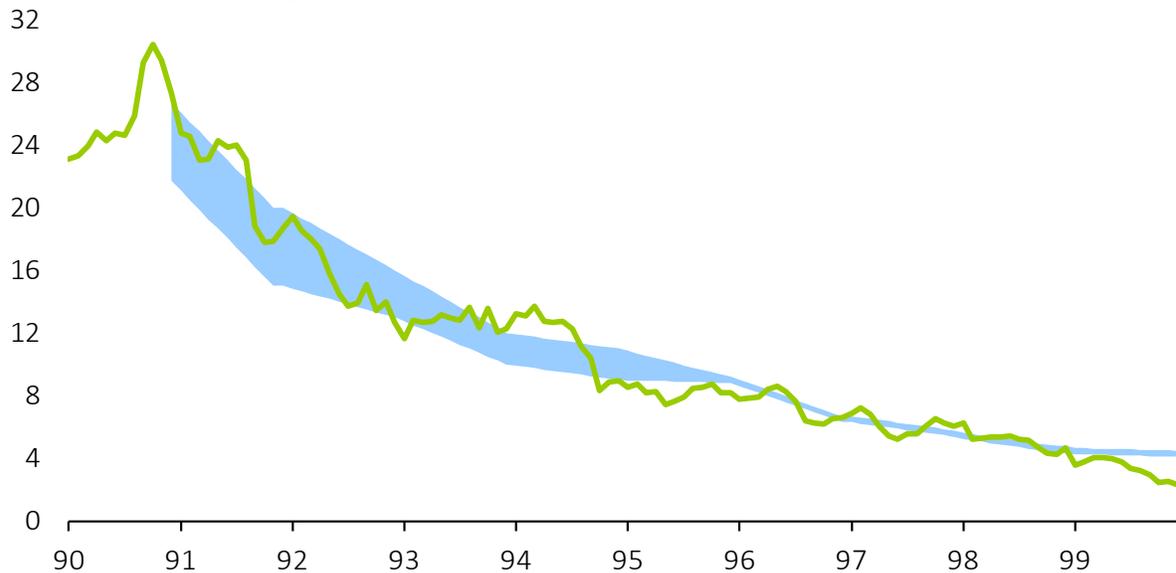


Fuentes: Banco Central de Chile, Díaz, J., R. Lüders, y G. Wagner, Chile 1810–2010. La República en Cifras. Historical Statistics, 2016 e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 3

Meta e inflación efectiva

(variación anual, porcentaje)

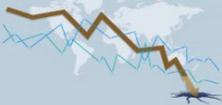


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 4

¿Qué es la TPM y cómo opera en la economía?

Un ejemplo de cómo opera la TPM: política monetaria más expansiva



Supongamos un shock que amenaza las perspectivas de crecimiento y las confianzas de los agentes locales.

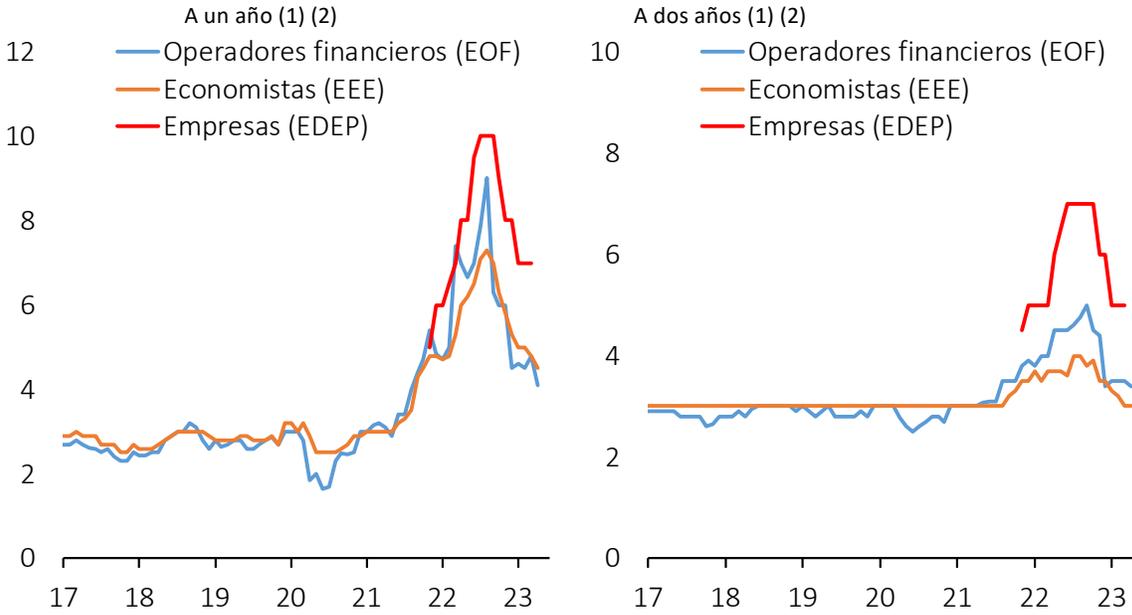


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5

Expectativas de inflación en encuestas

(variación anual, porcentaje)



(1) Se muestran las medianas de las respuestas. (2) La EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

Reunión de Política Monetaria: ¿en qué consiste?, ¿quiénes participan? y ¿qué se decide?



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 7

Informe de Política Monetaria: ¿en qué consiste?



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8

IPoM marzo 2023: ¿Qué nos dice este IPoM?



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 9

RPM: Comunicado de prensa



Martes 4 de abril de 2023

Reunión de Política Monetaria – Abril 2023

En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 11,25%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros.

En el plano externo, hasta inicios de marzo, se configuraba un entorno con mejores perspectivas de crecimiento mundial y una mayor preocupación por la inflación, particularmente porque los indicadores subyacentes permanecen en niveles elevados en varias economías. En las últimas semanas, la atención se ha volcado hacia la salud financiera de algunos bancos de economías desarrolladas. Las autoridades han tomado diversas acciones para contener el impacto de estos episodios. Con todo, la volatilidad e incertidumbre sobre el escenario futuro permanece elevada.

Los mercados financieros globales han mostrado fluctuaciones importantes en el último mes, revirtiendo el mejor tono que observaban hasta inicios de marzo. Así, las tasas de interés han disminuido de forma significativa, mientras las bolsas y monedas han mostrado movimientos mixtos, en medio de un menor apetito por riesgo. Respecto de la Reunión de enero, los precios de las materias primas, en general, han disminuido. El precio del cobre se ubica en torno a US\$4,1 la libra (-3% desde la última Reunión), mientras que el del petróleo disminuyó a US\$79 el barril (-5% desde la última Reunión, para el promedio WTI-Brent).

En general, el mercado financiero local ha seguido las tendencias de los mercados globales. Las tasas de interés de largo plazo han descendido en las últimas semanas. Con vaivenes, el tipo de cambio nominal se apreció en torno a 11,5% respecto del Informe de Política Monetaria de diciembre, en parte debido a la consolidación de la disminución de la incertidumbre interna. En cuanto al crédito, la Encuesta de Crédito Bancario del primer trimestre de 2023 informa que tanto la oferta como la demanda se mantienen restrictivas.

La revisión habitual de las Cuentas Nacionales indicó un cambio relevante en la composición de la demanda respecto de lo previamente publicado para el período 2020-2022. El consumo resultó mayor y la inversión se corrigió a la baja. El ahorro nacional fue menor y el déficit de la cuenta corriente fue superior. Los cambios en los niveles y tasas de crecimiento del PIB fueron acotados.

En lo más coyuntural, los datos de fines de 2022 e inicios de 2023 muestran que el proceso de ajuste de la economía ha sido más lento que lo previsto. Descartada la estacionalidad, el Imacec no minero de febrero tuvo un aumento de 0,1%, con altas en la actividad del comercio y la industria. A su vez, en el cuarto trimestre, el consumo de los hogares cayó 0,7% respecto del trimestre previo —serie desestacionalizada—, reduciendo su velocidad de ajuste respecto de los trimestres inmediatamente anteriores. El mercado laboral da cuenta de un aumento en el empleo y la participación, con un desempleo que subió a 8,4% a nivel nacional. La percepción

de los hogares y las empresas sigue en niveles pesimistas, aunque ha mejorado respecto de meses previos.

La inflación sigue siendo elevada. En febrero, la inflación total y subyacente se ubicaron en 11,9 y 10,7% anual, respectivamente. Si bien la inflación total ha descendido, la inflación subyacente se mantiene en niveles similares desde hace varios meses. Además, ha acumulado una sorpresa al alza relevante en los últimos meses. La mayoría de las medidas de expectativas de inflación a dos años plazo continúan por sobre 3%.

La economía se está ajustando más lento que lo previsto y la inflación está tardando más en reducirse. En este contexto, el Consejo considera que será necesario mantener la TPM en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% se haya consolidado. De acuerdo con el escenario central del IPoM de marzo, esto tomará más tiempo que lo previsto en diciembre. El Consejo reafirma su compromiso de actuar con flexibilidad en caso de que alguno de los riesgos internos o externos se concrete y las condiciones macroeconómicas así lo requieran. El IPoM que se publicará mañana contiene los detalles del escenario central, las sensibilidades y riesgos en torno a este y sus implicancias para la evolución futura de la TPM.

La minuta correspondiente a esta Reunión de Política Monetaria se publicará a las 8:30 horas del jueves 20 de abril de 2023. La próxima Reunión de Política Monetaria se efectuará el jueves 11 y viernes 12 de mayo de 2023. El comunicado respectivo será publicado a partir de las 18 horas de ese último día.

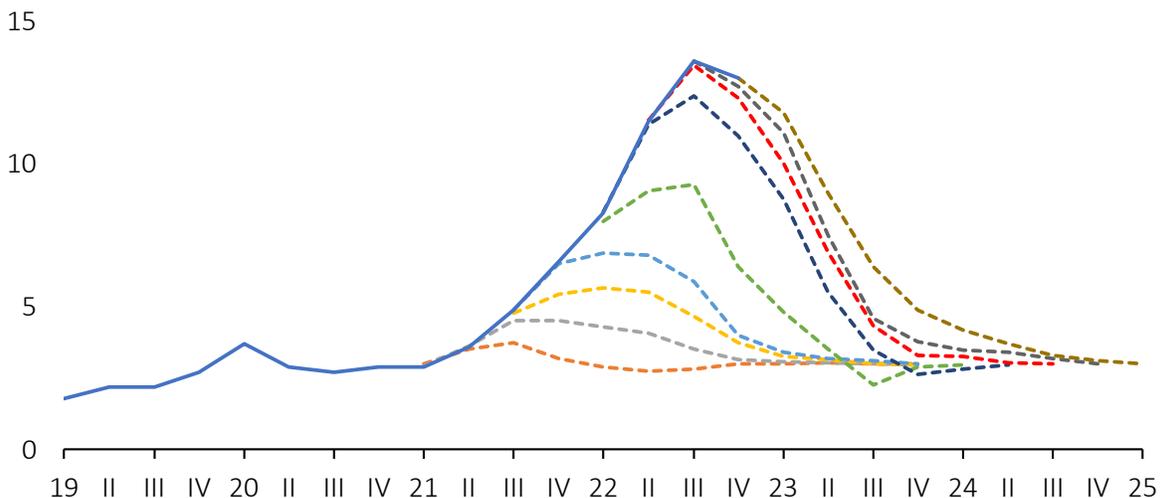
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 10

Proyecciones de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)

--- IPoM Mar.21 --- IPoM Jun.21 --- IPoM Sep.21 --- IPoM Dic.21 --- IPoM Mar.22
--- IPoM Jun.22 --- IPoM Sep.22 --- IPoM Dic.22 --- IPoM Mar.23 — IPC



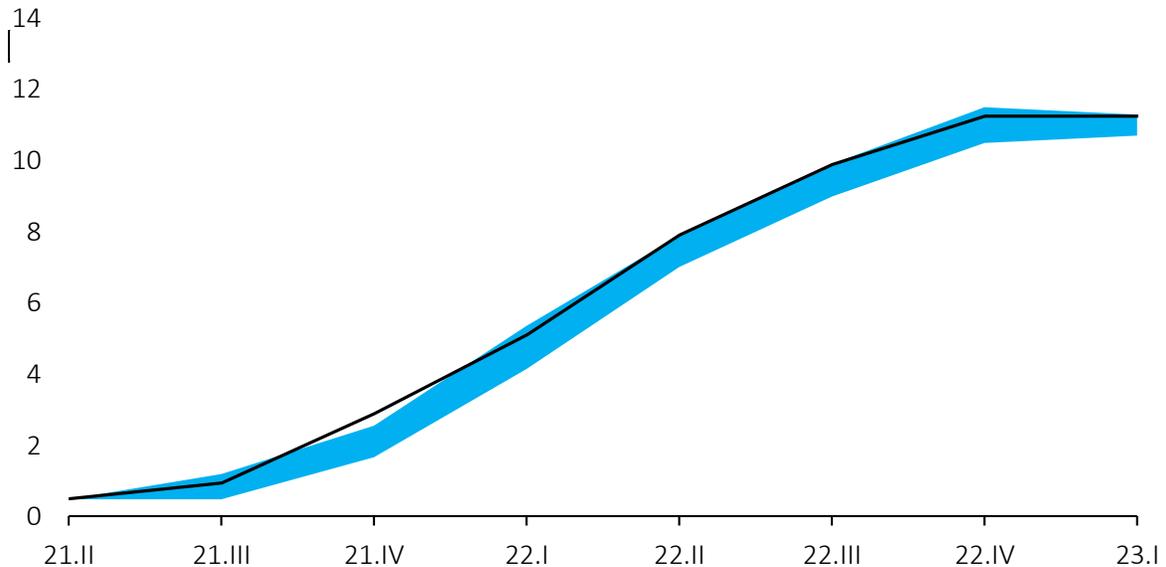
(*) Corresponde a la proyección del escenario central de cada IPoM.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 11

TPM efectiva y corredor (*)

(promedio trimestral, porcentaje)



(*) Para cada trimestre, corresponde al promedio de la TPM efectiva y el ancho del corredor publicado en el IPoM del trimestre inmediatamente anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12

Escenarios de riesgo en el IPoM de septiembre 2022:

Un fenómeno inflacionario mucho más persistente es una preocupación para el Consejo.

- Provocaría llevar a una restrictividad monetaria mayor, por fuera del límite superior del corredor para la TPM.
- Este riesgo es especialmente relevante en un contexto donde la inflación ha sorprendido al alza por varios trimestres y las expectativas inflacionarias permanecen sobre 3% a dos años plazo.
- Recuperar rápidamente los equilibrios macroeconómicos ayudará a reducir este riesgo, al mismo tiempo que permitirá que la economía chilena pueda enfrentar adecuadamente un mayor deterioro del escenario externo.

Escenarios de riesgo en el IPoM de diciembre 2022:

El escenario externo se ha transformado en una fuente relevante de preocupación. No se pueden descartar situaciones que podrían deteriorar bruscamente las condiciones financieras y del impulso externo relevante para la economía chilena.

- El fortalecimiento del dólar a nivel mundial provocaría un aumento del valor del dólar en el resto de las economías, entre ellas la chilena. Esto aumentaría la inflación en nuestro país en el corto plazo. Sin embargo, lo anterior sería moderado por el mayor crecimiento a más largo plazo, pues el mayor valor del dólar incentivaría al sector exportador chileno.

Medidas que no permitan que el gasto interno se ajuste según lo previsto, y den un nuevo impulso a la inflación, darían paso a aumentos de la tasa de interés de política monetaria para asegurar que la inflación pueda regresar a la meta.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 13

Sesgo Comunicado RPM abril 2023

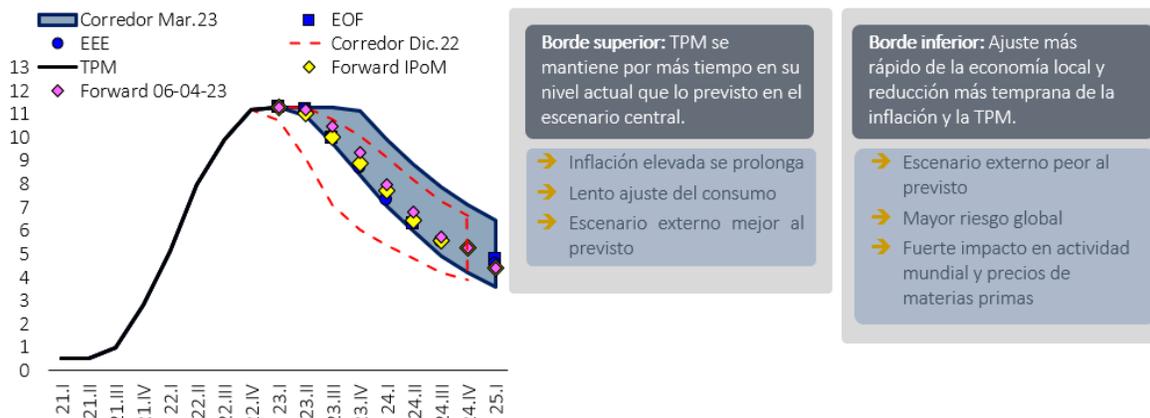
- La economía se está ajustando más lento que lo previsto y la inflación está tardando más en reducirse.
- En este contexto, el Consejo considera que será necesario mantener la TPM en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% se haya consolidado. De acuerdo con el escenario central del IPoM de marzo, esto tomará más tiempo que lo previsto en diciembre.
- El Consejo reafirma su compromiso de actuar con flexibilidad en caso de que alguno de los riesgos internos o externos se concrete y las condiciones macroeconómicas así lo requieran. El IPoM que se publicará mañana contiene los detalles del escenario central, las sensibilidades y riesgos en torno a este y sus implicancias para la evolución futura de la TPM

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 14

Corredor de TPM (*)

(promedio trimestral, porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020 y el Recuadro V.3 del IPoM de marzo 2022. Para mayor detalle, ver nota metodológica (gráfico II.1, Capítulo II, IPoM marzo 2023). Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 15

Escenarios de riesgo IPoM marzo 2023

Escenarios de riesgo



La evolución del escenario externo requiere de un monitoreo constante.

- En un escenario de disrupción significativa de las condiciones financieras globales, es de esperar un deterioro importante de la economía mundial y local, con impactos significativos en la trayectoria inflacionaria de mediano plazo.
- Esto conllevaría reducciones de la TPM aún más rápidas que las señaladas por el borde inferior del corredor de la TPM.

Además, el problema inflacionario aún no está resuelto.

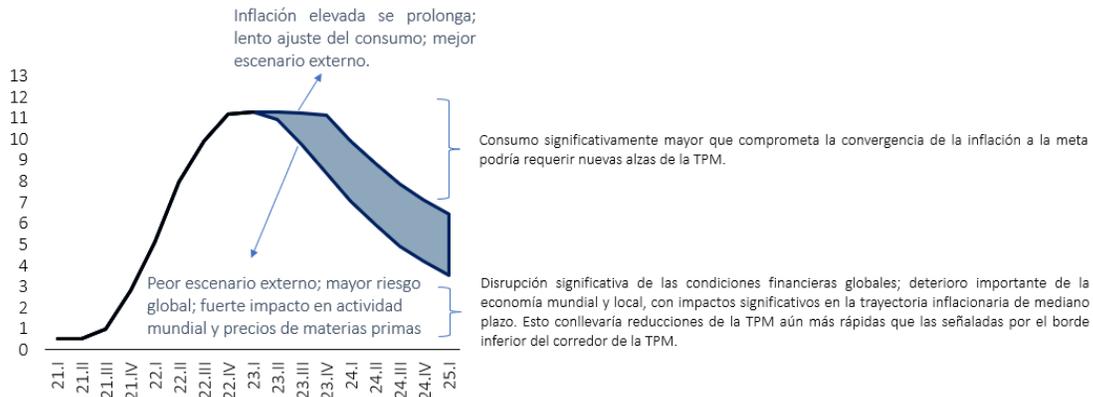
- El proceso de convergencia de la inflación no se ha consolidado. Esta sigue siendo muy elevada, con un componente subyacente que no ha mostrado descensos en los últimos meses.
- El ajuste del gasto privado se ha dado a una velocidad menor que la esperada.
- Algunas medidas de expectativas de inflación permanecen por sobre 3% a dos años plazo.
- Un escenario donde el consumo privado retome tasas de crecimiento más significativas comprometería la convergencia de la inflación a la meta y podría requerir nuevas alzas de la TPM.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 16

Corredor de TPM IPoM marzo 2023 (*)

(promedio trimestral, porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020 y el Recuadro V.3 del IPoM de marzo 2022. Para mayor detalle, ver nota metodológica (gráfico II.1, Capítulo II, IPoM marzo 2023). Fuente: Banco Central de Chile.