

# DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

## A Quince Años de las Metas de Inflación en Chile

Pablo García Silva

N.º48 Mayo 2014





**BANCO CENTRAL DE CHILE**  
**CENTRAL BANK OF CHILE**

La Serie de Documentos de Política Económica, del Banco Central de Chile, divulga el pensamiento de las autoridades de la institución sobre la economía chilena y la conducción de la política monetaria. Esta Serie es una instancia de difusión y discusión de tópicos relevantes para los objetivos y el accionar del Banco Central, dirigida a un público más amplio que el de los especialistas.

The Series of Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile presents views and analyses of the Chilean economy and the conduct of monetary policy prepared by Bank authorities. This series, aimed at the general public, disseminates and discusses topics that are relevant to the goals and operations of the Central Bank.

Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile  
Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile  
ISSN 0717-7151

Agustinas 1180, Santiago, Chile  
Teléfono: +56 2 26702475 – Fax: +56 2 26702331

# **A Quince Años de las Metas de Inflación en Chile\***

Pablo García Silva

Miembro del Consejo, Banco Central de Chile

## **Resumen**

A cerca de quince años de cumplirse la implementación plena de las metas de inflación en Chile, este documento revisa brevemente el funcionamiento de dicho esquema. Frente a fluctuaciones de la demanda agregada, un marco creíble de metas de inflación permite implementar política monetaria contracíclica, lo que incide en la estructura de tasas de interés y en el tipo de cambio. En el corto plazo, los movimientos cambiarios pueden tener incidencia en la inflación, pero ello es un fenómeno de una sola vez en la medida en que exista credibilidad en cuanto a que se alcanzará la meta de inflación en el mediano plazo. Se presenta evidencia de que las metas de inflación han permitido un desempeño macroeconómico más eficiente en diversas economías, y se ilustra el ajuste monetario y cambiario frente a shocks externos con dos ejemplos para Chile, en 2003-2004 y 2009-2010. El documento concluye con algunas reflexiones sobre la coyuntura de 2013-2014, donde destaca la forma como la economía chilena ha podido acomodar el rebalanceo global con una política monetaria más expansiva y la depreciación del peso, en un contexto en el que las expectativas de inflación de mediano plazo están alineadas con la meta.

## **Fifteen Years into the Implementation of Fully-fledged Inflation Targeting in Chile**

### **Summary**

Close to fifteen years into the implementation of fully-fledged inflation targeting in Chile, this paper briefly reviews the operation of this framework. When faced with aggregate demand fluctuations, a credible inflation-targeting framework allows conducting countercyclical monetary policy through its effect on the term structure of interest rates and the exchange rate. In the short run, exchange-rate movements may have an impact on inflation, but this is a one-time phenomenon to the extent that there is credibility that the inflation target will be reached in the medium term. Evidence is presented that inflation targets have allowed a more efficient macroeconomic performance in various economies, and the monetary and exchange rate adjustment to external shocks is illustrated with two examples for Chile, in 2003-2004 and 2009-2010. The paper concludes with some reflections on the situation in 2013-2014, drawing attention to the way the Chilean economy has been able to accommodate global rebalancing through a more expansionary monetary policy and the depreciation of the peso, in the context of medium-term inflation expectations aligned with the target.

---

\* Presentado en el Seminario Económico y de Inversiones BTG-Pactual del 24 de Abril de 2014. Agradezco los comentarios recibidos y el apoyo de Sindy Olea.

## 1. Introducción

En septiembre de este año 2014 se cumplirán quince años desde que en Chile comenzó la plena implementación de las Metas de Inflación (MI) para la política monetaria. Transcurridos tres lustros, con recesión y crisis financiera internacional de por medio, es momento de plantear algunas reflexiones sobre el desempeño de nuestro marco de política monetaria. Quiero que estas reflexiones se tomen como antecedentes más allá de la coyuntura inmediata. Sobre esta el Banco Central informa profusamente en el Informe de Política Monetaria (IPoM) que publica trimestralmente y el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) que publica de forma semestral, además de tomar decisiones asociadas en sus Reuniones Mensuales de Política Monetaria (RPM).

Mantener la estabilidad de precios y macrofinanciera es clave para el desarrollo, la prosperidad y la inclusión social, y por tanto es importante discutir si nuestro marco de MI, o de política monetaria posterior a la crisis asiática, ha permitido enfrentar bien las turbulencias de la macroeconomía internacional. Este análisis no solo es válido en su propio mérito para Chile, sino que además corresponde ponerlo en el contexto de la discusión más amplia a nivel internacional respecto de la pertinencia del esquema de MI.

La irrupción de la crisis *sub-prime*, que luego desembocó en la crisis financiera sistémica global de 2008 y la Gran Recesión de 2009, ha llevado a diversos observadores a proponer que las MI fueron conducentes a estos descalabros mayores. En términos sencillos, el argumento descansa en que los bancos centrales con esquemas de MI se habrían enfocado excesiva y exclusivamente en el logro de los objetivos inflacionarios, descuidando el resto de los elementos que determinan la estabilidad del panorama macroeconómico y financiero. Por ello, el esquema de MI habría contribuido primero a generar condiciones monetarias excesivamente laxas, propicias para la creación de burbujas en los precios de los activos, y luego a no tomar medidas preventivas para desinflar a tiempo estos excesos. De esta forma, dice el argumento, el esquema de metas de inflación fue ineficaz para mantener la estabilidad macroeconómica y financiera, y puede ser necesario reemplazarlo por mecanismos de política más musculosos y/o menos enfocados a lograr la estabilidad de precios.

Quiero argumentar que esta línea de razonamiento no es la correcta. Más aún, creo firmemente que la evidencia internacional apunta justamente en la dirección opuesta. Los países con bancos centrales que conducen su política monetaria en esquemas de MI tuvieron un desempeño antes, durante, y después de la crisis, significativamente mejor que aquellos cuyos bancos centrales operaban con otros esquemas de política. Más aún, las fallas que llevaron a la Gran Recesión se pueden atribuir a imperfecciones en el marco regulatorio del sistema financiero, y a la debilidad de las autoridades de supervisión relevantes y no a la conducción de la política monetaria basada en MI. De hecho, dada la naturaleza misma del sistema financiero y la complejidad de sus interrelaciones, pretender

que las MI sean capaces no solo de servir como marco para la estabilidad inflacionaria sino también para la estabilidad financiera es excesivo.

En la siguiente sección presentaré algunos hechos estilizados respecto del desempeño de las economías con metas de inflación en el mundo. Luego, revisaré dos episodios del funcionamiento de la política monetaria en Chile y su interacción con la flexibilidad cambiaria. Adicionalmente, mencionaré algunas implicancias del esquema de metas de inflación en la coyuntura actual, para finalmente exponer mis conclusiones.

## **2. El esquema de metas de inflación**

Para poner en un contexto adecuado la discusión que sigue, es preciso entender primero la manera en que opera el esquema de metas de inflación. Este no es un sistema mecánico predeterminado, donde con ciertos insumos se dan resultados específicos, como una cifra de crecimiento o inflación. Más bien, es un sistema cuyo correcto funcionamiento descansa en la sutil interacción entre acciones concretas de política, su comunicación, la formación de las expectativas privadas, y la credibilidad del banco central. Una vez que se entiende que este sistema no es mecánico, se pueden descartar argumentos que a primera vista parecen tensiones, pero que resultan ser falaces. Un par de ejemplos sirven para mostrar esto.

Es común escuchar opiniones sobre los eventuales dilemas que enfrenta la política monetaria, como por ejemplo entre inflación y crecimiento, y si el banco central al intentar enfriar la economía en situaciones de bonanza —o reactivarla en circunstancias de debilidad— está comprometiendo su mandato de velar por la estabilidad de precios. Este puede ser el caso, sin duda. La pregunta surge entonces bajo qué circunstancias específicas la acción estabilizadora que realiza la política monetaria para moderar los ciclos económicos es coherente con el objetivo de estabilizar la inflación. ¿Cuánto es mucha o muy poca estabilización del ciclo económico?

La respuesta depende de cómo se conduce la política monetaria. Supongamos por un momento que esta goza de plena credibilidad, es decir, que las expectativas están fuertemente ancladas en el horizonte de política. En ese caso, el mecanismo de transmisión más fuerte de la política monetaria es el que vincula las holguras de capacidad con las presiones inflacionarias. En este escenario, donde mecánicamente las expectativas de inflación están fijas, la política monetaria tiene —en principio— amplia libertad para ajustar el ciclo y lograr mantener la economía en pleno empleo, y por lo tanto mitigar todo efecto que los vaivenes del ciclo económico produzcan sobre las presiones inflacionarias.

No obstante, y como señalé antes, la economía no funciona como un sistema mecánico, puesto que las expectativas, lejos de ser inmutables o fijas, están permanentemente

determinadas por la visión sobre el futuro que tienen los formadores de precios. Este proceso de formación de expectativas es misterioso y complejo por su agregación a nivel de toda la sociedad y economía.

Dado lo anterior, ¿cómo puede ser que el banco central influya en esta formación de expectativas? El diálogo entre el banco central y los formadores de precios atomizados en la economía puede parecer una tarea insoluble, consecuencia de la incapacidad del primero de conocer los detalles específicos de sus interlocutores y la diversidad y heterogeneidad de los segundos. Es por ello que se ha tendido a concluir que establecer, por parte del banco central, un proceso sistemático y transparente de toma de decisiones en política monetaria es clave a la hora de facilitar el proceso de formación de precios y de expectativas privadas.

Un ingrediente específico y central en este proceso de comunicación es el relativo a la naturaleza de los vaivenes del producto. En la medida en que buena parte de estos se deban a fluctuaciones de las holguras de capacidad por razones cíclicas, la política monetaria no debería enfrentarse a un dilema entre inflación y crecimiento. Sin embargo, el manejo de la política monetaria se puede complejizar si en alguna medida las fluctuaciones de la inflación tienen que ver con fenómenos de presiones de costos, y si estas son persistentes en su impacto sobre la inflación y contractivas en la actividad. Por lo mismo, la capacidad de distinguir y evaluar la naturaleza de las fluctuaciones económicas es uno de los elementos centrales en el esquema de metas de inflación.

### **3. Evidencia sobre el desempeño de las MI en el mundo**

La evidencia respecto del desempeño de las MI es bastante nítida y se ha recogido en varios estudios que comparan la evolución de la inflación y de un conjunto de otras variables macroeconómicas en países con y sin metas de inflación (gráfico 1). En los últimos quince años, los países donde la política monetaria se basa en MI han tenido niveles de inflación sistemáticamente inferiores al resto, y además menos volátiles. Este es un fenómeno que se observa tanto *post* crisis asiática como en el período de crecimiento alto hacia mediados de los 2000, en la Gran Recesión de 2009, y en la recuperación posterior. La evidencia econométrica también apoya este resultado, una vez que se controla por regímenes cambiarios, el estado del ciclo y el nivel de desarrollo, entre otros factores<sup>1</sup>.

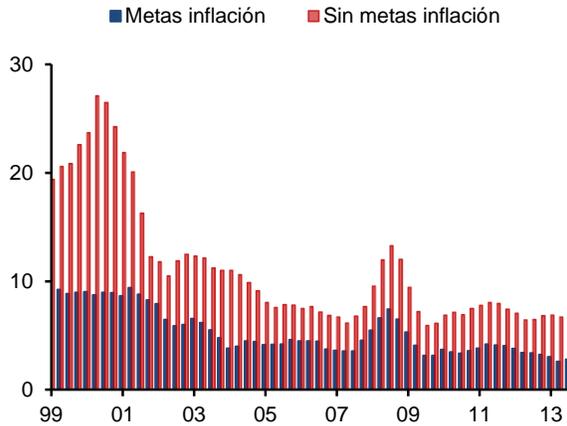
---

<sup>1</sup> Ver, por ejemplo, Calderón y Schmidt-Hebbel (2008) o FMI (2006). Se puede notar que la evidencia respecto de la contribución de MI es más clara para economías emergentes y algo más difusa para el grupo de economías industrializadas. Además, en el período de la Gran Moderación, la diferencia en los resultados es menos clara entre aquellos con y sin MI (Ball y Sheridan, 2004).

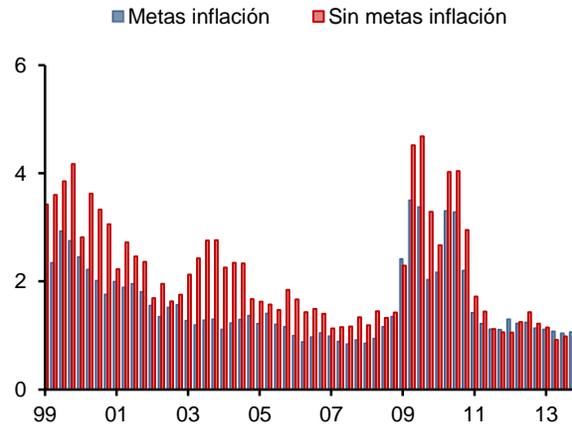
## Gráfico 1

### Desempeño de economías con y sin Metas de Inflación: 1999-2013 (1)

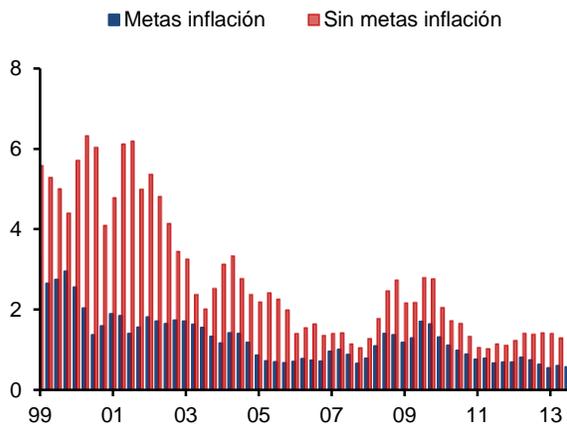
(a) Inflación  
(promedio anual, porcentaje)



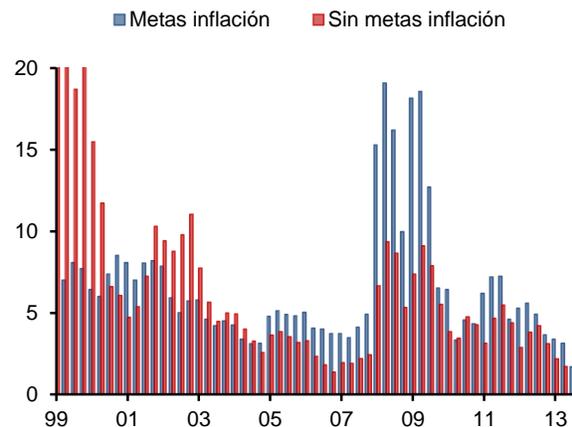
(b) Volatilidad del crecimiento del PIB (2)  
(porcentaje)



(c) Volatilidad de la inflación (2)  
(porcentaje)



(d) Volatilidad del tipo cambio nominal (2)  
(porcentaje)



(1) Países considerados con MI en 2007: Australia, Brasil, Canadá, Colombia, Corea, Chile, Filipinas, Indonesia, Islandia, Israel, Hungría, México, Nueva Zelanda, Noruega, Perú, Polonia, Reino Unido, Rep. Checa, Rep. Eslovaca, Rumania, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía.

(2) Volatilidad: Desviación estándar móvil de un año.

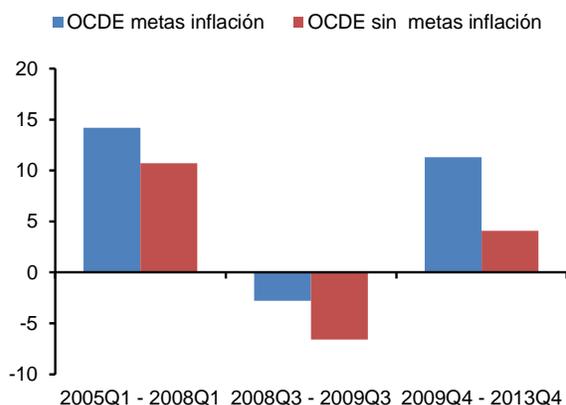
Fuentes: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI) y *Bloomberg*.

Este punto es importante puesto que, para efectos de la estabilidad macroeconómica, las menores cifras de inflación en promedio podrían haber sido a costa de otros desbalances, como atraso y rigidez cambiaria, o a costa de mayor volatilidad en el producto. Sin embargo, la evidencia no apoya estas interpretaciones. Los países con MI han mostrado en general una menor volatilidad en el crecimiento del PIB, acompañada de grados mucho más significativos de flexibilidad cambiaria (gráfico 1). Una excepción es el período de la crisis

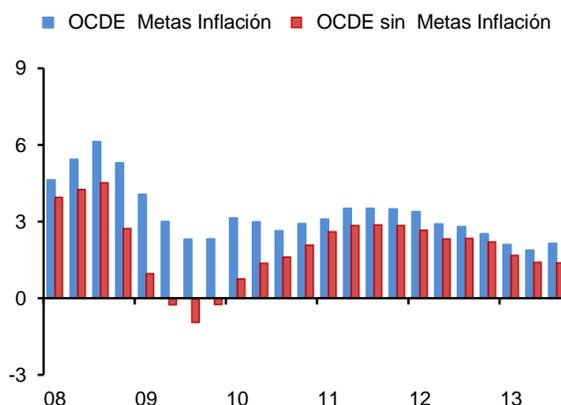
asiática, cuando los enormes ajustes cambiarios ocurrieron precisamente en economías que no contaban con marcos de MI.

## Gráfico 2 Desempeño de economías OCDE en la Gran Recesión de 2009 (1)

Crecimiento (2)  
(porcentaje)



Inflación  
(variación anual, porcentaje)



- (1) Países OCDE considerados con MI: Australia, Canadá, Corea, Chile, Islandia, Israel, Hungría, México, Nueva Zelandia, Noruega, Polonia, Reino Unido, Rep. Checa, Rep. Eslovaca, Suecia, Suiza, Turquía.  
(2) Corresponde al crecimiento acumulado calculado como un promedio simple en base al crecimiento t/t para cada grupo de países.  
Fuente: OCDE.

Más recientemente, en la Gran Recesión de 2009, dentro del conjunto de economías de la OCDE, aquellas con MI tuvieron una contracción económica más suave que el grupo de economías sin MI, y mostraron una recuperación económica posterior más rápida<sup>2</sup>. Adicionalmente, la evolución de la inflación en las economías con MI fue más estable, evitando, en promedio, situaciones en que la inflación fuera persistentemente baja. En cambio, las economías OCDE sin metas de inflación experimentaron varios trimestres de inflación negativa (gráfico 2). Frente a rigideces nominales en sectores específicos, un proceso deflacionario en el agregado es una traba a los mecanismos de ajuste de precios relativos. Más recientemente, la Eurozona, que sigue un esquema monetario que no es plenamente de MI, también ha vuelto a entrar en la zona de peligro de deflación.

El rol de la flexibilidad cambiaria en este desempeño más positivo de economías con MI también puede asociarse a la capacidad de tener suficientes activos externos o líneas de aseguramiento multilateral, que permitan evitar el síndrome del miedo a flotar. Por el

<sup>2</sup> Ver, por ejemplo, Carvalho-Filho (2011).

contrario, economías sin metas de inflación, con rigidez cambiaria severa, como algunas de Europa del Este, sufrieron efectos reales significativos durante 2008 y 2009.

#### **4. Dos episodios seleccionados en el caso de Chile**

Desde que se instauró el esquema de MI en Chile la economía ha estado sujeta a múltiples vaivenes. El colapso de la burbuja “punto com” y los ataques terroristas del 9/11/2001 llevaron a EE.UU. a una recesión. Esto coincidió con precios históricamente bajos del cobre en 2002 y 2003 e incrementos significativos en el precio del petróleo, debido a tensiones en el oriente medio. En la región, vivimos la crisis cambiaria, financiera y soberana de Argentina en 2001 y 2002, y la volatilidad de Brasil en 2003. La economía global se tendió a recuperar con fuerza, coexistiendo tasas de interés de largo plazo reducidas (el *conundrum* de Greenspan) con precios de productos básicos, metales, energía y alimentos al alza. Luego vinieron la crisis financiera de 2008, la Gran Recesión de 2009, y la seguidilla de crisis soberanas en la Eurozona. A esto se acopló un período de relajamiento monetario extremo en EE.UU. y de expansión significativa de la economía de China. Ahora experimentamos el retiro del estímulo monetario en el mundo desarrollado y una moderación del crecimiento en los países emergentes. El esquema de metas de inflación y flexibilidad cambiaria en Chile ha servido bien al país, pues ha ayudado a mantener grados significativos de estabilidad macrofinanciera y ha evitado así los graves costos sociales que conllevan las crisis financieras.

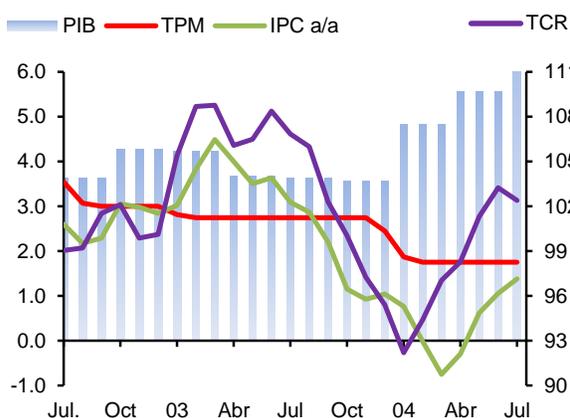
Más que analizar en detalle todos los episodios anteriores y cómo la política monetaria los enfrentó, me enfocaré en dos momentos específicos que, en mi opinión, ilustran adecuadamente el funcionamiento de nuestra política monetaria y en particular de su interacción con la flexibilidad cambiaria.

##### ***2002 – 2004: Del shock de precios del petróleo a expectativas de inflación a la baja***

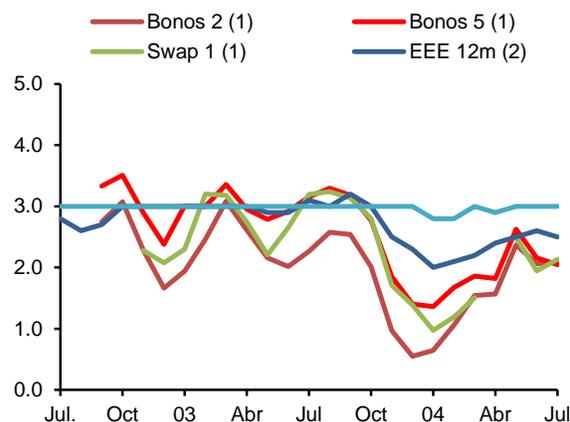
A partir de mediados de 2002 se produce un período de depreciación cambiaria significativa, asociado a las turbulencias que se originaron en Brasil debido a la incertidumbre producida por la elección de Luis Inácio (Lula) da Silva como Presidente. El tipo de cambio real (en base 1986=100) pasó de 100 a 108 en aproximadamente seis meses. Además, debido al inminente conflicto en Iraq, el petróleo volvió a experimentar incrementos relevantes. Esta conjunción de fenómenos externos llevó a que la inflación anual del IPC pasara de ubicarse entre 2 y 3%, a cifras sobre 4% hacia el primer semestre de 2003. La actividad, en tanto, llevaba creciendo varios trimestres bajo su tendencia, entre 3,5 y 4,5%. La política monetaria había experimentado un relajamiento relevante, con la TPM bajando desde 6,5% a 2,75% entre fines de 2001 y principios de 2003 (gráfico 3).

### Gráfico 3 Chile 2002-2004

Entorno macroeconómico  
(porcentaje; índice 1986=100)



Expectativas de inflación  
(porcentaje)



(1) Compensación inflacionaria.

(2) EEE: Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile.

Fuentes: Banco Central de Chile y *Bloomberg*.

A fines de 2003 el escenario externo empezó a mejorar, gracias a mayores grados de calma y certidumbre en Brasil, y a la recuperación del precio del cobre. Sin embargo, la inflación externa continuó baja. El TCR se apreció de 108 a 92 en la segunda mitad de 2003, y la inflación bajó drásticamente, llegando a cerca de -1% anual a principios de 2004.

Lo notorio de este episodio es que las expectativas de inflación también se redujeron fuertemente, en especial aquellas a plazos más cortos que bajaron hasta 2% anual e incluso menos. La reducción de las expectativas a 24 meses (el horizonte de política) fue menor, pero de todos modos inusualmente se ubicaron por debajo de 3%. Frente a esta coyuntura, la TPM se bajó en 50 puntos base en diciembre de 2003 y en enero de 2004. Eso ayudó a normalizar las expectativas de inflación en el horizonte de política, que volvieron a 3%.

Una conclusión de este episodio es que la política monetaria tomó con cautela la necesidad de relajar el impulso monetario durante la primera mitad de 2003, debido a que la inflación estaba subiendo y ubicándose por sobre el rango de tolerancia. Sin embargo, una vez que los efectos de una sola vez del incremento del petróleo y del dólar se disiparon, tuvo que implementarse una instancia más expansiva, lo que además se dio en un contexto en que las expectativas de inflación parecían estar desanclándose por debajo de la meta, pese a la evolución previa al alza que había tenido la inflación. Así, se aprecia que los movimientos cambiarios, al estar respondiendo a fenómenos internacionales y en una economía que crecía bajo la tendencia, no gestaron efectos persistentes en la inflación.

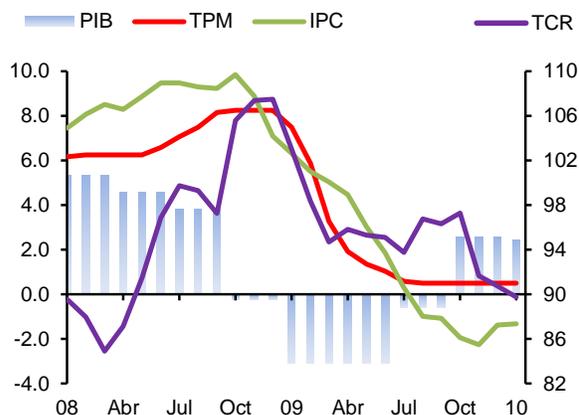
### ***2008 – 2010: Aumento de las expectativas de inflación y crisis internacional***

La recuperación de la economía mundial luego de los *shocks* de comienzos de la década de los dos mil, y la extensión del ciclo de crédito en las principales economías, a la larga produjo desequilibrios globales con implicancias significativas sobre la inflación internacional y, especialmente, la estabilidad financiera. Ellos tuvieron su clímax en 2007, cuando comenzó a derrumbarse la burbuja inmobiliaria en EE.UU. y se inició la *crisis sub-prime*. En las principales economías desarrolladas, la respuesta de política monetaria a esta crisis implicó un relajamiento monetario sustancial entre 2007 y principios de 2008. Ello, junto con una situación de crecimiento mundial que seguía dinámica, generó incrementos relevantes en la inflación mundial. Lo que cada economía percibió como un *shock* de oferta, resultó ser en 2007 y 2008 un *shock* de demanda agregada mundial, empujando al alza los precios de los productos básicos y de los alimentos.

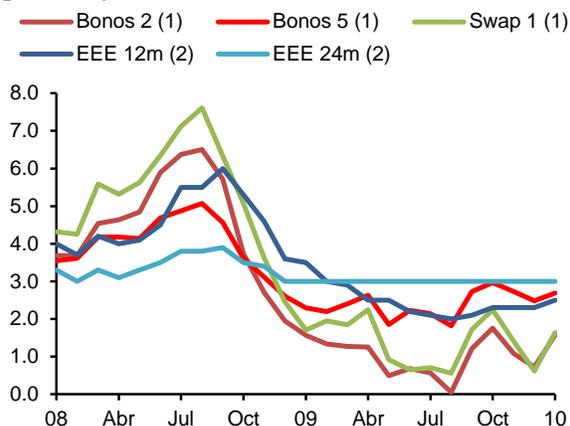
En todo el mundo la inflación tuvo un alza significativa y las expectativas de inflación se alejaron de las metas de inflación, Chile incluido. Dicha situación se revirtió solo con el desencadenamiento de la crisis financiera global en septiembre de 2008. En ese episodio, la caída de la actividad y demanda global fue significativa, repercutiendo también en los precios de los productos básicos. Las monedas de los países emergentes sufrieron una depreciación significativa. En Chile, de cerca de 25% en términos reales y 40% nominales, en menos de un año. A pesar de esta fuerte pérdida de valor del peso, las expectativas de inflación y la inflación efectiva comenzaron a disminuir de manera relevante a partir de fines de 2008. Además, aunque la inflación aún se encontraba por encima de la meta de 3%, el panorama de fuerte ajuste de la actividad y la demanda hacía prever que a mediano plazo la inflación podría ubicarse por debajo del rango de tolerancia. El relajamiento monetario sin precedentes que ocurrió durante la primera mitad de 2009 culminó con la implementación de medidas de política monetaria no convencionales. Así, a partir de julio de 2009 las expectativas de inflación comenzaron de nuevo a converger al centro del rango meta de 3% (gráfico 4).

## Gráfico 4 Chile 2008-2010

Entorno macroeconómico  
(porcentaje; índice 1986=100)



Expectativas de inflación  
(porcentaje)



(1) Compensación inflacionaria.

(2) EEE: Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile.

Fuentes: Banco Central de Chile y *Bloomberg*.

### 5. Algunas implicancias para la coyuntura actual

Como en múltiples ocasiones en el pasado, y como de seguro seguiremos viendo en el futuro, el cambiante entorno externo está teniendo efectos en el Chile de hoy. Desde el segundo trimestre del año pasado, el inicio del camino de normalización de la política monetaria en EE.UU. ha tenido implicancias significativas sobre la valoración de los activos financieros más riesgosos, como las bolsas y monedas emergentes. La significativa entrada de capitales vista en el período de recuperación global de 2010-2012 se ha detenido o incluso revertido en las economías más vulnerables. Las primas por riesgo soberano han aumentado y, además, los riesgos geopolíticos están nuevamente afectando las perspectivas. Adicionalmente, la economía china se ha desacelerado, y el precio del cobre promedio esperado para los próximos dos años es del orden de 35% menor que el que vimos en 2011. Esta normalización de las condiciones en los mercados de productos básicos también ha incidido en una moderación relevante del ciclo de inversión minera en Chile.

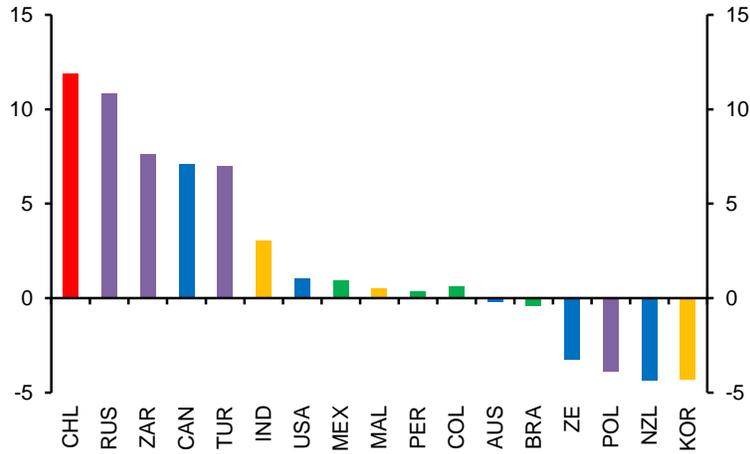
Es posible entender el proceso por el cual está pasando la economía mundial como un rebalanceo del crecimiento y de los precios de los activos financieros. Gracias a que EE.UU. recupera fuerza y crece con mayor vigor, y a que otras zonas económicas industrializadas ojalá van dejando atrás los peores años de la crisis, la necesidad de políticas monetarias y crediticias ultra laxas se reduce. Al mismo tiempo, el rebalanceo de China hacia un crecimiento más basado en la expansión del consumo y menos en la

inversión y las exportaciones, es la otra cara de la medalla del acomodo del crecimiento en el mundo desarrollado. El dólar se fortalece en el mundo y las monedas emergentes se debilitan.

¿Cómo ha sido la respuesta de la macroeconomía en Chile a este cambiante entorno? A diferencia del momento en que se enfrentó la crisis asiática, el esquema de metas de inflación con flexibilidad cambiaria ha permitido que el grueso del ajuste que nuestra economía necesita para enfrentar este nuevo panorama se dé en el ámbito cambiario. De hecho, la depreciación del peso chileno ha sido similar o incluso superior a la que se ha dado en otras economías, de la mano de los cambios en el entorno financiero internacional y los precios de nuestra principal exportación (gráficos 5 y 6).

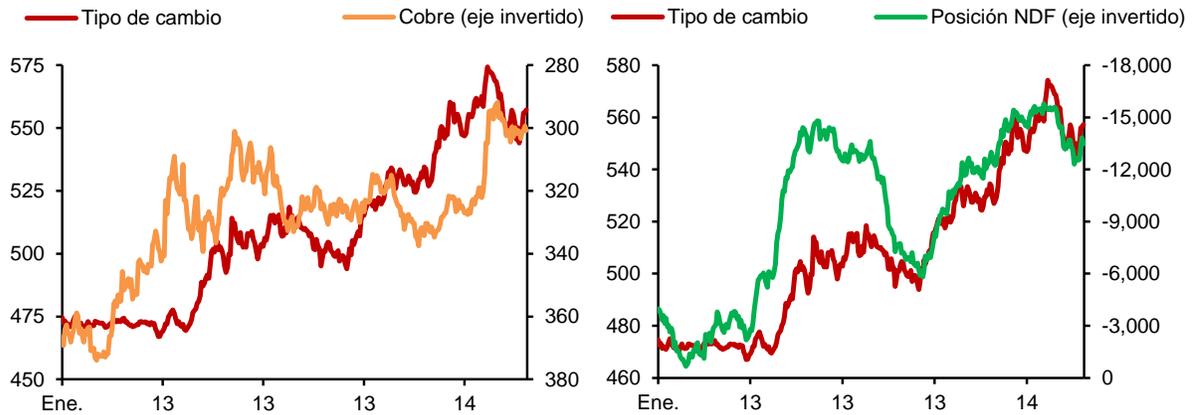
Pero, también a diferencia de muchos otros casos hoy, y del nuestro propio en el pasado, la contrapartida de esta depreciación ha sido la saludable necesidad de rebalancear la composición de la demanda y la actividad. Esto, de forma de privilegiar un crecimiento basado en sectores transables. No ha sido la respuesta al imperativo de ajustar violentamente una cuenta corriente deficitaria por exceso de gastos, o para desincentivar la salida de capitales y mantener una moneda artificialmente fuerte. Por el contrario, las expectativas de relajamiento monetario implícitas en los precios de los activos, que hoy se observan en Chile, son testigo del acomodo macroeconómico en marcha. Por lo mismo, la política monetaria en Chile ha jugado un rol contracíclico, que no solo es evidente al observar la reducción de la TPM en los trimestres recientes, sino que en la generalizada reducción de las tasas de interés de mercado. Al observar el contexto internacional, lo que ha sucedido en nuestro mercado financiero es claramente excepcional (gráficos 7 y 8). La intermediación financiera y el flujo del crédito siguen dándose de forma normal. La política monetaria no ha tenido que poner un freno procíclico para compensar excesos previos, pues ellos no ocurrieron en el caso de Chile.

**Gráfico 5**  
**Depreciación cambiaria 2013-2014 en perspectiva**  
(moneda local por dólar, porcentaje)



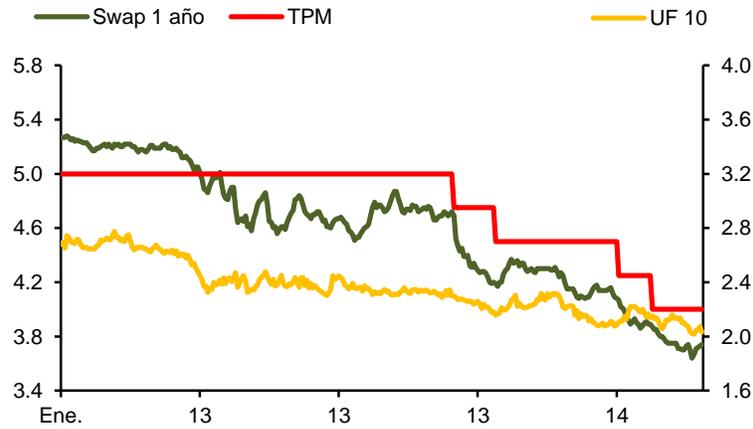
(1) Aumento significa depreciación.  
Fuentes: Banco Central de Chile y *Bloomberg*.

**Gráfico 6**  
**Tipo de cambio y algunos determinantes**  
(pesos por dólar; dólares/libra; millones de dólares)



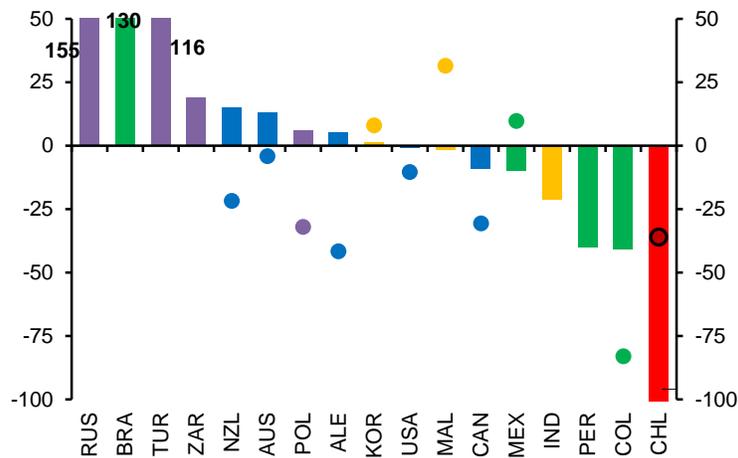
Fuentes: Banco Central de Chile y *Bloomberg*.

**Gráfico 7**  
**Evolución de tasas de interés en Chile 2013-2014**  
 (porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y *Bloomberg*.

**Gráfico 8**  
**Movimientos de tasas de interés 2013-2014 en perspectiva**  
 (puntos base)



- (1) Para Perú, Sudáfrica y Nueva Zelanda se utilizó la tasa a 2 años.
- (2) Los puntos corresponden a las tasas de interés a 10 años plazo, y las barras corresponden a 1 año plazo.

Fuentes: Banco Central de Chile y *Bloomberg*.

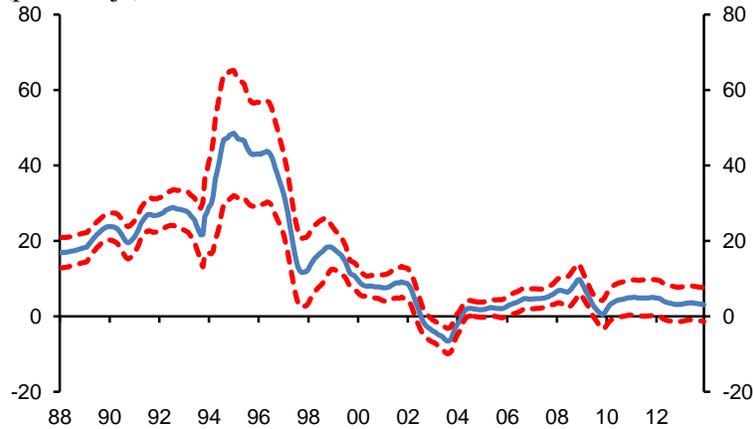
Las condiciones macroeconómicas externas e internas son conducentes a una moderación del ciclo económico, lo que debido al efecto amortiguador del tipo de cambio tiene efectos de corto plazo en la inflación. La política monetaria más estimulativa es congruente con

este escenario. Ahora bien, se ha argumentado que el hecho de que el crecimiento se reduzca y la inflación aumente plantea un dilema para la política monetaria. En mi opinión, ello no es así, debido a que la política monetaria se guía por las perspectivas de mediano plazo de inflación, y no por los movimientos puntuales. De hecho, se podría argumentar que evitar todo ajuste cambiario en el corto plazo, de manera de que la inflación no aumente, redundaría finalmente en presiones desinflacionarias significativas por la generación de holguras de capacidad, y por tanto con una caída en la inflación hacia el mediano plazo.

Por otro lado, se podría pensar que el banco central puede escoger cualquier constelación específica de precios relativos, tasa de interés y tipo de cambio, y que esta sea congruente con la estabilización del ciclo económico y la meta de inflación. Pero ello claramente no puede ser así. Por el contrario, existen límites al accionar de la política monetaria, dados por la credibilidad con que se conduce para lograr un objetivo inflacionario en el horizonte de política. Como se mencionó anteriormente, evaluar de manera precisa cómo es esta credibilidad y cómo evoluciona en el tiempo no es fácil, debido a que la formación de expectativas privadas es un proceso complejo. La política monetaria debe descansar entonces en un proceso de toma de decisiones que sea sistemático y transparente, en particular en la ponderación y evaluación de la información de corto plazo que se va recibiendo. Esta es justamente la forma en que opera el marco de metas de inflación, y la transparencia se manifiesta en la presentación de perspectivas inflacionarias así como en la comunicación del curso más probable para la política monetaria en el escenario de proyección.

La sistematicidad en el proceso de toma de decisiones no es un asunto peregrino. Desde Robert Lucas que sabemos que ello tiene implicancias concretas sobre la forma en que la política monetaria incide en las principales variables. Un ejemplo concreto es el coeficiente de traspaso, es decir, cuánto de la depreciación del tipo de cambio se traduce finalmente en inflación de precios (más allá de los efectos mecánicos de corto plazo sobre algunos bienes y servicios). La evidencia disponible para Chile es que este coeficiente de traspaso se redujo significativamente al flexibilizarse el régimen cambiario e implementarse un esquema de metas de inflación (gráfico 9). Esto ocurrió no solo en Chile, sino también en diversos otros países.

**Gráfico 9**  
**Coefficiente de traspaso tipo de cambio a IPC total en ventanas móviles (1)**  
(porcentaje)



(1) Corresponde al efecto acumulado sobre el IPC de un cambio permanente de 100% en el tipo de cambio nominal.

Fuente: Bertinatto et al. (2014).

Esto muestra que el traspaso de la depreciación a la inflación no es un fenómeno estructural de la economía, sino que responde al accionar de la política monetaria y cambiaria, y cómo ella se incorpora en la formación de expectativas privadas. Cuando el banco central deja de considerar que el tipo de cambio es un ancla fundamental para conducir sus políticas, y este anuncio es creíblemente acompañado por el compromiso con una meta de inflación, las expectativas privadas también dejan de considerar los vaivenes del tipo de cambio como un ancla para su determinación de precios. Como resultado, el coeficiente de traspaso disminuye.

Por supuesto, existen grados de incertidumbre no solo sobre la magnitud efectiva del coeficiente de traspaso, sino sobre la persistencia de los distintos fenómenos que inciden en la macroeconomía. Es por ello que esto tiene que evaluarse permanentemente de manera de poder calibrar de la mejor forma la política monetaria con el objetivo de lograr la meta de inflación.

## Conclusiones

Quince años atrás se comenzó a reformar el esquema de política monetaria y cambiaria en Chile. La mayor flexibilidad cambiaria le ha otorgado grados significativos de libertad a la política monetaria para actuar de manera contracíclica, permitiendo no solo estabilizar el ciclo económico sino también preservar la estabilidad de precios, reflejada en la meta de inflación en torno a 3%. El tipo de cambio juega un rol fundamental en este proceso de

ajuste, y lo que hoy estamos experimentando es un ejemplo más de cómo ocurre este proceso sistemático de toma de decisiones.

La política monetaria ha logrado grados crecientes de autonomía para manejar exitosamente los fenómenos globales de manera contracíclica. En este proceso, destaca el rol central de diversos elementos, tales como la solidez de las cuentas fiscales, el apego a la regla de balance estructural y un sistema financiero bien regulado y supervisado. A pesar de que muchos países emergentes han avanzado en mejorar y flexibilizar sus regímenes monetarios, lo que por ejemplo le permitió a Latinoamérica enfrentar mucho mejor la crisis de 2008 y 2009 que en el pasado<sup>3</sup>, episodios de manejo monetario como el de la crisis asiática siguen jugándose en otras partes del mundo. Gracias a todos los elementos mencionados hemos logrado dejar atrás los manejos procíclicos de la macroeconomía. Ese es un activo que no podemos perder y las MI han demostrado hasta ahora ser la mejor estrategia para conducir la política monetaria.

---

<sup>3</sup> Por ejemplo, ver De Gregorio (2014).

## Referencias

Ball, L. y N. Sheridan (2004). "Does Inflation Targeting Matter?" NBER Chapters, en: *The Inflation-Targeting Debate*, pg. 249-282 National Bureau of Economic Research.

Bertinatto, L., S. Justel, A. Sansón y D. Saravia (2014), "El Traspaso del Tipo de Cambio a los Precios", Minuta citada en *Informe de Política Monetaria* de Marzo 2014, Banco Central de Chile.

Calderón, C. y K. Schmidt-Hebbel (2008). "What Drives Inflation in the World?" Documento de trabajo N° 491, Banco Central de Chile.

Carvalho-Filho, I. (2011). "28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession," B.E. Journal of Macroeconomics, vol. 11.

De Gregorio, J. (2014). *How Latin America Weathered the Global Financial Crisis*. PIIE Press.

Fondo Monetario Internacional (2006). "Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?" Capítulo 4, Panorama Económico Mundial.



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

**DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA • Mayo 2014**