

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

Expectativas, comunicación y la dirección
futura de la política monetaria

Pablo García

N.º 68 Octubre 2019

BANCO CENTRAL DE CHILE





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

Expectativas, comunicación y la dirección futura de la política monetaria*

Pablo García Silva
Consejero
Banco Central de Chile

Octubre 2019

Abstract

Two decades into the implementation of inflation targeting in Chile, this document revisits the relationship between expectations about and communication of future monetary policy. In the analytical framework that underlies the inflation targeting scheme, what matters most is not the communication of specific monetary policy actions, but rather the transparency with which it operates in the face of changing macroeconomic situations. In this context, the document revisits the history of the way the Central Bank has communicated its monetary policy orientation since the year 2000, describing the current scenario and the challenges ahead.

Resumen

A dos décadas de la implementación de las metas de inflación en Chile, este documento revisita la relación entre expectativas y comunicación de la política monetaria futura. En el marco analítico que subyace el esquema de metas de inflación, lo central no es la comunicación de acciones específicas de política monetaria, sino que la transparencia respecto de la manera de ésta frente a situaciones macroeconómicas cambiantes. En este contexto se revisita la historia de cómo el Banco Central ha comunicado la orientación de la política monetaria desde el año 2000, señalando la situación actual y los desafíos futuros.

* Presentación realizada el 25 de septiembre 2019 en la sesión sobre Desempeño y Perspectivas para la Economía Chilena, Investor Conference, Credicorp Capital, Lima, Perú.

El marco de política monetaria basado en metas de inflación que está vigente en Chile cumplió hace poco dos décadas de su adopción. Vale la pena recordar que el 2 de septiembre de 1999 el Consejo del BCCh resolvió “suspender su compromiso con la banda cambiaria” y establecer una meta de inflación de 3% “dentro de un rango de 2 a 4% anual en forma indefinida desde el año 2001 en adelante”. Algunos meses después, el 2 de febrero del 2000, se dio a conocer un nuevo reglamento de funcionamiento del Consejo, con disposiciones relativas a la publicación y calendarización de los Informes y Reuniones de Política Monetaria (IPoM y RPM).

En la implementación de este marco, tanto la comunicación como las expectativas de distintos actores son piezas centrales para la toma de decisiones de política monetaria. Estos son términos que se usan profusamente en nuestras conversaciones cotidianas, y quiero aprovechar esta ocasión para revisar a qué nos referimos con expectativas, comunicación y la relación que existe entre ambas.

Lo que es al mismo tiempo interesante y desafiante del esquema de metas de inflación, es que sus fundamentos conceptuales, reflejados en modelos matemáticos bastante complejos, tienen un paralelo en el relato que nosotros hacemos con el mercado, el público, y audiencias menos especializadas, a través de los IPoM y los comunicados de las RPM. En palabras simples, no hablamos por hablar, sino que intentamos estructurar un relato comprensible, pero al mismo tiempo sólidamente fundamentado en teorías económicas validadas empíricamente. La transparencia para realizar esta labor es un elemento crítico para que dicha comunicación sea eficaz.

En lo que sigue, quiero esbozar algunas de las características de este marco conceptual, y luego realizaré una revisión de nuestra experiencia de los últimos veinte años en términos de comunicar la dirección futura de la política monetaria.

Marco conceptual

La transmisión de la política monetaria opera habitualmente a través de tres canales. Los dos primeros se relacionan con que los cambios en la Tasa de Política Monetaria (TPM) afectan las condiciones de financiamiento interno y el tipo de cambio, lo que incide en el balance entre actividad y demanda agregada, afectando por tanto las holguras de capacidad y las presiones de inflación y de costos. El tercero, el canal de expectativas, se relaciona con que las percepciones sobre la conducción futura de la TPM también impactan en decisiones de más largo aliento y, por tanto, en la inflación futura, la que a su vez afecta la inflación presente vía la determinación de precios y salarios hoy.

En este sentido, tanto o más importante para la evolución de la inflación son las expectativas respecto de la TPM futura. Esto es algo que está bastante establecido tanto teórica como empíricamente, y se refleja en la forma como construimos y usamos

nuestros modelos de proyección. La pregunta que surge naturalmente en este entorno es cómo puede un banco central comunicar dicha evolución futura. Una respuesta posible es dar una trayectoria explícita e incondicional para la política monetaria futura. Es decir, realizar una promesa sobre lo que se hará con la TPM en el futuro. Esta respuesta es sencilla pues es muy fácil de articular y de presentar al público. Pero es generalmente poco apropiada debido a dos razones poderosas. La primera es que el escenario macroeconómico está siempre plagado de riesgos y volatilidades, por lo que tener una estrategia de política al margen de cómo se desenvuelva dicho escenario seguramente será poco eficaz. La política monetaria debe ser flexible para acomodarse a circunstancias cambiantes. La segunda razón es que observadores externos probablemente reconozcan esto, y por tanto le otorguen poca credibilidad a una promesa como la antedicha, lo que afectaría la efectividad con la que el Banco Central se comunica.

La experiencia de la última década muestra que prometer trayectorias específicas de la TPM es un instrumento que posiblemente sea apropiado solo en casos extremos, como cuando se ha alcanzado el límite inferior para la TPM, o cuando hay disrupciones mayores en el mercado financiero que atascan los mecanismos de transmisión. Como sea, la evidencia revela que las promesas son probablemente insuficientes por sí solas, y deben acompañarse de acciones concretas que les den un sustento mayor en estas situaciones extremas. Los relajamientos cuantitativos en el mundo avanzado, o la implementación de medidas no convencionales, como la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) en Chile en el año 2009, son ejemplos de ello.

¿Pero si la comunicación de una cierta trayectoria incondicional de TPM es la forma de afectar expectativas, cómo entonces se puede incidir en este mecanismo de transmisión? Aquí los aportes conceptuales y teóricos de los últimos veinte años son valiosos. En síntesis, estos sugieren que lo que se requiere es una comunicación que enfatice la forma de actuar de la política monetaria para lograr sus objetivos. Es decir, no las decisiones aisladas de política monetaria, sino la forma en que ellas se enmarcan en el contexto macroeconómico actual y esperado, así como las implicancias sobre la política monetaria de posibles desviaciones de dicho contexto macro en el futuro.

La experiencia práctica

Una forma mecánica de llevar a cabo lo anterior, es sencillamente mostrando el conjunto de ecuaciones con los datos asociados que llevan a realizar las proyecciones de un banco central. Habiendo participado en varias etapas del proceso de proyecciones, creo que aunque esto puede ser útil, no es muy práctico ni suficiente por varias razones. La primera de ellas es que la complejidad técnica asociada es bastante alta, puesto que los costos fijos en términos de softwares, manejo de base de datos y equipos altamente calificados, puede ser una barrera excesiva para observadores externos. La segunda; —más

importante —; es que en la implementación de las proyecciones intervienen no solo ingredientes de tipo técnico como los señalados, sino también un conjunto muy amplio de ingredientes de juicio, que se introducen en todas las etapas del proceso. La introducción de dichos ingredientes de juicio es fundamental debido a que nuestro conocimiento de la realidad económica es imperfecto, y siempre es probable que el comportamiento pasado de la macroeconomía frente a diversas noticias, por ejemplo, del ámbito externo, no baste para asegurar que su reacción futura sea la misma.

En este sentido, la experiencia práctica del BCCh en la comunicación de la política monetaria futura en los IPoM presenta un ejemplo útil de los diversos aspectos a considerar.

En una primera instancia, entre los años 2000 y 2003, se privilegió la elaboración de proyecciones bajo el supuesto de que la TPM se mantenía constante por todo el horizonte de proyección. Esto podía ser un supuesto razonable en la medida en que la TPM estuviera cerca de su nivel neutral, y daba grados importantes de libertad al Consejo a la hora de decidir moverla en instancias específicas. De hecho, dicho período presencié un relajamiento monetario bastante inesperado, llegando la TPM hasta 1,75% a principios del 2004. Como claramente una TPM de 1,75% estaba por debajo de cualquier TPM neutral que se pudiera conceptualizar, es fácil darse cuenta de que este supuesto de TPM constante por dos años no solo era irreal, sino que comenzó a provocar problemas concretos en la construcción de proyecciones. En efecto, como hemos reiterado en toda nuestra comunicación pública, el objetivo es que la inflación se ubique en la meta de 3% hacia fines del horizonte de proyección. Ahora bien, ¿cómo se puede compatibilizar razonablemente aquello si como supuesto de trabajo la TPM se mantiene muy desviada de su instancia neutral por un lapso largo de tiempo? A pesar de preservar grados de libertad para las decisiones del Consejo, dicho supuesto comenzó a ser cada vez menos creíble, lo que podía también afectar la credibilidad de la misma comunicación de la política monetaria.

Estas dificultades motivaron un cambio metodológico, que consistió en la introducción de una regla de política monetaria en la realización de proyecciones contenidas en los IPoM. Esta regla reflejaba la evidencia empírica sobre la relación entre TPM efectiva, diferencia entre inflación esperada y la meta de inflación, y la brecha de producto. Como es habitual en los marcos de metas de inflación, encontrar evidencia de que la TPM reacciona a la brecha de producto no se interpreta como un mandato dual para la política monetaria, sino que es un reflejo de que la brecha de capacidad es un determinante importante de la inflación. Alternativamente, otra interpretación es que dado que se puede alcanzar la meta de inflación con una diversidad de reglas, en la práctica se escoge entre aquellas que mejor estabilicen la actividad económica.

Esta nueva metodología se comenzó a comunicar incorporando crecientemente dos conjuntos adicionales de información complementaria. Por un lado, el conjunto de

variables inobservables que encuadran las proyecciones tomó un mayor protagonismo, por lo que se requirió comenzar a ser más explícitos en nuestras presentaciones e IPoMs sobre el nivel y la tasa de crecimiento del PIB potencial, así como de la TPM neutral. Por otro lado, la trayectoria efectiva de la TPM en el escenario base se calificó en términos de su comparabilidad con las expectativas privadas, derivadas de las encuestas o de la curva de mercado. Esto último siempre bajo el paraguas comunicacional de que esta trayectoria para la TPM futura era meramente un supuesto de trabajo, y no un compromiso del Consejo o una proyección de política monetaria futura.

Es interesante notar que este esquema de comunicación se mantuvo por un tiempo prolongado, incluso siendo útil durante la crisis financiera y recesión global, y proveyendo de valiosa información respecto a cómo reacciona el BCCh frente a vaivenes severos de la inflación y del ciclo económico. La política monetaria se complementó, como se mencionó más arriba, con medidas monetarias y financieras no convencionales en 2008 y 2009. A mediados del 2009, al haber alcanzado la TPM su nivel efectivo inferior (que se estimó en 0,5% para nuestra economía), el Consejo señaló que la política monetaria se mantendría de forma extraordinariamente expansiva por un tiempo prolongado. Este mero anuncio sin embargo no fue suficiente para imprimir un mayor estímulo, por lo que para darle una mayor credibilidad se diseñó Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), consistente en créditos interbancarios a seis meses otorgados a tasa fija equivalentes al 0,5% que había alcanzado la TPM. De esta forma el mensaje comunicacional se reforzó con medidas concretas.

A partir de mediados de la década actual, se produjo una serie de fenómenos que, de una u otra manera, han estado detrás de distintos cambios comunicacionales que hemos realizado en el último tiempo, pero sin alterar en lo fundamental el hecho de que para realizar las proyecciones se incorpora una regla de política monetaria estimada empíricamente. Estos fenómenos se pueden resumir en una creciente disposición a revisar, a partir de la información que sí se observa, el juicio que se realiza sobre los parámetros inobservables de la economía chilena. Un primer caso surge en el período 2013 - 2015, cuando se produjo una significativa desaceleración económica y una depreciación del tipo de cambio real. Con el supuesto de que el crecimiento potencial era relativamente alto y constante, esto justificó entonces un relajamiento intenso de la política monetaria, reduciendo la TPM en 200 puntos base. Sin embargo, el hecho de que la inflación se acelerara de manera relevante fue evidencia de que probablemente el nivel del producto potencial era menor al previsto. La separación entre los conceptos de PIB tendencial y PIB potencial, realizada en ese momento, permitió conceptualizar que el crecimiento no inflacionario (potencial) fuera menor por un tiempo, siendo una variable que además se podía revisar con mayor frecuencia e intensidad.

Un ejemplo en la dirección opuesta ha sido la incorporación del fenómeno inmigratorio en las evaluaciones de crecimiento tendencial y potencial durante el 2018. El esfuerzo por entender el mercado laboral de manera más precisa, reconociendo que, por ejemplo, la

tasa de desempleo no es un indicador eficaz de presiones inflacionarias, asunto que además se replica en varias otras economías. En suma, es importante notar que a través del tiempo se han producido cambios relevantes en nuestra visión del crecimiento potencial. (Gráfico 1)

Finalmente, la situación actual presenta la paradoja de que los precios de los activos financieros han indicado, ya por varios años, niveles de equilibrio para las tasas de corto plazo bastante por debajo de lo que modelos estándar de TPM neutral sugieren. Otra forma de reflejar esto es la observación de que las primas por plazo en los mercados de renta fija se encuentran en niveles extraordinariamente bajos, y presentan altos niveles de correlación entre economías. Esto es parte de los elementos que nos han llevado gradualmente a revisar las estimaciones del nivel neutral para la TPM. (Gráfico 2)

La comunicación de la política monetaria actual y los desafíos futuros

En el último tiempo, el BCCh ha implementado diversas modificaciones prácticas en la manera como comunica su política monetaria futura. Por ejemplo, hemos reducido el número de RPM y hemos hecho coincidir cuatro de ellas con los IPoM. De esta manera, en lo concreto hemos reducido la cantidad de hitos comunicacionales de 16 a 8 al año. Esto permite que en cada RPM se considere de manera global el entorno macro, lo que se refleja en comunicados más extensos y con mayor calificación de los distintos elementos que entran en la discusión. La misma extensión de las RPM se ha alargado, a objeto de fomentar una discusión interna más amplia y menos formulaica de los pro y contra de distintas opciones de política monetaria. En cuanto a los IPoM, se ha extendido el análisis de los escenarios de riesgo, en particular en el Resumen y el Capítulo V, de manera de bajar el énfasis de la importancia cuantitativa del escenario base para la toma de decisiones específicas de política monetaria. El uso del balance de proyecciones para señalar que son más probables aquellos escenarios que ubiquen al crecimiento por la parte inferior de nuestro rango, y que ello conlleva efectos en la política monetaria, es otro ejemplo de lo anterior. (Tabla 1)

En la coyuntura actual, cuando hemos informado de una trayectoria de mayor estímulo monetario, aparece como poco pertinente señalar un supuesto de trabajo respecto de la TPM futura, donde todo el énfasis se ubicaría naturalmente en el punto de inflexión y futura convergencia a una TPM neutral. Por lo mismo, estimo que en las circunstancias actuales el concepto de TPM neutral es mejor entenderlo como el nivel de TPM en una economía en estado cíclico neutro más que el nivel de la TPM terminal a un horizonte dado de tiempo.

En lo inmediato, el panel de evaluación externo que revisó nuestro desempeño institucional identifica en su reporte diversas áreas de mejora en nuestro esquema de política monetaria, entre otras áreas. Algunas de estas alineadas con los cambios

mencionados anteriormente, y otras que serán evaluadas oportunamente. Entre las primeras, destaca aumentar la transparencia en la comunicación de escenarios de riesgo, así como la interacción y complementariedad entre el uso de modelos y juicio en la implementación de política monetaria. Entre los segundos, visitar el rol que cumple el rango de tolerancia en nuestra meta de inflación.

Conclusiones

El esquema de metas de inflación ha sido útil para nuestra economía. Una inflación en torno a 3% durante los últimos veinte años, con fluctuaciones cíclicas de la actividad acotadas y sin comprometer la estabilidad financiera, es prueba de que contamos con un esquema monetario flexible y robusto a la vez. (Gráfico 3) Dicha flexibilidad no se manifiesta solamente en cambios en la TPM, sino también en la capacidad de adaptación frente a los distintos cambios estructurales que enfrentamos, algunos de los cuales ejemplifiqué en las secciones anteriores.

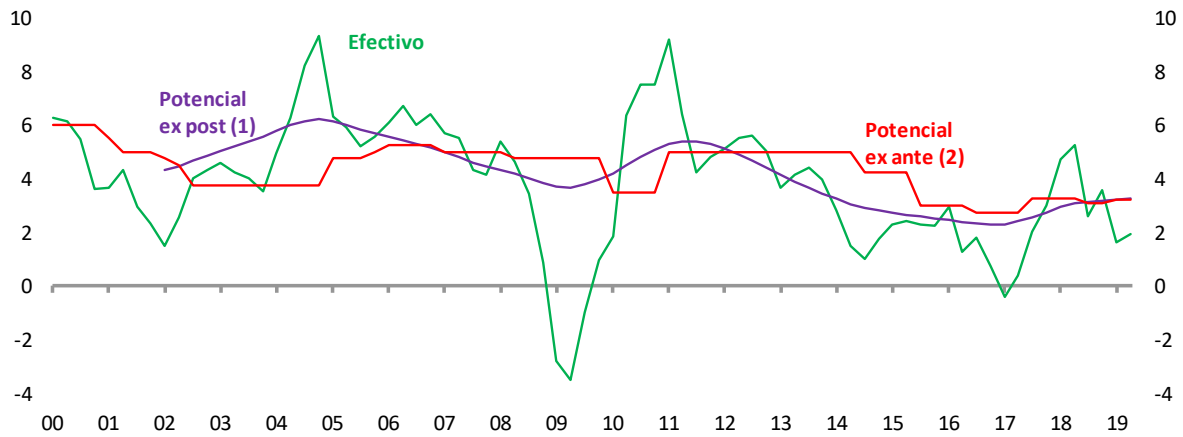
Esta misma capacidad de adaptación, en un entorno macroeconómico que es cambiante e incierto, hace que la comunicación de la trayectoria futura de la política monetaria no sea un asunto trivial. Mecanizar en exceso dicha comunicación quita relevancia al rol del juicio y a la importancia de los riesgos en las evaluaciones de política monetaria que hacemos regularmente. Pero eso significa que debemos recordar siempre que en la rigurosidad de un análisis técnico basado en evidencia empírica sólida radica buena parte de nuestra credibilidad como Banco Central.

Sería incorrecto deducir que esta capacidad de adaptación es resultado de un plan maestro diseñado allá por el año 2000. Más bien, entendemos que una comunicación clara y transparente de la racionalidad de nuestras decisiones y de la justificación de nuestro actuar, es el mejor mecanismo para potenciar una formación razonable de expectativas y afirmar la credibilidad del esquema de metas de inflación.

Gráfico 1

PIB efectivo y potencial

(variación anual, porcentaje)

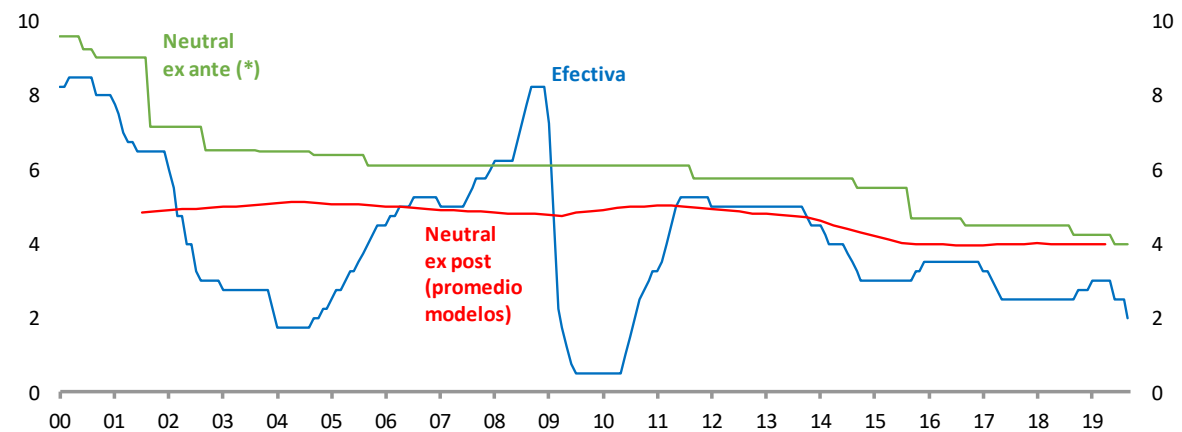


(1) Para detalles metodológicos ver Aldunate *et al.* 2019 (minuta anexa IPoM Junio 2019). (2) Basado en lo reportado en IPoMs de cada septiembre. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2

TPM efectiva y neutral

(porcentaje)



(*) Basado en TPM neutral utilizada en rondas de proyecciones a cada fecha. Fuente: Banco Central de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile.

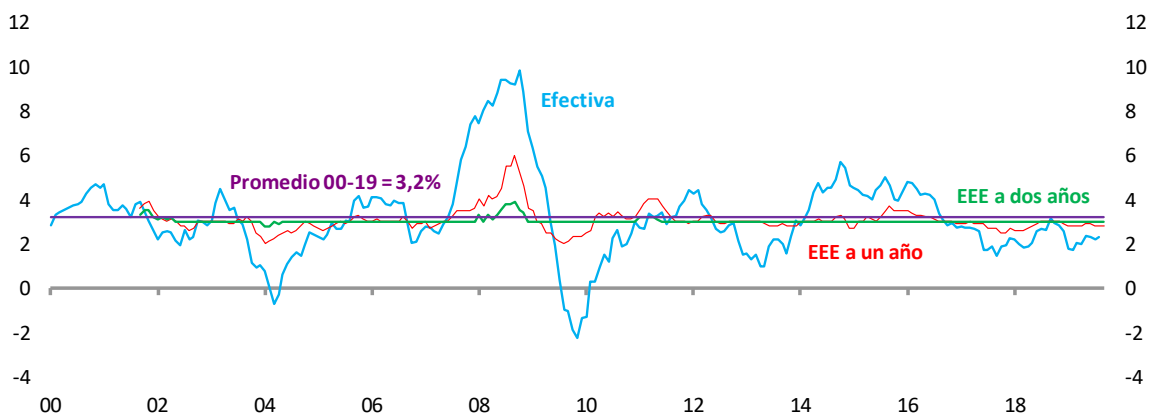
Tabla 1

Escenarios de riesgo

Eventos	Efecto sobre la convergencia inflacionaria	Reacción de política monetaria
Desaceleración del crecimiento del consumo y la inversión	(-)	Mayor estímulo
Demanda responde con mayor fuerza a expansividad de las condiciones financieras	(+)	Menor estímulo

Eventos más extremos	Efecto sobre la convergencia inflacionaria	Reacción de política monetaria
Empeoramiento bastante más profundo de la situación externa	(-)	Estímulo considerablemente mayor
Debilidad del consumo y la inversión limita efectividad de la política monetaria	(-)	Estímulo considerablemente mayor

Gráfico 3
Inflación efectiva y esperada
(variación anual, porcentaje)



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

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2018	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)	
		IPoM Jun.19	IPoM Sep.19	IPoM Jun.19	IPoM Sep.19	IPoM Jun.19	IPoM Sep.19
PIB	4,0	2,75-3,5	2,25-2,75	3,0-4,0	2,75-3,75	3,0-4,0	3,0-4,0
PIB minero	5,2						
PIB no minero	3,9						
Demanda interna	4,7	2,9	2,4	3,8	3,5	3,5	3,6
Demanda interna (sin var. de existencias)	3,9	3,4	3,0	3,9	3,3	3,5	3,6
Formación bruta de capital fijo	4,7	4,5	4,0	5,1	4,0	4,1	4,1
Consumo total	3,7	3,1	2,7	3,5	3,1	3,4	3,4
Exportaciones de bienes y servicios	5,0	0,6	-1,3	3,6	1,6	2,7	2,2
Importaciones de bienes y servicios	7,6	0,6	-1,9	4,3	2,3	2,7	2,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,1	-2,9	-3,3	-2,8	-3,1	-2,8	-2,6
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	19,6	19,9	19,3	20,2	19,9	20,5	20,6
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	21,3	21,8	21,9	22,1	22,1	22,3	22,1

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Inflación (1)

(variación anual, porcentaje)

	2018	2019 (f)	2020 (f)	2021 (f)
Inflación IPC promedio	2,4	2,2	2,7	3
Inflación IPC diciembre	2,6	2,7	2,8	3,0
Inflación IPC en torno a 2 años (2)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	1,9	2,2	2,5	2,9
Inflación IPCSAE diciembre	2,3	2,5	2,7	3,0
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (2)				3,0

(1) Para el 2018, corresponde a la variación anual obtenida con la canasta 2013=100. A partir del 2019 se utiliza la canasta 2018=100, por lo que las cifras no son estrictamente comparables con las de años previos.

(2) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2021.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



BANCO CENTRAL
DE CHILE