



DIVISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

El corredor de TPM: Aspectos técnicos de la comunicación de trayectoria esperada de la tasa de política monetaria en el Banco Central de Chile

Abril 1 de 2020

Elías Albagli
Andrés Fernández
Benjamin García
Mariana García
Mario González

1 Introducción

A partir del informe de política monetaria (IPoM) de abril de 2020, el Consejo del Banco Central de Chile (BCCh) adopta una nueva herramienta de comunicación: el corredor de tasa de política monetaria. Esta herramienta muestra una banda de proyección para la tasa de política monetaria (TPM) coherente con el *escenario base*. Este incluye tanto el *escenario central* de proyecciones, como aquellos *escenarios de sensibilidad* cuyas implicancias en el crecimiento de la actividad y demanda sean coherentes con el rango de proyecciones de cada IPoM, pero que podrían requerir distintas trayectorias de política monetaria (PM) para lograr la convergencia de la inflación en el horizonte de política.

Este documento expande por sobre el recuadro correspondiente publicado como parte del IPoM de abril de 2020 para entregar más detalles técnicos sobre la construcción e interpretación del corredor de TPM.

2 La importancia de la comunicación de la política monetaria

La visión de cómo los bancos centrales deberían comunicar sus decisiones de PM ha cambiado en forma importante en años recientes, y hoy se entiende la comunicación de PM como una herramienta clave para aumentar su efectividad: en la medida que los agentes económicos entiendan la racionalidad de las decisiones tomadas por el banco central, estas serán más fáciles de predecir, alineando la estrategia de PM comunicada con la prevalente en la curva de rendimientos. En línea con estos desarrollos, el BCCh remarca la importancia de



la comunicación y transparencia como pilares claves en la reciente actualización de su marco de PM^{1/}.

En la literatura relacionada, el contenido de la comunicación que un banco central entrega al público suele dividirse en tres grandes áreas: a) El marco de política que rige su comportamiento, incluyendo los objetivos y la estrategia de la PM; b) la visión del banco central sobre la situación económica actual; y c) las decisiones de PM y su justificación^{2/}.

Los objetivos de la PM suelen ser estables en el tiempo, cuantificables, bien definidos, y claramente comunicados. La visión de los bancos centrales acerca de la situación económica y sus perspectivas futuras suele ser publicada en lo referido a la actividad, los componentes de la demanda, y la evolución de la inflación. En general, los países con metas de inflación son los que entregan mayor información respecto a sus proyecciones, contenidas en informes publicados en forma regular. Por último, las decisiones de política suelen publicarse el día que se toman, explicando su coherencia con la lectura del escenario macro.

Muchos bancos centrales entregan, adicionalmente, alguna guía respecto a las trayectorias futuras de tasas de interés, lo que se conoce como *forward guidance*. La mayoría entrega una descripción de lo que estima serán sus decisiones futuras dadas las proyecciones que tienen respecto de inflación y actividad. Otros bancos centrales entregan proyecciones numéricas para la trayectoria esperada de tasas.

Con la proyección para la trayectoria de TPM del corredor, el BCCh se suma a este último grupo de bancos centrales, adaptando la práctica internacional al marco propio de comunicación de política monetaria que se ha implementado en las últimas décadas. El corredor de TPM contiene elementos que lo diferencian de las metodologías empleadas por estos otros bancos centrales al presentar sus proyecciones. Este documento tiene por objetivo el describir en detalle la metodología empleada en la construcción del corredor.

^{1/} Ver Banco Central de Chile (2020).

^{2/} Ver Blinder et al, (2008). Acá se subraya el que se debería propender, entre otros, por que la estrategia de comunicaciones del banco central no lleve a aumentos en la volatilidad del mercado financiero.



3 Beneficios y desafíos del *forward guidance*

La literatura económica destaca dos grandes beneficios de una política de *forward guidance* en la que se describen posibles trayectorias de tasas futuras de política: a) mayor claridad para transmitir a los agentes de mercado su visión del entorno macroeconómico y la función de reacción de PM a cambios de escenarios; y b) mayor consistencia en la comunicación del análisis interno de los bancos centrales.

Respecto a lo primero, se debe destacar que la PM actúa en la economía al influir no solo en el valor de las tasas de mercado de muy corto plazo, sino también –y principalmente– en la trayectoria esperada reflejada en la curva de rendimientos. De esta forma, una PM será más fácil de entender y anticipar por el mercado en la medida que la comunicación de esta política sea capaz de describir cuales son los escenarios macroeconómicos posibles que considera para el futuro, la racionalidad detrás de cada uno, y la forma en que el banco central reaccionaría a cada uno de ellos.

El segundo beneficio --mejorar la consistencia de la comunicación del análisis interno-- se genera al facilitar que el escenario macroeconómico comunicado sea consistente con la trayectoria informada sobre la evolución probable de la tasa de interés, reforzando con ello la capacidad de rendición de cuentas (*accountability*) de los Bancos Centrales. Esto es particularmente importante en esquemas como el adoptado por el BCCCh, dónde un pilar del marco de PM es que la inflación proyectada esté en 3% en un horizonte de hasta 2 años y, por ende, la senda de TPM debe ser tal que este objetivo se cumpla. En otras palabras, se busca comunicar no solo cómo evolucionará la convergencia de la inflación, sino también la estrategia de PM que hace posible dicha convergencia, para distintos escenarios macroeconómicos.

Hay, sin embargo, desafíos que deben sortear aquellos bancos centrales que deciden publicar sendas de PM en forma explícita. En el plano interno, la definición de la trayectoria a comunicar puede ser difícil de consensuar, en especial en presencia de cuerpos colegiados. En el plano comunicacional, el principal desafío está en informar adecuadamente al mercado que lo que se está publicando es una trayectoria proyectada de acuerdo a supuestos sobre el escenario macro futuro, pero que *en ningún caso se trata de un compromiso*. La variedad de estrategias posibles para enfrentar estos desafíos explica que, en la práctica, distintos bancos centrales se hayan inclinado por estrategias diferentes en términos de su *forward guidance*.



4 Experiencia internacional

Son varios los bancos centrales que han decidido publicar de manera explícita y habitual sus trayectorias esperadas de tasas. El primero a partir de junio de 1997, fue el Banco Central de Nueva Zelanda. A este lo han seguido los Bancos Centrales de Noruega (desde noviembre 2005), Suecia (desde febrero 2007), Islandia (desde marzo 2007), Israel (desde julio 2007) y República Checa (desde enero 2008). También hay instituciones que entregan proyecciones de forma no sistemática, en especial durante y después de la gran recesión de 2008-09. Dentro de estos se encuentran el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Canadá, y la Reserva Federal de EE.UU. (FED).

En general, existe bastante heterogeneidad en la forma en que distintos bancos centrales han decidido comunicar sus trayectorias de tasas futuras. Por ejemplo, los Bancos Centrales de Islandia, Israel y República Checa comunican una única trayectoria de política monetaria, pero esta corresponde a la proyección que hace su *staff* económico, y no al acuerdo de sus Consejos. En el caso de la FED, los informes de política monetaria son acompañados de proyecciones explícitas de las tasas de política monetaria por parte de cada uno de sus integrantes (en forma anónima) –los llamados *Fed dots*--, en un contexto en el cual algunos de sus participantes cambian de una reunión a otra, y por tanto no constituyen una proyección de consenso dentro del cuerpo colegiado.

5 Estado actual de la comunicación de política monetaria en el BCCh

Actualmente, los distintos canales de comunicación con que cuenta el Banco Central de Chile son: comunicados de PM, minutas de las reuniones de PM, IPoM, Informes de Estabilidad Financiera y presentaciones de miembros del Consejo. La comunicación más frecuente, cuantificable y directa respecto a las decisiones de PM es el comunicado que da a conocer la decisión adoptada en cada reunión. Dependiendo de la coyuntura específica, ésta puede ser acompañada de un sesgo de PM --comunicando la visión del Consejo respecto a la dirección de los movimientos más probables en el corto plazo. La segunda comunicación más frecuente es el IPoM. Este describe de forma detallada el estado actual y distintos



escenarios de proyección tanto para la economía internacional como la local, con especial atención a la evolución de la actividad, demanda, y la dinámica de la inflación.

Históricamente, los IPoM han incluido referencias respecto a la trayectoria de PM que se considera más probable. Sin embargo, a juicio del Consejo existen dos espacios de mejora principales respecto a la estrategia actual de comunicación de la TPM. En primer lugar, la referencia a las tasas futuras no siempre sigue el mismo patrón. Por ejemplo, es frecuente contrastar la trayectoria del escenario central de proyecciones con la TPM implícita en la curva *swap*. No obstante, en ocasiones donde estas trayectorias se alejan, el Consejo ha optado por estrategias distintas de comunicación –por ejemplo, refiriéndose a un número aproximado de alzas durante el próximo año, o a movimientos condicionados al cierre de la brecha o la convergencia de la inflación. La nueva estrategia busca dar una comunicación más estandarizada, de manera de minimizar posibles confusiones derivadas del cambio de mensaje.

En segundo lugar, y quizás más importante, señalar una única senda de TPM asociada al escenario central tiene el inconveniente de desconocer que existen varias trayectorias compatibles con el escenario central, y omite además otras posibles trayectorias asociadas a escenarios de sensibilidad cuya probabilidad de ocurrencia puede ser comparable a la del escenario central. De esta manera, la nueva estrategia de comunicación del *Corredor de TPM* busca enfatizar el carácter condicional de las decisiones del Consejo, privilegiando la comunicación de un rango de trayectorias asociadas a los distintos escenarios considerados más plausibles.

6 El corredor de tasa de política monetaria

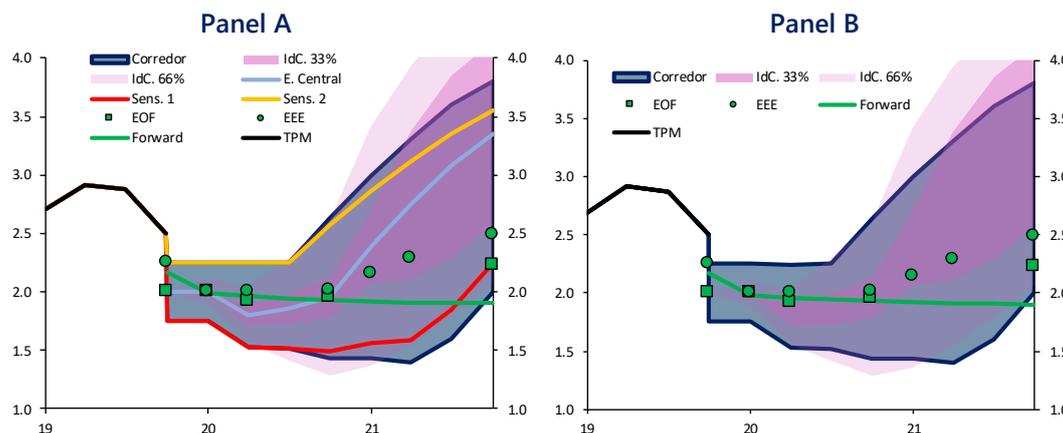
Ponderando las distintas consideraciones descritas, el Consejo del BCCh ha decidido implementar una política de comunicación más explícita de posibles trayectorias futuras para la TPM, bajo el convencimiento que esta medida aportará a comunicar la racionalidad de las decisiones de PM, potenciando su efectividad y rendición de cuentas al público.

Para transparentar la forma como se construye el corredor de TPM, la figura 1 recrea el corredor que hubiese operado en el IPoM de septiembre del 2019. La figura presenta dos paneles. En el primero (A) se presentan todos los insumos con los que se construye el corredor. El segundo (B) muestra la forma que el corredor habría tomado en dicho IPoM de



haberse publicado. Finalmente, la figura también incorpora las trayectorias de TPM que el mercado esperaba en ese momento via las encuestas EEE y EOF, así como las que provenían de la curva forward de TPM.

Figura 1: Construcción del corredor de tasas: IPoM de septiembre de 2019



Nota: El panel izquierdo muestra las trayectorias de TPM para las distintas sensibilidades que conformaron el escenario base en el IPoM de Septiembre de 2019. El panel derecho muestra el corredor como se hubiese publicado en dicha oportunidad.
Fuente: Banco Central de Chile (2020)

La figura 1 enfatiza la incertidumbre existente en cuatro dimensiones: a) la lectura inicial de la economía, b) los desarrollos futuros del escenario macroeconómico y su impacto en la convergencia de la inflación, c) el nivel de equilibrio de largo plazo de la TPM, la llamada TPM neutral, y d) la incertidumbre histórica de la proyección de TPM. Como se describe a continuación, el corredor de TPM es el área gris de esa figura y recoge las tres primeras fuentes de incertidumbre. El área rosada que la acompaña recoge la cuarta fuente de incertidumbre.

Respecto a la primera dimensión, el rango inicial del corredor se construye con las opciones de política monetaria discutidas por el Consejo del BCCh en la RPM del IPoM correspondiente. En efecto, para una determinada combinación de datos coyunturales, no existe una única interpretación respecto del punto de partida de la economía –por ejemplo, la fortaleza de la demanda, o la presencia de elementos transitorios en actividad y/o inflación que pudieran revertirse en pocos meses. De esta forma, distintas decisiones de PM pueden bien ser justificadas por visiones diferentes respecto a la evolución más probable del escenario macroeconómico en trimestres venideros. Por otra parte, existen distintos riesgos para la convergencia inflacionaria que en determinadas situaciones puedan aconsejar decisiones distintas de política, incluso para un mismo escenario de proyecciones.



Consecuentemente, en general existe más de una opción de PM que es coherente con la información disponible y la evaluación de riesgos que hace el Consejo, ya sea en forma individual o colectiva. En la figura 1, Panel A, este punto de partida está representado por las tres opciones de política discutidas en la RPM de septiembre de 2019: reducción de la TPM de 2.5 a 2.25%; reducción a 2%; y reducción a 1.75%.

Respecto de la segunda dimensión –los cambios en el escenario macroeconómico–, el rango del corredor a lo largo del horizonte de PM comunica los contornos de la TPM que podrían esperarse en la medida que se materialicen escenarios de sensibilidad distintos a la trayectoria de TPM asociada con el escenario central de proyecciones que recoge las preferencias del Consejo (línea negra sólida en Panel A). De esta forma el corredor describe las posibles estrategias de implementación consistentes con el escenario base. Los escenarios de sensibilidad corresponden a trayectorias macroeconómicas alternativas que son coherentes con una expansión de la actividad dentro de los rangos de crecimiento proyectados en cada informe. En la Figura 1, panel A, se muestran dos sensibilidades (S1 y S2) que sirvieron para delinear estos contornos. La primera (S1) era consistente con un escenario en el cual la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política requería que la TPM se redujera a 1.75% y continuaba entre ese nivel y 1.5% por varios meses. La segunda sensibilidad (S2), por el contrario, consideraba un escenario en la que el impulso monetario requerido era menor y la TPM debía reducirse sólo a 2.25%. Cabe subrayar que, en la práctica, el corredor no presenta las distintas trayectorias específicas de cada escenario de sensibilidad, sino que corresponde a su envolvente superior e inferior. Esta decisión se tomó para reforzar la idea que trayectorias específicas no deben asociarse a un compromiso de sendas particulares de TPM (Panel B de la Figura 1).

Trayectorias de TPM por fuera del corredor de TPM, si bien posibles, son consideradas menos probables, y corresponden a los *escenarios de riesgo* más extremos, que también se explican en los capítulos correspondientes de cada IPoM.

La tercera dimensión de incertidumbre –la *TPM neutral* o de largo plazo—se incorpora estudiando los mismos escenarios de sensibilidad, pero asumiendo los valores superior e inferior del rango de TPM neutral (3,75% y 4,25%) como punto de referencia para evaluar la expansividad de la PM. Cabe mencionar que las proyecciones se realizan para que la inflación converja a la meta de 3% dentro del *horizonte de política* –dos años-. Si bien la TPM



también debe converger a su nivel neutral en la proyección, esto puede ocurrir más allá del *horizonte de proyección*.

Finalmente, la cuarta dimensión que se busca transparentar está asociada con la incertidumbre histórica de la proyección de TPM y que está relacionada a múltiples causas como la correcta especificación de los modelos de pronóstico empleados, los posibles cambios en parámetros estructurales (por ejemplo, el crecimiento tendencial), desviaciones de la regla de política que los modelos incorporan, shocks futuros, etc. Este tipo de incertidumbre se cuantifica calculando la variabilidad histórica de la trayectoria efectiva de la TPM a distintos plazos. Las áreas rosadas de la Figura 1, panel A, documentan esta variabilidad sumándola a la trayectoria de TPM asociada con el escenario central (panel B de la figura). Estas muestran los intervalos de confianza a 33% y 66%. Cabe subrayar que dichas áreas no necesariamente coinciden con el área gris del corredor de TPM, pues las primeras reflejan la ocurrencia de variabilidad promedio en la historia, y no los escenarios de sensibilidad que el Consejo considera pertinente en cada ocasión y que se materializa con el corredor.

6.1 La TPM mínima efectiva

Por último, es importante subrayar que el corredor presentado en el capítulo V del IPoM de abril de 2020 incorpora la *TPM mínima efectiva* o *effective lower bound*, como normalmente se le conoce en la literatura especializada. Esta es un parámetro estructural, tal como lo son la TPM neutral, y los crecimientos tendencial y potencial de la economía chilena, y que el Consejo del BCCh periódicamente evalúa.

En esta oportunidad, al igual que el 2009, el Consejo estima que el valor actual de la TPM mínima efectiva es de 50 pb, por ser este el que permite seguir con un funcionamiento adecuado de los mercados monetarios^{3/}. Sin perjuicio que dicho valor pueda ser reevaluado en el futuro. Por esta razón, la masa del corredor presentado en el IPoM de abril de 2020

^{3/} El mercado monetario es gestionado por diversos administradores que compiten entre sí y con la banca. Entre otros, ofrecen instrumentos de inversión de rápida salida que permiten satisfacer las necesidades inmediatas de caja de hogares y empresas, pudiendo retirar sus fondos al día siguiente. Al vender estos instrumentos, podría haber diferencias de precio que es necesario cubrir. Por lo anterior, a medida que la TPM se acerca a cero, la probabilidad que empresas y hogares tengan pérdidas se acrecienta. Para mantener en funcionamiento este mecanismo, el Consejo estima que la TPM mínima efectiva es 0,50%. Ello no impide que este parámetro pueda ser revisado en el futuro.



está concentrada en este valor por un horizonte futuro determinado. Esto no sucede con el corredor ilustrativo de la figura 1, asociado con el IPoM de septiembre de 2019, en la medida que en esa oportunidad ninguna de las trayectorias de TPM asociadas con el escenario central o alternativos cruzaba el umbral de la TPM mínima efectiva. En el corredor del IPoM de abril de 2020, este umbral sí se cruza.

6.2 Construcción de los distintos elementos del corredor

La construcción del corredor requiere de distintos insumos, cuya elaboración se describe a continuación:

- Trayectorias de TPM: Cada escenario de proyección se elabora a partir de la combinación de las proyecciones de distintos modelos económicos junto con el juicio del Consejo y del staff económico del BCCh. El Banco utiliza principalmente 2 modelos macroeconómicos de equilibrio general para la elaboración de sus proyecciones: el modelo estructural XMAS, descrito en García, Guarda, Kirchner y Tranamil (2019), y el modelo semi-estructural MSEP, descrito en Arroyo, Bullano, Fornero y Zúñiga (2020). Ambos modelos consideran una trayectoria para la TPM consistente con la proyección para el resto de las variables macroeconómicas. El supuesto de trabajo de estos escenarios considera una trayectoria para la tasa de interés tal que la inflación converja a la meta de inflación dentro del horizonte de política definido en el Marco de Política Monetaria (ver Banco Central de Chile, 2020). La trayectoria de tasas elegida para cada uno de los distintos escenarios recoge además las preferencias del Consejo en cuanto a las distintas estrategias de implementación que son consistentes con la convergencia inflacionaria dentro del horizonte de política.
- Incertidumbre sobre la TPM neutral: Adicional a la incertidumbre dada por las distintas sensibilidades que conforman el escenario base, los contornos del corredor incorporan la incertidumbre en torno al nivel de convergencia de la TPM, determinado por la TPM neutral, que el Consejo considera que se ubica en un rango entre 3,75% y 4,25%⁴. Para la construcción del corredor se considera que esta incertidumbre es gradualmente relevante

⁴ Aldunate et al. (2019) entrega detalles de la más reciente estimación de la TPM neutral.



a partir del segundo año de proyección. En particular, la incertidumbre derivada de la estimación de la tasa neutral se incorpora al corredor de la siguiente manera:

- Entre los trimestres 1 a 4, los supuestos de trabajo para la trayectoria de la TPM no consideran incertidumbre adicional por tasa neutral.
- Entre los trimestres 5 a 8, los supuestos de trabajo para la trayectoria de la TPM consideran una incertidumbre, tanto al alza como a la baja, que crece linealmente entre 0 y 0.25%.
- Desde el trimestre 9 en adelante la incertidumbre se mantiene constante en 0.25% al alza y 0.25% a la baja, su nivel estimado para el mediano plazo.

Adicionalmente, el contorno del corredor se encuentra truncado a la baja por la TPM mínima efectiva, parámetro estructural que el BCCh estima en 0.5%.

- Fancharts: Adicionalmente al corredor, la estrategia de comunicación sobre los supuestos de trabajo para trayectoria futura de TPM considera *fancharts* análogos a los que se utilizan para comunicar la incertidumbre relativa a las proyecciones de PIB e inflación. Estos *fancharts* se construyen a partir de la raíz del error cuadrático medio de las proyecciones de TPM del escenario central para los IPoMs desde 2010 a la fecha. En particular, las distintas bandas del *fanchart* representan intervalos de confianza de 33% y 66%. Esto quiere decir que, si se mantuvieran los niveles de variabilidad históricos de la TPM, sería esperable que un tercio del tiempo la TPM se ubicara dentro de la banda interior, y que dos tercios de las veces la TPM se ubicara entre los límites superiores e inferiores de la banda exterior.

7 Preguntas y respuestas sobre el corredor de TPM

Con el objeto de clarificar posibles dudas respecto del corredor de TPM y su interpretación, en esta sección se detallan una serie de preguntas y respuestas que pueden ayudar a comprender de mejor forma la naturaleza de este nuevo instrumento comunicacional del BCCh.

- ¿Por qué el banco está implementando este cambio?: Para seguir mejorando en su política de comunicación y transparencia que se basa en los comunicados de las RPM, las minutas de RPM, los otros contenidos del IPoM, los IEF, y las varias presentaciones que realizan los consejeros.



- ¿Qué busca el BCCh con el corredor?: Dar mayor claridad para transmitir a los agentes de mercado su visión del entorno macroeconómico y la función de reacción de la PM. También se busca tener mayor consistencia en la comunicación del análisis interno del BCCh.
- ¿Cómo se elabora el corredor?: Con el contorno de las posibles trayectorias de TPM asociadas con el escenario central y con aquellos escenarios de sensibilidad que se estima poseen una probabilidad de ocurrencia comparable con la del escenario central. Todas estas trayectorias cumplen con el objetivo de entregar una inflación proyectada en 3% en un horizonte no mayor a dos años, lo cual es uno de los pilares del Marco de Política Monetaria del BCCh.
- ¿Por qué no dar una sola trayectoria (una sola línea)? El Consejo estima más apropiado enfatizar el carácter condicional de sus decisiones, privilegiando la comunicación de un rango de trayectorias asociadas al conjunto de escenarios considerados como más plausibles.
- ¿El ancho del corredor señala que existe un compromiso del Consejo de que la TPM se sitúe dentro de este en el futuro?: No se puede entender al corredor como un compromiso del Consejo. Más bien, este refleja las posibles trayectorias que seguiría la TPM si se materializan los escenarios más probables. Si se dan cambios considerables en el entorno macroeconómico, es posible observar trayectorias que, ex post, se encuentren por fuera del corredor.
- ¿Es el BCCh el único banco central en hacer algo como el corredor? Con el corredor de TPM, el BCCh se suma a una lista creciente de bancos centrales que entregan proyecciones cuantitativas de TPM. En la práctica, cada banco ha encontrado su propia forma de hacerlo. El Consejo estima que el corredor es la forma apropiada de proveer al mercado esta proyección.
- ¿Qué determina el ancho del corredor?: El ancho del corredor –el rango del área gris- lo determina el grado de incertidumbre que enfrenta el Consejo del BCCh en sus proyecciones. En particular, el corredor enfatiza la incertidumbre existente en tres dimensiones: a) la lectura inicial de la economía, b) los desarrollos futuros del escenario macroeconómico y su impacto en la convergencia de la inflación, y c) el nivel de equilibrio



de largo plazo de la TPM, la llamada TPM neutral. La figura del corredor muestra así mismo un área rosada que refleja la incertidumbre histórica de la proyección de la TPM.

- ¿Qué significa un corredor que, en un período particular, no posea amplitud y se mantenga constante por un tiempo? ¿Quiere decir esto que el consejo ya decidió lo que va a hacer los próximos meses?: Un corredor sin amplitud se interpreta como que todos los escenarios que constituyen el escenario base consideran la misma trayectoria de tasas durante un período en particular. Esto no es un compromiso por parte del Consejo del BCCh. El escenario base se elabora bajo unos escenarios macroeconómicos particulares. Si estos escenarios ex post cambian, es de esperar que la trayectoria de TPM cambie también.
- ¿Por qué el corredor no llega más abajo de 0,5%?: El corredor incorpora la TPM mínima efectiva. Esta es un parámetro estructural, tal como lo son la TPM neutral, y los crecimientos tendencial y potencial de la economía chilena, y que el Consejo del BCCh periódicamente evalúa. En esta oportunidad, el Consejo ha estimado que el valor actual de la TPM mínima efectiva es de 50 pb. Por debajo de este valor se estima que los beneficios de aumentar el impulso monetario pueden ser menores a los costos. Los beneficios se manifiestan a través de una mayor expansividad de la PM. Sin embargo, también hay costos. El mercado monetario es gestionado por diversos administradores que compiten entre sí y con la banca. Entre otros, ofrecen instrumentos de inversión de rápida salida que permiten satisfacer las necesidades inmediatas de caja de hogares y empresas, pudiendo retirar sus fondos al día siguiente. Al vender estos instrumentos, podría haber diferencias de precio que es necesario cubrir. Producto de lo anterior, a medida que la tasa se acerca a cero, la probabilidad que empresas y hogares tengan pérdidas se acrecienta. Para mantener en funcionamiento este mecanismo, el BCCh estima que la tasa mínima es 0,5%. Es importante subrayar que, al igual que los otros parámetros estructurales de la economía chilena que el Consejo del BCCh periódicamente evalúa y actualiza, la TPM mínima efectiva también podría cambiar ante cambios en los fundamentos macroeconómicos que la determinan.
- ¿Puede ser contraproducentes realizar este cambio comunicacional en un momento de incertidumbre?: El Consejo estima que aumentar el grado de comunicación sobre sus posibles políticas futuras y las variables que las determinan es de especial importancia en momentos de alta incertidumbre como los actuales, debido a los posibles efectos



económicos de la propagación del COVID-19, en la medida que reduzca la incertidumbre sobre la continuidad del estímulo monetario actual.

8 Conclusiones

El Banco Central de Chile, en su agenda para avanzar hacia una mayor transparencia, ha ido modificando su estrategia de comunicación de la PM, en línea con las mejores prácticas a nivel internacional. Como un paso más en este proceso, se introduce el concepto del corredor de TPM, que ilustra las trayectorias de PM consideradas como más probables. El hecho de comunicar un rango de trayectorias en lugar de una trayectoria puntual busca enfatizar que la toma de decisiones se realiza bajo incertidumbre respecto de múltiples dimensiones, las cuales pueden llevar a modificar la trayectoria de política. En este sentido, el Consejo busca comunicar la orientación general de PM que se desprende de cada coyuntura, al tiempo de resaltar la condicionalidad de sus decisiones a la materialización de distintos escenarios futuros.

9 Glosario

A continuación, se explicitan algunos conceptos relevantes para el entendimiento e interpretación del corredor de tasas de interés:

- Escenario central de proyecciones: Se define como aquel escenario al cual el consejo le asigna una probabilidad mayor de ocurrencia.
- Escenarios de sensibilidad: Escenarios alternativos a los cuales el consejo le asigna probabilidad de ocurrencia comparable con el del escenario central.
- Escenario base: Incluye tanto al escenario central de proyecciones, como a aquellos escenarios de sensibilidad cuyas implicancias en el crecimiento de la actividad y demanda sean coherentes con el rango de proyecciones de cada IPoM, pero que podrían requerir distintas trayectorias de PM para lograr la convergencia de la inflación en el horizonte de política.
- Escenarios de riesgo: Considerados por el Consejo como menos probables, corresponden a los más extremos, y se explican en los capítulos correspondientes de cada IPoM.
- Horizonte de política: De acuerdo con el marco de política monetaria del BCCh, este periodo es de dos años a partir del momento en que se realizan proyecciones. Es durante



este periodo que la inflación debe converger a su meta. La TPM proyectada debe ser entonces consistente con este objetivo.

- Horizonte de proyección: Periodo para el cual se realiza la proyección macroeconómica con los modelos empleados por el BCCh. Normalmente este periodo es de tres años.
- TPM neutral: Se define como aquella tasa que es coherente con un PIB en su nivel de equilibrio de largo plazo, una vez que los efectos de los shocks transitorios en la economía se han disipado, y con una inflación que se ubica en la meta de 3%. La tasa de interés neutral es uno de los parámetros estructurales que el Consejo utiliza para la evaluación del estado actual de la economía, sus perspectivas y para la calibración de la política monetaria. La política monetaria se considera expansiva (contractiva) cuando la TPM es inferior (superior) a la TPM neutral.
- TPM mínima efectiva: El *effective lower bound*, como normalmente se le conoce en la literatura especializada, es un parámetro estructural, tal como lo son la TPM neutral, y los crecimientos tendencial y potencial de la economía chilena, y que el Consejo del BCCh periódicamente evalúa. En esta oportunidad, al igual que el 2009, el Consejo estima que el valor actual de la TPM mínima efectiva es de 50 pb, al ser este el que permite mantener un funcionamiento adecuado de los mercados monetarios. Sin perjuicio de lo anterior, dicho valor puede ser reevaluado en el futuro.



10 Referencias

Aldunate, R., Bullano, F., Canales, M., Contreras, G., Fernández, A., Fornero, J., García B., García, M., Peña, P., Tapia, M., y Zúñiga, R. (2019). *Estimación de Parámetros Estructurales de la Economía Chilena*, Mimeo, Banco Central de Chile.

Aroyo, F., Bullano, F., Fornero, J., y Zúñiga, R. (2020). *Semi-Structural Forecasting Model* (No. 866). Banco Central de Chile.

Banco Central de Chile (2020). *La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación*.

García, B., Guarda, S., Kirchner, M., y Tranamil, R. (2019). *XMAS: An extended model for analysis and simulations* (No. 833). Banco Central de Chile.

Blinder, A., Ehrmann, M., Fratzscher, M., de Haan, J., y Jansen, D. (2008). "Central Bank Communication and Monetary Policy: a Survey of Theory and Evidence," *Journal of Economic Literature*, 46(4): 910–945.

Ehrmann, M., y Fratzscher, M. (2009) "Purdah-On the Rationale for Central Bank Silence around Policy Meetings," *Journal of Money, Credit and Banking*, Blackwell Publishing, 41(2-3), 517-528.