

Recuadro: **Actualización del Marco de Política Monetaria**

El Banco Central de Chile desarrolla su política monetaria bajo un esquema de metas de inflación, que es utilizado en forma parcial desde 1990 y adoptado en plenitud a partir de septiembre de 1999, fecha en que también se adoptó un régimen de tipo de cambio flotante.

Tras veinte años de aplicación, este marco ha demostrado ser adecuado para la economía chilena, permitiendo al Banco manejar la política monetaria de forma autónoma, con una inflación que promedió 3,2% entre el 2001 y el 2019, y expectativas de inflación a dos años plazo que se han mantenido ancladas a la meta de 3% durante gran parte de las últimas dos décadas. La principal ventaja de este marco es que ha permitido mitigar los efectos de *shocks* externos relevantes, como los observados durante la crisis financiera global del 2008-2009, y enfrentar *shocks* internos significativos, como el terremoto y maremoto de febrero del 2010 y el estallido social de finales del 2019. En lo más reciente, este marco también ha permitido desplegar una serie de medidas de política monetaria para hacer frente a las necesidades de liquidez que se derivan de la propagación del Covid-19 (Recuadro II.1).

Este marco de política monetaria requiere de un alto grado de transparencia y comunicación de las políticas y acciones emprendidas. El Banco realiza un esfuerzo en este ámbito a través de la elaboración y publicación del Informe de Política Monetaria (IPoM), del Informe de Estabilidad Financiera (IEF), y los comunicados y minuta de las Reunión de Política Monetaria (RPM). Ello se complementa con una serie de iniciativas de educación financiera, la generación y difusión de un amplio espectro de estadísticas económicas, el desarrollo de una activa agenda de investigación económica y la difusión que el propio Consejo realiza de las diversas publicaciones, incluido el IPoM y el IEF.

Dentro de este esfuerzo por aumentar la transparencia y mejorar la comunicación con la sociedad, en el 2007, el Banco publicó el documento “La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación” donde se explicaban los principales aspectos del marco de política monetaria (MPM). El Consejo ha estimado oportuno presentar una actualización de ese documento para discutir la experiencia acumulada en las dos décadas de funcionamiento del marco de metas de inflación y tipo de

cambio flotante, los desarrollos institucionales que se han implementado en este y otros ámbitos de la política económica, y las lecciones que han dejado los desafíos que ha debido enfrentar el Banco en este tiempo. En este contexto, el Banco publicó recientemente la actualización de este documento. Con esto, se busca seguir facilitando la comprensión por parte de la sociedad y los agentes económicos de la racionalidad de las decisiones de política monetaria. En conjunto con este documento, el Banco también publicó el documento “Política Financiera del Banco Central de Chile”, donde se describe el rol del Banco en la mantención de la estabilidad financiera del país.

Es importante subrayar que la actualización del MPM no refleja un quiebre en la estrategia de conducción de la política monetaria descrita en el documento del 2007, ni un cambio significativo en los fundamentos de la misma. Esta nueva versión refleja la experiencia acumulada a lo largo de más de una década desde el documento anterior y las lecciones aprendidas al enfrentar distintos desafíos en un entorno cambiante.

Elementos principales del Marco de Política Monetaria

Al igual que su versión previa, el MPM presenta el marco institucional en que se desenvuelve la política monetaria, la visión del Consejo sobre el marco de política, incluyendo sus objetivos, la transmisión de la política monetaria, su conducción y operación, y el papel que desempeñan la transparencia y las comunicaciones.

El MPM del Banco Central tiene como componente central una meta de inflación que orienta la conducción de la política monetaria y sirve de ancla nominal para la economía. En términos operativos, la meta implica que, en todo momento e independiente de la inflación actual, la proyección de la inflación —medida por el Índice de Precios al Consumidor, el IPC— debe ubicarse en 3% en un horizonte de hasta dos años. Los parámetros que definen el régimen monetario basado en metas de inflación que el documento describe en detalle son: el índice sobre el que se calcula la inflación; el valor de la meta; el horizonte de la meta y el instrumento operacional. La elección del IPC se debe a que es el índice de precios que refleja en forma más

cercana las variaciones del costo de vida de la población, y se aplica como unidad de referencia y reajustabilidad de precios, salarios y contratos financieros, y para el cálculo de la Unidad de Fomento (UF). El valor de 3% para la meta se debe a que una inflación mayor puede provocar distorsiones en precios relativos y ser una fuente de volatilidad que exacerbe los *shocks*, mientras que una inflación más baja puede dificultar el ajuste de la economía a *shocks* adversos y restringir la capacidad de acción de la política monetaria. El horizonte de dos años reconoce que hay rezagos en el impacto de la política monetaria en los precios, y entrega espacio para realizar política contracíclica de manera coherente con el objetivo primordial de estabilidad de precios. El Banco Central utiliza la tasa de política monetaria (TPM) como su principal instrumento operacional para alcanzar la meta.

Dentro del MPM, el esquema de metas de inflación se complementa con un régimen de flotación cambiaria, lo que facilita el ajuste de la economía ante *shocks* reales, permitiendo que el tipo de cambio no se desalinee de sus fundamentos ni de manera significativa, ni por un tiempo prolongado. La flotación cambiaria es parte esencial del MPM, y es lo que permite llevar adelante una política monetaria contracíclica. Con flotación cambiaria la autoridad monetaria puede usar sus instrumentos de política de modo flexible e independiente para responder a los *shocks* que enfrenta la economía, contribuyendo así a acercar el nivel de producto a la capacidad productiva de la economía. Sin perjuicio de lo anterior, el Banco se reserva la posibilidad de intervenir en el mercado de divisas cuando perciba que un grado excesivo de volatilidad en ese mercado pueda poner en riesgo su mandato de estabilidad de precios y normal funcionamiento del sistema de pagos, pero nunca teniendo como objetivo final un nivel específico del tipo de cambio. Desde diciembre de 1999 hasta el cierre de este IPoM, el BCCh anunció su intención de intervenir en el mercado cambiario en cinco oportunidades.

El otro pilar fundamental del MPM es la transparencia y la comunicación. Por un lado, la propia autonomía del Banco motiva una mayor responsabilidad en la entrega de información sobre su actuación. Una autoridad monetaria autónoma debe informar de sus acciones y el grado de cumplimiento de sus objetivos. Por otro lado, para que la política monetaria sea efectiva —es decir, tenga influencia sobre la trayectoria de la inflación—, se requiere que sea comprendida por los agentes económicos. Por estas razones el Banco está constantemente buscando mejorar la efectividad de su comunicación al público de manera que

éste pueda entender de forma clara y precisa la postura de la política monetaria actual y la forma en que ésta pueda cambiar ante desarrollos futuros del contexto macroeconómico. En esta dirección, a partir de este IPoM, el Consejo introduce una nueva herramienta de comunicación de la estrategia de política monetaria: el corredor para la TPM (Recuadro V.1), que describe rangos de posibles trayectorias futuras de la política monetaria que se consideran más plausibles de acuerdo con el escenario central y los escenarios de sensibilidad descritos en el Informe.

Principales innovaciones respecto de la versión anterior

Se pueden destacar tres áreas donde, la experiencia de los últimos años, reflejada en la actualización del MPM, hace que este se diferencie del documento anterior.

En primer lugar, este documento plantea con mayor fuerza cómo, en un contexto en que el Banco Central logra cumplir su rol fundamental de estabilidad de precios, la política monetaria también puede jugar un rol contracíclico, disminuyendo la volatilidad del producto. Este rol estabilizador es muy valioso en una economía pequeña y abierta como la chilena, donde el ajuste de precios relativos en respuesta a *shocks* externos se ve facilitado por una política monetaria que responde a través de la tasa de interés y un tipo de cambio flotante que se mueve rápidamente a su valor de equilibrio. Por ejemplo, frente a un *shock* negativo externo, como la caída de los términos de intercambio experimentada en el 2014-2015 tras el fin del súper ciclo de los precios de las materias primas, este esquema permitió entregar un mayor estímulo monetario pese a que la inflación de corto plazo se desvió transitoriamente del 3% producto de la depreciación del peso. Ello fue posible porque la mayor debilidad de la demanda que se anticipaba en el escenario central de proyecciones reducía las presiones inflacionarias en el horizonte de política de dos años. Por supuesto, para que este rol estabilizador tenga éxito, la credibilidad en el objetivo inflacionario es un requisito fundamental. Por tanto, el cumplimiento sostenido de la meta de inflación es lo que permite al Banco Central jugar un papel contracíclico. Una vez demostrado el compromiso con la meta de inflación, lo cual se ha logrado con éxito a lo largo de los años, la política monetaria tiene entonces espacio para reducir también la volatilidad del producto y del empleo, aunque nunca podrá eliminarlas totalmente.

En segundo lugar, el documento abandona la referencia a un rango de inflación entre 2 y 4% como uno de los parámetros del régimen monetario, enfatizando así el rol preponderante que tiene el que la inflación proyectada a dos años sea 3%. Si bien es cierto que el rango era parte de la meta de inflación en el documento anterior, en la práctica dejó de ser importante en el proceso de toma de decisiones de política monetaria durante la última década. Ello implicó que episodios en que la inflación estuvo fuera del rango de 2 a 4% no se asociaron a respuestas de la política monetaria mecánicamente más intensas. En efecto, la respuesta de política monetaria no dependió de la posición de la inflación respecto del rango, sino de los elementos relevantes para la inflación proyectada a dos años, como la naturaleza y persistencia de los *shocks*, el estado inicial de la economía y la evolución de las expectativas de inflación. El rango que va entre 2 y 4% sigue siendo una métrica valiosa para la evaluación de la política monetaria. Dados los *shocks* históricos que ha enfrentado la economía, para que la inflación proyectada se ubique en 3% anual en torno a dos años, debería fluctuar la mayor parte del tiempo dentro del rango, como efectivamente lo ha hecho.

En tercer lugar, este documento discute en mucho mayor detalle la interacción entre la política monetaria y la política financiera. Ambas son interdependientes, aunque utilicen instrumentos distintos, y juegan un papel central para los dos objetivos que busca el Banco. Por una parte, el marco de política monetaria basado en un régimen de metas de inflación con un tipo de cambio flotante contribuye a la estabilidad macroeconómica en general, lo que facilita el cumplimiento del objetivo de estabilidad financiera. Una política monetaria que asegure una inflación baja y estable permite el desarrollo de mercados financieros de mediano y largo plazo, y evita cambios abruptos en las tasas de interés de largo plazo y en las valoraciones de activos y pasivos que pueden afectar la estabilidad de las instituciones financieras. Por su parte, el sistema financiero tiene un rol central en la transmisión de la política monetaria, la que requiere que los cambios en la TPM, que impactan directamente las tasas de interés en el mercado monetario, se traspasen al resto de las tasas sobre depósitos y préstamos y a la oferta de crédito. Un sistema financiero débil hace menos efectiva la transmisión de la política monetaria, porque las diferentes tasas de mercado responden con menor intensidad y menor predictibilidad a sus acciones, poniendo en riesgo la estabilidad de precios. Un reciente ejemplo de la interacción y coordinación entre las medidas de política monetaria y financiera se enmarca dentro de la respuesta del Banco para enfrentar las consecuencias de la propagación del Covid-19 (Recuadro II.1).