

Recuadro V.1: Corredor para la tasa de política monetaria

En su plan de mejora continua, el Banco ha ido aumentando el grado de transparencia sobre sus decisiones de política monetaria. Este Recuadro describe un paso adicional en dicha comunicación, introduciendo el concepto de *Corredor para la tasa de política monetaria* (TPM). Esta herramienta, a partir de ahora incluida en el material de proyecciones de cada IPoM, muestra una banda de proyección para la TPM coherente con el escenario base. Este incluye el escenario central de proyecciones, así como aquellos escenarios de sensibilidad cuyas implicancias en el crecimiento de la actividad y la demanda sean coherentes con el rango de proyecciones de cada IPoM, pero que podrían requerir distintas trayectorias de política monetaria para lograr la convergencia de la inflación en el horizonte de política.

La forma en que los bancos centrales comunican sus decisiones de política monetaria ha cambiado de modo importante en los últimos años. Hoy, la comunicación se entiende como una herramienta clave para aumentar su efectividad: en la medida que los agentes entiendan la racionalidad de las decisiones tomadas por el banco central, estas serán más fáciles de predecir, alineando la estrategia de política monetaria comunicada con la prevalente en la curva de rendimientos. En línea con esto, el Banco remarca la importancia de la comunicación y transparencia como pilares claves en la reciente actualización de su marco de política monetaria (Recuadro Resumen).

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 política monetaria; b) la visión del banco central sobre la situación económica actual; y c) las decisiones de política monetaria y su justificación^{1/}.

Los objetivos de la política monetaria suelen ser estables, cuantificables, bien definidos y claramente comunicados. La visión de los bancos centrales sobre la situación económica y sus perspectivas suele ser publicada para la actividad, los componentes de la demanda y la inflación. En general, los países con metas de inflación entregan mayor información respecto de sus proyecciones, a través de informes —como

el IPoM— publicados de forma regular. Por último, las decisiones suelen publicarse el día que se toman, explicando su coherencia con la lectura del escenario macro.

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

Con la proyección para la trayectoria de TPM del corredor, el Banco Central de Chile 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 otros bancos centrales al presentar sus proyecciones. Este Recuadro describe la metodología empleada en la construcción del corredor^{2/}.

Beneficios y desafíos del *forward guidance*

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

Respecto de lo primero, la política monetaria actúa en la economía al influir no solo en el valor de las tasas de mercado de muy corto plazo, sino que también —y principalmente— en la trayectoria esperada reflejada en la curva de rendimientos. Una política monetaria será más fácil de entender y anticipar por el mercado en la medida que la comunicación sea capaz de describir cuáles son los escenarios posibles que considera a futuro, su racionalidad y cómo el banco central reaccionaría a cada uno.

^{1/} Blinder *et al.* (2008) subraya que la estrategia de comunicación del banco central debería propender a no provocar mayor volatilidad del mercado financiero.

^{2/} Para más detalles técnicos sobre la construcción del corredor de TPM ver Albagli *et al.* (2020).

El segundo beneficio —mejorar la coherencia de la comunicación del análisis interno— se genera al facilitar que el escenario macroeconómico comunicado sea coherente con la trayectoria informada sobre la evolución probable de la tasa de interés. En otras palabras, se busca comunicar no solo cómo evolucionará la convergencia de la inflación, sino también la estrategia de política que la hace posible para distintos escenarios macro. Con ello, se refuerza la capacidad de rendición de cuentas (*accountability*), lo que es particularmente importante en un esquema de metas de inflación.

Sin embargo, hay desafíos que se deben sortear para publicar trayectorias de política monetaria de forma explícita. En el plano interno, la definición de la trayectoria a comunicar puede ser difícil de consensuar, en especial en cuerpos colegiados. En el plano externo, el principal desafío es informar adecuadamente que lo que se está publicando es una trayectoria proyectada de acuerdo con 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*.

Experiencia internacional

Son varios los bancos centrales que han decidido publicar de manera explícita y habitual sus trayectorias esperadas de tasas. El primero, en junio de 1997, fue Nueva Zelandia. Lo siguieron Noruega (noviembre 2005), Suecia (febrero 2007), Islandia (marzo 2007), Israel (julio 2007) y República Checa (enero 2008). También hay instituciones que han entregado proyecciones pero no de forma sistemática, en especial durante y después de la crisis financiera del 2008-2009. 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).

Existe bastante heterogeneidad en la comunicación de las trayectorias de tasas futuras. Por ejemplo, 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. La Fed acompaña sus informes de política monetaria con proyecciones explícitas de las tasas de política monetaria por parte de cada uno de sus integrantes (en forma anónima), los llamados *Fed dots*. Esto, se da 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.

Estado actual de la comunicación de política monetaria en el Banco Central de Chile

El Banco cuenta con distintos canales: comunicado y minuta de la Reunión de Política Monetaria, IPoM, Informes de Estabilidad Financiera y presentaciones del Consejo. La comunicación más frecuente, cuantificable y directa es el comunicado que da a conocer la decisión adoptada en cada Reunión. Dependiendo de la coyuntura, ésta puede ser acompañada de un sesgo, que indique la visión del Consejo sobre la dirección de los movimientos más probables en el corto plazo. La segunda más frecuente es el IPoM, que describe 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. Estos distintos canales de comunicación se circunscriben dentro del marco de política monetaria del BCCh (ver Recuadro Resumen).

Históricamente, el IPoM ha incluido referencias sobre la trayectoria de política monetaria que se considera más probable. Sin embargo, a juicio del Consejo, existen dos espacios de mejora respecto de la estrategia actual de comunicación. 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, cuando estas trayectorias se alejan, se ha optado por estrategias distintas, por ejemplo, refiriéndose a un número aproximado de movimientos durante el próximo año, o 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 base tiene el inconveniente de desconocer que existen varias trayectorias compatibles con él, 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, el *Corredor para la 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.

Corredor para la Tasa de Política Monetaria

Ponderando las distintas consideraciones descritas, el Consejo decidió implementar una política de comunicación más explícita para las posibles trayectorias futuras de la TPM. Ello, con el convencimiento que esto aportará a comunicar la racionalidad de las decisiones, potenciar su efectividad y rendición de cuentas al público.

Para transparentar la forma cómo se construye, el gráfico V.13 recrea el corredor que se hubiese publicado en el IPoM de septiembre del 2019. En el panel A, se presentan todos los insumos con los que se construye el corredor. En el panel B, se muestra la forma que el corredor habría tenido de haberse publicado. Finalmente, también se muestran las trayectorias de TPM que el mercado esperaba en ese momento en las encuestas y los precios financieros.

El gráfico 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. El corredor de TPM es el área azul del gráfico y recoge las tres primeras fuentes de incertidumbre. Las áreas rosadas que lo acompañan recogen la cuarta fuente de incertidumbre.

Respecto de la primera dimensión, el rango inicial del corredor se construye con las opciones de política monetaria discutidas por el Consejo en la Reunión inmediatamente anterior a la publicación del IPoM. Esto refleja que 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 la actividad y/o la inflación que pudieran revertirse en pocos meses. De esta forma, distintas decisiones pueden ser justificadas por visiones diferentes respecto de la evolución más probable del escenario macro en los trimestres venideros. Por otra parte, existen riesgos para la convergencia inflacionaria que, en determinadas situaciones, puedan aconsejar decisiones distintas, incluso para un mismo escenario de proyecciones. Consecuentemente, en general existe más de una opción de política que es coherente con la información disponible y la evaluación de riesgos que hace el Consejo, ya sea en forma individual o colectiva. En el panel A del gráfico V.13, este punto de partida considera las tres opciones discutidas en la Reunión de septiembre del 2019: reducción de la TPM de 2,5 a 2,25%; reducción a 2%; y reducción a 1,75%.

Sobre la segunda dimensión —los cambios en el escenario macro—, el ancho del corredor a lo largo del horizonte de política comunica los contornos de la TPM que podrían esperarse si se materializan *escenarios de sensibilidad* distintos de la trayectoria de TPM asociada con el escenario central de proyecciones que recoge las preferencias del Consejo (línea celeste sólida en el panel A). De esta forma, el corredor describe las posibles estrategias de implementación coherentes con el escenario base. Los *escenarios de sensibilidad*, cuya narrativa e interpretación se describen en el Resumen y el Capítulo V de cada IPoM, corresponden a trayectorias macro alternativas coherentes con una expansión de la actividad dentro de los rangos de crecimiento proyectados. El panel A del gráfico V.13 muestra dos sensibilidades (S1 y S2) que sirvieron para delinear estos contornos. La primera (S1) era coherente con un escenario en que la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política requería que la TPM se redujera a 1,75% y continuara entre ese nivel y 1,5% por varios meses. La segunda (S2) consideraba que el impulso monetario requerido era menor y la TPM debía reducirse solo 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 la TPM (panel B, gráfico v.13). Si bien son posibles trayectorias por fuera del corredor, se consideran menos probables, y corresponden a los *escenarios de riesgo* que se explican en el Resumen y Capítulo V de cada IPoM.

La tercera dimensión de incertidumbre —la TPM de largo plazo, o neutral— 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 política monetaria. Cabe mencionar que las proyecciones se realizan para que la inflación converja a la meta de 3% dentro del horizonte de política de dos años. Si bien la TPM también converge a su nivel neutral, esto puede ocurrir en un horizonte de proyección mayor.

Finalmente, la cuarta dimensión es la incertidumbre histórica de la proyección de TPM y está relacionada con múltiples causas, como la correcta especificación de los modelos empleados, los posibles cambios en los parámetros estructurales, 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 del panel A del gráfico V.13, documentan esta variabilidad sumándola a la trayectoria de la TPM asociada con el escenario central (panel B del gráfico V.13). Cabe subrayar que dichas áreas rosadas no necesariamente coinciden con el área azul 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.

El mínimo técnico de la TPM

Por último, es importante subrayar que el corredor presentado en el Capítulo V de este IPoM (gráfico V.9), incorpora el mínimo técnico para la TPM o *effective lower bound*, como 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 periódicamente evalúa. En esta ocasión, al igual que el 2009, el Consejo estima que el mínimo técnico de la TPM es 0,5%^{3/}. Por ello, la masa del corredor presentado en este IPoM está concentrada en este valor por un horizonte futuro determinado. Esto no sucede con el corredor ilustrativo (gráfico V.13), pues en esa oportunidad ninguna de las trayectorias de TPM asociadas con el escenario central o alternativos cruzaba el umbral del mínimo técnico de la TPM. En el corredor de este IPoM, este umbral sí se cruza.

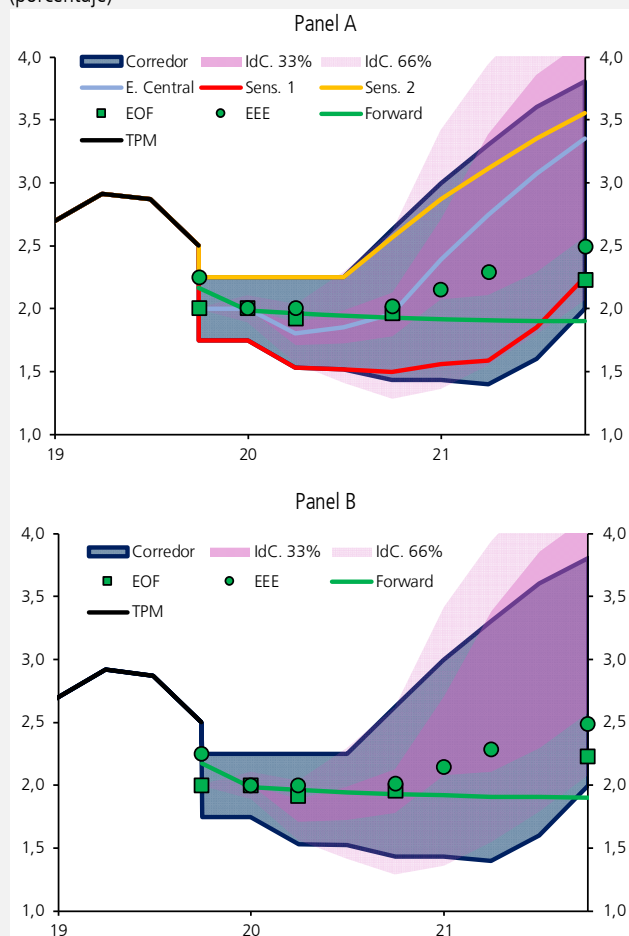
Conclusiones

El Banco Central de Chile, en su agenda de avanzar hacia una mayor transparencia, ha ido modificando su estrategia de comunicación en línea con las mejores prácticas a nivel internacional. Este Recuadro presenta un paso más en este proceso, introduciendo el concepto del *Corredor para la TPM*, que ilustra las trayectorias de política monetaria consideradas más probables. Comunicar un rango de trayectorias, en vez de una trayectoria específica, busca enfatizar que la toma de decisiones se realiza bajo incertidumbre respecto de múltiples dimensiones, las cuales pueden llevar a modificaciones en la trayectoria de política. Con esto, el Consejo busca comunicar la orientación general

de la política monetaria que se desprende de cada coyuntura, resaltando la condicionalidad de sus decisiones a la materialización de distintos escenarios.

Gráfico V.13

Corredor para la TPM (*)
(porcentaje)



(*) El panel A muestra las trayectorias de TPM para las distintas sensibilidades que conformaron el escenario base en el IPoM de septiembre de 2019. El panel B muestra cómo se hubiese publicado en dicha oportunidad. Las áreas rosadas representan los intervalos de confianza al 33 y 66%.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{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, podrían 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 el mínimo técnico de la TPM es 0,50%. En todo caso, si las condiciones cambian, este parámetro puede ser revisado en el futuro.