



RECUADRO I.1:

Perspectivas para la normalización monetaria en Estados Unidos

La intensidad y duración del ajuste monetario en EE.UU. es una de las fuentes de incertidumbre más relevantes del escenario externo. La alta inflación que se observa en esa economía, que se ha vuelto más persistente que lo anticipado, es impulsada en una fracción relevante por factores de demanda^{1/} y el mercado laboral se encuentra en niveles de estrechez no vistos en varias décadas, lo que probablemente seguirá incrementando las presiones de costos salariales. Se suma que, más allá de reversiones en los precios volátiles ligados a los combustibles y otras materias primas, las medidas de inflación subyacente se encuentran en niveles cercanos al 6% anualizado, acelerándose respecto de inicios del segundo trimestre (gráfico I.18).

En este contexto, es poco probable que la inflación se reduzca hasta valores en torno al 2% sin un ajuste monetario significativo por varios trimestres. De hecho, en la reciente presentación de Jerome Powell en Jackson Hole, el presidente de la Fed resaltó que i) la inflación baja y estable es el objetivo prioritario de la Fed y que la política monetaria puede y debe ser usada para lograr un mejor balance entre el exceso de demanda y oferta; ii) que las expectativas de inflación juegan un rol central en el proceso de convergencia de la misma, y que su desanclaje eleva significativamente los costos de reducir la inflación hacia la meta de 2%; y iii) que, por estas razones, la Fed llevará la tasa de fondos federales (FFR) a niveles más contractivos y perseverará en su cometido de reducir la alta inflación aunque esto sea “doloroso” para hogares y empresas en el corto plazo.

En el escenario central de este IPoM, se considera que la FFR aumentará hasta 4,25% en 2023, con una trayectoria que es entre 50 y 75 puntos base superior a la de los últimos *dots* de la Fed y a los actuales precios de mercado (gráfico I.19). Esto se sustenta, por una parte, en la prescripción que entregan distintas simulaciones de la regla de Taylor (gráfico I.20) y, por otra, en el análisis de episodios previos de descenso de la inflación en los que la FFR alcanzó un nivel significativamente mayor al de los últimos *dots*^{2/} ([Bertinatto et al., 2022](#)). En este escenario, las condiciones financieras para los mercados emergentes son menos favorables que lo previsto en junio, lo que empeora las perspectivas de crecimiento global y afecta la trayectoria prevista del tipo de cambio real de Chile.

De todos modos, existen varios riesgos en torno a este escenario. Por un lado, no puede descartarse una reducción de las presiones de costos globales y una inflación que ceda rápidamente en la mayoría de las economías, lo que llevaría a una política monetaria de la Fed menos restrictiva que la del escenario central. En la vereda opuesta, también es posible que ante una inflación más persistente, la Fed implemente alzas de la FFR significativamente por encima del consenso de mercado y de lo considerado en el escenario central del IPoM. Debido a las presiones depreciativas que ello gatillaría, en un entorno de ya muy alta inflación local, la TPM se ubicaría en el techo del corredor de TPM descrito en el Capítulo II.

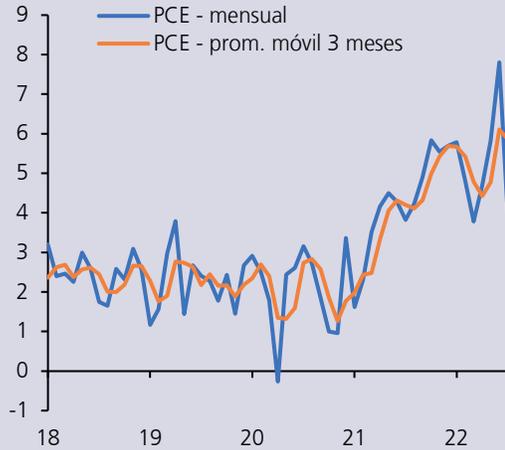
Con todo, la reacción de los mercados a las alzas de la FFR y los cambios en la comunicación de la Fed han sido una fuente de volatilidad importante en los últimos meses. Si bien las tasas de interés esperadas según los precios de los activos financieros han ido ajustándose a los *dots* de la Fed, es probable que se sucedan varios episodios de volatilidad y ajustes abruptos en los precios de activos a lo largo de este proceso.

^{1/} Ver [Shapiro \(2022\)](#) y [Di Giovanni, Kalemli-Ozcan, Silva, Yildirim \(2022\)](#),

^{2/} Ver [Blanchard \(2022\)](#) y [Bolhuis, Cramer y Summers \(2022\)](#)



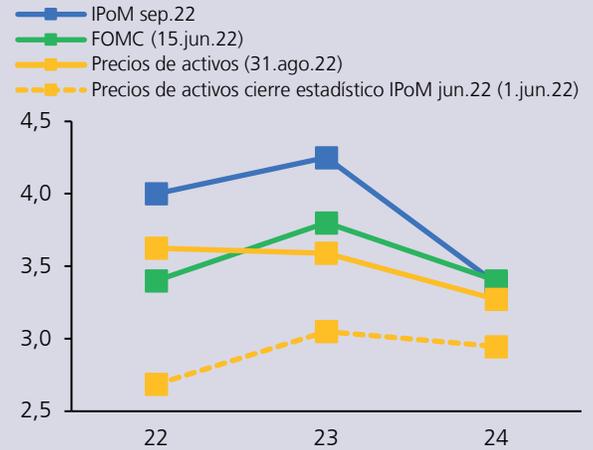
GRÁFICO I.18 MEDIDAS SUBYACENTES PCE DE EE.UU. (*)
(variación mensual anualizada, porcentaje)



(*) Promedio simple entre PCE core (BEA), PCE mediana (Fed Cleveland), PCE media podada (Fed Dallas) y PCE Cyclical Core (Fed San Francisco).

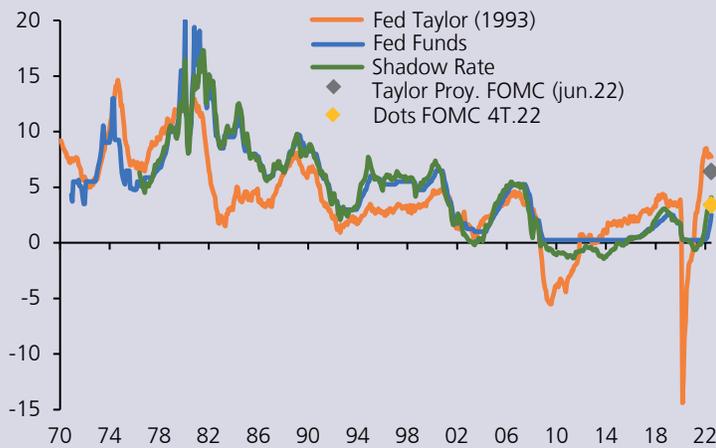
Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Fed Cleveland, Fed Dallas, Fed San Francisco y Bloomberg.

GRÁFICO I.19 FORWARD FED FUNDS RATE
(porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile, FOMC y Bloomberg.

GRÁFICO I.20 REGLAS DE TAYLOR Y FED FUNDS RATE (*)
(porcentaje)



(*) Para la Regla de Taylor, la tasa neutral nominal se construye con la FFR de largo plazo proveniente de los *dots* del FOMC desde enero 2012, y 3% para el periodo anterior, la inflación objetivo es 2% y para la NAIURU se utilizan las estimaciones del CBO. *Shadow Rate* calculada a través de los *loadings* de los primeros tres componentes principales de las tasas a 2, 3, 5, 7, 10 y 20 años y sus coeficientes en una regresión con la FFR, para la muestra 1976-2007, período previo a la utilización más frecuente de herramientas de política monetaria no convencional. Para mayor detalle, ver [Bertinatto et al. \(2022\)](#).

Fuentes: Bloomberg, FOMC, Fed Cleveland y CBO.