

Comentarios a Capítulo “Expectativas de Inflación y Política Monetaria En Chile”

Luis Felipe Céspedes
FEN, Universidad de Chile

Las expectativas de inflación y la política monetaria

- El capítulo 4 del documento “Dinámicas y Determinantes de la Inflación en Chile” trata de las expectativas de inflación y su relación con la inflación observada y las implicancias de ello para la conducción de la política monetaria.

Mensajes del capítulo

- Las expectativas de inflación cumplen un rol fundamental en la conducción de la política monetaria, por su relevancia para la inflación como por la importancia de su anclaje para la efectividad de la política monetaria.
- La comunicación del Banco Central al mercado puede ayudar a los agentes a comprender mejor el funcionamiento de la economía, llevando a expectativas más precisas y facilitando la conducción de la política monetaria.
- Las distintas mediciones de expectativas de inflación en Chile muestra que, en promedio, su comportamiento histórico ha estado anclado en la meta del Banco de 3%, aunque con una dispersión importante en horizontes más cortos.

A tener en consideración

- Contexto institucional en el cual las expectativas de inflación se forman es clave.
 - Autonomía banco central/credibilidad del compromiso inflacionario.
- La transparencia es un elemento relevante para fortalecer la efectividad de la política monetaria, y un elemento clave para el accountability de un banco central.
- Potenciales cambios estructurales en etapas iniciales, cuando se busca generar mayores grados de credibilidad, es un elemento clave a tener en consideración a la hora de definir niveles de transparencia y comunicación. Lo es también la capacidad institucional para proyectar la inflación.

El mandato del Banco Central de Chile y las expectativas de inflación

- Mandato del Banco Central de Chile (BBCh): “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos” (artículo 3°).
- El objetivo de estabilidad de la moneda se traduce en la mantención de una *inflación baja, estable y predecible en el tiempo*.
- El BCCh conduce su política monetaria sobre la base de un esquema de metas de inflación. En este esquema, la proyección de inflación del Banco Central del BBCh es el objetivo explícito de política monetaria:
 - El objetivo inflacionario del BCCh es que la inflación proyectada a un horizonte de dos años se ubique en 3%.

Marco conceptual (Svensson (1997))

- La economía:

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha_1 y_t + \alpha_2 x_t + \epsilon_{t+1},$$

$$y_{t+1} = \beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \beta_3 x_t + \eta_{t+1},$$

$$x_{t+1} = \gamma x_t + \theta_{t+1},$$

- Función objetivo Banco Central:

$$E_t \sum_{\tau=t}^{\infty} \delta^{\tau-t} L(\pi_{\tau}) \quad L(\pi_{\tau}) = \frac{1}{2} (\pi_{\tau} - \pi^*)^2$$

En este contexto

$$\pi_{t+2|t} = \pi^*$$

$$L^i(\pi_{t+2|t}) = \frac{1}{2} (\pi_{t+2|t} - \pi^*)^2$$

La importancia de las expectativas de inflación

- En el contexto antes descrito, el banco central siempre se comportará de forma tal de asegurar que la expectativa de inflación a dos años sea igual a la meta de inflación.
- Por lo tanto, la diferencia entre las expectativas de inflación privadas y el objetivo inflacionario anunciado en el horizonte de política emerge naturalmente como una medida directa de credibilidad de la política monetaria.

La importancia de las expectativas de inflación

- Marco conceptual:

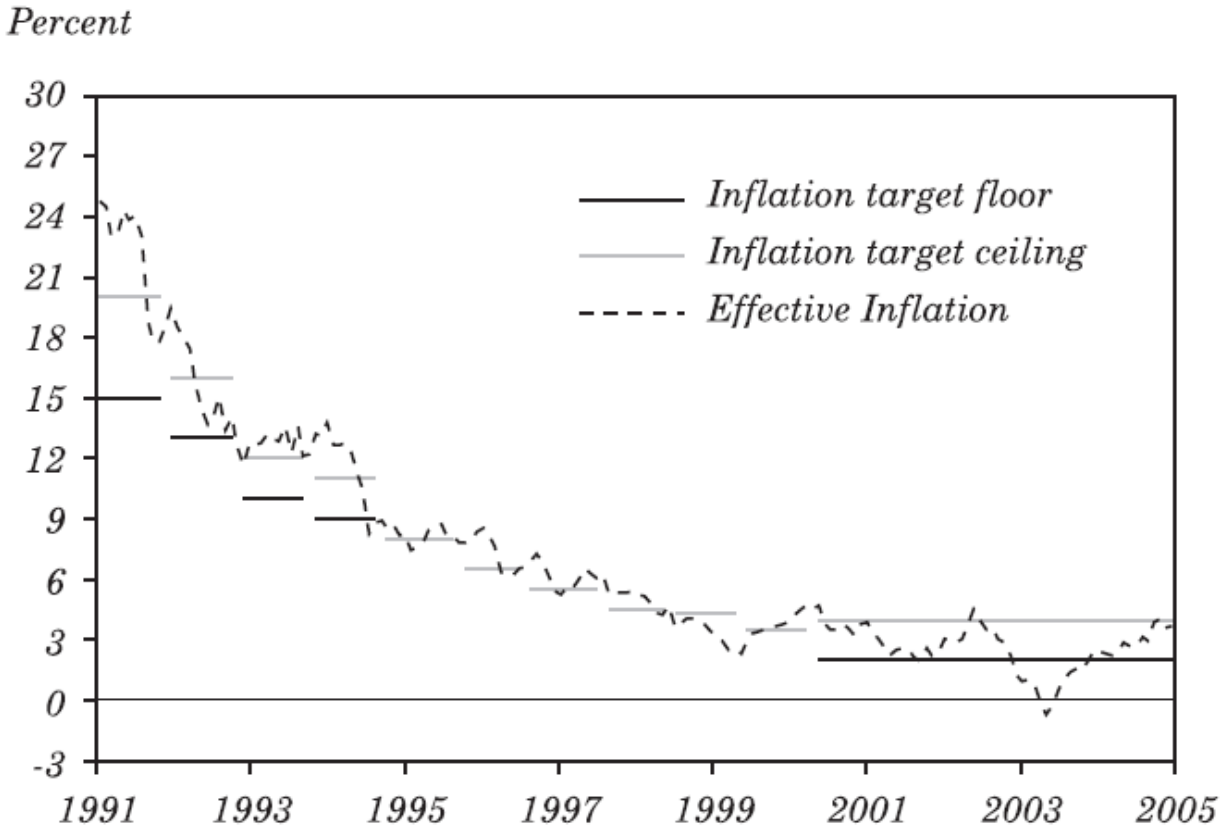
$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \kappa(y_t - y_t^n) + \varepsilon_t$$

- De acuerdo con esta formulación, la inflación está determinada por tres factores: las expectativas de inflación, la brecha producto y un cost-push shock.
- Claramente, si las expectativas de inflación están “ancladas” en torno a la meta de 3%, los agentes económicos reaccionarán menos a cambios de corto plazo en la inflación. Y de esta forma será más fácil para el BC cumplir su objetivo.

La importancia de las expectativas de inflación

- Si el objetivo operativo del Banco Central, la proyección de inflación o la meta de inflación puede diferir al anunciado, al menos en la percepción de los agentes privados, la transparencia puede adquirir un valor significativo.
- La evolución de las expectativas de inflación fue clave en la primera etapa del proceso des inflacionario chileno.
- Anuncios de metas de inflación en Septiembre de cada año para Diciembre del año siguiente.

Figure 1. Effective Inflation and Inflation Targets in Chile, 1991–2005

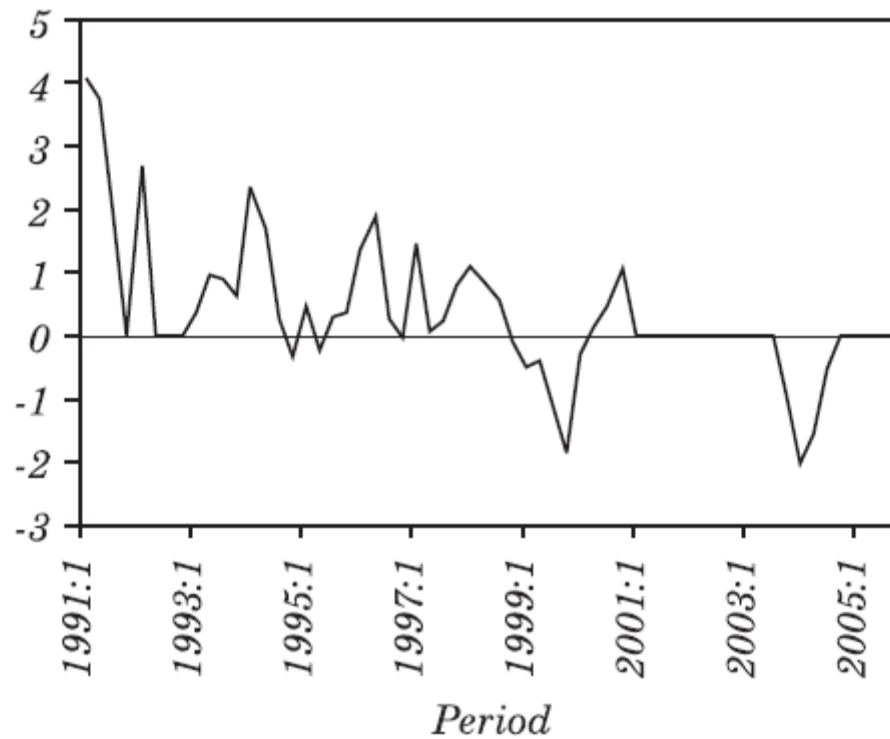


Source: Authors' calculations based on Central Bank of Chile data.

Fuente: Céspedes y Soto (2007)

C. Deviations of inflation from target range

Percent



La importancia de las expectativas de inflación y la credibilidad

$$\pi_t = \beta_B \pi_{t-1} + \beta_L E_t \pi_{t+1} + \kappa(y_t - y_t^n) + \varepsilon_t$$

- Céspedes, Ochoa y Soto (2005): “Regarding parameter stability, our results support the hypothesis of the existence of a structural break in the NKPC, which occurred when the inflation target converged to its long-run level (around 2000). Moreover, our evidence supports the idea that the inflationary process became more forward looking in recent years, which is also consistent with an increased credibility in the inflation target.”

El papel de la transparencia

- En el documento: “La mayor transparencia en la conducción de la política monetaria, en particular bajo esquemas de metas de inflación, ha hecho más predecibles las decisiones de la política monetaria, contribuyendo a su credibilidad y al anclaje de las expectativas.”
- Primer orden: autonomía Banco Central (preferencias) y récord inflacionario.
- Transparencia ha sido importante.

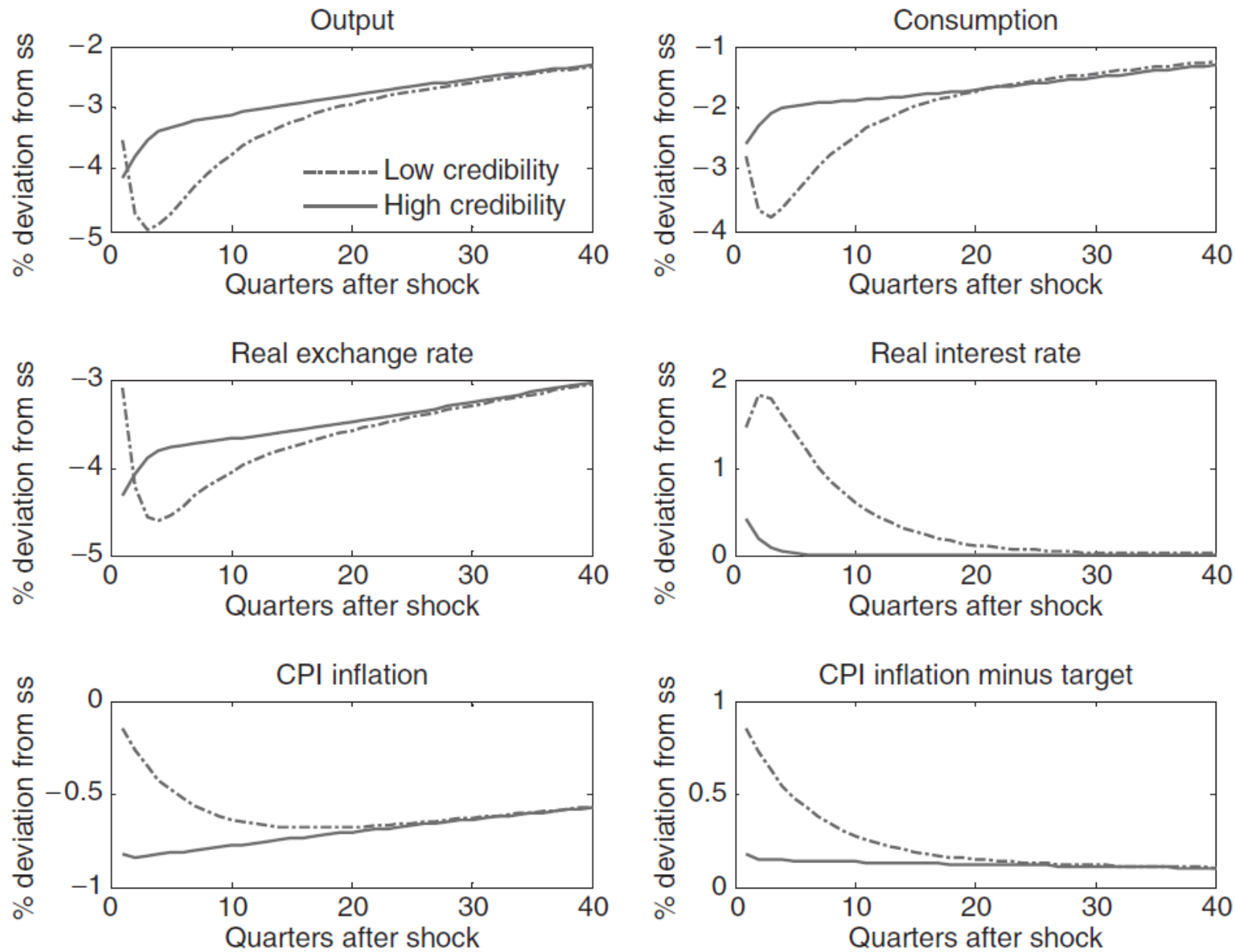
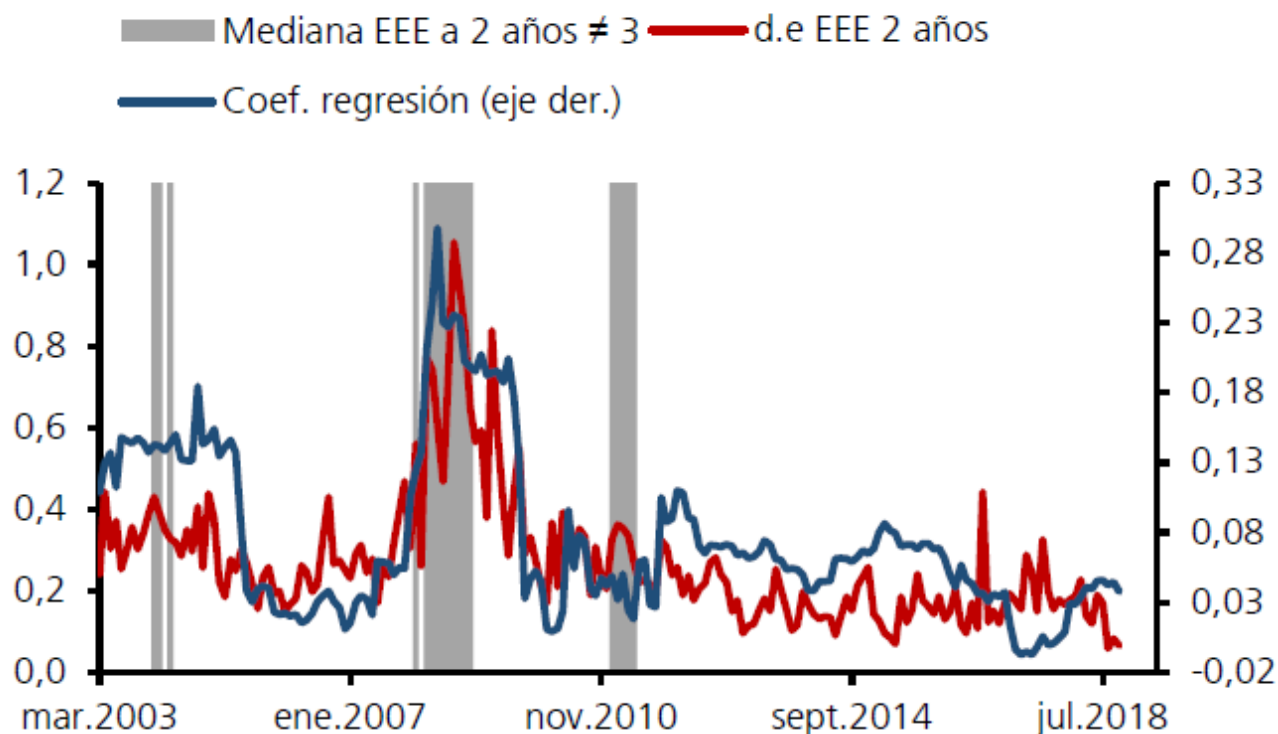


Figure 2: Impulse response functions under the alternative policy rule

Fuente: Céspedes y Soto (2005)

GRÁFICO 4.6 DISPERSIÓN EN EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 2 AÑOS Y SENSIBILIDAD EXPECTATIVAS A SORPRESAS INFLACIONARIAS, 2003- 2019(*)



(*) Línea azul representa coeficiente de sensibilidad de expectativas inflacionarias a 2 años a error de predicción de inflación obtenida de regresión OLS. Línea roja es desviación estándar de expectativas de inflación a 2 años de respuestas a la EEE. Áreas grises son períodos en que la expectativa de inflación a 2 años es mayor a 3%.

Fuente: Arias y Kirchner (2019).

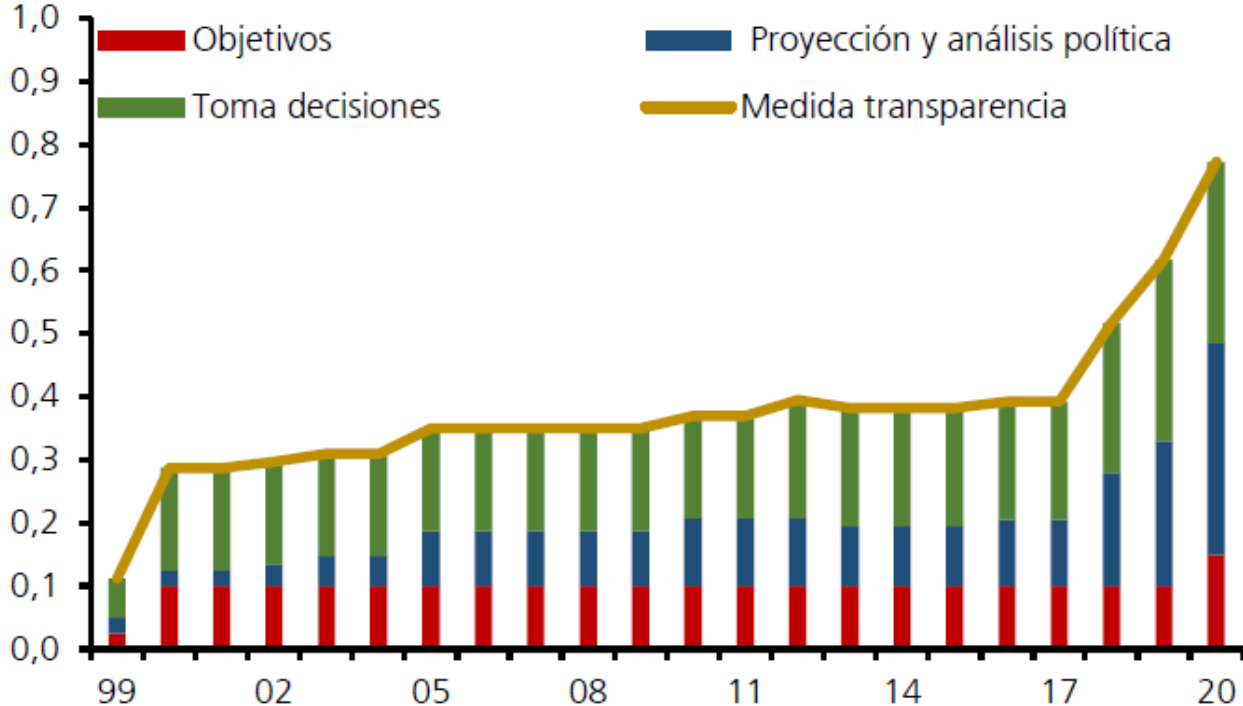
La importancia de la transparencia

- Bancos centrales autónomos requieren exhibir un elevado nivel de accountability.
- En este sentido, la transparencia es fundamental para el escrutinio democrático de un banco central autónomo.
- La transparencia es importante también para la efectividad de la política monetaria.

Anclaje de expectativas

- Transparencia y mejor comunicación están asociadas con una política más predecible y expectativas de inflación más ancladas.
- Credibilidad!
- Comunicación y transparencia son muy relevantes, pero un factor de primer orden es la credibilidad.
- No olvidar la capacidad técnica...

GRÁFICO 4.2 ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, 1999-2020



May. 2000. Inicio public. IPoM.

2003. Publicación modelo MEP; Sistema de proyección y análisis de política.

2018. Actualización proceso de toma de decisiones de PM y Comité Evaluador Externo.

2019. Actualización marco PM con mayor énfasis en estabilidad financiera.

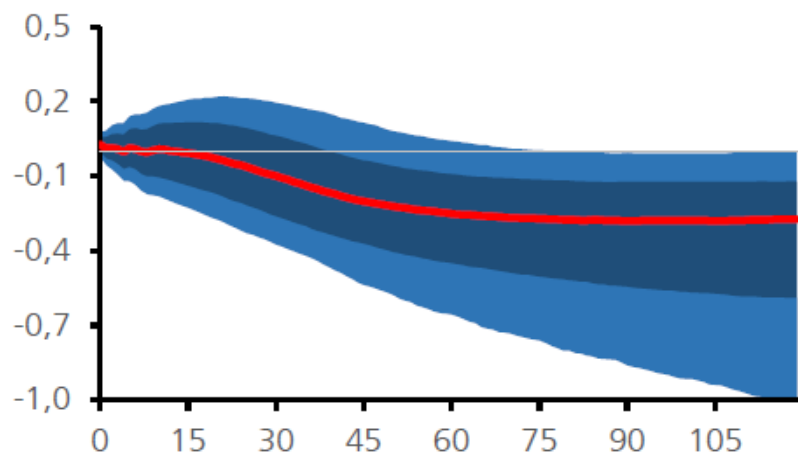
2020. Publicación libro modelos; modelos centrales publicados con códigos; publicación corredor senda tasas PM.

Fuente: Fornero (por aparecer) en base a la metodología de Al-Mashat *et al.* (2018).

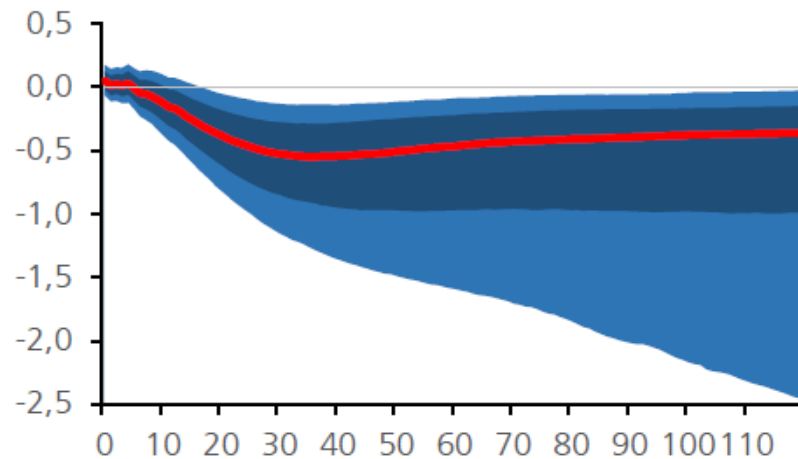
Sorpresas de política monetaria

- ¿Qué es una sorpresa de política monetaria?
- “En algunos casos, la política monetaria puede sorprender a los agentes con decisiones que no habían anticipado y por tanto no estaban incorporadas en sus decisiones... Las razones de estas sorpresas pueden ser múltiples, desde noticias que cambian el set de información que tenía la autoridad monetaria, a diferencias de interpretación entre el banco central y el mercado respecto la respuesta óptima frente a la coyuntura, pasando por fenómenos menos frecuentes, como la revisión de parámetros estructurales que pueden llevar a reescalar la estructura de tasas de política.”
- Episodios de cambio en tasa neutral y Covid-19.

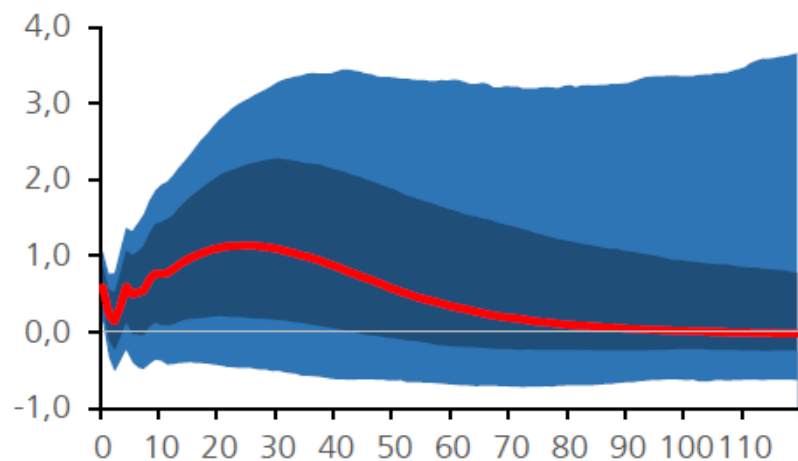
IPC



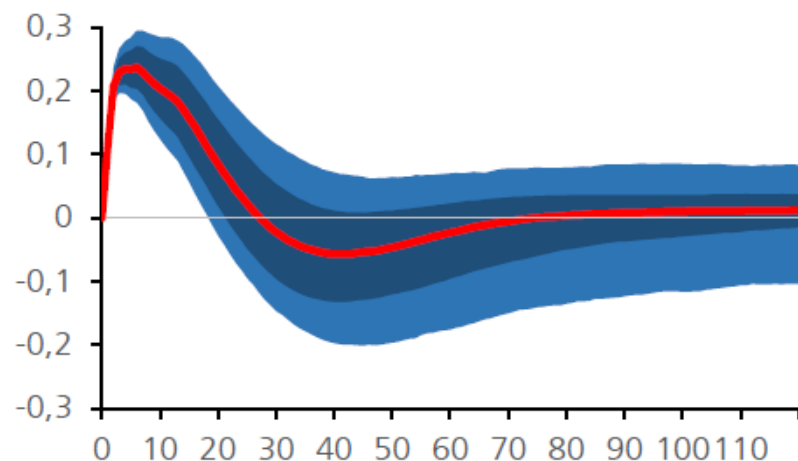
IMACEC no minero



Tipo de Cambio Nominal



Tasa de Política Monetaria (%)



Comentarios a Capítulo “Expectativas de Inflación y Política Monetaria En Chile”

Luis Felipe Céspedes
FEN, Universidad de Chile