

DE PUÑO
 Y LETRA



KLAUS SCHMIDT-HEBBEL
 Profesor titular,
 Universidad del
 Desarrollo

La conducción de la política monetaria en el mundo y en Chile

El mundo ha vivido y está superando el brote inflacionario más intenso desde los años 1980. La inflación máxima en 12 meses alcanzó en EE.UU. un 9,1% en julio de 2022, y en Chile un 14,1% un mes más tarde.

El brote inflacionario se debió a tres *shocks* grandes. Primero, un *shock* negativo a la oferta agregada causado por las interrupciones en las cadenas de suministro de bienes (por las restricciones sanitarias y al transporte marítimo en respuesta a la pandemia de covid-19), que elevaron los costos de transporte y los precios de bienes intermedios y finales. Segundo, un *shock* positivo a la demanda agregada debido a las políticas macroeconómicas y financieras más expansivas de la historia mundial (en respuesta a la recesión provocada por la pandemia), que impulsaron el gasto agregado a niveles insostenibles. Finalmente, el alza en precios de alimentos y energía causada por la invasión genocida de Rusia en Ucrania.

Enfrentando este triple *shock* inflacionario, los bancos centrales (BC) revirtieron su política monetaria (PM) hiperexpansiva adoptada durante la pandemia. Implementaron políticas muy restrictivas, reflejadas en tasas de política monetaria (PM) que en EE.UU. llegaron a un rango máximo de 5,25-5,50% (mantenido hasta ahora) y en Chile, a un nivel máximo de 11,25% entre octubre 2022 y junio 2023.

La PM óptima debe reflejarse en su reacción correcta a los valores de variables pasadas y proyecciones futuras de la inflación (las distintas medidas del IPC) y de la actividad económica (el PIB y el desempleo). Esto lo propone la teoría monetaria y lo declaran los BC en sus documentos de PM. Ahora bien, ¿qué dicen los hechos respecto de las palabras de los banqueros centrales?

En Carrasco y Schmidt-Hebbel



Las tasas de política monetaria de los bancos centrales del mundo responden a variables pasadas y a proyecciones de variables futuras

	Medidas pasadas de:		Proyecciones de:		Respuesta a la proyección futura de inflación en relación a la inflación pasada
	Inflación	Actividad	Inflación	Actividad	
El BC promedio responde a:	Sí	Sí	Sí	Sí	
Desde 2002 el peso de estas variables se ha multiplicado por	1,5	1,0	1,5	2,0	5:1
Durante las crisis el peso de estas variables se multiplica por	0,5	1,5	1,0	3,0	6:1
En los BC con metas de inflación el peso de estas variables se multiplica por	2,0	2,0	1,3	1,0	4:1
En el caso del BC de Chile el peso de estas variables se multiplica por	1,3	2,0	1,3	1,0	12:1

Fuente Carrasco y Schmidt-Hebbel (2024): "Monetary Policy Decisions by the World's Central Banks using Real-Time Data", manuscrito, Universidad del Desarrollo. EL MERCURIO

(2024) desarrollamos un modelo teórico para evaluar la PM óptima, determinada conjuntamente por los valores pasados y las proyecciones futuras de inflación y actividad. Luego estimamos empíricamente nuestro modelo, utilizando un panel mundial con datos mensuales de 1990-2021 para 29 BC de economías avanzadas y emergentes. Nuestros resultados muestran que la tasa

de PM del BC promedio: (i) responde conjuntamente a valores pasados y proyecciones futuras de inflación y actividad; (ii) pondera la proyección de inflación futura diez veces más que la de la inflación pasada; (iii) responde más agresivamente a todas las variables en las dos últimas décadas que antes; (iv) reacciona menos a la inflación y más a la actividad durante las crisis, y (v) reacciona con

mayor intensidad a la inflación que a la actividad bajo un régimen de meta de inflación, como en Chile.

Los BC mejoran continuamente sus prácticas de PM. En años recientes, bajo las presidencias de Mario Marcel y Rosanna Costa, y el liderazgo de su economista jefe Elías Albagli, apoyados por un *staff* de primer nivel, el BC de Chile ha implementado una gran agenda para fortalecer la calidad y oportunidad de sus decisiones de política. Esta agenda llevó a un mejoramiento de los modelos de proyección, a la incorporación de nuevas metodologías para analizar ciertos mercados y *shocks*, al uso de nuevas fuentes de información basadas en microdatos, y a mejoras en su estrategia de comunicación.

¿Qué calificaciones merecen los BC respecto de su conducción de PM en esta montaña rusa de *shocks* deflacionarios e inflacionarios durante 2020-2024? Las notas son entre aceptables y buenas. Los BC importantes del mundo —en particular la Fed de EE.UU. y el BCE de la Zona Euro— reaccionaron demasiado lento en incrementar sus tasas de PM en respuesta a los tres *shocks* inflacionarios de 2021-22, particularmente frente a los efectos inflacionarios, muy anticipables, de la explosión de demanda agregada en 2020-21. El BC de Chile lo hizo mucho mejor, iniciando antes los aumentos de tasas y comenzando su reducción antes que la Fed (que aún no lo inicia) y el BCE (que acaba de hacerlo).

¿Qué cabe esperar para las decisiones de PM en el futuro próximo? Para la Fed Funds Rate, los mercados anticipan tres recortes de tasas de 25 puntos base (y quizás de 50 puntos, mañana miércoles), alcanzando un rango de 4,50-4,75% a fines de año. Para la tasa de PM del BC de Chile, los mercados apuestan por un valor de 5,0% en diciembre de 2024.