

# DOCUMENTO DE TRABAJO N°30

## Determinantes de la tasa de política monetaria en Chile

Valentina Apablaza

Juan Ortiz

MARZO 2024

# Determinantes de la tasa de política monetaria en Chile

Valentina Apablaza<sup>1</sup> y Juan Ortiz<sup>2</sup>

## Resumen

- El Banco Central tiene como objetivo principal mantener la estabilidad del nivel de precios en la economía, lo cual se interpreta en lograr una inflación baja, poco volátil y predecible. La tasa de política monetaria – TPM, es el instrumento de política utilizado por el Banco Central para lograr dicho objetivo.
- En este documento, se estiman los determinantes de dicha tasa de política monetaria, a partir de un modelo econométrico, el cual tiene una periodicidad mensual desde agosto de 2001 a enero de 2024. El modelo incluye la brecha de inflación definida como la inflación a 11 meses respecto a la meta de 3%, la brecha de producto a partir del IMACEC no minero desestacionalizado y la brecha de expectativas de depreciación, junto con el componente autorregresivo de la serie. Incorpora también un conjunto de controles asociado los eventos disruptivos como fueron la crisis subprime de 2008-2009 y la pandemia de Covid-19.
- Los resultados indican que la variable que más incide en la evolución de la TPM es su componente inercial, explicado en parte por la necesidad de no gatillar cambios abruptos de la tasa que conlleve una mayor volatilidad de la misma, dado su impacto en el mercado financiero y la valoración de activos y pasivos financieros.
- Por cada aumento de la brecha de inflación en 1%, la TPM aumenta en alrededor de 27 puntos base. En contraste, observamos que un aumento de 1 punto porcentual en la brecha de producto desencadena un aumento de 1,4 puntos base en la TPM y cuando las expectativas de depreciación aumentan en 1 peso por dólar, la TPM se incrementa en 0,3 puntos base.
- Se concluye que la tasa de política monetaria no se concentra únicamente en cerrar la brecha de inflación para alcanzar su objetivo de política, sino que también reacciona frente a movimientos en variables que pueden afectar la estabilidad de precios o la estabilidad financiera de la economía, aunque en menor medida.
- La proyección del modelo determina que el nivel de la TPM consistente con los fundamentos proyectados de la economía actualmente es de 6,75%. Por ende, la reducción de la TPM en la próxima reunión de política monetaria a celebrarse el 2 de abril podría no superar los 50 puntos base, toda vez que las brechas de inflación esperada y producto están prácticamente cerradas.
- En todo caso, la TPM real, medida como la diferencia entre la TPM y la inflación, sigue siendo fuertemente contractiva. Teniendo en cuenta que la decisión de la autoridad no se determina exclusivamente por estimaciones económicas, esta tasa puede influir en el componente discrecional que incide en la decisión. En este sentido, hay espacio para una caída levemente más agresiva en el margen respecto a la caída estimada a partir del modelo.

---

<sup>1</sup> Investigadora del Observatorio del Contexto Económico de la Universidad Diego Portales (OCEC UDP)

<sup>2</sup> Economista Senior del Observatorio del Contexto Económico de la Universidad Diego Portales (OCEC UDP)

## 1. Introducción

El Banco Central de Chile (BCCh) es un organismo autónomo encargado de dirigir la política monetaria del país en un marco de metas de inflación y un régimen de flotación cambiaria. De esta forma, el Banco puede modificar la tasa de política monetaria para mantener la inflación (medida a partir del índice de precios al consumidor) contenida en un rango entre 2 a 4% anual, con una meta inflacionaria de 3% en un horizonte de 2 años.

Este objetivo debe cumplirse dentro de un marco de libre movilidad de capitales, lo que permite manejar una política monetaria independiente. Sin perjuicio de lo anterior, el Banco puede intervenir el mercado cambiario en situaciones excepcionales, tales como una alta volatilidad en el mercado, cuando el tipo de cambio se aleja persistentemente de sus fundamentales, y en situaciones donde las condiciones financieras internacionales amenazan la estabilidad de la moneda local.

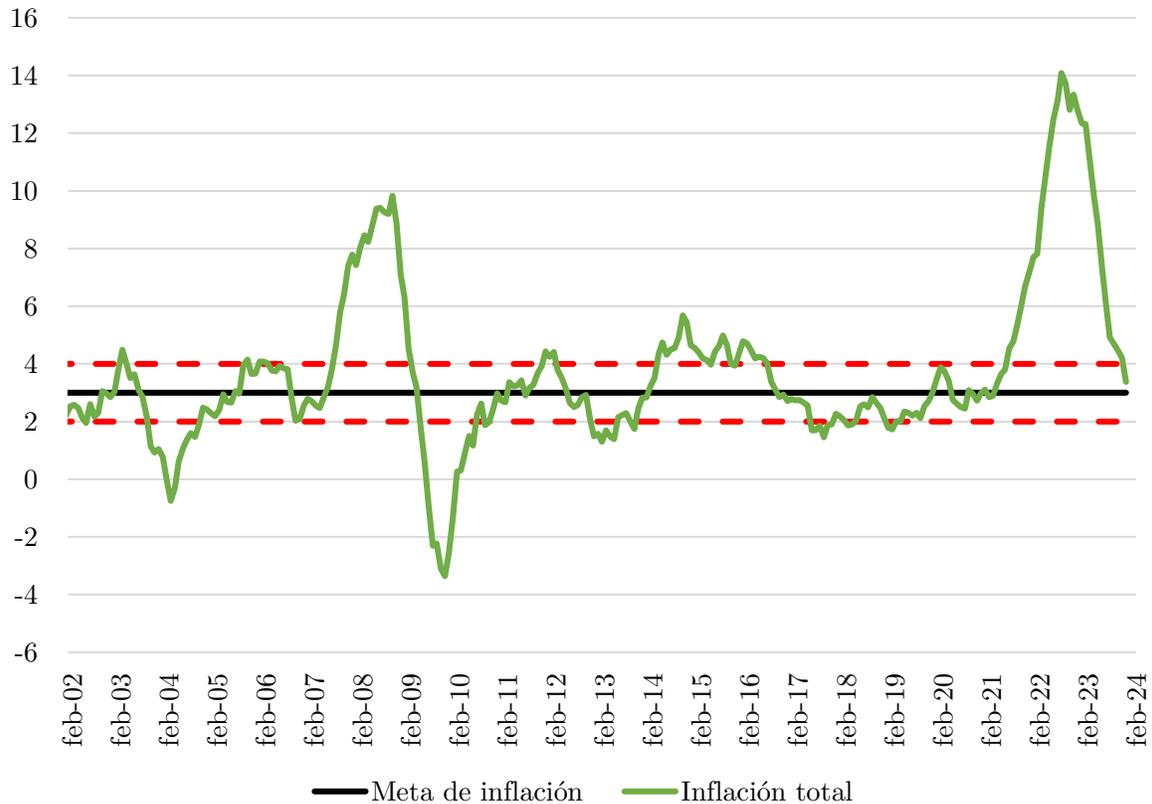
Adicionalmente, al Banco se le atribuye el rol de proteger la estabilidad financiera del país, para lo cual debe velar por el normal funcionamiento de pagos. De esta forma, el mandato constitucional entrega un objetivo explícito para las funciones del Banco Central.

En el siguiente documento, se busca modelar la decisión de política monetaria. En este sentido, se plantea que la tasa de política monetaria no responde únicamente a desvíos de la inflación respecto a su meta, sino que también puede responder a otras variables macroeconómicas que inciden en el cumplimiento del objetivo que tiene la autoridad monetaria dentro de su horizonte de planificación.

## 2. Hechos estilizados: Inflación y política monetaria

Al analizar el comportamiento de la inflación anual en las últimas décadas, se observa que la mayor parte del tiempo el Banco Central ha cumplido con mantener una inflación contenida alrededor del rango meta de 2 a 4% anual, mientras que las mayores desviaciones de la inflación se encuentran alineadas con importantes shocks exógenos a la economía chilena, como es el caso de la crisis subprime en 2008-2009 y la crisis del covid-19 en los últimos años (Figura 1).

**Figura 1**  
**Inflación total y meta del Banco Central en Chile**  
(Variación anual, %)



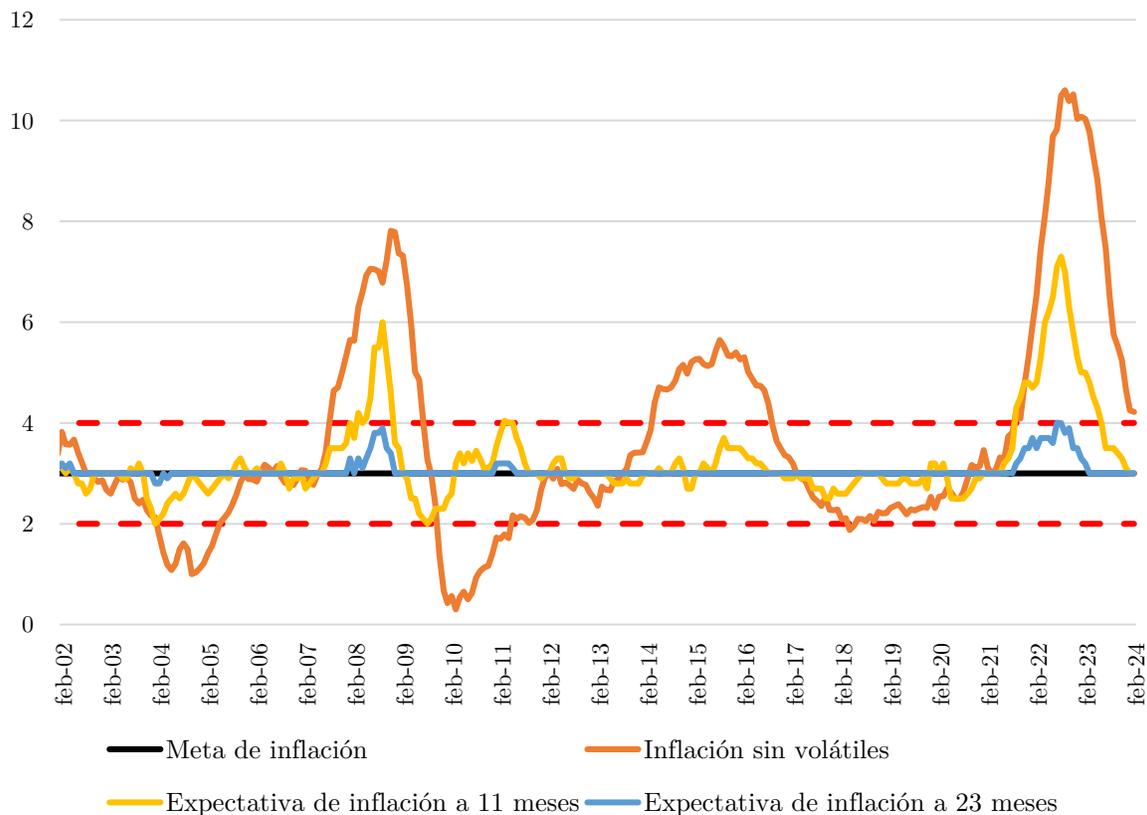
Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del BCCh.

En línea con este comportamiento, se puede observar también una importante contención de la inflación subyacente de la economía, medida a partir de la variación anual del IPC sin volátiles (Figura 2). Así mismo se destaca que, pese a las desviaciones de la inflación anual respecto a la meta, las expectativas de los agentes económicos -reportadas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de la entidad monetaria- suelen desviarse mucho menos del objetivo a 2 años, mostrando la alta credibilidad que tiene el Banco con el cumplimiento de su mandato.

Las expectativas de inflación a 11 meses se han desviado de la meta de inflación anual en a lo más un punto porcentual -en valor absoluto- en solo un 11% de los meses transcurridos en el periodo estudiado, y dichas desviaciones se concentran en periodos de shocks externos, tales como la crisis subprime y el Covid-19. De hecho, las expectativas de inflación a 11 meses nunca se han ubicado por debajo del 2%.

Al observar las expectativas de inflación a 23 meses, por su parte, se observa excepcionales desviaciones de la meta mostrando que, aun en presencia de shocks exógenos relevantes, los agentes económicos confían en la capacidad del Banco Central para restaurar un nivel de inflación bajo y estable en línea con el horizonte de planificación de política monetaria.

**Figura 2**  
**Inflación sin volátiles, expectativas de inflación y meta del Banco Central en Chile**  
(Variación anual, %)



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del BCCh.

Dado que la forma en la que el Banco Central controla el nivel de inflación es mediante ajustes de la tasa de política monetaria, se espera que estas variables se encuentren fuertemente relacionadas. Más específicamente, en un contexto de metas de inflación, la teoría económica sugiere que la brecha de inflación constituye un determinante de la TPM, de modo que el Banco mueve la tasa de interés en línea con desviaciones de la inflación respecto a la meta.

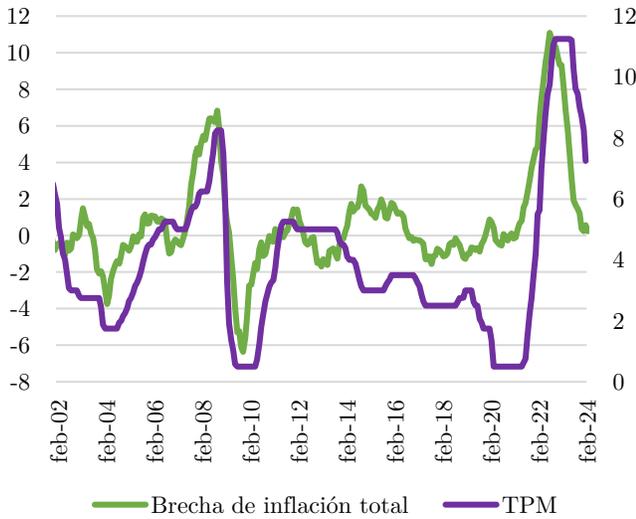
De todos modos, la tasa de política monetaria actúa con rezago sobre la economía real, de modo que, aun cuando desviaciones contemporáneas de la inflación pueden inducir movimientos en la tasa, los movimientos de tasa tendrán un efecto rezagado sobre la inflación. De esta forma, se abre la posibilidad de que la tasa de política monetaria no solo reaccione a la inflación contemporánea, sino más bien reaccione a proyecciones de inflación al interior del horizonte de planificación, o bien frente a variables que puedan alterar la trayectoria inflacionaria en el mediano plazo.

Al analizar las desviaciones de la inflación como brechas, es decir, la diferencia entre el nivel de inflación y la meta del 3% establecida por el Banco Central, surge un nuevo desafío: Si bien las cuatro brechas evaluadas en este documento: i) inflación contemporánea vs 3%, ii) inflación subyacente (inflación sin volátiles) vs 3%, iii) inflación a 11 meses vs 3% e iv) inflación a 23 meses vs 3%; se mueven en conjunto, la volatilidad de estas varía significativamente.

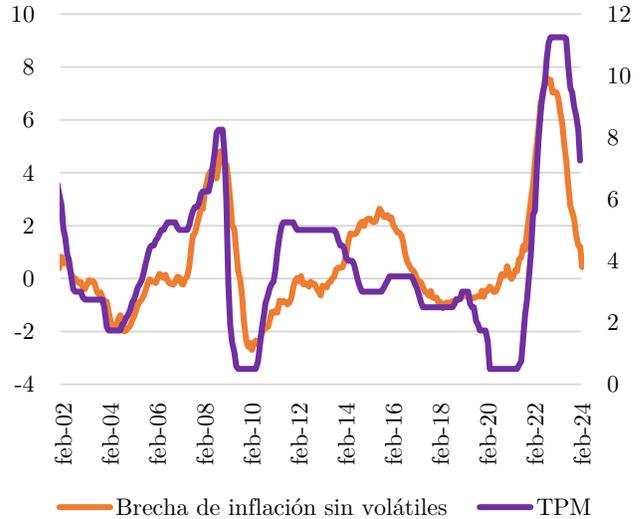
De esta forma, se asociaría una tasa de política monetaria mucho más volátil, si esta depende de la brecha inflación total, mientras la TPM experimentaría movimientos mínimos en el tiempo, si su trayectoria está determinada por la brecha de inflación a partir de las expectativas a 11 o 23 meses, respectivamente.

En las Figuras 3 a 6 se corrobora que existe cierta relación entre la trayectoria que sigue la TPM y la trayectoria de la brecha de inflación, sin embargo, los movimientos no muestran una relación 1 a 1 con ninguna de las brechas estudiadas. Con esto, se espera que la brecha de inflación actúe como un determinante de la política monetaria, pero también se deja espacio para que otras variables macroeconómicas alteren su transcurso, en anticipación a shocks que puedan alterar la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte de planificación monetaria.

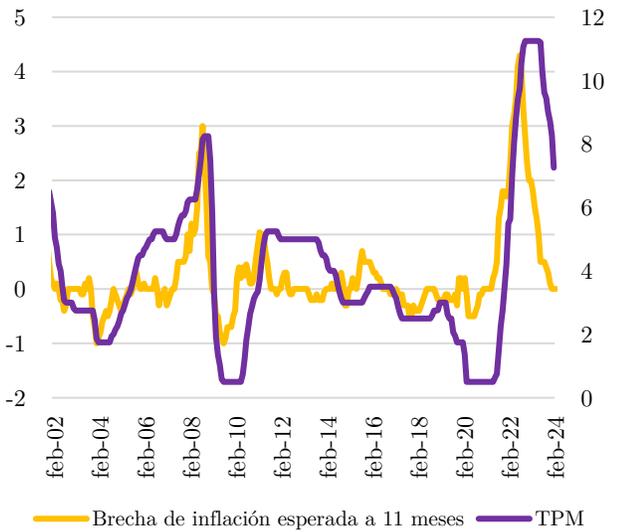
**Figura 3**  
Brecha de inflación total y TPM  
(Porcentaje, %)



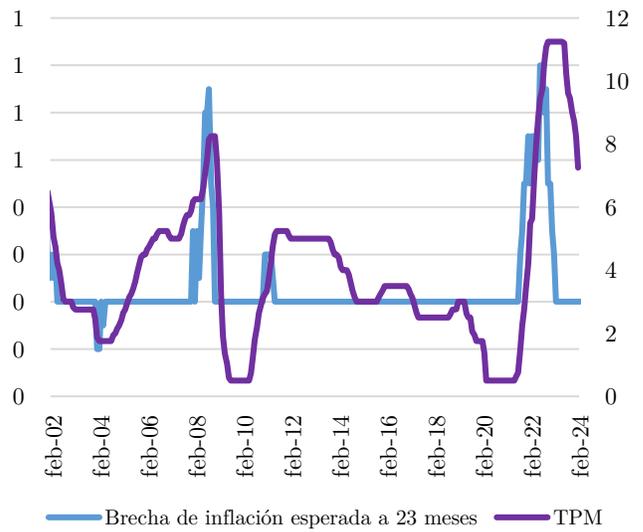
**Figura 4**  
Brecha de inflación sin volátiles y TPM  
(Porcentaje, %)



**Figura 5**  
Brecha de inflación esperada a 11 meses y TPM  
(Porcentaje, %)



**Figura 6**  
Brecha de inflación esperada a 23 meses y TPM  
(Porcentaje, %)



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del BCCh.

### 3. Metodología

Con el objetivo de evaluar los determinantes de la política monetaria en Chile, se utiliza una base de datos de frecuencia mensual que abarca desde agosto de 2001, periodo en que se nominaliza la tasa de política monetaria chilena, hasta enero de 2024, último mes para el cual se cuenta con la totalidad de datos oficiales actualizados a la fecha. Todos los datos fueron extraídos de la base de datos estadísticos del Banco Central de Chile en su página web.

Con esto, se plantea que la tasa de política monetaria presenta un comportamiento sistemático que responde a desequilibrios en la economía que puedan significar una amenaza para lograr la estabilidad de precios y financiera en la economía, de modo que:

$$TPM_t = \alpha + \beta_1 \cdot TPM_{t-1} + \beta_2 \cdot (\pi_t - \pi^*) + \beta_3 \cdot (y_t - y_t^{potencial}) + \beta_4 \cdot (TC_t^{e11m} - TC_t) + \varepsilon \quad (1)$$

Donde  $TPM_t$  es el nivel de la tasa de política monetaria en el periodo  $t$ ,  $(\pi_t - \pi^*)$  es la brecha de inflación, calculada como la diferencia entre la inflación anual y la meta de 3% que establece el mandato constitucional del BCCh y  $(y_t - y_t^{potencial})$  es la brecha de producto que, en este caso, captura la desviación porcentual del IMACEC no minero en términos desestacionalizados respecto a su tendencia, determinada a partir de un filtro HP, ambos en logaritmos. Esta última, se utiliza para capturar si la tasa de política monetaria responde al ciclo económico, en línea con shocks de oferta y demanda que pueden alterar el transcurso de la inflación en el mediano plazo.

Adicionalmente, se plantea que la tasa de política monetaria puede reaccionar frente a expectativas de apreciación o depreciación de la moneda local, dada la importancia del tipo de cambio en economías pequeñas y abiertas al comercio internacional. De esta forma,  $(TC_t^{e11m} - TC_t)$  captura si el mercado espera una depreciación del tipo de cambio, en base a las expectativas que tienen los agentes económicos sobre el nivel del tipo de cambio nominal a 11 meses reportado en la Encuesta de Expectativas Económicas, anticipando así presiones inflacionarias y financieras en el corto plazo.

Por último, se incluyen variables dicotómicas para controlar por posibles desviaciones de la TPM respecto a su comportamiento sistemático, en línea con la evidencia presentada en Figueroa y García (2017) sobre la gestión del Banco Central durante la crisis financiera global. Específicamente, se utiliza la *dummy* D2009 para controlar por la reducción de 775 puntos base registrada entre diciembre de 2008 y agosto de 2009, y además se considera la *dummy* D2021 que controla el aumento de 1.075

puntos base ocurrido entre junio de 2021 y noviembre de 2022, con el objetivo de normalizar el estímulo monetario tras la implementación de medidas no convencionales durante la pandemia.

Respecto a la brecha de inflación relevante para la conducción de la política monetaria, se evalúa 4 posibles escenarios: Primero, es posible que el Banco Central determine su política en base a los desvíos de la inflación total respecto a la meta del 3%. Una segunda alternativa, es que al Banco Central le importe que sea la inflación subyacente la que esté alineada con la meta de inflación, para lo cual se utiliza la variación anual del IPC sin volátiles  $\pi_t^{sv}$ . Por último, se plantea un enfoque “*forward-looking*”<sup>3</sup> en el que la política monetaria se determina en base al comportamiento de las expectativas respecto a la trayectoria que seguirá la inflación anual en un horizonte de 11 y 23 meses respectivamente ( $\pi_t^{e11m}$  y  $\pi_t^{e23m}$ ), en línea con lo reportado por la Encuesta de Expectativas Económicas.

#### 4. Resultados

En la Tabla 1 se presentan los resultados obtenidos al estimar la ecuación (1) con las cuatro mediciones de brecha de inflación mencionadas previamente.

En primer lugar, se observa que la tasa de política monetaria es sensible a desviaciones de la inflación total respecto a la meta de inflación anual, pero también frente a desviaciones de las expectativas de los agentes económicos. De hecho, la tasa de política monetaria responde con mayor intensidad a desviaciones de las expectativas a 11 y 23 años, respectivamente, en línea con el mandato de su ley orgánica que persigue el objetivo inflacionario en un horizonte de 2 años, pero permite mayor flexibilidad de la inflación contemporáneamente.

Siguiendo los criterios estadísticos<sup>4</sup>, se deduce que la mejor forma de modelar la decisión de política monetaria en Chile se obtiene a partir de un enfoque “*forward-looking*” que captura la brecha de inflación a partir de las expectativas de inflación a 11 meses, presentado en la columna (3) de la Tabla 1.

---

<sup>3</sup> Ver Clarida et al. (1998) o Clarida (2001).

<sup>4</sup> Criterios estadísticos  $R^2$  ajustado y Akaike.

Tabla 1

Modelo con distintas mediciones de la brecha de inflación

	(1)	(2)	(3)	(4)
$TPM_{t-1}$	0.957*** (0.009)	0.981*** (0.010)	<b>0.941***</b> <b>(0.008)</b>	0.968*** (0.008)
$D_{2009}$	-1.189*** (0.314)	-1.243*** (0.318)	<b>-1.085***</b> <b>(0.309)</b>	-1.160*** (0.309)
$D_{2021}$	0.427*** (0.113)	0.596*** (0.116)	<b>0.126</b> <b>(0.103)</b>	0.284*** (0.105)
$(TC_t^{e11m} - TC_t)$	0.003*** (0.001)	0.002*** (0.001)	<b>0.003***</b> <b>(0.001)</b>	0.002*** (0.001)
$(y_t - y_t^*)$	0.013** (0.006)	0.014** (0.006)	<b>0.014**</b> <b>(0.006)</b>	0.015** (0.006)
$(\pi_t - \pi^*)$	0.046*** (0.008)			
$(\pi_t^{SV} - \pi^*)$		0.015 (0.011)		
$(\pi_t^{e11m} - \pi^*)$			<b>0.266***</b> <b>(0.027)</b>	
$(\pi_t^{e23m} - \pi^*)$				0.749** (0.108)
Constante	0.144*** (0.033)	0.063* (0.035)	<b>0.192***</b> <b>(0.030)</b>	0.094*** (0.028)
$N$	269	269	<b>269</b>	269
$R^2$ ajustado	0.991	0.991	<b>0.993</b>	0.992
$AIC$	-13.580	13.103	<b>-69.664</b>	-33.909
F	4805.231	3939.390	<b>5655.874</b>	4573.540

Errores estándar robustos entre paréntesis.

\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

Esta especificación destaca a su vez por la significancia estadística del componente autoregresivo, indicando que la entidad monetaria en Chile ajusta la tasa de interés frente a shocks macroeconómicos relevantes, pero este ajuste es solo parcial, lo que permite suavizar los movimientos en la tasa de interés y disminuir así su volatilidad. Cabe destacar que, aun cuando la menor volatilidad de la tasa de interés no forma parte del mandato constitucional, esta estructura de política monetaria es óptima y consistente con el comportamiento de múltiples bancos centrales alrededor del mundo. Ver, por ejemplo, Sach & Volker (2000).

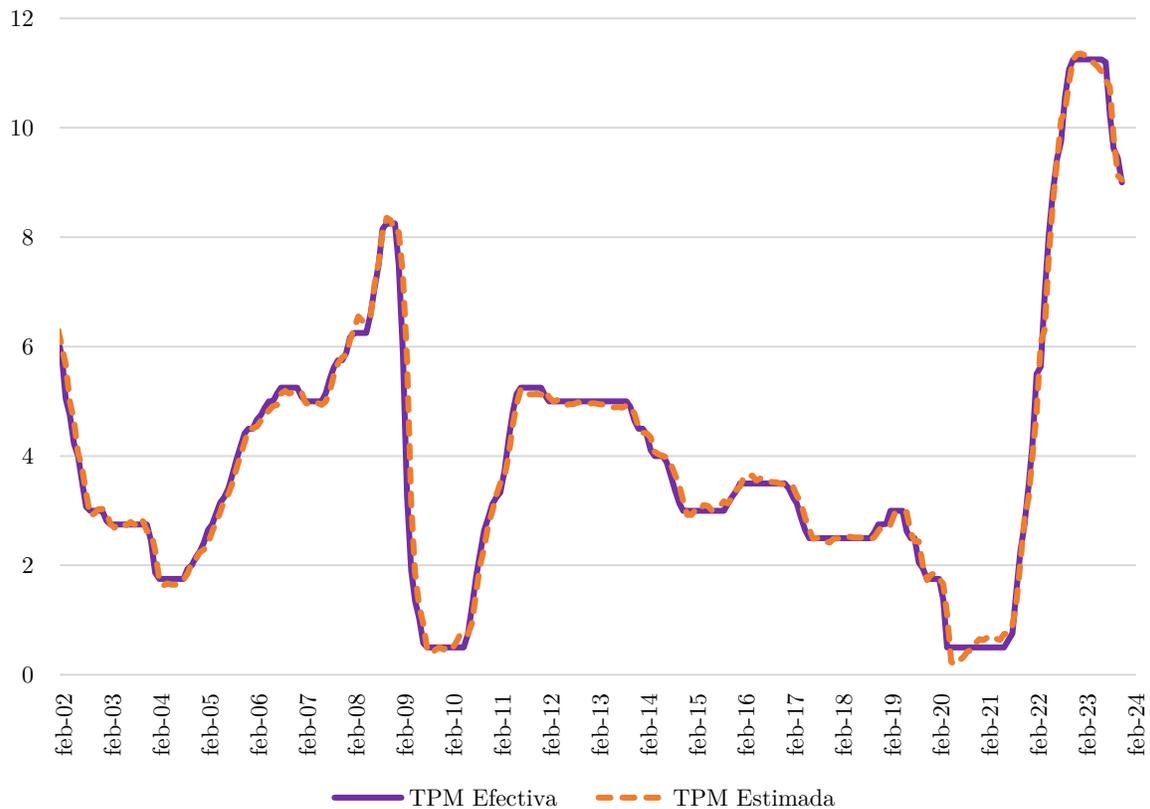
Adicionalmente, los resultados permiten corroborar la hipótesis inicial planteada en este documento: La tasa de política monetaria no se concentra únicamente en cerrar la brecha de inflación para alcanzar su objetivo de política, sino que también reacciona frente a movimientos en variables que pueden afectar la estabilidad de precios o la estabilidad financiera de la economía.

Específicamente, se observa que el instrumento es sensible al ciclo económico y a las expectativas de depreciación del tipo de cambio, aun cuando estas reacciones sean marginales en comparación a la respuesta de la tasa de interés frente a la brecha de inflación. Por cada punto porcentual que las expectativas de inflación a 11 meses se desvíen de la meta, la tasa de política monetaria se incrementa en cerca de 25 puntos base. En contraste, observamos que un aumento de 1 punto porcentual en la brecha de producto desencadena un aumento de 1,4 puntos base en la TPM y cuando las expectativas de depreciación aumentan en 1 peso por dólar, la tasa de interés se incrementa en 0,3 puntos base.

Respecto a las desviaciones del Banco respecto a su comportamiento sistemático, la evidencia estadística sugiere una mayor reacción de la tasa de política monetaria -en términos absolutos- que la dictada por las desviaciones del producto, la inflación y el tipo de cambio para el año 2009, pero no así para el año 2021. Esto indicaría que la disminución de 775 puntos base durante el 2009 posee un importante componente discrecional de la autoridad monetaria, que debió responder con mayor agresividad que la sugerida por el escenario macroeconómico nacional, mientras que, el aumento de la TPM en 1.075 puntos base ocurrido en el año 2021, respondió a las perturbaciones ocurridas en la economía nacional, sin desviaciones de un comportamiento sistemático y predecible.

Por último, se puede inferir que el modelo presentado en este trabajo sugiere que la tasa de interés neutral, es decir, el nivel al cual la tasa de interés debiera converger en el largo plazo una vez que se cierran las brechas, se ubica en torno a un 0,2% real, que sumado a una inflación objetivo de 3% deriva en una tasa de interés nominal neutral levemente menor a la indicada en el Informe de Política Monetaria de diciembre 2023<sup>5</sup>.

**Figura 7**  
**Tasa de política monetaria efectiva y estimada**  
**(Promedio mensual, %)**



Fuente: Elaboración propia.

Con todo, la TPM estimada dentro de muestra a partir del modelo seleccionado sigue muy de cerca la TPM efectiva determinada por el Banco Central, en línea con un alto grado de bondad de ajuste (Figura 7). Esto implica que la tasa de política monetaria determinada de forma sistemática a partir de los fundamentales de la

<sup>5</sup> La última estimación de la TPMN del Banco Central estima una tasa de interés neutral real en un rango de 0,5 a 1,5%, ubicando la tasa de interés neutral nominal en torno al 4% (BCCh, 2023).

economía se encuentra alineada con el promedio mensual de la TPM efectiva que deriva de las decisiones de política que está llevando a cabo el Banco Central.

Es interesante notar, sin embargo, que el modelo estimaba el inicio del proceso de reducción de las tasas -y que sigue vigente a la fecha- a partir de mayo de 2023. Es decir, los fundamentales de la economía aquí evaluados permitían iniciar el recorte de tasas anticipadamente. En contraste, la autoridad monetaria decidió reducir la TPM en 25 puntos base, a partir de fines de julio del mismo año, lo cual indica que la autoridad estuvo levemente rezagada al momento de iniciar el recorte de tasas de interés del último año.

De todos modos, ambas tasas han convergido al mismo nivel en promedio, en línea con un modelo que permite ajustes suavizados al ser continuos y todos los meses, contra los ajustes de la TPM efectiva que están limitados a la ocurrencia de las reuniones de política monetaria, desarrolladas 8 veces al año y en fechas predeterminadas.

Cabe destacar que, al descomponer la proyección dentro de muestra de la TPM en Chile mediante el modelo escogido, el componente inercial de la TPM tiene la mayor incidencia al momento de determinar su nivel. Es decir, el carácter inercial en la evolución de TPM juega un papel fundamental en la dinámica de la serie en términos mensuales.

La incidencia de la brecha de inflación y de producto por su parte son marginales, y un mayor impacto se observa únicamente en periodos donde las brechas son notoriamente más elevadas que sus promedios históricos. Las expectativas de depreciación, por su parte, también tienen un impacto marginal en el nivel de la tasa de política monetaria, sin embargo, vienen contribuyendo a la disminución de la TPM en el último periodo, a medida que los agentes esperan una apreciación de la moneda en el corto plazo.

Por último, la desviación del Banco respecto a su conducta sistemática durante la crisis subprime es evidente, pues la inercia de la TPM sugería movimientos mucho más acotados de la TPM, pero las circunstancias del periodo llevaron a recortes más agresivos, en línea con el componente discrecional de la política monetaria.

## 5. Proyecciones del modelo

Finalmente, cabe preguntarse si el modelo presenta capacidad predictiva para determinar el nivel de la TPM en el corto plazo. En el Cuadro 1 se presenta las predicciones del modelo sobre el nivel de la tasa de política monetaria, en promedio mensual, a lo largo de todo el año 2023 e inicios de 2024. Para este fin, se define la predicción un periodo hacia adelante, es decir, se corre el modelo con datos hasta diciembre de 2022 y se realiza una proyección para enero del 2023. Luego, se vuelve a correr el modelo con datos hasta enero y se realiza una predicción para el mes siguiente. Una vez conocida la TPM proyectada al cierre de cada mes, se generan errores artificiales usando el método recursivo (Metodología 1) y el método Rolling (Metodología 2) para construir un intervalo al 95% de confianza.

**Cuadro 1**  
**Predicción fuera de muestra TPM**  
**(Promedio mensual, porcentaje)**

Mes	TPM	Predicción 1			Predicción 2		
		Límite superior	Límite inferior	En rango	Límite superior	Límite inferior	En rango
ene-23	11,25	11,72	10,97	Si	11,82	10,96	Si
feb-23	11,25	11,68	10,93	Si	11,77	10,91	Si
mar-23	11,25	11,59	10,84	Si	11,69	10,83	Si
abr-23	11,25	11,54	10,79	Si	11,66	10,80	Si
may-23	11,25	11,47	10,72	Si	11,61	10,75	Si
jun-23	11,25	11,39	10,64	Si	11,55	10,70	Si
jul-23	11,20	11,24	10,49	Si	11,45	10,59	Si
ago-23	10,25	11,15	10,40	No	11,38	10,52	No
sept-23	9,62	10,18	9,43	Si	10,32	9,46	Si
oct-23	9,45	9,45	8,70	Si	9,55	8,69	Si
nov-23	9,00	9,42	8,67	Si	9,53	8,68	Si
dic-23	8,72	8,97	8,22	Si	9,08	8,22	Si
ene-24	8,25	8,60	7,85	Si	8,71	7,86	Si

Fuente: Creación propia con estimaciones del OCEC-UDP y datos del BCCh.

Mediante este análisis se corrobora que el modelo presenta una buena capacidad predictiva para determinar el nivel de la TPM fuera de muestra, toda vez que el intervalo presentado contuvo el promedio mensual efectivo de la TPM durante 12 de los 13 últimos meses presentados previos a la última reunión de política monetaria.

Así por ejemplo, este ejercicio muestra que la decisión de bajar la TPM a 8,25% en la Reunión de Política Monetaria el 19 de diciembre y que se mantendría vigente durante todo enero, estuvo alineada con la TPM que estimaba el modelo de forma sistemática a partir de una brecha de inflación esperada que se mantenía levemente positiva, un nivel de producto que se encontraba bajo su nivel potencial y agentes que anticipaban una normalización del tipo de cambio a medida que tendería a apreciarse en los siguientes 11 meses.

Siguiendo la evolución de la economía desde ese entonces, donde las expectativas de inflación ya se encuentran ancladas en el 3% y la brecha de producto es levemente negativa, el modelo proyecta que la tasa de política monetaria actualmente debiera ubicarse en torno a 6,75 puntos porcentuales<sup>6</sup>. Esta última cifra constituye la estimación central del rango proyectado a partir del modelo, el que determina que la TPM promedio actual debiera ubicarse entre 6,49 y 6,98% con un 80% de confianza.

Esto implica una reducción de 150 puntos base desde el 8,25 estimado para enero de 2024 hasta la estimación puntual proyectada actualmente, de los cuales ya se concretó una disminución de 100 puntos base en la reunión del 31 de enero del presente año. Por ende, para alcanzar un nivel de TPM consistente con los fundamentales de la economía aquí evaluados, el recorte de tasas que se determine en la reunión del 2 de abril no necesita superar los 50 puntos base.

Al analizar la tasa de política monetaria sugerida por el modelo siguiendo la descomposición del modelo presentado en el presente documento, esta reducción esperada en torno a 50 puntos base se explica por el comportamiento tendencial de la tasa de política monetaria que permite una reducción de al menos 25 puntos base. Sin embargo, la reducción restante sugerida deriva del comportamiento del tipo de

---

<sup>6</sup> Dicha estimación es válida, toda vez que se cumplan las expectativas de mercado para el primer trimestre de 2024 reflejadas en la EEE de febrero. Esto es, una inflación que converge a 3% en un horizonte de 11 meses; un crecimiento de la actividad no minera de 1,7% anual durante el primer trimestre de 2024 y un tipo de cambio que cerraría marzo el mes en torno a 960 CLP/USD, pero debiera converger a 890 CLP/USD en línea con las expectativas de apreciación de los agentes para el corto plazo.

cambio, toda vez que, pese al alto valor del tipo de cambio actualmente, los agentes económicos anticipan una apreciación del tipo de cambio en los próximos 11 meses. En este sentido, el Banco Central está observando que las presiones inflacionarias por parte del tipo de cambio irán desapareciendo en el horizonte relevante para la decisión de política monetaria y, por ende, no se justifica mantener un mayor nivel de TPM por el valor actual de la moneda extranjera.

Con esto, se destaca que la metodología descrita en este documento hace hincapié en la decisión de la autoridad monetaria con una visión de mediano plazo, acorde con la incidencia rezagada que tiene la TPM sobre la economía. Es decir, lo relevante es la trayectoria que sigue la TPM y sus determinantes en el horizonte de planificación de política monetaria. De esta forma, se justifica que el modelo no considere la información actual del escenario macroeconómico como variables relevantes para la decisión en el modelo presentado, sino su trayectoria implícita en el mediano plazo, medido a través de la brecha de inflación y de tipo de cambio esperados por los agentes económicos.

Finalmente, se debe considerar que el modelo presentado busca determinar el nivel de TPM consistente con los fundamentos de la economía aquí considerados, pero no se descarta la omisión de otros factores relevantes para la decisión de política monetaria. Así, por ejemplo, el modelo no considera que la tasa de interés real, medida como la diferencia entre la TPM nominal y la inflación actual, sigue siendo fuertemente contractiva y puede tener repercusiones negativas sobre la actividad económica. Por ende, si bien por fundamentos económicos el modelo estima una caída de solo 50 puntos base, es factible que exista un sesgo hacia una caída más pronunciada en el margen, alineado con el componente discrecional que influye en la decisión de política monetaria<sup>7</sup>.

## 6. Conclusión

En este documento se evalúa un enfoque sistemático para la determinación de la tasa de política monetaria en Chile, planteando que la TPM está determinada principalmente por desviaciones de la inflación respecto a su meta. En particular, se

---

<sup>7</sup> Notar que este sesgo podría llevar a una reducción de 75 puntos base, lo que sigue siendo consistente con las estimaciones del modelo, los cuales incluyen una TPM de 6,5% en el límite inferior del rango proyectado al 80% de confianza.

encuentra que un modelo econométrico que incluye una brecha de inflación esperada a 11 meses es el que mejor se ajusta a la TPM efectiva, en línea con un enfoque “forward-looking” que reconoce que la tasa de interés actúa de forma rezagada sobre la economía.

Sin embargo, también se plantea que existen otros determinantes que influyen en la decisión de política monetaria. Específicamente, se muestra que la tasa responde a fluctuaciones de la brecha de producto y a cambios en las expectativas de depreciación, en línea con una economía pequeña y abierta que persigue la meta de inflación en un marco de libre movilidad de capitales. Con esto, el Banco Central anticiparía shocks de oferta y/o demanda que alteran directamente el nivel de precios, o bien amenazas sobre la estabilidad financiera de la economía que puedan alterar la trayectoria que siga la inflación en el corto y mediano plazo.

De todos modos, el ajuste de la tasa de interés frente a perturbaciones en la economía es más bien parcial, toda vez que existe un alto nivel de persistencia en el nivel de la tasa de política monetaria, lo que permite suavizar sus movimientos, evitando exacerbar los desequilibrios macroeconómicos.

Finalmente, se comprueba que, aun cuando se utiliza un enfoque sistemático para predecir una tasa que varía en base a decisiones discretas, se puede obtener una senda consistente para anticipar sus cambios, toda vez que el modelo en cuestión capture las principales variables que podría monitorear el Banco Central.

## Referencias

- Banco Central de Chile. Base de Datos Estadísticos (BDE).
- Banco Central de Chile (2020). La política monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación.
- Banco Central de Chile (2023). Informe de Política Monetaria. Diciembre 2023.
- Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (2001). Optimal monetary policy in open versus closed economies: an integrated approach. *American Economic Review*, 91(2), 248-252.
- Clarida, R. H. (2001). The empirics of monetary policy rules in open economies. *International Journal of Finance & Economics*, 6(4), 315-323.
- English, W. B., Nelson, W. R., & Sack, B. P. (2003). Interpreting the significance of the lagged interest rate in estimated monetary policy rules. *Contributions in Macroeconomics*, 3(1).
- Figueroa, C., & García, P. (2017). *Desafíos de la Política Monetaria Sistemática* (No. 64). Central Bank of Chile.
- Hodrick Robert, J., & Prescott, E. C. (1980). Post-War US Business Cycles: An Empirical Investigation. *Discussion Paper 451. Evanston, 11: Center for Mathematical Studies in Economics and Management Science, Northwestern University*.
- Moura, M. L., & de Carvalho, A. (2010). What can Taylor rules say about monetary policy in Latin America?. *Journal of Macroeconomics*, 32(1), 392-404.
- Sack, B., & Wieland, V. (2000). Interest-rate smoothing and optimal monetary policy: a review of recent empirical evidence. *Journal of Economics and Business*, 52(1-2), 205-228.
- Schmidt-Hebbel, K., & Tapia, M. (2002). Inflation targeting in Chile. *The North American Journal of Economics and Finance*, 13(2), 125-146.