

Banco Central de Chile
Documentos de Trabajo

Central Bank of Chile
Working Papers

N° 367

Junio 2006

EL BANCO CENTRAL DE CHILE EN COMPARACIÓN CON LOS BANCOS CENTRALES DEL MUNDO

Marcelo Ochoa

Klaus Schmidt-Hebbel

La serie de Documentos de Trabajo en versión PDF puede obtenerse gratis en la dirección electrónica: <http://www.bcentral.cl/esp/estpub/estudios/dtbc>. Existe la posibilidad de solicitar una copia impresa con un costo de \$500 si es dentro de Chile y US\$12 si es para fuera de Chile. Las solicitudes se pueden hacer por fax: (56-2) 6702231 o a través de correo electrónico: bcch@bcentral.cl.

Working Papers in PDF format can be downloaded free of charge from: <http://www.bcentral.cl/eng/stdpub/studies/workingpaper>. Printed versions can be ordered individually for US\$12 per copy (for orders inside Chile the charge is Ch\$500.) Orders can be placed by fax: (56-2) 6702231 or e-mail: bcch@bcentral.cl.



BANCO CENTRAL DE CHILE

CENTRAL BANK OF CHILE

La serie Documentos de Trabajo es una publicación del Banco Central de Chile que divulga los trabajos de investigación económica realizados por profesionales de esta institución o encargados por ella a terceros. El objetivo de la serie es aportar al debate temas relevantes y presentar nuevos enfoques en el análisis de los mismos. La difusión de los Documentos de Trabajo sólo intenta facilitar el intercambio de ideas y dar a conocer investigaciones, con carácter preliminar, para su discusión y comentarios.

La publicación de los Documentos de Trabajo no está sujeta a la aprobación previa de los miembros del Consejo del Banco Central de Chile. Tanto el contenido de los Documentos de Trabajo como también los análisis y conclusiones que de ellos se deriven, son de exclusiva responsabilidad de su o sus autores y no reflejan necesariamente la opinión del Banco Central de Chile o de sus Consejeros.

The Working Papers series of the Central Bank of Chile disseminates economic research conducted by Central Bank staff or third parties under the sponsorship of the Bank. The purpose of the series is to contribute to the discussion of relevant issues and develop new analytical or empirical approaches in their analyses. The only aim of the Working Papers is to disseminate preliminary research for its discussion and comments.

Publication of Working Papers is not subject to previous approval by the members of the Board of the Central Bank. The views and conclusions presented in the papers are exclusively those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of the Central Bank of Chile or of the Board members.

Documentos de Trabajo del Banco Central de Chile
Working Papers of the Central Bank of Chile
Agustinas 1180
Teléfono: (56-2) 6702475; Fax: (56-2) 6702231

Documento de Trabajo
N° 367

Working Paper
N° 367

EL BANCO CENTRAL DE CHILE EN COMPARACIÓN CON LOS BANCOS CENTRALES DEL MUNDO

Marcelo Ochoa
Economista
Gerencia de Investigación Económica
Banco Central de Chile

Klaus Schmidt-Hebbel
Gerente de Investigación Económica
Banco Central de Chile

Resumen

¿Cómo se compara el desempeño del Banco Central de Chile (BCCH) con otros bancos centrales del mundo - y en cuáles dimensiones? Este trabajo describe los resultados de comparaciones internacionales y de investigación comparativa de política monetaria, que muestran que el BCCH ocupa los primeros lugares entre los bancos centrales del mundo en cuatro aspectos; tamaño pequeño, independencia legal y operacional; transparencia global y calidad del informe de política monetaria; cantidad y demanda de documentos de investigación; y eficiencia de su política monetaria, reflejada por los aciertos en alcanzar la meta de inflación, la capacidad en aplicar una política estabilizadora contracíclica y la contribución a la estabilidad macroeconómica.

Abstract

How does the performance of the Central Bank of Chile (CBCH) compare to other central banks and in which dimensions? This paper summarizes the results of several studies that report international comparisons of different features of central banking and monetary policy. The evidence places the CBCH among the top central banks in the world in the following areas: size, legal and operational independence; transparency, and quality of the inflation report; quantity and quality of the research papers; and efficiency of monetary policy reflected by its accuracy in meeting inflation targets, its counter-cyclical stance, and its contribution to overall macroeconomic stability.

1. Introducción

Los bancos centrales son monopolios creados por ley para preservar la estabilidad monetaria y financiera de sus países. No estando sujetos a presiones de mercado, se hace imposible evaluar su desempeño en comparación con bancos comerciales u otras instituciones locales. Por lo tanto, sólo queda como opción realizar una comparación internacional, entre bancos centrales de países diferentes.

El objetivo de este documento es responder a la pregunta respecto de cómo se compara el desempeño del Banco Central de Chile (BCCH) – en varias dimensiones – con el de otros bancos centrales del mundo. Utilizando información de bases de datos internacionales y de encuestas, así como de trabajos de investigación, este documento reúne y describe indicadores operacionales y de desempeño de bancos centrales y de sus políticas monetarias, que permiten posicionar al BCCH en la experiencia internacional. Cabe resaltar que este análisis comparativo se ve limitado a áreas para las cuales se dispone de información comparativa a nivel internacional, quedando sin cubrir aspectos quizás relevantes pero sin información comparativa.

Esta comparación descriptiva se realiza en tres dimensiones. En la sección 2 se presenta evidencia comparativa sobre tres características generales de los bancos centrales: tamaño y grado de autonomía. Otros aspectos de importancia para un banco central son la transparencia, la comunicación de su accionar de política con el público y su responsabilidad hacia la sociedad. Para evaluar estos temas reportamos tres indicadores comparativos en la sección 3: índices de transparencia, de calidad de los informes de política monetaria (o informes de inflación) y de difusión de la investigación de los bancos centrales.

Finalmente, resta evaluar el aspecto más importante en el desempeño de un banco central: los resultados y la eficiencia de la política monetaria. En la sección 4 comparamos primero los aciertos de la política monetaria, medidos por la desviación de la tasa de inflación respecto de su meta, en aquellos países donde los bancos centrales han adoptado un régimen monetario basado en metas de inflación. Luego presentamos una comparación acerca del carácter cíclico de la política monetaria, que refleja su contribución a la estabilización cíclica, basada en una muestra de países emergentes. Para concluir presentamos una evaluación comparativa de la contribución de la política monetaria a la mayor estabilidad macroeconómica alcanzada en la década de los noventa, para un conjunto de países industrializados y economías emergentes.

2. Características generales de los bancos centrales

En esta sección presentamos ciertas características de los bancos centrales del mundo, partiendo con estadísticas acerca del número de empleados como una aproximación al tamaño y al gasto de estas instituciones. Seguidamente presentamos una comparación del nivel de independencia del BCCH entre los bancos centrales de América Latina y el Caribe. Finalmente, comparamos la fortaleza financiera de los bancos centrales, representada por sus resultados.

Número de empleados

El BCCH contaba con 600 empleados ó 3.8 empleados por cada cien mil habitantes de Chile en el año 2005. Como se muestra en el panel (a) de la Figura 1, esta cifra se encuentra muy por debajo del promedio mundial (7.7) e inclusive por debajo de los empleados de bancos centrales por cien mil habitantes correspondientes al Banco Central Europeo (16.1), la Reserva Federal de los Estados Unidos (6.8) y al promedio de los bancos centrales de América Latina y el Caribe (5.3). Comparando esta cifra con diecinueve bancos centrales que siguen un esquema de metas de inflación, Chile se encuentra en sexto lugar, después de Brasil, México, Canadá, Inglaterra y Perú (Figura 1, panel b).

Se puede estimar la relación entre el tamaño de los bancos centrales (el número de empleados) con el tamaño del país respectivo (medido por su PIB total), graficada para el año 2005, con exclusión de los bancos centrales más grandes (Figura 2).¹ A priori, cabría esperar una relación positiva pero marginalmente decreciente entre ambas variables, si dominan los costos fijos en la banca central. Alternativamente, la relación sería positiva pero marginalmente creciente si las funciones de los bancos centrales crecen más que proporcionalmente con el tamaño del país y/o su grado de desarrollo. La Figura 2 sugiere que dominan los costos fijos sobre el crecimiento de funciones a medida que crece el volumen del producto, aunque la relación no parece muy robusta a cambios en la muestra. Respecto del BCCH, la relación representada sugiere que Chile tiene un banco central más pequeño, dado el tamaño de la economía, de lo que se infiere de la experiencia internacional.

Sin embargo, no todas las tareas del banco central están relacionadas con el tamaño de la economía, presentándose diferencias en las labores que llevan a cabo los bancos centrales. Por ejemplo, en contraste a países como Polonia y la República Checa, el BCCh no tiene a su cargo la supervisión bancaria. Por otra parte, y diferencia de la mayoría de los bancos centrales del mundo, el BCCH está a cargo de la elaboración de importantes estadísticas nacionales (las cuentas nacionales, las estadísticas de balanza de pagos y las estadísticas monetarias y financieras). Estas diferencias importantes en las actividades que realizan los bancos centrales sugieren ejercer cautela al interpretar los resultados de esta comparación internacional.

Se puede apreciar que el número de empleados del BCCH ha disminuido de manera importante durante la última década, desde 739 en 1993 a 600 en 2005, equivalentes a una caída relativa desde 5.4 hasta 3.8 empleados por cien mil habitantes (Figura 3). La reducción observada en algunos bancos centrales es aún más pronunciada, como en el caso del Banco de Inglaterra, que redujo su tamaño relativo desde 7.3 empleados por cien mil habitantes en 1993 a 3.1 en 2005. Las estadísticas presentadas revelan que el BCCH es una institución más pequeña que a principios de la década y se mantiene entre los bancos centrales de menor tamaño relativo en el mundo. Este resultado sugiere que probablemente el BCCH sea una institución más enfocada a la realización de

¹ Estos son el Banco Central Europeo y los bancos centrales de EE.UU., India y Rusia.

sus funciones esenciales – o lo haga en forma más eficiente – en contraste con otros bancos centrales que son más grandes, que ejecutan tareas más diversas o lo hacen de una forma menos eficiente.

Independencia del banco central

Se observa una tendencia mundial hacia una mayor independencia o autonomía otorgada a los bancos centrales. La independencia ganada puede ser legal (de jure) u operacional (de facto). Muchos países con altos niveles históricos de inflación y excesiva interferencia del gobierno en la política monetaria han adoptado nuevos marcos legales que otorgan independencia legal y operacional a los bancos centrales en la conducción de sus políticas. Con la mayor autonomía otorgada también viene la obligación a los bancos centrales de dar mejor cuenta de sus actos y políticas (reforzar su *accountability*), actuando con mayor transparencia y apertura comunicacional hacia la sociedad y los mercados.

Diversos estudios han cuantificado el nivel de autonomía de los bancos centrales y explorado su relación con la tasa de inflación (Cukierman 1992, Cukierman et al. 1992, Mahadeva y Sterne 2000, Jácome y Vázquez 2005). Algunos de estos autores han encontrado que países con bancos centrales más autónomos han observado tasas de inflación más bajas, sin experimentar caídas en la tasa de crecimiento del producto (Blinder 1998). Por ejemplo, Jácome y Vázquez (2005) encuentran que mayores grados de independencia de los bancos centrales han contribuido a la caída en tasas de inflación desde inicios de la década de 1990.

Mahadeva y Sterne (2000) utilizan los datos recogidos en un cuestionario respondido por 94 bancos centrales en 1998 y calculan un índice de independencia del banco central, cubriendo aspectos como los objetivos legales, los instrumentos de política, la duración del mandato del presidente y el financiamiento del déficit del gobierno central por el banco central.² Este índice coloca al BCCH como el sexto banco central de mayor independencia en esta amplia muestra, con un puntaje de 92.9 de 100, conjuntamente con el Banco Central de Japón (Figura 4).

Jácome y Vázquez (2005) construyen un índice, para una muestra de 24 países de América Latina y el Caribe, que refleja tres aspectos del nivel de independencia de un banco central: la independencia política, la autonomía económica y su responsabilidad frente a la sociedad. El BCCH es el segundo banco central con mayor grado de independencia global en la región después del Banco Central del Perú (Figura 5, panel a). En los componentes del índice global, el BCCH ocupa el lugar 6 (independencia política) y 7 (independencia económica) (Figura 5, paneles a y b).

² Mahadeva y Sterne (2000) siguen la metodología expuesta en Cukierman (1992), mientras que Jácome y Vázquez (2005) introducen nuevas dimensiones a la metodología original de Cukierman, por lo que no son completamente comparables. Otra diferencia entre ambos consiste en que la información utilizada, por ejemplo por Mahadeva y Sterne, se basa en las respuestas entregadas por los propios bancos centrales, mientras que la información utilizada por Jácome y Vázquez se basa en datos recogidos independientemente.

3. Transparencia y comunicaciones

En esta sección comparamos distintos indicadores de los niveles de transparencia y comunicaciones de bancos centrales en el mundo. Después de presentar diferentes indicadores de transparencia, reportamos los resultados de una evaluación de los informes de política monetaria (o informes de inflación). Finalmente, presentamos una evaluación comparativa de la difusión de los trabajos de investigación de los bancos centrales.

Transparencia

La transparencia de un banco central se refleja en la cantidad, calidad y oportunidad de información que otorga al público, con relación a su proceso de toma de decisiones de política monetaria. La transparencia es un concepto multifacético y se refleja en diversas etapas del proceso de toma de decisiones de política. Por ejemplo, Schmidt-Hebbel y Tapia (2004) destacan tres dimensiones relevantes en la transparencia de un banco central: la comunicación de los objetivos, la publicación de información económica relevante (e.g., estadísticas, proyecciones) y la explicación del proceso de toma de decisiones de política.

¿Es siempre beneficioso ser un banco central transparente? Aunque existe cierto acuerdo acerca de los beneficios de la transparencia en la comunicación de objetivos del banco central, aún no existe consenso acerca del nivel óptimo de hacer públicos toda la información y todos los supuestos que guían a las decisiones de política de los bancos centrales.³

Basándose en una muestra de 94 bancos centrales, Mahadeva y Sterne (2000) evaluaron la transparencia en la comunicación de la toma de decisiones de política monetaria y la publicación y explicación de las proyecciones del banco central. Cabe recordar que esta información está basada en la encuesta realizada a los bancos centrales – incluido el BCCH – en el año 1998, dos años antes que el BCCH perfeccionó su marco de política monetaria, incrementando significativamente sus niveles de transparencia y comunicación. Por lo tanto, la posición relativa del BCCH mostrada a continuación está probablemente subestimada, en comparación con lo que constituiría su posición a partir del año 2000.

Para el año 1998, el BCCH obtiene 75.5 puntos de 100 en su transparencia en la comunicación de decisiones de política, ubicándose en la posición 12 a nivel mundial (Figura 6, panel superior). Por otro lado, el BCCh ocupa el puesto 15 con relación a su nivel de transparencia en la explicación y difusión de sus proyecciones, con 72.7 de 100

³ Svensson (2002) plantea que incrementar los niveles existentes de transparencia es importante en un esquema de metas de inflación, mientras que Winkler (2000) y Mishkin (2004) señalan que la transparencia puede ir muy lejos y complicar la comunicación con el público, sugiriendo más claridad en la comunicación en vez de poner el énfasis en la cantidad del material publicado. De Morris y Shin (2002) se deriva que la transparencia incompleta puede ser óptima para la conducción de la política monetaria, mientras que Svensson (2005) concluye que “Morris y Shin (2002) están de hecho a favor de la transparencia”.

puntos mundial (Figura 6, panel inferior). A nivel agregado, el índice de transparencia global de Mahadeva y Sterne coloca al BCCH como el 11er. banco central más transparente, por encima de Canadá, Australia, México, Alemania y Perú (Figura 7).

En un trabajo más reciente, Schmidt-Hebbel y Tapia (2004) utilizan información de 20 países con metas de inflación para construir un índice de transparencia de la política monetaria. Cabe notar que la información utilizada aquí se basa en una encuesta realizada en 2002-2003, con posterioridad a la significativa mejoría en transparencia y comunicaciones adoptada por el BCCH a partir del 2000, pero antes de la publicación de los modelos utilizados en las proyecciones del Banco (en diciembre de 2003) y la mejoría en la publicación de datos estadísticos (en 2004).

Los autores evalúan las siguientes dimensiones de la transparencia de un banco central: (i) la transparencia en la comunicación de objetivos y el proceso de la toma de decisiones de política, y (ii) la transparencia en la provisión de información económica al público, incluyendo las proyecciones y los modelos con que éstas se realizan. Los resultados indican que el BCCH ocupa el primer lugar en la comunicación de los objetivos y las decisiones de política monetaria, mientras que ocupa sólo el 11er. lugar en la provisión de información económica al público (Figura 8, paneles medio e inferior). A base de los resultados anteriores, el BCCH es el quinto banco central más transparente entre los países con metas de inflación, después de Suecia, Hungría, Noruega e Inglaterra (Figura 10, panel superior).

En un informe reciente, el Institute of International Finance (IIF 2005) evalúa la transparencia en la entrega de información de treinta países alrededor del mundo. En este estudio, entre otros temas, se evalúan tres aspectos en los que un banco central se encuentra involucrado. Primero, se considera la existencia de un sitio web que tenga vínculos a instituciones como el Ministerio de Hacienda y el Instituto de Estadística del país, que permita una suscripción a anuncios de nueva información y que se encuentre traducido al inglés. Segundo, se evalúa la diseminación de información macroeconómica relevante de fácil acceso y descarga en formatos amigables, la existencia de información histórica, así como la publicación de evaluaciones económicas y proyecciones de variables relevantes para cada país. Finalmente, se considera la publicación de información de deuda externa del país de manera oportuna, así como la existencia de series históricas y de información desagregada relevante de deuda externa. Es importante notar que, a pesar que el BCCH es evaluado en estos tres aspectos, la calificación entregada por IIF (2005) incluye también al Ministerio de Hacienda y al Instituto Nacional de Estadística.

Los resultados de este estudio se resumen en la Figura 9. Las calificaciones de IIF (2005) colocan al BCCH con la calificación más alta, conjuntamente con la otorgada a Líbano, Filipinas, Pakistán y Tailandia, al poseer un sitio web traducido al inglés y permitir una suscripción a un servicio de alertas en inglés y español. En la diseminación de información, Chile ocupa el noveno lugar de treinta países, conjuntamente con Malasia y Perú. IIF (2005) resalta la transparencia y amigable del acceso a la base de datos del BCCH, así como la existencia de información de los pasos de política que la

autoridad monetaria prevé en el futuro. Finalmente, el BCCH se encuentra en sexto lugar con relación a la publicación de información de deuda externa. IIF (2005) resalta la oportunidad de la información publicada así como su utilidad al momento de analizar la estructura de los compromisos de Chile con el resto del mundo.

Otro aspecto que ha recibido atención, y que ha sido evaluado, es la transparencia en el manejo de reservas internacionales. Según Topf (2005), la tendencia a una mayor transparencia en el manejo de reservas ha sido mucho más lenta que en otras actividades de los bancos centrales. Pueden existir diversas razones por las cuales un banco central no desee entregar información acerca de su manejo de reservas, especialmente si esta información puede revelar intervenciones en el mercado cambiario, presiones sobre el tipo de cambio o potenciales vulnerabilidades. No obstante, la dificultad en el acceso a esta información podría crear cuestionamientos a la política de inversión de reservas y al marco general de política de un banco central.

Topf (2005) presenta una evaluación del manejo de reservas de 19 bancos centrales de economías avanzadas y en desarrollo. En el estudio se evalúan aspectos relevantes del manejo de reservas, como la publicación del nivel de reservas, información acerca del nivel adecuado de reservas, tipo de activos y composición de cartera de las reservas, denominación por tipo de moneda, liquidez del portafolio de inversiones y exposición al sistema bancario. En la evaluación realizada para el año 2004, el BCCH es el sexto banco central con el manejo de reservas internacionales más transparente, por encima del Banco Central Europeo y los bancos centrales de Finlandia, Nueva Zelanda y Brasil. Sin embargo, durante los últimos años se han observado importantes avances en el manejo de reservas internacionales en el BCCH, proveyéndose en la actualidad información pública sobre la composición de moneda y la duración de las inversiones que constituyen reservas internacionales. Si se toman en cuenta estas mejoras, el BCCH mejora su posicionamiento con respecto a los 19 bancos centrales en escrutinio, ocupando el cuarto lugar, conjuntamente con Canadá (Figura 10).

Calidad del informe de política monetaria

Los informes de inflación (o de política monetaria – IPoM – como se le denomina en Chile) representan un instrumento principal de los bancos centrales para comunicar sus diagnósticos y proyecciones macroeconómicas y sus acciones de política monetaria. En un país que sigue un esquema de metas de inflación, el informe de inflación es una herramienta que ayuda a comunicar la lógica que guía el accionar del banco central, colaborando en la construcción de una política monetaria más transparente y creíble (Feliú y Tapia, 2003).

Los informes de inflación de 20 países que siguen un esquema de metas de inflación fueron evaluados en un reporte de Fracasso, Genberg y Wylosz (2003).⁴ Los autores evaluaron aspectos muy precisos de la calidad de los informes.⁵ Estos aspectos se

⁴ Un análisis detallado de los resultados de este reporte se puede encontrar en Feliú y Tapia (2003).

⁵ Fracasso et al. (2003) cuantifican, en una escala de 1 a 10, la claridad en la exposición de las decisiones pasadas de política así como la evaluación de los retos que se enfrentan en el futuro, la claridad de los

combinan en las cinco categorías siguientes, cuyos resultados se presentan en la Figura 11. (i) ¿Es el reporte convincente? El IPoM del BCCH es el sexto reporte de inflación más convincente, obteniendo el Banco de Inglaterra el mayor puntaje. (ii) ¿El reporte refleja la habilidad del banco central en cumplir con su mandato? El BCCH ocupa el quinto lugar, estando por debajo de Nueva Zelanda, Tailandia, Brasil e Inglaterra. (iii) ¿Existe información suficiente en torno a la inflación, crecimiento y futura evolución de los precios? También aquí el IPoM del BCCH está en quinto lugar;⁶ (iv) Estilo de la redacción: el IPoM se coloca en sexto lugar en la claridad y en el estilo de redacción; (v) ¿Cuál es el nivel de calidad de la información entregada en el reporte? El IPoM se coloca en quinto lugar, por debajo de la República Checa, Brasil, Nueva Zelanda e Inglaterra. Finalmente, basándose en estas cinco categorías, el reporte de Fracasso et. al. (2003) posiciona al IPoM globalmente como el quinto mejor informe entre los 20 reportes analizados. Este buen desempeño relativo se debe esencialmente a la claridad con la que se exponen los supuestos, la calidad de información entregada así como la presentación de los riesgos.

Difusión de trabajos de investigación

El BCCH lleva a cabo una evaluación de la difusión de su investigación a través de las serie de Documentos de Trabajo del BCCH desde el año 2003. Estas evaluaciones realizan un análisis comparativo internacional sobre la oferta (el volumen publicado) y la demanda por trabajos de investigación del BCCH. La demanda por trabajos de investigación se mide por el número de descargas y vistas de los trabajos a través del sitio web de Ideas-LogEc, el buscador de literatura económica en internet más usado del mundo.⁷

En la evaluación anual más reciente, Larraín y Schmidt-Hebbel (2006) encuentran que el BCCH es el segundo banco central con mayor número de documentos de trabajo en el continente americano, durante el período 1994-2005, por debajo de la Reserva Federal de Estados Unidos (Figura 12). Cabe resaltar que esta ubicación es igual a la que ha obtenido la serie desde sus inicios en 1997. Asimismo, comparando el número de publicaciones del BCCH con los principales bancos centrales de Europa, Asia y Oceanía, nuevamente alcanza el segundo lugar con 297 documentos de trabajo publicados entre los años 1997 y 2005, por debajo del Banco Central Europeo con 564 publicaciones (ver Figura 13). Consiguientemente, el BCCH se posiciona globalmente como el tercer banco central del mundo en la oferta de documentos de trabajo.

Con relación a la demanda por trabajos, los resultados de la Tabla 1 muestran que entre marzo del año 2005 y marzo del año 2006 se descargaron 11,405 documentos de

supuestos acerca de las variables macroeconómicas más importantes, la cantidad y calidad de la información provista, la presentación del proceso de decisión de política monetaria, la presentación de proyecciones de inflación y la calidad del resumen ejecutivo.

⁶ Los autores señalan que su evaluación en este tema no captura toda la información publicada por un banco central. Muchos bancos centrales utilizan diferentes publicaciones para dar a conocer toda la información estadística relevante.

⁷ La base de datos bibliográficos de Ideas-LogEc incluye actualmente a más de 215,000 ítems, de los cuales más de 120,000 pueden ser visitados y grabados en texto completo (Larraín y Schmidt-Hebbel, 2006).

trabajo del BCCH a través del sitio web de Ideas-LogEc. Este número de descargas coloca al BCCH como el cuarto banco central del mundo con mayor demanda de trabajos de investigación, por debajo de la serie *Financial and Economic Discussion Papers* del *Board of Governors* (con 20,942 descargas), la serie de documentos de trabajo del Banco Central Europeo (con 13,662 descargas) y del Banco Central de Canadá (con 13,557 descargas).⁸

Tabla 1. Descargas de trabajos de investigación por instituciones, a través de Ideas-LogEc, marzo 2005 – marzo 2006

Serie/Revista	Ranking	Descargas
NBER WP	1	415,403
CEPR DP	3	145,624
American Economic Review	2	145,624
Econometrica	7	62,546
IMF WP	14	45,366
Board of Governors F&E Disc. Papers	36	20,942
European Central Bank	67	13,662
Bank of Canada WP	69	13,577
Central Bank of Chile WP	87	11,405
FRB St. Louis WP	96	10,783
Bank of England WP	107	9,834
FRB Atlanta WP	122	8,683

Fuente: Larraín y Schmidt-Hebbel (2006).

4. Resultados y eficiencia de la política monetaria

Los resultados y/o la eficiencia de la política monetaria se refieren al alcance de los objetivos de dicha política. La forma más simple, y más popular, con la que se representan los objetivos de la política monetaria es una función de política (o función de Taylor), que depende de la desviación de la inflación respecto de su nivel objetivo o meta y de la desviación del producto respecto de su nivel potencial. En lo que sigue se comparan cuatro medidas internacionales de los resultados y la eficiencia comparativa de la política monetaria en distintas muestras de países, a partir de distintas medidas de desviaciones o volatilidades del producto y de la inflación y sus relaciones. La primera se centra en las desviaciones de la inflación respecto de su meta. La segunda evalúa la contribución de la política a la estabilidad del producto, medida por el carácter cíclico (o

⁸ Es importante señalar que este indicador mide únicamente las visitas y lecturas de los documentos de trabajo a través de la página web de Ideas-LogEc, sin considerarse las descargas directas desde las páginas web de las instituciones correspondientes.

estabilizador) de la política monetaria. La tercera mide la eficiencia global de la política monetaria, identificando su aporte a la reducción de la volatilidad de la inflación y del producto. Finalmente se presenta una evaluación de la contribución de la política monetaria al desempeño económico.

Desviación de la tasa de inflación respecto de la meta de inflación

La política monetaria que sigue el BCCh está basada en un esquema de metas de inflación, que se define desde el año 2001 como un rango meta de inflación de 2% a 4% anual, centrado en 3%. En países cuyos bancos centrales tienen metas de inflación explícita, como es el caso de Chile, es posible analizar el desempeño de la política monetaria examinando las desviaciones de la tasa de inflación con respecto a su objetivo.

Albagli y Schmidt-Hebbel (2004) caracterizan a los países con metas de inflación a través de diferentes medidas de las desviaciones respecto de las metas de inflación. Los autores utilizan, entre otras medidas, la desviación absoluta de la inflación respecto de su meta, la desviación relativa al nivel de la meta de inflación y la frecuencia con la cual la inflación se desvía en más un punto porcentual por encima o por debajo del centro de la meta. Sus resultados sugieren que, desde el inicio de la adopción de metas de inflación en cada país, las desviaciones respecto de la meta han sido en general pequeñas, con la inflación generalmente en línea con las metas comprometidas. Un ejemplo es el caso de Chile, cuya trayectoria de metas y tasas de inflación efectivas en el período 1991-2005 se representa en la Figura 14. Las desviaciones correspondientes de la inflación respecto de la meta en Chile y las de tres países selectivos se exponen en la Figura 15.

Los resultados para la muestra completa sugieren que el régimen de metas de inflación en el mundo ha sido exitoso en permitir la obtención de desviaciones relativamente pequeñas. En el panel superior de la Figura 16 se presenta el ranking de países para la desviación promedio absoluta de la tasa de inflación con respecto al centro de la meta de inflación.⁹ Se puede observar que Chile es el octavo país de menores desvíos (mayores aciertos), habiéndose desviado su tasa de inflación respecto de sus metas (variables) en promedio en 1.2 puntos porcentuales, entre 1991 y 2003. En cambio, Brasil ha presentado el peor desempeño, observando desvíos de 4.5 puntos porcentuales de su meta. Sin embargo, si se toma en cuenta que los países han tenido niveles de inflación meta diferentes, el panel inferior de la Figura 16 muestra que, estandarizando por la meta de inflación, Chile es el país que más cerca ha estado de su objetivo inflacionario, habiéndose alejado en promedio solamente 0.16%.

Los resultados también señalan que Chile no solamente ha experimentado pequeñas desviaciones de la meta, sino que también estos episodios han sido de menor duración y frecuencia que en el resto de los países con metas de inflación. Así, se observa que solamente el 36% del tiempo la inflación en Chile se desvía en más de 1 punto porcentual respecto de su centro meta, posicionándolo como el tercer país con menor frecuencia de episodios de desvíos importantes (Figura 17). Finalmente, Albagli y Schmidt-Hebbel (2004) presentan un índice global de acierto de la meta de inflación, que

⁹ Es importante notar que el año de adopción de este esquema varió entre países.

combina los desvíos, la persistencia y la frecuencia de los mismos entre las 19 economías en estudio. En la Figura 18 se puede observar que el Chile es el país que ha tenido un mejor desempeño (3.5 puntos), conjuntamente con Suiza. En cambio, Brasil ha sido la economía con el peor desempeño, obteniendo una puntuación de 18.4.

Carácter cíclico de la política monetaria

Un objetivo central de una política macroeconómica óptima es estabilizar las fluctuaciones de la economía tratando de mantener el producto cerca de su nivel potencial. Calderón, Duncan y Schmidt-Hebbel (2004) proveen evidencia acerca del carácter cíclico de la política monetaria en 19 economías emergentes entre 1990 y 2003.

En un ejercicio inicial, los autores calculan la correlación que existe entre la desviación de la tasa de interés de política monetaria y su valor promedio o de tendencia (es decir, una medida del grado restrictivo de la política monetaria) y la brecha del producto (la diferencia entre el PIB efectivo y una medida de su nivel de pleno empleo o de tendencia). Se espera que una política contracíclica esté caracterizada por una correlación positiva entre la desviación de la tasa de interés de política y la brecha del producto, mientras que una correlación negativa daría evidencia de una política monetaria procíclica. Los resultados de los autores sugieren que la política monetaria en Chile ha sido contracíclica, presentando una de las correlaciones más altas de la muestra, superada solamente por Colombia (Figura 19).

Efectos de la política monetaria sobre la variabilidad de la inflación y el producto

Otra forma de evaluar la eficiencia de la política monetaria es analizando su contribución a la reducción de la volatilidad tanto del producto como de la inflación. Esto lo realiza un estudio de Cecchetti, Flores-Lagunes y Krause (2004), que, para una muestra de 24 países desarrollados y emergentes, encuentra que la volatilidad de la inflación disminuyó en 20 países y la volatilidad del producto cayó en 15 países, entre la década de los ochenta y la década de los noventa.

Utilizando una medida de desempeño macroeconómico que pondera la variabilidad de la inflación y del producto, los autores encuentran que la mayoría de los países han observado una mejora en su desempeño, a excepción de Austria, Alemania y Finlandia. En la Figura 20 se puede observar la contribución en la mejora (caída) de la eficiencia de la política monetaria y del cambio en los shocks a los cambios en el desempeño económico. Un valor positivo implica una mejora en la eficiencia de la política y una caída en los shocks que afectan la economía. Para el caso de Chile, es evidente que la gran parte de la mejora en el desempeño macroeconómico se debe a una mayor eficiencia de la política monetaria (91%) mientras que una parte pequeña se puede atribuir a una mayor suerte, vale decir, a una caída en los shocks (9%). Por contraste, por ejemplo en el caso de Canadá, a pesar de haber observado un incremento en los shocks negativos a su economía, la mejora en la eficiencia de la política ha podido contrarrestar este efecto, permitiendo mejorar la estabilidad macroeconómica. En general, el

desempeño de Chile se encuentra entre los mejores resultados de la muestra de países, habiendo observado incrementos importantes en el manejo de la política monetaria.

Contribución de la política del banco central al desempeño macroeconómico

En su reporte anual de competitividad, el Institute for Management Development (2005) evaluó la contribución de la política monetaria al desempeño macroeconómico. El reporte preguntó a altos ejecutivos de empresas privadas de 60 países, si en su país la política del banco central tenía un impacto positivo sobre el desempeño macroeconómico. En esta encuesta, el BCCh alcanza el primer lugar con una calificación de 8.9 puntos, por encima de Australia (7.2 puntos), Estados Unidos (7.23 puntos), Inglaterra (6.33 puntos), Noruega (7.48 puntos) y Nueva Zelanda (6.32), entre otros (Figura 21).

En un reporte similar, el World Economic Forum (2005) evalúa el manejo de la política macroeconómica como un pilar importante para alcanzar altos niveles de competitividad mundial. En esta evaluación Chile alcanza el primer lugar entre 115 países, por el excelente desempeño de la autoridad monetaria en el manejo de la inflación y supervisión del sistema financiero (ver Figura 22). A este resultado también contribuyó el buen manejo de la política fiscal y los grandes avances en la reducción de la pobreza.

5. Conclusiones

¿Cómo se compara el desempeño del Banco Central de Chile con otros bancos centrales del mundo - y en cuáles dimensiones?

Este trabajo describe los resultados de comparaciones internacionales e investigación comparativa de política monetaria, que muestran que el BCCH ocupa los primeros lugares entre los bancos centrales del mundo en:

- Tamaño pequeño, independencia legal y operacional,
- Transparencia global, calidad del informe de política monetaria, cantidad y demanda de documentos de investigación, y
- Eficiencia de su política monetaria, reflejada por los aciertos en alcanzar la meta de inflación, la capacidad en aplicar una política estabilizadora contracíclica y la contribución a la estabilidad macroeconómica.

Referencias

Albagli, Elías y Klaus Schmidt-Hebbel (2004). “By How Much and Why do Inflation Targeters Miss Their Targets?,” Banco Central de Chile, *mimeo*.

Blinder, Alan (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, The MIT Press.

Calderón, César, Roberto Duncan, y Klaus Schmidt-Hebbel (2004). “Institutions and Cyclical Properties of Macroeconomic Policies,” *Documento de Trabajo Banco Central de Chile* 285.

Cecchetti, Stephen, A. Flores-Lagunes y Stefan Krause (2004) “Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross-Country Analysis,” Brandes University, *mimeo*.

Cukierman, Alan (1992), *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, The MIT Press.

Cukierman, Alan, Steven Webb and Bilin Neyapti (1992), “Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes,” *World Bank Economic Review* 6(3).

Feliú, Cecilia y Matías Tapia (2003), “Evaluación de Estudio sobre Comparaciones de Informes de Inflación,” Banco Central de Chile *Nota de investigación económica* 19/03.

Fracasso, Andrea, Hans Genberg y Charles Wyplosz (2003), “How Do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Reports by Inflation-Targeting Central Banks,” *Geneva Special Report* No. 2.

Jácome, Luis y Franciso Vázquez (2005), “Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean,” *IMF Working Paper* 05/75.

Institute of International Finance (2005), “Investors relations: An Approach to Effective Communication and Enhanced Transparency,” November.

Institute for Management Development (2005), *2005 World Competitiveness Yearbook*, Switzerland.

Larraín, Mauricio y Klaus Schmidt-Hebbel (2006), “Producción y Demanda de los Documentos de Investigación del Banco Central de Chile: Comparación Internacional para el Año 2005,” Banco Central de Chile, *mimeo*.

Mahadeva, Lavan y Gabriel Sterne (2000) “Monetary Policy Frameworks in a Global Context,” *London Routledge*.

Mishkin, Fredric (2004), “Can Central Transparency Go Too Far?,” *NBER working paper* 10829 (octubre).

Mishkin, Frederic y Klaus Schmidt-Hebbel (2005), “Does Inflation Targeting Make a Difference?,” *Banco Central de Chile*, mimeo.

Morris, S. y H.S. Shin (2002), “Social Value of Public Information”, *American Economic Review* 92 (5): 1521-34.

Morgan Stanley (2006), *The Morgan Stanley Central Bank Directory*, Central Banking Publications, London.

Schmidt-Hebbel, Klaus, y Matías Tapia (2004), “Monetary Policy Transparency in Inflation Targeting Economies: Evidence from 20 Countries,” Banco Central de Chile, *mimeo*.

Svensson, Lars (2002), “Monetary Policy and Real Stabilization,” en Federal Reserve Bank of Kansas, *Rethinking Stabilization Policy*.

Svensson, Lars (2002), “Social Value of Public Information”, *American Economic Review*.

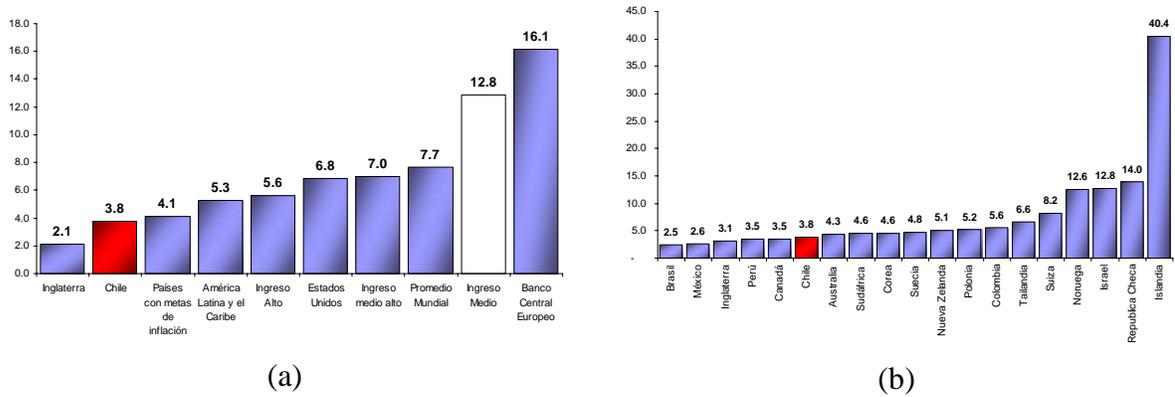
Topf, Barry (2005), “Transparency in Reserve Management,” en *RBS Reserve Management Trends 2005*.

Winkler, Bernhard (2000), “Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making,” *European Central Bank Working Paper* 26.

World Economic Forum (2005), *The Global Competitiveness Report*, Palgrave Macmillan.

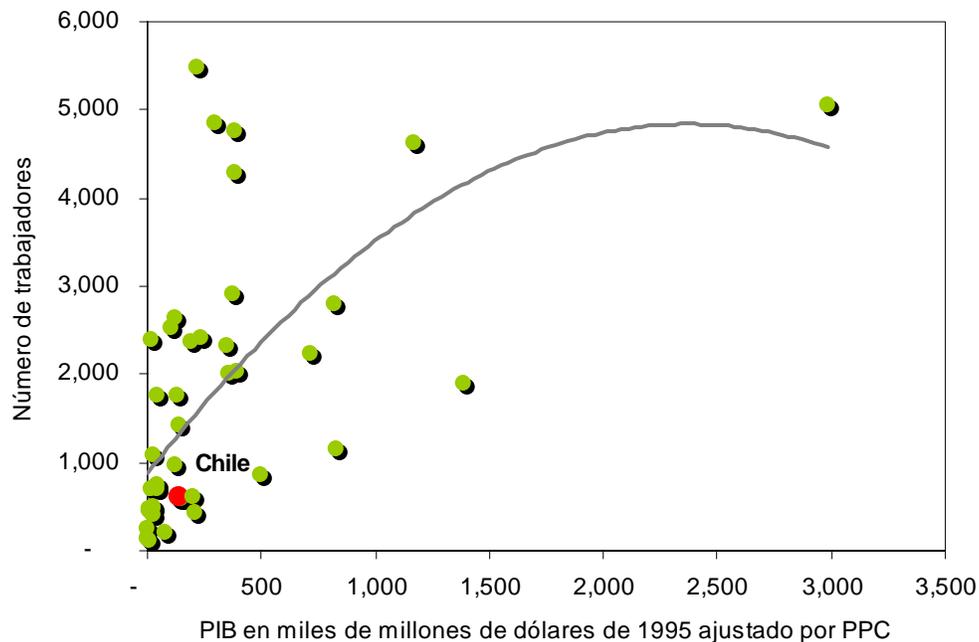
World Bank (2006), *World Development Indicators*, Washington DC.

Figura 1. Número de empleados de bancos centrales por cien mil habitantes de los países respectivos, 2005



Fuente: Morgan Stanley (2006) y World Development Indicators (2006).

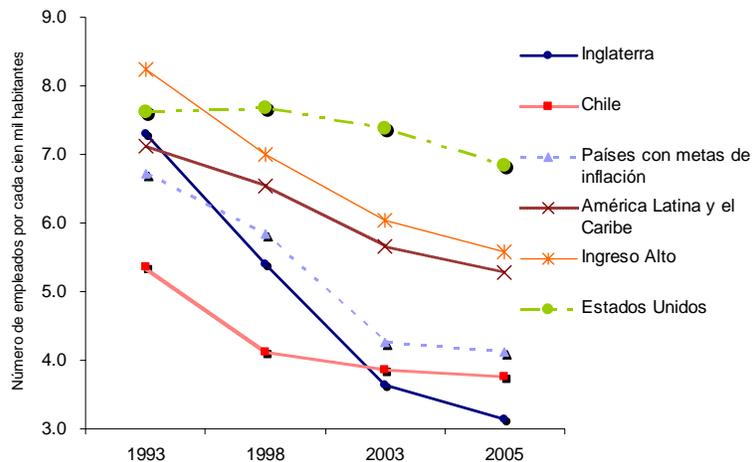
Figura 2. Número de empleados de bancos centrales y Producto Interno Bruto en miles de millones de dólares de 1995, 2005



Fuente: Morgan Stanley (2006) y World Development Indicators (2006).

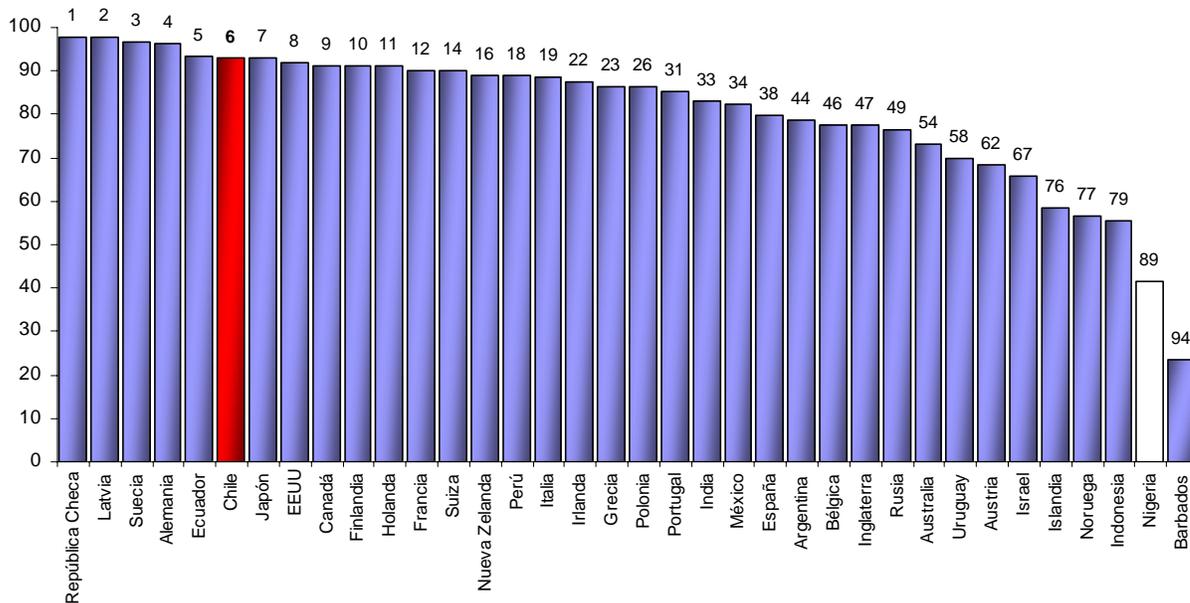
Nota: La muestra excluye al Banco Central Europeo y a los bancos centrales de Estados Unidos, India y Rusia, que tienen más de 20,000 empleados.

Figura 3. Número de empleados de bancos centrales por cien mil habitantes en regiones y países selectivos, 1993-2005



Fuente: Morgan Stanley (2006) y World Development Indicators (2006).

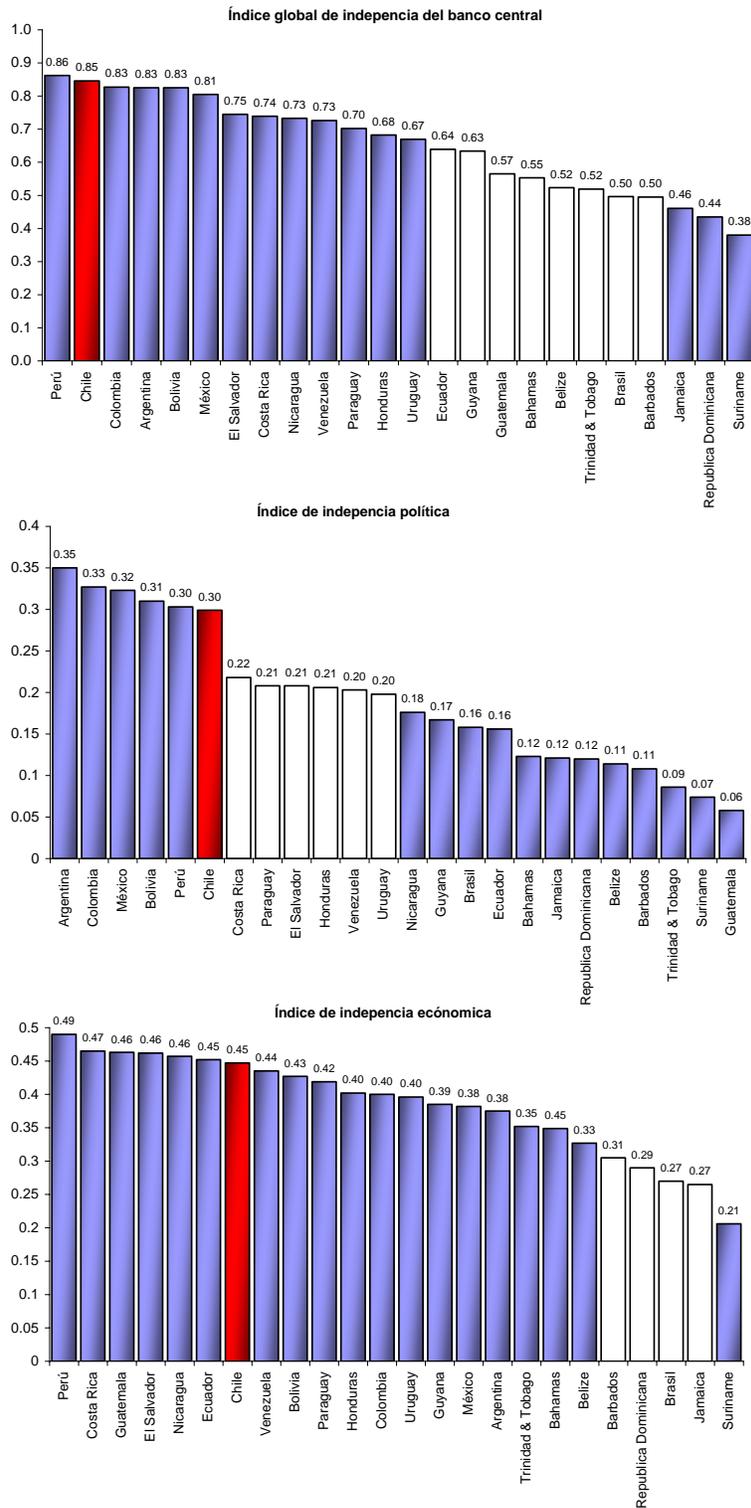
Figura 4. Índice de independencia de bancos centrales, 1999



Fuente: Mahadeva y Sterne (2000).

Nota: El número sobre cada barra representa el lugar en el ranking de 94 bancos centrales.

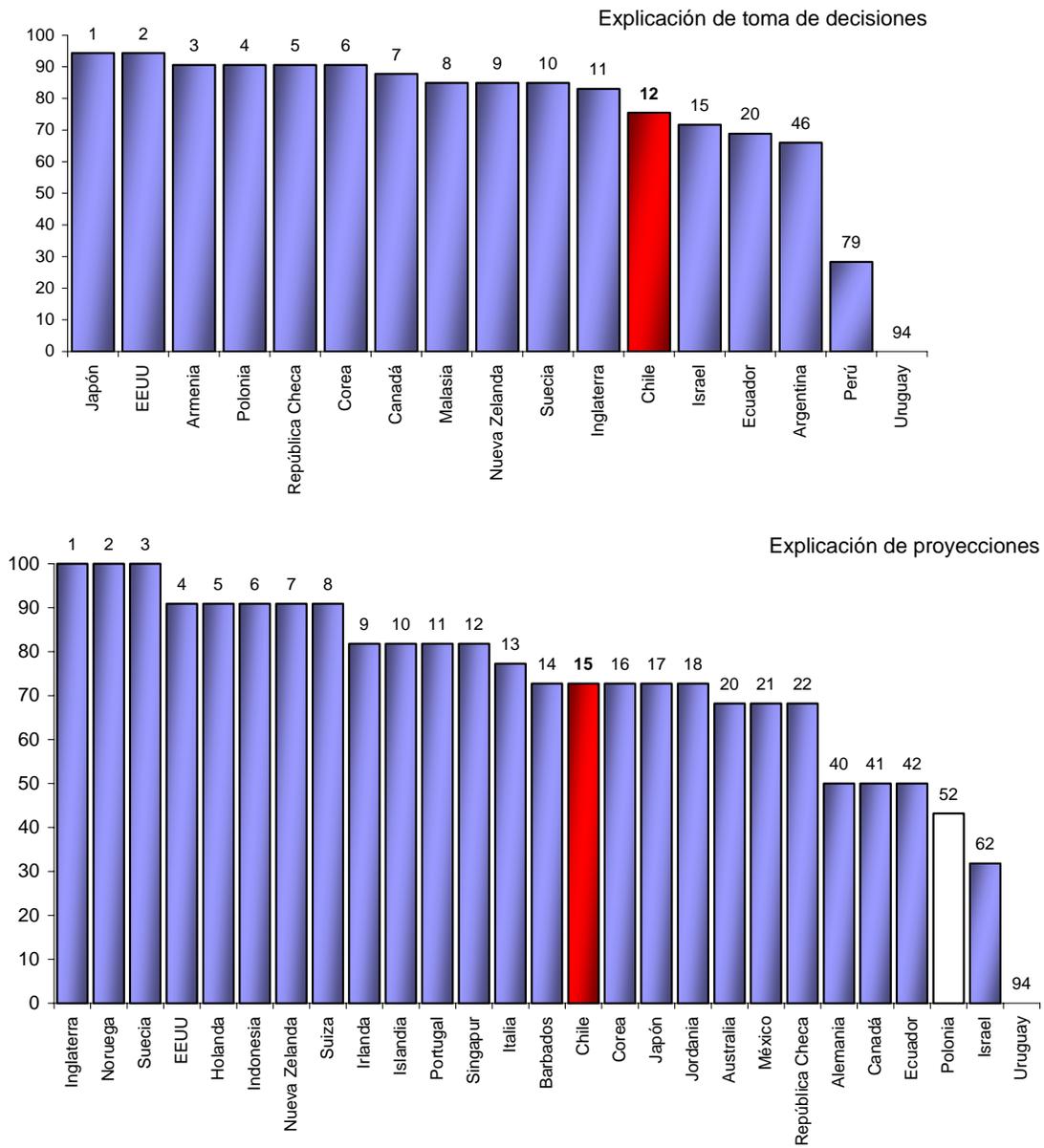
Figura 5. Índice de independencia de bancos centrales de América Latina y el Caribe, 1992-2002



Fuente: Jácome y Vázquez (2005).

Nota: Un valor del índice más alto está asociado a mayor independencia.

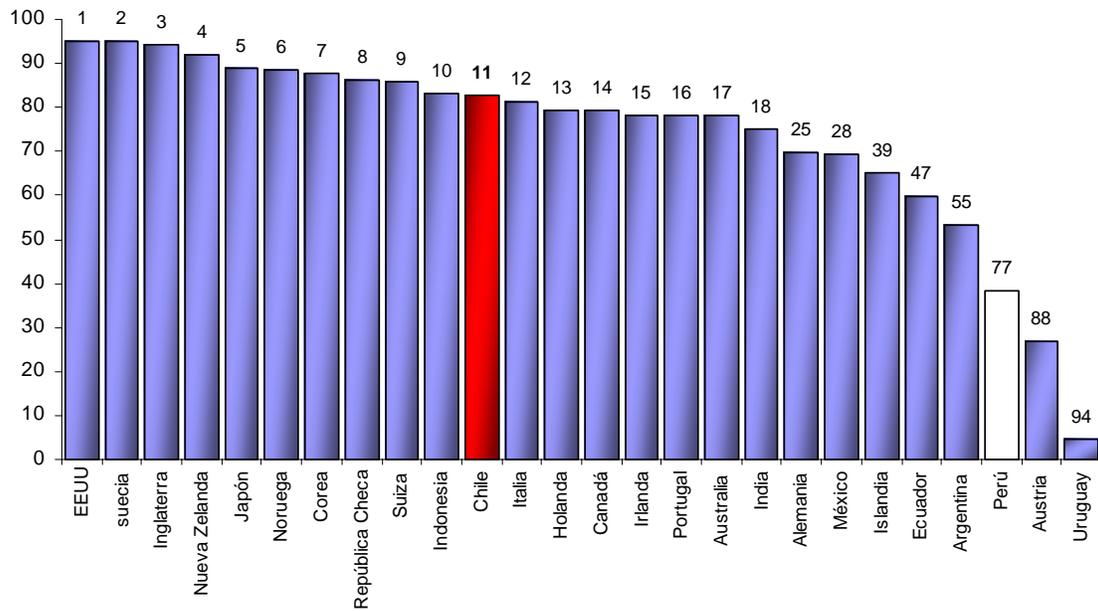
Figura 6. Índice de transparencia de los bancos centrales en la comunicación de sus decisiones de política y sus proyecciones, 1998



Fuente: Mahadeva y Sterne (2000).

Nota: El número sobre cada barra representa el lugar en el ranking de 94 bancos centrales.

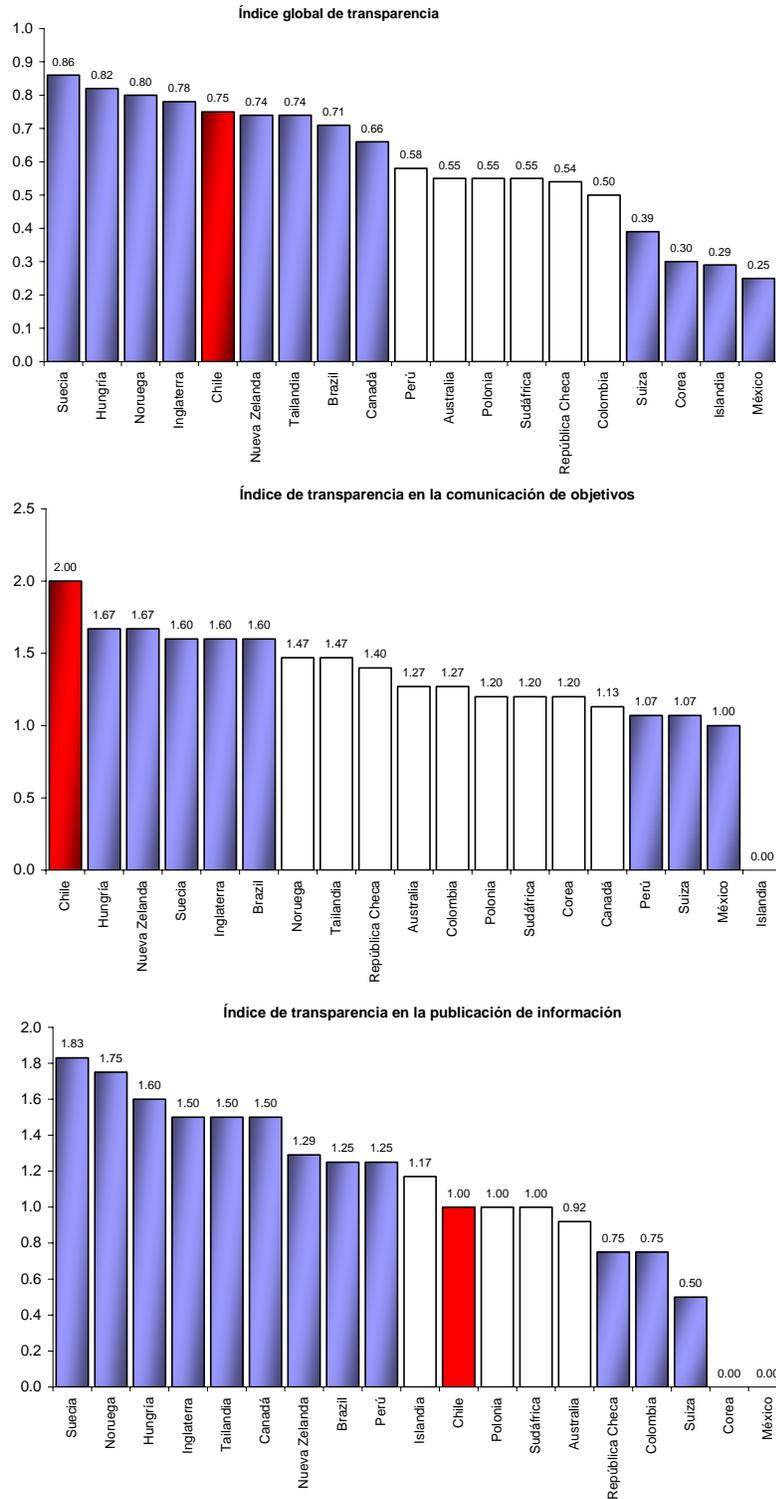
Figura 7. Índice de transparencia global de los bancos centrales, 1998



Fuente: Mahadeva y Sterne (2000).

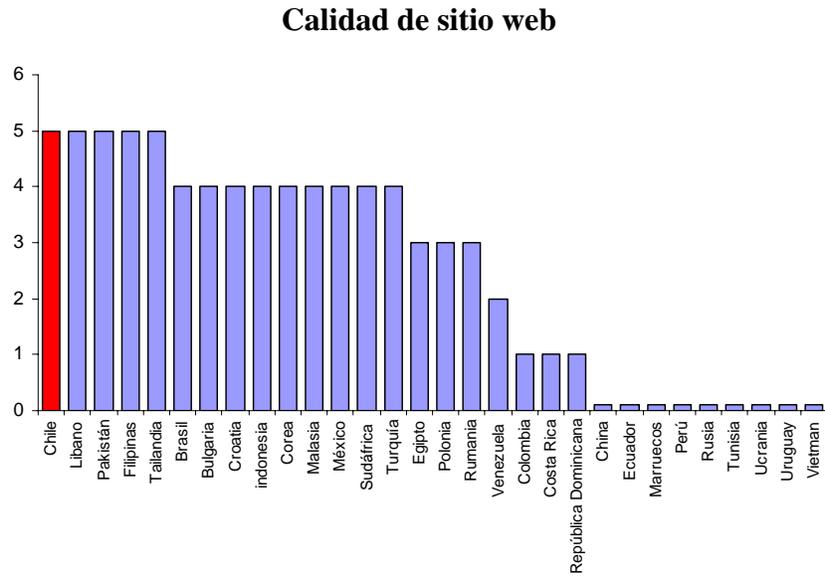
Nota: El número indicado sobre cada barra representa el lugar en el ranking de 94 bancos centrales.

Figura 8. Índice de transparencia de los bancos centrales con metas de inflación, 2002

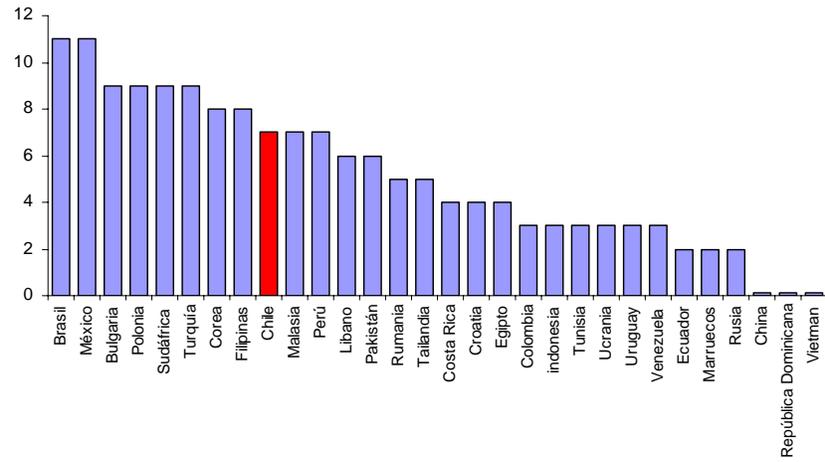


Fuente: Schmidt-Hebbel y Tapia (2004).

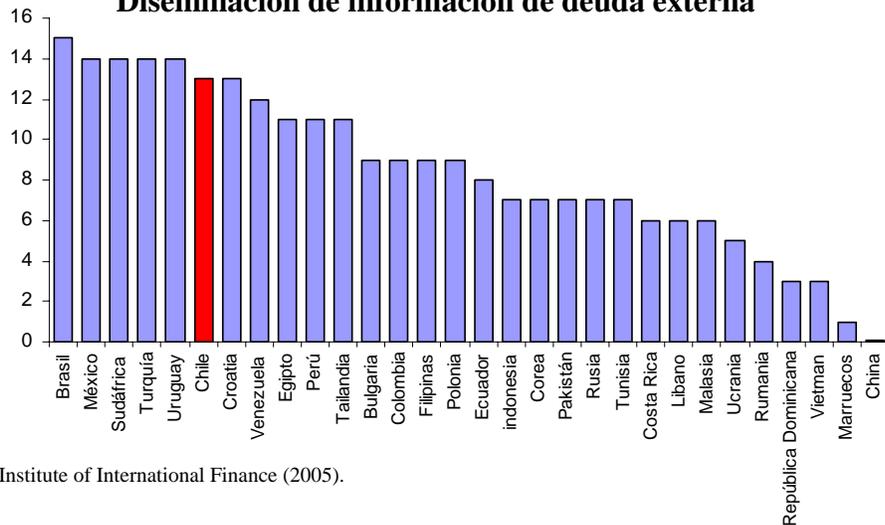
Figura 9. Calificación de la transparencia en la entrega de Información en Chile



Diseminación de información macroeconómica

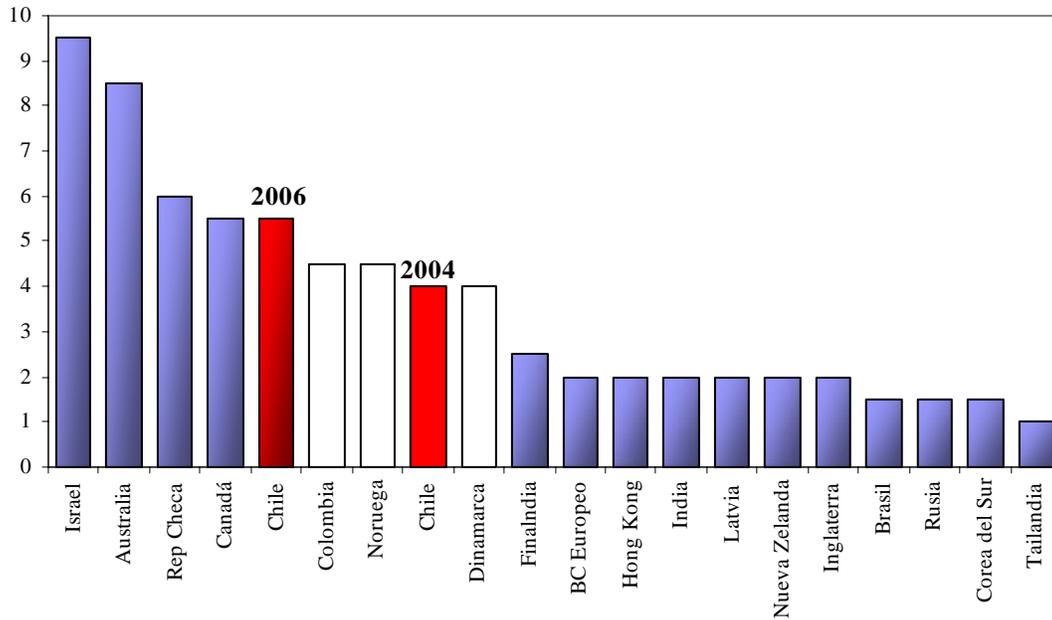


Diseminación de información de deuda externa



Fuente: Institute of International Finance (2005).

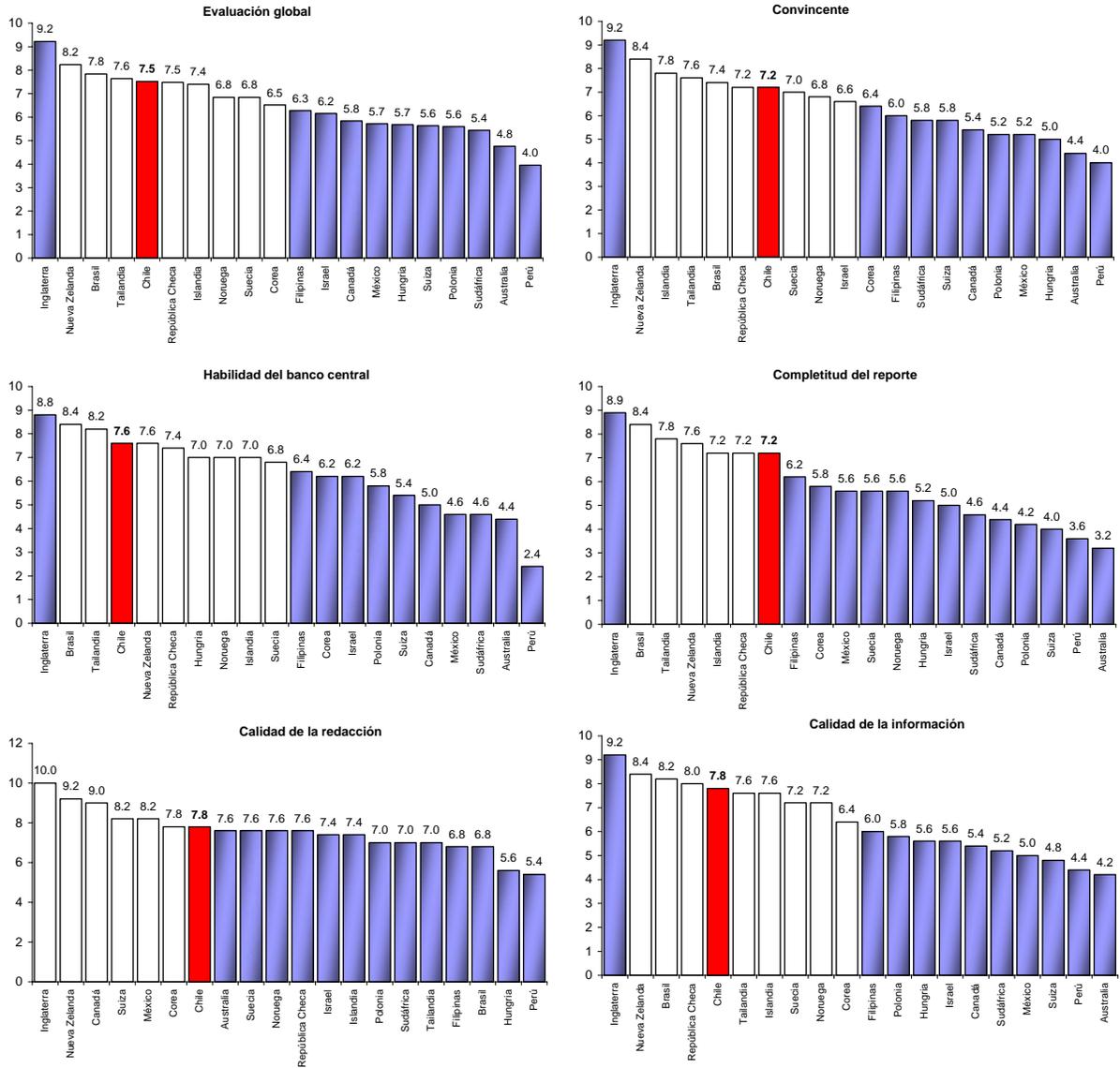
Figura 10. Índice de transparencia en el manejo de reservas internacionales, 2004-2006



Nota: La calificación para Chile al año 2006 toma en cuenta las mejoras en la entrega de información desde la realización de la evaluación el año 2004.

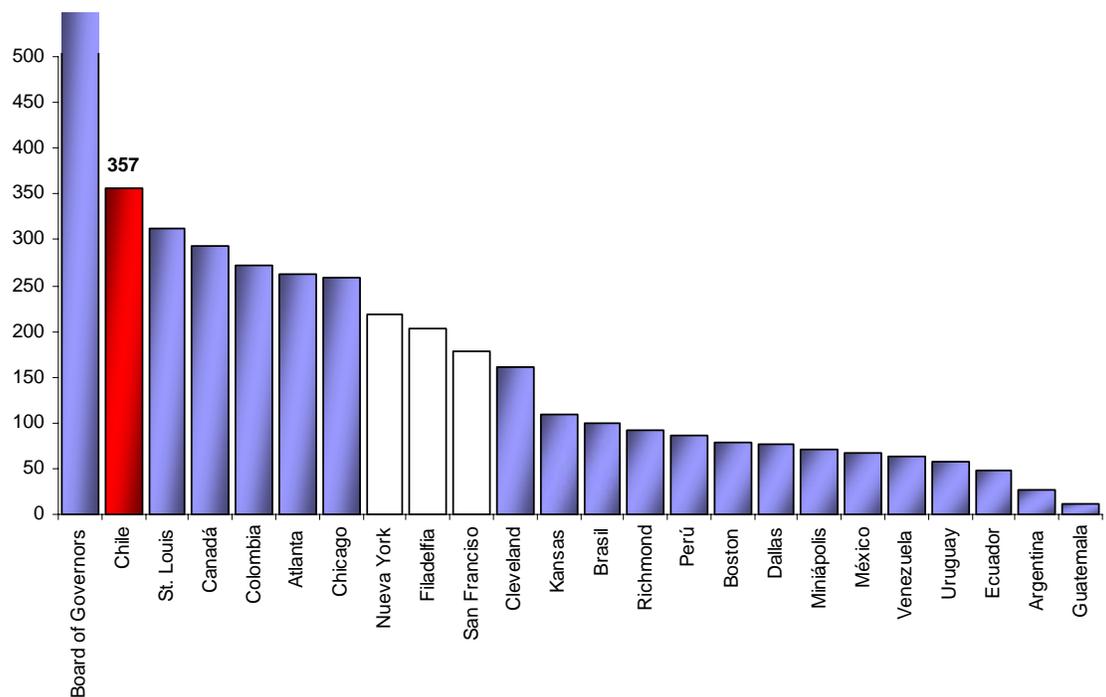
Fuente: Adaptado de Topf (2005).

Figura 11. Evaluación de los informes de política monetaria de bancos centrales con metas de inflación, 2002



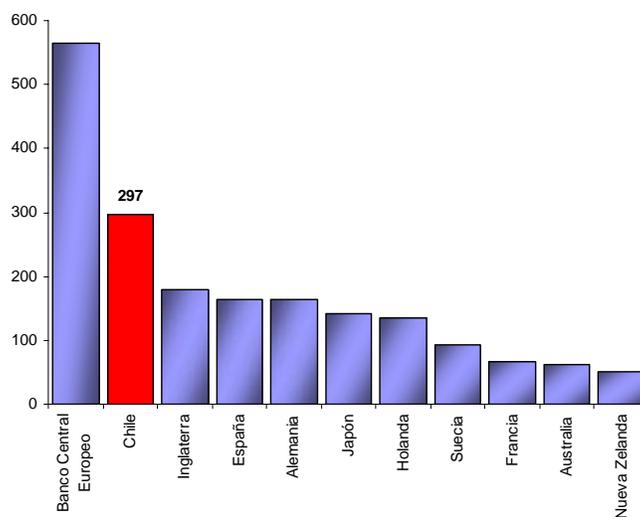
Fuente: Fracasso et. al (2003).

Figura 12. Número de documentos de trabajo de los principales bancos centrales del continente americano, 1997-2005



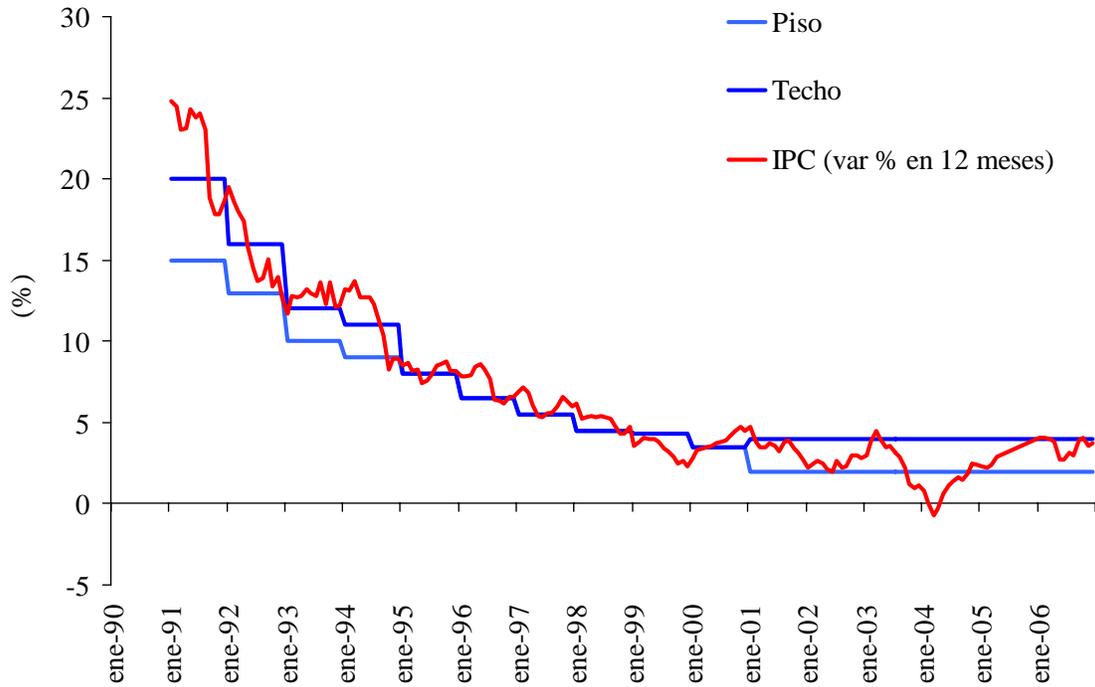
Fuente: Larraín y Schmidt-Hebbel (2006).

Figura 13. Número de documentos de trabajo de los principales bancos centrales de Europa, Asia y Oceanía, 2000-2005



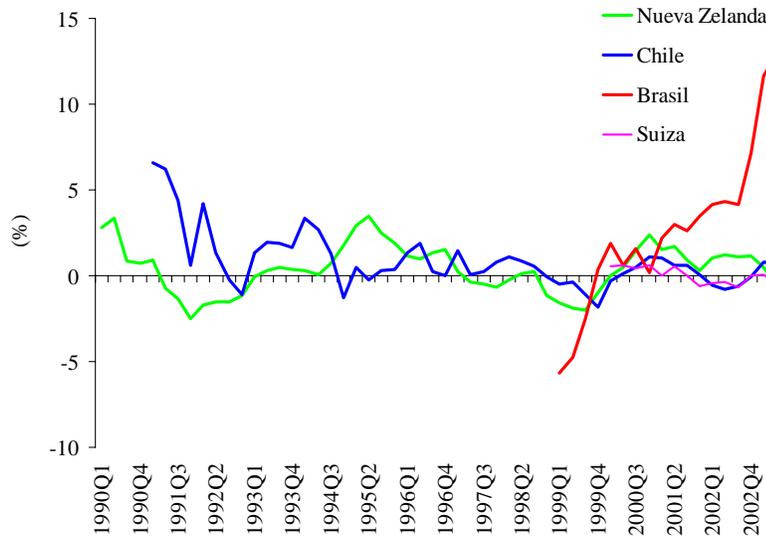
Fuente: Larraín y Schmidt-Hebbel (2006).

Figura 14. Tasa de inflación y meta de inflación en Chile, 1991-2005



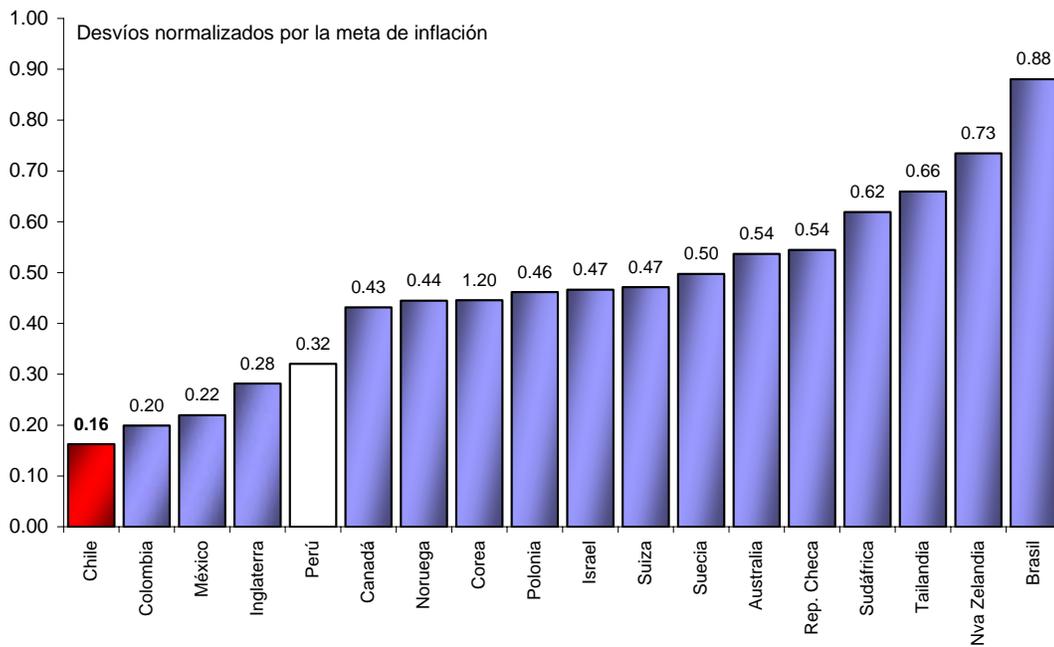
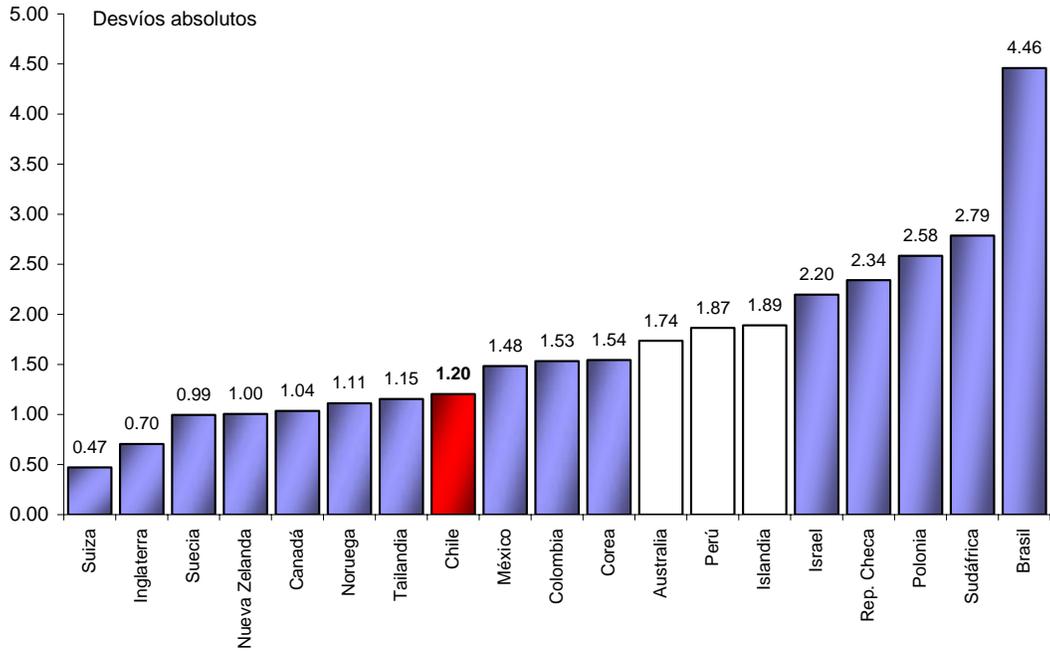
Fuente: Banco Central de Chile.

Figura 15. Desviación de la tasa de inflación respecto de la meta en 4 países con metas de inflación, desde el inicio de la meta hasta diciembre 2004



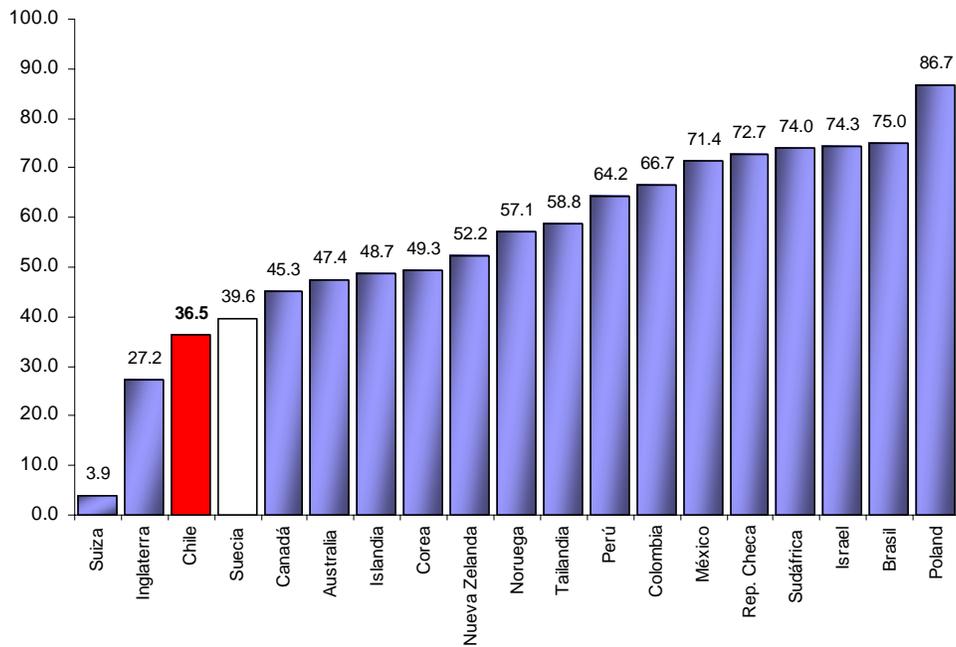
Fuente: Albagli y Schmidt-Hebbel (2004) y Mishkin y Schmidt-Hebbel (2005).

Figura 16. Desviación promedio de la tasa de inflación respecto de la meta en países con metas de inflación, desde el inicio de la meta hasta diciembre 2003



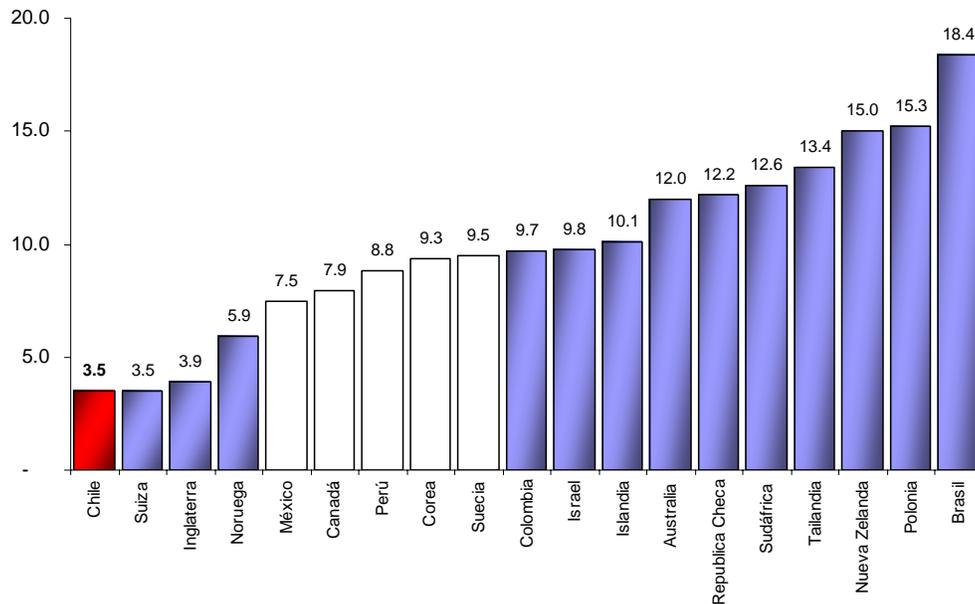
Fuente: Albagli y Schmidt-Hebbel (2004).

Figura 17. Frecuencia de la desviación absoluta promedio de la tasa de inflación respecto de la meta en países con metas de inflación en exceso de 1 punto porcentual ($|\text{inf-meta}|>1\%$), desde el inicio de la meta hasta diciembre 2003



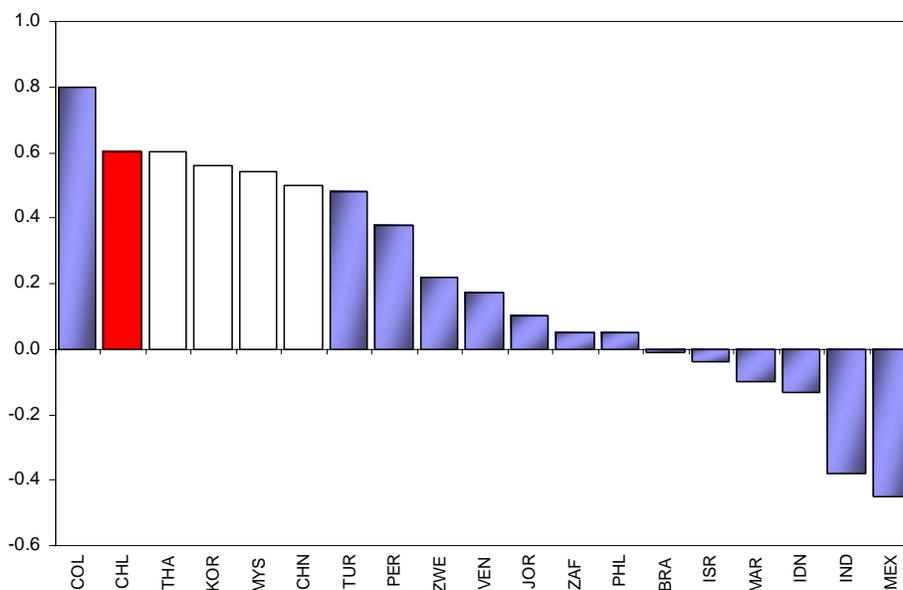
Fuente: Albagli y Schmidt-Hebbel (2004).

Figura 18. Índice de desempeño agregado de la desviación de la tasa de inflación respecto de la meta en países con metas de inflación, desde inicios de la meta hasta diciembre 2004



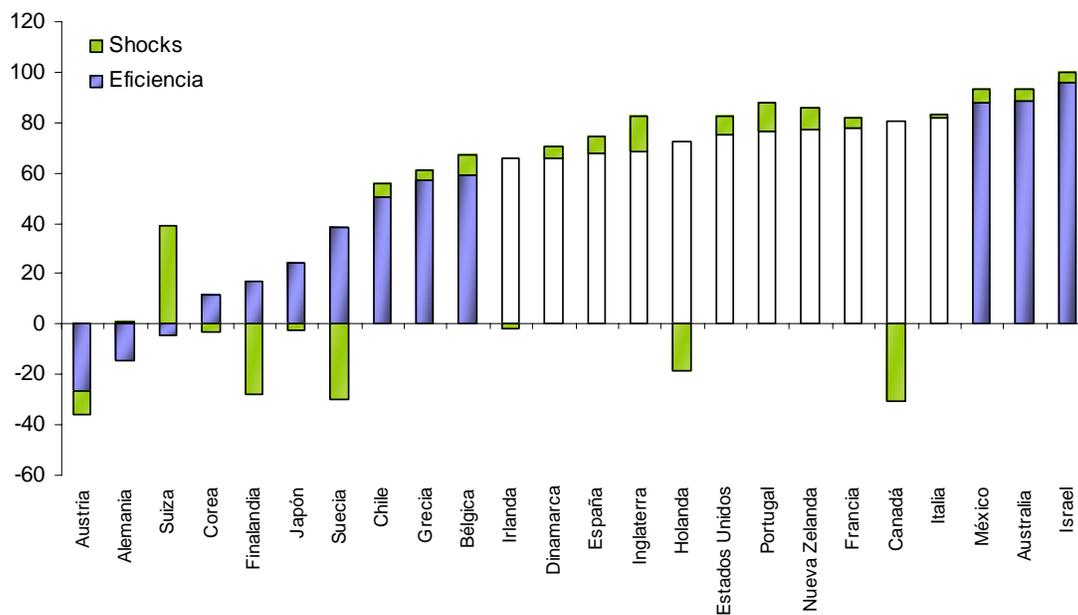
Fuente: Albagli y Schmidt-Hebbel (2004).

Figura 19. Correlación de la tasa de interés con la brecha del producto, 1990-2003



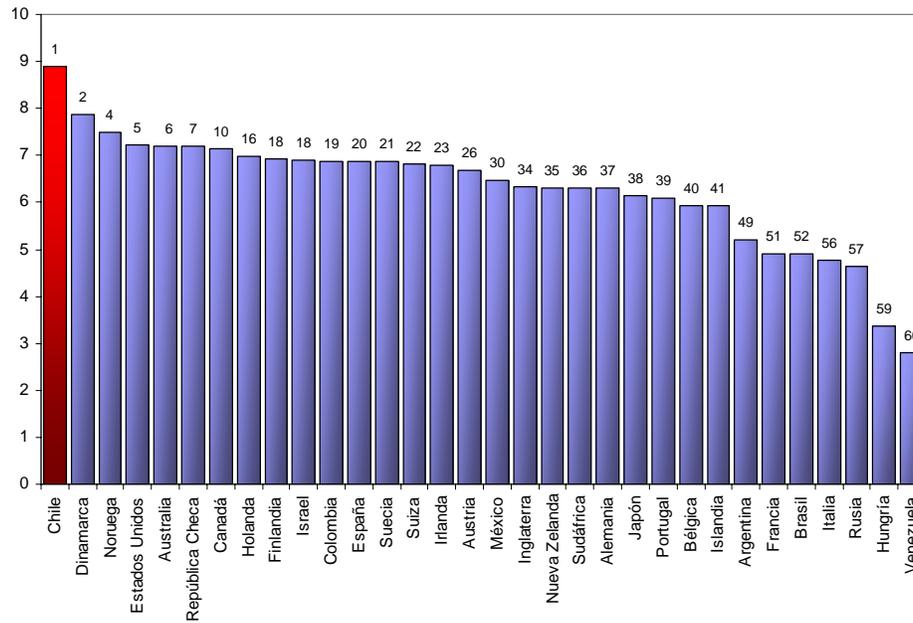
Fuente: Calderón et. al (2004).

Figura 20. Contribución a cambios en el desempeño macroeconómico de la mejora eficiencia de la política monetaria y shocks



Fuente: Cecchetti et al. (2004).

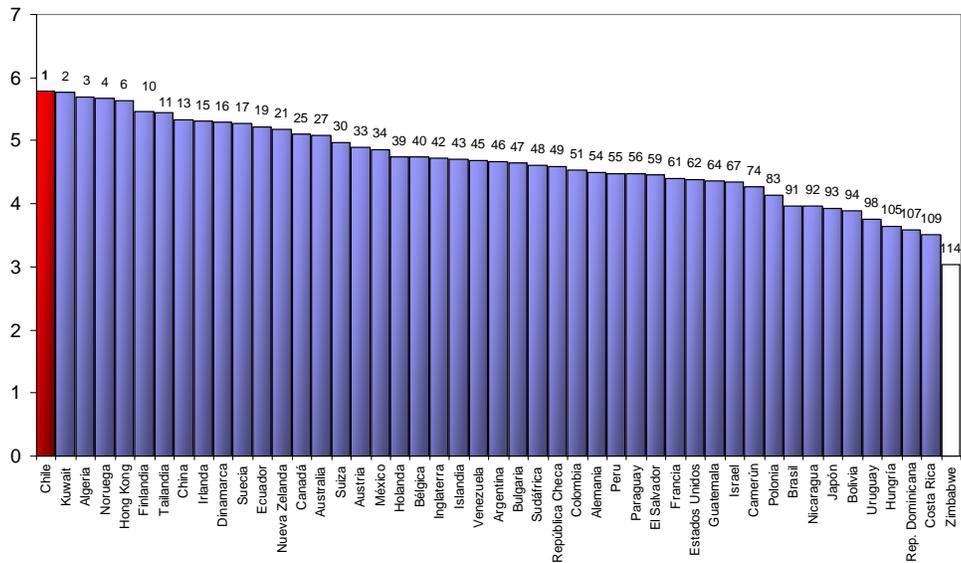
Figura 21. Contribución de la política del banco central al desempeño macroeconómico, 2005



Fuente: Institute for Management Development (2005).

Nota: El número encima de cada barra representa el lugar alcanzado en el ranking.

Figura 22. Desempeño macroeconómico de Chile, 2005



Fuente: World Economic Forum (2005).

Nota: El número encima de cada barra representa el lugar alcanzado en el ranking.

**Documentos de Trabajo
Banco Central de Chile**

**Working Papers
Central Bank of Chile**

NÚMEROS ANTERIORES

PAST ISSUES

La serie de Documentos de Trabajo en versión PDF puede obtenerse gratis en la dirección electrónica: www.bcentral.cl/esp/estpub/estudios/dtbc. Existe la posibilidad de solicitar una copia impresa con un costo de \$500 si es dentro de Chile y US\$12 si es para fuera de Chile. Las solicitudes se pueden hacer por fax: (56-2) 6702231 o a través de correo electrónico: bcch@bcentral.cl.

Working Papers in PDF format can be downloaded free of charge from: www.bcentral.cl/eng/stdpub/studies/workingpaper. Printed versions can be ordered individually for US\$12 per copy (for orders inside Chile the charge is Ch\$500.) Orders can be placed by fax: (56-2) 6702231 or e-mail: bcch@bcentral.cl.

DTBC-366 An Alternative Measure of Core Inflation Michael Pedersen	Junio 2006
DTBC-365 Chile's Economic Growth [El Crecimiento Económico de Chile] Klaus Schmidt-Hebbel	Junio 2006
DTBC-364 Metas de Inflación y el Objetivo de Pleno Empleo José de Gregorio	Mayo 2006
DTBC-363 Skill Premium in Chile: Studying the Skill Bias Technical Change Hypothesis in The South Francisco A. Gallego	Mayo 2006
DTBC-362 Setting the Operational Framework for Producing Inflation Forecasts Jorge Canales-Kriljenko, Turgut Kisinbay, Rodolfo Maino y Eric Parrado	Mayo 2006
DTBC-361 Estimaciones de <i>NAIRU</i> para Chile Jorge Restrepo	Mayo 2006

DTBC-360	Abril 2006
Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future	
Alex Cukierman	
DTBC-359	Febrero 2006
The Consumption-Real Exchange Rate Anomaly: non-Traded Goods, Incomplete Markets and Distribution Services	
Jorge Selaive y Vicente Tuesta	
DTBC-358	Febrero 2006
Autonomía de Bancos Centrales: la Experiencia Chilena	
Luis Felipe Céspedes y Rodrigo Valdés	
DTBC-357	Diciembre 2005
Global Inflation	
Matteo Ciccarelli y Benoît Mojon	
DTBC-356	Diciembre 2005
Bank Ownership and Performance Does Politics Matter?	
Alejandro Micco, Ugo Panizza y Monica Yañez	
DTBC-355	Diciembre 2005
The New Keynesian Phillips Curve in an Emerging Market Economy: The Case of Chile	
Luis F. Céspedes, Marcelo Ochoa y Claudio Soto	
DTBC-354	Diciembre 2005
Supply Shocks in The Transition Towards an Inflation Targeting Reform: An Empirical Evidence for Guatemala	
Juan Carlos Castañeda y Carlos Eduardo Castillo	
DTBC-353	Diciembre 2005
Oil Shocks and Monetary Policy in an Estimated DSGE Model for a Small Open Economy	
Juan Pablo Medina y Claudio Soto	
DTBC-352	Diciembre 2005
Monetary Policy, Exchange Rate and Inflation Inertia in Chile: A Structural Approach	
Rodrigo Caputo y Felipe Liendo	
DTBC-351	Diciembre 2005
Fundamental Economic Shocks and the Macroeconomy	
Charles L. Evans y David A. Marshall	