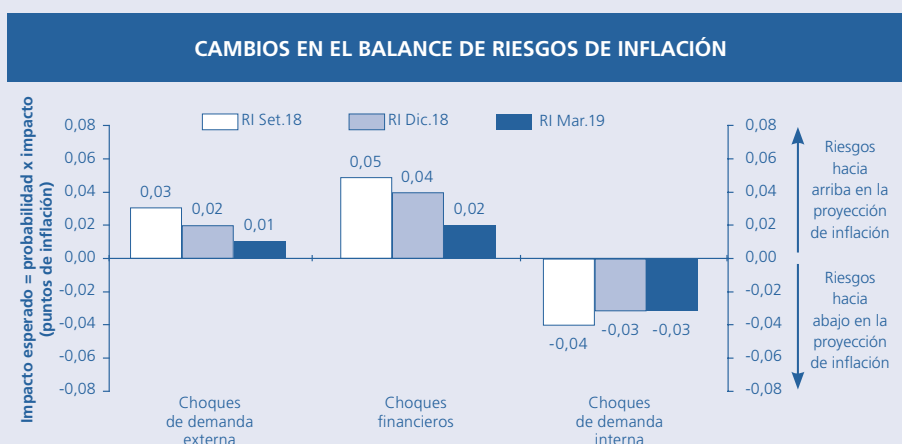


Recuadro 6 MEDICIÓN DEL SESGO EN LA PROYECCIÓN DE INFLACIÓN

Este recuadro discute el rol del balance de riesgos en la proyección de inflación como instrumento de comunicación de la política monetaria. La proyección de la inflación juega un rol importante en las decisiones de la tasa de interés de referencia de política monetaria. Las proyecciones de inflación se realizan teniendo en cuenta la evolución esperada de distintas variables macroeconómicas, tanto endógenas (brecha del producto, tipo de cambio, entre otros) como exógenas (crecimiento de socios comerciales, términos de intercambio, tasa de la Fed, entre otros). Estas proyecciones se realizan mediante la elaboración de un escenario central y se evalúan escenarios de riesgo para capturar la incertidumbre en la misma. Estos escenarios pueden generar sesgos en la inflación proyectada: por ejemplo, si en los escenarios de riesgo es más probable que la inflación se encuentre por encima del escenario central que por debajo de este, entonces la proyección tiene un sesgo al alza, y viceversa.

De esta manera, aun cuando el escenario más probable para la inflación no cambie, la nueva información podría señalar que la probabilidad de desvíos respecto a esta proyección sí lo ha hecho, información que puede ser útil en la comunicación de la política monetaria. Así, por ejemplo, cuando la probabilidad que la inflación se desvíe por debajo del nivel meta de inflación se incrementa, el banco central puede mantener una política monetaria expansiva por más tiempo o reducir el ritmo de reversión del estímulo monetario. Con ello, de materializarse los riesgos más probables, éstos tendrían un menor impacto en la inflación. De no materializarse, sin embargo, podrían generar un desvío de la inflación en el sentido opuesto, pero este escenario sería el de menor probabilidad de ocurrencia.



El sesgo en la proyección de inflación en el último semestre ha cambiado, de sesgo al alza en los Reportes de Inflación (RI) de Setiembre de 2018 y Diciembre de 2018 a sesgo neutral en el

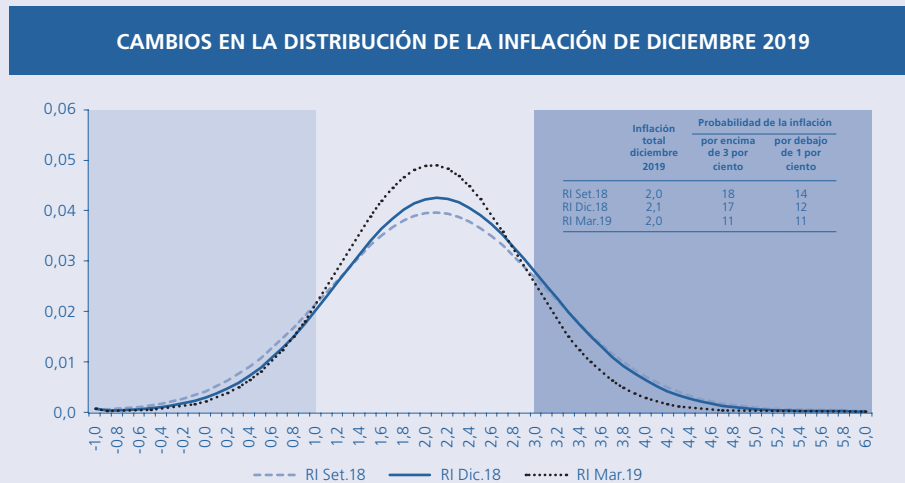




RI de Marzo de 2019, en la medida que los riesgos asociados a choques de demanda externa se han materializado parcialmente y los riesgos asociados a choques financieros se han disipado. Asimismo, la proyección de inflación se revisa de 2,1 por ciento a 2,0 por ciento para diciembre de 2019. El diseño del balance de riesgos contempla varios escenarios referenciales y el efecto neto del impacto esperado, donde el impacto esperado se define como la desviación de la proyección ponderada por el peso del escenario de riesgo.

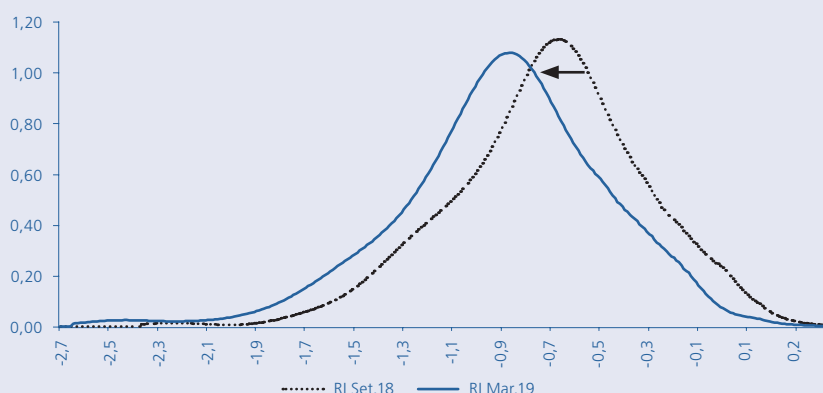
$$\text{Impacto esperado} = \text{probabilidad} \times \text{impacto (puntos de inflación)}$$

Los cambios en el sesgo de la proyección están asociados a la variación que ha tenido la función de distribución de probabilidad de la inflación para diciembre de 2019 (ver siguiente gráfico). En esta distribución la moda corresponde al escenario central de proyección y los escenarios de riesgo generan la dispersión de la misma. Así, cuando la incertidumbre es menor la distribución se concentra alrededor de la proyección central de la inflación. La revisión a la baja del sesgo de inflación se visualiza como una contracción del lado derecho de la distribución. De esta forma, entre el RI de Setiembre de 2018 y Marzo de 2019 se reduce la probabilidad de que la inflación se encuentre por encima de 3 por ciento (de 18 a 11 por ciento).



Estos cambios en el balance de riesgos se pueden observar también en la proyección de la brecha del producto. Cabe mencionar que en el caso de la brecha del producto, al ser una variable no observable que requiere ser estimada, es necesario considerar también la incertidumbre proveniente de las distintas metodologías de estimación utilizadas. Se muestra un desplazamiento a la izquierda de la distribución de la brecha del producto para el primer trimestre de 2019 de la estimación para el RI de Marzo de 2019 respecto a la estimación del RI de Setiembre de 2018. Este resultado implica un sesgo a la baja en el punto inicial de la proyección de la brecha del producto, lo cual se refleja también en un sesgo neutral de la proyección de inflación.

CAMBIOS EN LA DISTRIBUCIÓN DE LA BRECHA DEL PRODUCTO DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2019



Los principales cambios de los factores exógenos considerados en los escenarios de riesgo corresponden al escenario internacional. Así, en el último semestre se ha observado la materialización parcial de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, una reducción de términos de intercambio y una menor tasa de crecimiento mundial esperada para 2019 (en el escenario de choques de demanda externa). Adicionalmente, se ha registrado una revisión en la posición de política monetaria de la Fed tanto para 2019 y 2020 (en el escenario de choques financieros). Por último, se ha advertido una mayor posibilidad de menor crecimiento de inversión pública y privada (en los choques de demanda interna).

PRINCIPALES SUPUESTOS EXÓGENOS SOBRE EL ENTORNO MACROECONÓMICO 2019

	RI Set.18	RI Dic.18	RI Mar.19
Inversión Pública (var. % anual)	2,8%	2,8%	1,0%
Externos			
PBI Socios Comerciales (var. % anual)	3,6%	3,5%	3,4%
Términos de intercambio (var. % anual)	-2,9%	-0,7%	1,3%
Cobre (ctv US\$ por libra)	275	280	286
Tasa de interés (FED), fin de periodo	3,25%	3,00%	2,50%

Esta revisión a la baja (de positivo a neutral) en el sesgo de la proyección de inflación resulta consistente con la comunicación reciente del Directorio, que ha enfatizado que considera necesario se mantenga la posición de estímulo monetario en tanto las expectativas de inflación se mantengan ancladas en un contexto en el que la actividad económica se encuentra por debajo de su potencial.

