

RECUADRO

CAMBIOS EN LAS DINÁMICAS INFLACIONARIAS Y POLÍTICA MONETARIA

La relación entre la actividad económica y la inflación tiene un rol clave para la política monetaria. Un crecimiento de la actividad superior (inferior) a su potencial —una brecha de actividad positiva (negativa)— conlleva a un aumento (descenso) de las presiones inflacionarias que puede afectar el comportamiento de los precios y el logro de la meta de inflación a dos años plazo. Si bien esta es una relación teórica sobre la que se basa parte importante de los modelos de proyección utilizados por distintos bancos centrales, la experiencia de la última década sugiere que se ha producido algún debilitamiento de ella. Tras la fuerte contracción de la actividad mundial derivada de la crisis financiera global del 2008, el PIB global ha tenido una recuperación y las holguras se han ido cerrando en las economías desarrolladas. Sin embargo, esto último pareciera no tener el correlato esperado en la evolución de la inflación en el mundo desarrollado y el repunte de la inflación ha sido lento. De ahí que explicar la aparente falta de sensibilidad de la inflación se ha convertido en un desafío teórico y empírico que ha atraído una gran atención de los círculos académicos y políticos en los últimos años.

El Banco, en su afán de mejorar el entendimiento del entorno económico local y mundial, dedicó su Vigésima Segunda Conferencia Anual a este tema. Así, el 25 y 26 de octubre recién pasado reunió a un grupo de destacados expertos para discutir nueva evidencia sobre la relación entre inflación y actividad, así como sus implicancias sobre la política monetaria^{1/}.

Las conclusiones de los artículos presentados en la Conferencia apuntan a dos grandes factores que se deben tener presentes al momento de evaluar cómo ha cambiado la relación entre la actividad y la inflación. Primero, se sugiere que existen causas estructurales que han explicado este cambio. Muchos autores recalcaron que la consolidación de la credibilidad de los bancos centrales ha debilitado la relación empírica entre actividad e inflación^{2/}. También se destacó que la globalización ha aumentado la relevancia de la inflación mundial sobre la

dinámica inflacionaria interna, debilitando su respuesta a la actividad local^{3/}. Esto conlleva un desafío adicional para un banco central, pues debe considerar factores externos que cada vez son más relevantes.

Segundo, se sugirió que existen problemas de medición que pueden entregar lecturas erróneas acerca de cómo ha evolucionado la citada relación. Por una parte, no solo la actividad tiene efectos sobre la inflación. También hay factores de oferta que, si son dominantes en el ciclo económico, pueden llevar a la conclusión errónea de que la relación entre actividad e inflación ha perdido fuerza^{4/}. Por otro lado, no existe una única manera de medir la inflación y la actividad. Usando datos para EE.UU., se argumentó que el uso de diferentes medidas de actividad y de inflación quita peso a la conclusión de que la relación entre ellas se haya debilitado, aunque no la descarta^{5/}. Por último, algunos autores sostienen que, si se abstrae de eventos extremos, la citada relación parece no haber cambiado significativamente^{6/}. Por el contrario, otros autores afirman que sí existe un debilitamiento relevante de la relación entre actividad y salarios para EE.UU. y la Eurozona, lo que en principio debe repercutir sobre la dinámica de la inflación^{7/}.

Evidencia e implicancias para Chile

La estimación de la relación entre la brecha de actividad y la inflación en Chile muestra que a lo largo de los últimos doce años esta ha tenido algunas oscilaciones, y que su nivel actual está en torno al promedio de la última década^{8/} (gráfico 1). Además, el tamaño del coeficiente está en línea con lo que se encuentra para un panel de países^{9/}. En suma, más allá de si la relación es alta o baja, la evidencia muestra que no ha habido grandes cambios en los últimos años y que su intensidad no es muy distinta de la observada en otras economías.

^{1/} Gilchrist y Zakrasjek (2018).

^{2/} Hobijn (2018).

^{3/} Stock y Watson (2018).

^{4/} Ball y Mazumder (2018).

^{5/} Gall y Gambetti (2018); Bobeica, Ciccarelli y Vansteenkist (2018).

^{6/} La estimación se realiza a partir del Modelo Estructural de Proyección (MEP) del Banco Central de Chile. Ver minutas citadas en el IPoM de septiembre de 2015.

^{7/} Jordá y Necchio (2018).

^{1/} El material de la Conferencia, incluyendo los trabajos presentados y la transmisión vía *streaming* del evento, está disponible en la página web institucional: <http://www.bcentral.cl/en/web/guest/-/changing-inflation-dynamics-evolving-monetary-policy>

^{2/} Ver Jordá y Necchio (2018).



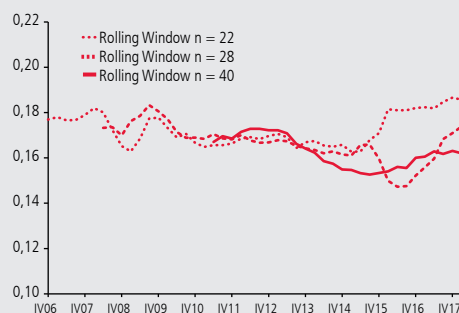
En todo caso, los cambios en las dinámicas inflacionarias a nivel global ponen énfasis en la importancia de las expectativas de inflación. De ahí que una importante lección es que las herramientas de política destinadas a anclar expectativas, como la comunicación de los bancos centrales, son cada vez más importantes y representan un complemento clave a las decisiones de política monetaria. En esa línea, el marco de política monetaria vigente en Chile, con un régimen de metas de inflación consolidado y una política monetaria transparente, emerge como la elección adecuada. Prueba de ello es que las expectativas inflacionarias se han mantenido coherentes con la meta la mayor parte del tiempo transcurrido desde la implementación de una política monetaria con metas de inflación de mediano plazo a comienzos de los dos mil. Esto es particularmente destacable al considerar las importantes fluctuaciones de la inflación contemporánea, y las expectativas de inflación a plazos más cortos, consecuencia de diversos *shocks* que enfrenta la economía chilena, incluyendo movimientos cambiarios y fluctuaciones en los precios de alimentos y energía que tienden a dominar la variabilidad de la inflación en el corto plazo.

Por otra parte, las prácticas del Banco reconocen e intentan aliviar los problemas de medición de la actividad y la inflación que podrían dificultar una estimación más precisa entre brechas e inflación. Por un lado, en el análisis de corto y mediano plazo se consideran agregaciones de la actividad que descuentan la actividad minera, pues se estima que está menos relacionada con la brecha de actividad que explica la inflación^{10/}. Además, en la evaluación de holguras, el Banco mira no solo la brecha de actividad, sino también un conjunto más amplio de indicadores de capacidad ociosa. Por otro lado, el Banco considera distintas mediciones de inflación en su esfuerzo por aislar los efectos de los precios que son más volátiles y cuyos movimientos no necesariamente responden al ciclo económico^{11/}. El ejemplo más habitual es el uso del IPCSAE, índice que excluye los precios de alimentos y energía de la medición de la inflación.

En resumen, lo discutido en la Vigésima Segunda Conferencia Anual del Banco Central de Chile sugiere que tanto el marco de política como el instrumental analítico del Banco Central de Chile están bien preparados para enfrentar los desafíos planteados por un eventual cambio en la relación entre la actividad y la inflación. Sin embargo, también hace presente que los bancos centrales operan en entornos cambiantes, por lo que la conducción efectiva de la política monetaria requiere de un proceso de actualización constante tanto del instrumental analítico como de las herramientas empíricas utilizadas en el proceso de proyección y toma de decisiones.

GRÁFICO 1

Estimaciones de ventana móvil para la reacción contemporánea de la inflación a cambios en la brecha de actividad (*)



(*) Serie trimestral.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{10/} Recuadro III.1, IPoM diciembre 2017.

^{11/} Recuadro V.1, IPoM marzo 2015.