

EL A+B+C DE LA INFLACIÓN

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Junio 2008

Agradezco la invitación que me han hecho a exponer en el Club Monetario, el que tuve la oportunidad y el honor de presidir durante el año 2006.

Considero que es esta una buena oportunidad para revisar la coyuntura inflacionaria. Pero, dado el origen académico de este club, me permitiré aprovechar esta presentación para analizar la coyuntura en el contexto de cómo entendemos el actual fenómeno inflacionario.

Mi objetivo es exponer, de manera muy simplificada, acerca de los determinantes de la inflación y cómo interactúan estos con la política monetaria. Esto será ilustrado con la actualidad inflacionaria que, sin duda, es muy preocupante y que constituye un gran desafío para la política monetaria, por cuanto su orientación es y seguirá siendo el asegurar que la inflación converja a su meta en nuestro horizonte de política.

Antes de entrar con mayor profundidad en los determinantes de la inflación de corto plazo y su dinámica de ajuste, quiero hacer algunas aclaraciones.

En primer lugar, la inflación no tiene efectos sobre el producto de plena capacidad o, dicho de otra forma, sobre la tasa de desempleo que existe en situaciones de pleno empleo¹. En el largo plazo, una economía inestable, con elevadas tasas de inflación, crecerá más lento y tendrá más dificultades en su desarrollo. Sin embargo, el punto que quiero destacar es que, contrariamente a como se pensó alguna vez, tener más inflación no reduce el desempleo en el largo plazo. Sí existe un *tradeoff*² entre inflación y desempleo en el corto plazo, y eso es precisamente lo que se encarga de balancear la política monetaria.

En segundo lugar, en el largo plazo el dinero y la inflación están íntimamente relacionados. De hecho, la cantidad de dinero y la inflación deberían crecer a tasas muy similares, lo que se observa con alguna regularidad en los datos. Es decir, la política

* Preparado para ser presentado en el Club Monetario, 2 de junio, Santiago. Agradezco la valiosa asistencia de Ivonne Vera.

¹ Esta tasa de desempleo ha recibido muchos nombres. Milton Friedman, precursor de este concepto, la llamó tasa natural. Para evitar problemas con valoraciones éticas de este concepto, en Europa se acuñó el concepto de la NAIRU (non-accelerating-inflation rate of unemployment, es decir tasa de desempleo que no acelera la inflación). El nivel de producto que corresponde a esa tasa de desempleo, y que a la vez usa el stock total de capital, se llamará aquí, indistintamente, producto potencial, de plena capacidad o de pleno empleo.

² Esta palabra, hasta donde sé, no tiene un término equivalente en español; suele usarse “dilema” o “intercambio”, pero ambos sugieren que se debe optar entre dos cosas que no son posibles de conseguir simultáneamente en su totalidad; en cambio *tradeoff* permite evaluar un continuo, es decir, cuando las “decisiones muchas veces involucran un poco más de esto y un poco menos de aquello” (Engel, 2005). En esta discusión, “esto” y “aquello” son inflación y desempleo. O en vez de desempleo también se puede pensar en actividad o brecha de producto.

monetaria es *neutral* en el largo plazo. Acelerar el crecimiento del dinero en el largo plazo, solo trae como consecuencia mayor inflación, y viceversa.

Lo anterior no es más que una conclusión natural de que, en el largo plazo, las variables reales tienen que ver con aspectos reales de la economía; y la inflación, con el dinero y las variables nominales. Para ser más explícito, el desempleo de largo plazo (o de equilibrio) tiene que ver con el funcionamiento del mercado del trabajo, y no con la política monetaria. El tipo de cambio real de equilibrio tiene que ver con los términos de intercambio de un país: con su riqueza, su productividad, su política fiscal, y no con la política monetaria. La política fiscal sí tiene efectos reales, pues el gasto y los impuestos, su composición y nivel, afectan la asignación de recursos.

Antes de proseguir, es necesario hacer una última aclaración, para evitar que mis argumentos sean descalificados por trivialidades semánticas.

Por largo plazo se entiende, en el contexto de la discusión que sigue, el plazo en que todos los precios se han ajustado. Entonces, el largo plazo en el ciclo económico se puede entender como el promedio, en ciclos cuya duración suele ser de cinco o diez años. Por lo tanto, lo anterior se puede expresar como que, en promedio, la economía fluctúa en torno al pleno empleo, y un cambio en la inflación promedio no afecta ni el producto ni la tasa de desempleo promedios.

Qué determina la inflación

En el corto plazo, los precios aumentan porque quienes los fijan deciden aumentarlos. Tan simple como eso. Por supuesto, estas decisiones de fijación de precios no son arbitrarias, sino que se basan en el contexto económico en que operan las empresas. Para ello, los empresarios miran las condiciones y perspectivas de mercado, sus expectativas de precios en la economía y los de sus competidores, y las condiciones de costos. Es por lo anterior que las expectativas, las condiciones de la actividad económica y otros factores ligados a los costos, son claves a la hora de entender la inflación. Eso es precisamente lo que analizamos en el Banco Central cuando preparamos nuestro *Informe de Política Monetaria* (IPoM), documento en el que el Consejo del Banco revisa los determinantes de la inflación, sus perspectivas e implicancias sobre la política monetaria.

En esta misma línea y para completar el análisis de la inflación, también son cruciales las decisiones de fijación de salarios. Estas también responden a lógicas similares a la fijación de precios, es decir, dependen de las condiciones del mercado del trabajo, de la oferta de mano de obra y de la demanda por parte de las empresas, las que también dependen de expectativas de precios y condiciones de la actividad. Y los costos salariales, por su parte, son determinantes de los precios que las empresas querrán fijar.

En el conjunto de la economía, y una vez que todos los precios se han ajustado a sus valores de equilibrio, la evolución de los precios y los agregados monetarios es similar, y las variables reales se determinan al margen de las variables nominales.

¿Por qué no estamos siempre en el largo plazo, o en el promedio? La respuesta a esto está en el centro de las llamadas “teorías neo-keynesianas de la inflación” y de la observación de los ciclos económicos desde la Gran Depresión, y es que los precios y

salarios no se ajustan continuamente, sino que son rígidos (o *pegajosos*) en el corto plazo³. Las empresas cambian sus precios en forma esporádica, y no cada vez que aparecen noticias relevantes.

Si los precios fueran plenamente flexibles, ellos siempre se ajustarían a los cambios en la política monetaria, de manera que prevaleciera el pleno empleo. Pero la realidad no es así, y hay muchas experiencias prácticas que lo demuestran, partiendo por la famosa obra de Friedman y Schwartz (1963) que analiza la historia monetaria de Estados Unidos. Sin duda, existen otros determinantes de las fluctuaciones económicas, pero la política monetaria juega un papel importante. La recesión de la era de Volcker, quien asumió el mando de la Reserva Federal en medio de una inflación creciente, y que trajo la estabilidad a la economía mundial en las décadas siguientes, es tal vez el mejor ejemplo de que la política monetaria sí tiene efectos que pueden ser muy significativos, en el corto y mediano plazo. Dicha experiencia muestra también lo importante que es anticiparse al control inflacionario y no permitir que se desencadene una espiral de precios que desancle la inflación, ya que su posterior ajuste puede ser muy costoso.

A continuación, revisaré cada uno de los tres determinantes de la inflación: las expectativas, la brecha de producto y los *shocks* de costos, y su relación con la política monetaria, los que se encuentran resumidos en la figura 1. En términos de la figura, la inflación será igual a $A+B+C$.

A. La brecha de producto

Cuando las empresas fijan sus precios, las condiciones de su demanda son muy importantes. Si la actividad económica aumenta, las empresas, en promedio, están viendo aumentada su demanda, la que estarán satisfaciendo en parte con mayor producción, pero también subiendo sus precios⁴. Esto produce alzas generalizadas de precios y, por lo tanto, inflación. A la inversa, en una situación de actividad deprimida, donde las empresas reducen sus niveles de producción, los incentivos para subir precios son escasos, e incluso muchas empresas se verán incentivadas a bajarlos. En este caso, el bajo nivel de actividad económica va acompañado de reducciones en las presiones inflacionarias.

Algo similar ocurre en el mercado del trabajo, donde se genera inflación de salarios, la que repercute de manera directa en la inflación de precios. Cuando hay mucha actividad, y la tasa de desempleo se encuentra cerca de su nivel de pleno empleo, costará encontrar trabajadores para satisfacer la mayor producción, generándose así presiones de salarios, mayores costos y, al final, aumentos de precios.

Es por ello que, cuando la actividad económica está en auge, hay presiones para que la inflación aumente. En cambio, cuando la actividad está deprimida, hay presiones deflacionarias.

Lo importante, en todo caso, no es el nivel de actividad, o crecimiento del PIB en el corto plazo, sino su relación con la capacidad productiva. En una economía en que la capacidad productiva o producto de pleno empleo crece al 5%, un crecimiento del PIB

³ Para una discusión sobre estos aspectos en teoría monetaria, ver Galí (2003).

⁴ En estricto rigor, lo que interesa desde el punto de vista de las decisiones de precios son los costos marginales, los que son crecientes en los niveles de producción.

de 5% agregará pocas presiones inflacionarias. En cambio, si la capacidad productiva crece al 2% y el PIB al 5%, habrá presiones inflacionarias pues las empresas tendrán dificultades para producir más sin que suban sus costos y, en consecuencia, sus precios. Por lo tanto, lo que importa desde el punto de vista inflacionario es la brecha de capacidad, es decir la diferencia entre el producto efectivo y el producto de pleno empleo (o plena capacidad). Cuando esta brecha es positiva, la economía está en un auge y hay presiones inflacionarias provenientes del exceso de producción. Cuando la economía está fría, su brecha es negativa, y está produciendo por debajo de su potencial, con lo cual las presiones son a caídas, o hacia aumentos más modestos de los precios.

Por la vía de la tasa de interés, la política monetaria afecta la demanda agregada, la que, por su parte, afecta la producción y la brecha. Cuando la tasa de interés sube, después de los rezagos habituales de la política monetaria, la actividad se desacelera y, por lo tanto, la brecha cae, con una consecuente reducción de la inflación. Una vez que la economía se estabiliza, la inflación debería ser coherente con el objetivo de política monetaria y la brecha debería ser cero.

Es en este mecanismo donde se manifiesta claramente el *tradeoff* de corto plazo entre inflación y desempleo. Para reducir la inflación, la brecha debe caer y cuando la inflación es más baja de lo que se estima como deseable, para devolverla a un nivel deseable la brecha debe aumentar. No es gratis reducir la inflación.

En Chile, la brecha actual es levemente negativa, y así lo ha sido por un tiempo (figura 2). Por lo tanto, la inflación no está siendo causada por una brecha positiva, aunque, por supuesto, una brecha que se hace más positiva contribuirá a la inflación. Las perspectivas son que las “brechas de capacidad se cerrarán progresivamente en el curso de los próximos dos años” (Banco Central de Chile, 2008).

Algo que discutimos de manera extensiva en nuestro último IPoM es el impacto del severo aumento del costo de la energía en la brecha de capacidad. Por razones hidrológicas y por los cortes de envíos de gas desde Argentina, en términos muy simplificados, Chile ha pasado de producir su energía con agua a producirla con petróleo, lo que ha provocado un aumento muy importante de costos. Desde mediados del 2007, la incidencia del precio de la energía en el IPC ha tenido un aumento muy significativo (figura 3).

Por su parte, la contribución al valor agregado del sector Electricidad, Gas y Agua ha sido negativa y, a pesar de ser un sector pequeño, ha restado casi medio punto de crecimiento en los últimos trimestres (figura 4). Por lo tanto, el efecto directo de la producción de electricidad y el fuerte impacto que ha tenido el aumento de los costos en la actividad productiva, explica parte significativa de la desaceleración que se ha estado observando desde fines del año pasado.

Hemos argumentado que el efecto de la energía no recae solo en el PIB, sino también en la capacidad productiva de la economía. En la medida en que la energía es un insumo importante en el proceso productivo, un aumento de su precio equivale a una baja de productividad. Por lo tanto, el producto de plena capacidad cae. En consecuencia, y tal como argumentáramos en nuestro IPoM, la desaceleración de la actividad como resultado del alza de costos de la energía no tiene efectos obvios sobre la brecha, pues reduce la actividad, pero también el nivel de plena capacidad.

Por último, la demanda agregada en Chile ha estado creciendo con bastante vigor (figura 5). Entre el 2005 y el 2007 creció en torno a un 8% anual y, aunque se prevé una desaceleración a lo largo del año, sigue creciendo con fuerza y por sobre el PIB, que en los tres años creció en torno a un 5% anual. Esta diferencia se explica por menor crecimiento de las exportaciones netas (exportaciones menos importaciones). En consecuencia, el aumento de la demanda no es un factor inflacionario en la medida en que no ha generado mayor demanda interna que empuje la brecha, sino que ha habido una importante desviación hacia la demanda por bienes extranjeros.

El concepto de inflación de demanda hace solo sentido en la medida que dicha demanda aumente la producción interna, algo que ciertamente ocurre en una economía cerrada, pero tal como el caso de Chile lo muestra, no necesariamente ocurre en economías abiertas, pues el mayor gasto es en bienes importados. En Chile la brecha del producto es cercana a cero, en consecuencia la demanda no puede ser el principal factor que explique la elevada inflación que enfrentamos hoy día. Con todo, una aceleración de la demanda, que empuja hacia arriba la actividad interna, es inflacionaria. A pesar de que la demanda interna no es el determinante de primer orden de nuestra actual inflación, una moderación de su trayectoria es parte de la solución a nuestro problema inflacionario.

B. Las expectativas de inflación

Otro determinante clave de la inflación son las expectativas que los agentes, en particular quienes fijan precios y salarios, tienen sobre ella. Si el público espera que haya un desborde inflacionario, ellos probablemente fijarán salarios y precios coherentes con una inflación elevada, y esto causará alzas de precios e inflación. Por el contrario, si quienes fijan y negocian precios y salarios confían en que la inflación se mantendrá baja, los precios que se fijen incorporarán alzas coherentes con la inflación baja.

Si las expectativas de inflación fluctúan bruscamente, también lo hará la inflación efectiva. Por el contrario, si las expectativas son estables, la inflación será también más estable y las desviaciones debieran devolverse con menores costos y dureza de la política monetaria. De aquí la importancia crucial de la credibilidad y el compromiso del Banco Central con la inflación baja. Si el compromiso es creíble, será más fácil mantener la inflación baja, pues este componente no estará agregando inflación. Es por ello que en los bancos centrales monitoreamos muy de cerca las expectativas de inflación.

Las expectativas relevantes desde el punto de vista de la evolución de la inflación, son las de quienes fijan precios y salarios. Pero no existen medidas directas. Para ello, hay básicamente tres formas de monitorear las expectativas. Primero, a través de las encuestas de expectativas, en las cuales se pregunta directamente por las perspectivas inflacionarias a distintos horizontes de tiempo. Luego, se examina las expectativas de inflación derivadas de los precios de los activos financieros. En particular, se comparan las tasas de interés de instrumentos expresados en pesos, es decir nominales, e instrumentos indexados, es decir en UF. La diferencia corresponde a la expectativa de inflación, a la que es necesario hacer algunos ajustes para determinar las expectativas a diferentes plazos y corregir, de manera incompleta, por primas de riesgo. La tercera

consiste en derivar de los ajustes de salarios y precios las expectativas inflacionarias implícitas en su dinámica.

Lo que busca precisamente nuestro esquema de metas de inflación es anclar las expectativas. Nuestra meta es que la inflación se ubique la mayor parte del tiempo en 3%, con un rango de tolerancia de más/ menos un punto porcentual. Esto permite dar una señal clara del objetivo inflacionario del Banco Central. De hecho, la evidencia muestra que las expectativas son más estables en países que tienen una meta de inflación explícita y creíble (Gurkaynak et al., 2006).

Si las expectativas se desanclan, el ajuste que se tendrá que hacer en la brecha del producto para controlar la inflación por la vía de ajustes de la política monetaria, será mayor que en el caso en que las expectativas se encuentren bien ancladas. Por ello, mantener la credibilidad es crucial, lo que exige actuar coherentemente con dicha meta en las buenas y en las malas. Un banco central que solo reacciona expandiendo la economía cuando la inflación es baja, pero no actuando cuando la inflación se eleva, dañará su credibilidad, lo que hará mucho más difícil y costosa su tarea. Por tal razón, una política monetaria creíble permite estabilizar no solo la inflación, sino también el producto, generando así un ciclo económico más estable (De Gregorio, 2008).

Antes de revisar la evidencia, es necesario destacar que nuestra meta de inflación es de 3%, pero su implementación, algo a lo que me referiré más adelante, es que la proyección de inflación sea 3% en un horizonte de dos años, y la política monetaria seguirá un curso coherente con ello. Una primera evidencia viene de las encuestas de expectativas (figura 6). El último registro de la encuesta es de una inflación de 4,1% a un año plazo, y de 3,3% a dos años. Estas estimaciones están relativamente en línea con la trayectoria de inflación descrita en nuestro último IPoM.

Las expectativas de inflación que se deducen de los precios de activos financieros muestran tasas de inflación más elevadas a distintos horizontes futuros (figura 7). La inflación anual en dos años (la CII-1) se redujo después de haber llegado a 4,8%, con el anuncio del programa de esterilización de la acumulación de reservas, lo que fue resultado del alza de las tasas largas, y se ha devuelto en días recientes. Las compensaciones inflacionarias a plazos más largos han tenido una evolución similar. La evolución de estas expectativas implícitas no deja de ser preocupante, pero es necesario también leerlas con un grado de cautela. La diferencia entre una tasa en pesos y una tasa en UF no solo es una expectativa de inflación, sino que también contiene primas de riesgo. En la medida en que el valor esperado de la inflación no haya cambiado, pero su volatilidad haya aumentado, es esperable que la prima por riesgo inflacionario aumente. De hecho, los errores de proyección de la inflación, en el actual ambiente de alta volatilidad de los precios de materias primas, han aumentado de manera importante (figura 8).

Este fenómeno no es particular a la economía chilena, y también ha ocurrido en otros países con mercados financieros más profundos y desarrollados que el nuestro. Es el caso de Australia, Estados Unidos e Inglaterra, entre otros⁵ (figura 9). En Chile, este problema se agrava por el hecho de que el mercado de papeles largos en UF es mucho más profundo que el de papeles en pesos. Por lo tanto, en un ambiente de incertidumbre, los inversionistas que buscan refugios seguros y líquidos tenderán a aumentar su

⁵ Para mayores antecedentes, ver en nuestro último IPoM (Banco Central de Chile, 2008) el recuadro V.1.

demanda por papeles en UF, bajando sus tasas relativas a las tasas en pesos y aumentando la medida de compensación inflacionaria, sin que ello refleje un cambio de expectativas. El caso contrario ocurre en Estados Unidos, donde el refugio seguro lo constituyen los papeles nominales (T-bills), ya que el mercado de bonos indexados (TIPS) es mucho menos profundo, lo que comprime la compensación inflacionaria. Según cálculos de la Fed de Cleveland, en plazos a diez años, este premio sería del orden de 90 puntos base, es decir, casi un punto porcentual.

Por último, es posible analizar la evolución de la inflación y su coherencia con una propagación acotada que asegure su convergencia a la meta en el horizonte de política. Una de las variables que observamos es la evolución de los salarios ajustada por sus patrones históricos de indexación (figura 10). Los salarios nominales han estado creciendo a tasas anuales de entre 6,5 y 8,5%, según la medición que se considere, y estas tasas son coherentes con las cláusulas de indexación habituales. Esto significa que la propagación de la inflación a los salarios, y las expectativas implícitas en esta fijación de salarios, son coherentes con la meta de inflación.

Habida cuenta de los diversos indicadores de expectativas, incluidos los ajustes que deberían hacerse a las compensaciones inflacionarias, el Consejo del Banco Central estima que las expectativas de inflación están bien ancladas. De detectarse alguna desviación importante, el Consejo tomará las decisiones necesarias para asegurar que se mantenga el ancla inflacionaria, la que, de perderse y tal como he argumentado antes, impondría severos costos al logro futuro de la estabilidad de precios.

C. *Shocks* de costos y precios

Tal como hemos visto, la inflación se puede desviar de la meta si ocurre un *shock* inflacionario, ajeno a nuestra política monetaria, como ha sido el alza reciente de los combustibles y alimentos (figuras 11 y 12). Estos precios externos han tenido aumentos muy importantes y casi sin precedentes. El hecho de que nuestra economía esté integrada al resto del mundo y nuestros mercados funcionen con pocas interferencias para que los precios den las señales adecuadas para la asignación de recursos, ha significado que los precios internos de los combustibles, así como de los alimentos, hayan tenido una incidencia de primer orden en la evolución de la inflación. Por un lado, el alza de precios da señales para las inversiones futuras, tal como lo vemos en el sector energético y, por otro, tienen un costo no menor en materia de inflación. En el caso de los alimentos, debemos agregar los problemas de heladas y sequía que ha sufrido nuestra agricultura.

El aumento de los precios de alimentos y combustibles ha sido la principal y, me atrevería a extremar el punto diciendo única, causa del desvío significativo de la inflación de su meta y muy por fuera del rango de tolerancia (figura 13).

Ante *shocks* de esta magnitud, el Banco Central debe asegurar que los cambios de precios relativos que reflejan por un tiempo alimentos y combustibles más caros, no se convierta en un aumento generalizado de precios que desencadene una inflación. Es por ello que el rol de la política monetaria es asegurar que la propagación a otros precios sea acotada.

Considerando que la política monetaria toma tiempo en actuar y que tiene costos reducir la inflación, pues afecta a A (la brecha), se espera que las desviaciones de la inflación de su meta se reviertan en un horizonte de dos años. Este horizonte permite que *shocks* transitorios se deshagan sin necesidad de actuar con política monetaria y de graduar el impacto que tiene devolver la inflación a su meta sobre el producto.

Un elemento esencial en la transmisión de los precios importados sobre la inflación interna es el tipo de cambio. La debilidad global del dólar ha permitido compensar en parte las alzas de los precios internacionales en dólares. Chile no ha estado ajeno a dicho fenómeno. La evolución internacional del dólar no es sorpresa, en la medida en que la economía de los Estados Unidos ha acumulado enormes déficits en la cuenta corriente en los últimos años (figura 14). Y la corrección de dichos déficits requiere de una depreciación del dólar y una desaceleración de la economía. Dada su importancia a nivel global, su evolución tiene importantes repercusiones en el mundo entero.

En una economía abierta, la política monetaria se transmite por dos canales. El canal tradicional, por sus efectos sobre la demanda y por esa vía sobre la brecha, y el canal cambiario. Un aumento de las tasas de interés aprecia el tipo de cambio y eso pone presión a la baja sobre los costos importados. Esto evita que todo el efecto de la política monetaria se sienta en la forma de menor actividad y mayor desempleo, permitiendo la vía de cambios en costos y la composición del gasto. Si la economía fuera completamente cerrada, todo el ajuste se debería hacer por la vía de A, es decir, menor actividad. Los movimientos del tipo de cambio reducen la inflación y, al cambiar la composición del gasto, permiten que la demanda no se contraiga al igual que el producto, y así la compresión del consumo y la inversión es más limitada. Esto se logra por la vía de un tipo de cambio flexible. Sin embargo, la flotación admite intervención en casos excepcionales, y eso es precisamente lo que el Consejo del Banco anunció en abril.

La apreciación del peso antes del 10 de abril fue severa e inesperada, y muy superior a la que se podría explicar por diferenciales de tasas (figuras 15 y 16). Con esa información, no se podía descartar que el tipo de cambio hubiera sufrido una sobrereacción. Asimismo, y dado el ambiente de extrema incertidumbre internacional, el Banco Central decidió aumentar su posición de liquidez internacional por la vía de acumular 8 mil millones de dólares en reservas, esto es, aumentar las reservas en cerca de un 50%. Esta inversión en estabilidad tiene que ser coherente con el objetivo primordial de estabilidad de precios. Es por ello que se realizó en un momento en el que se estimaba razonable eliminar el sesgo al alza de la tasa de política monetaria, y en el cual también se estimaba que era posible acomodar una depreciación del peso, sin poner en riesgo la meta de inflación. De hecho, lo que habría sido confuso y una subordinación del objetivo inflacionario habría sido haber iniciado el proceso de intervención en un momento en el cual los riesgos inflacionarios fueran excesivos.

Con todo, la forma de intervención, preanunciada y sin tener por objetivo un valor del tipo de cambio, preserva enteramente la capacidad de actuar de la política monetaria, la cual es y seguirá siendo guiada por el objetivo de reducir la inflación.

Comentarios finales

Dados los *shocks* inflacionarios sufridos por la economía chilena y el mundo en general, cabe esperar que la inflación se propague a otros precios.

El hecho de que aumente el precio de los alimentos y combustibles tiene implicancias sobre los otros precios. Por tanto, las medidas subyacentes, incluso aquellas que eliminan alimentos y combustibles, deberán aumentar una vez que los aumentos de los precios internacionales se hayan estabilizado. En dicho caso, los registros de inflación de alimentos y combustibles deberían detenerse o ser muy bajos, y las medidas subyacentes deberían ser algo más elevadas. No obstante, los registros globales de inflación deberían descender gradualmente hacia su meta. Para ello, el Banco Central debe seguir monitoreando la propagación de los precios al resto de la inflación, así como la evolución de las expectativas para determinar el curso futuro de la política monetaria. Especialmente cuidadosos hay que ser al evaluar la evolución futura de los salarios, pues sus reajustes deberían ser coherentes con una trayectoria decreciente de la inflación, y no es aconsejable que sean causantes de propagación adicional.

Estamos en un mundo extremadamente incierto. Cuesta explicar que, en un escenario de desaceleración mundial, los precios de las materias primas, en particular el petróleo, sigan subiendo a niveles insospechados hace unos meses. La economía de Estados Unidos está atravesando una crisis financiera de proporciones, y sus efectos sobre las economías emergentes son aún inciertos. La economía chilena se ha desacelerado y la inflación es muy alta.

La principal amenaza al escenario de convergencia inflacionaria hoy día es el aumento sustancial del precio del petróleo, que responde a un importante aumento de la demanda. A nivel global, es importante que los precios reflejen adecuadamente la escasez para que se produzca efectivamente una reducción de su demanda, aspecto crucial para quitar posteriores presiones de precios.

En la actual coyuntura, la inflación tiene poco que ver con el desvío de la brecha de su nivel normal, por cuanto el producto en Chile no está muy lejos del producto de plena capacidad. Por lo tanto, la inflación está lejos de ser explicada por la posición cíclica de la economía.

Por supuesto, reducir la inflación tendrá un costo en términos de actividad. Si el Banco Central desistiera de su compromiso de bajar la inflación, podría reducir la tasa de interés y la economía podría crecer algo más. Este crecimiento traería más inflación, y sin duda desanclaría las expectativas. Entonces, habría dos posibilidades. La primera, abandonar definitivamente la estabilidad de precios, algo que no solo es contrario a la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central, sino que tendría un tremendo costo en términos de bienestar y progreso de la población. La otra opción es “preocuparse de la inflación después”. Esto, significaría simplemente que, en el futuro, el ajuste de la brecha para traer la inflación de vuelta sería mucho más grande, ya que, además de la brecha (A), habría que compensar por la mayor inflación que se produciría por un desanclaje de expectativas (B). En esta difícil situación actual, nuestro rol es evitar que las grandes alzas de precios que golpean a nuestra población, en especial la más pobre, se perpetúen por la vía de un aumento persistente de la inflación.

Controlar la inflación tiene costos, pero mucho más costoso sería ignorar el riesgo inflacionario, por lo que en el complejo escenario inflacionario actual, deberemos revisar cuidadosamente las implicancias de nuevas sorpresas que puedan elevarla aun más.

Referencias

Banco Central de Chile (2008), *Informe de Política Monetaria*, Mayo.

De Gregorio, J. (2008), “Gran Moderación y Riesgo Inflacionario: Una Mirada desde Economías Emergentes”, Documento de Política Económica No. 24, Banco Central de Chile.

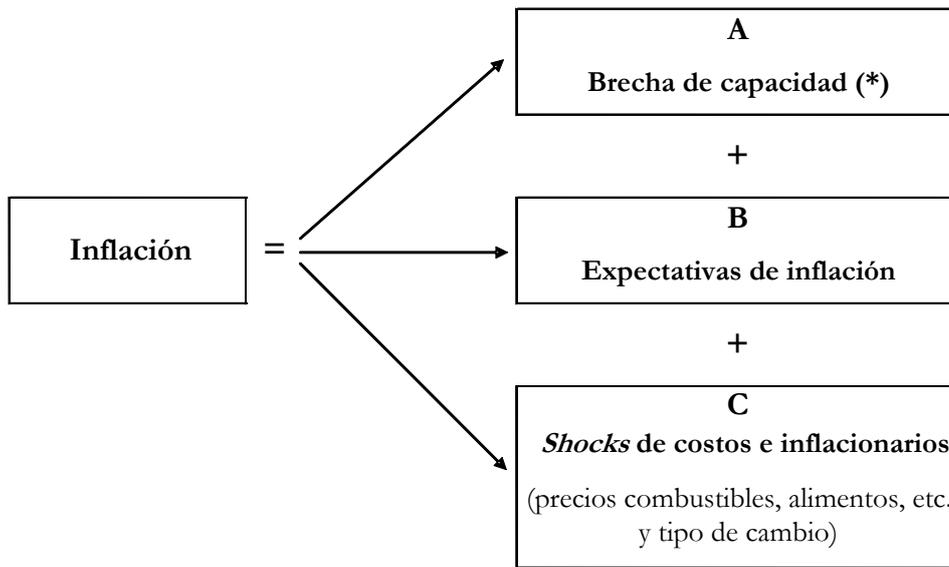
Engel, E. (2005), “Imposible de Traducir”, columna de opinión, La Tercera, 13 de febrero.

Friedman, M. y A. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press.

Galí, J. (2003), “New Perspectives on Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle”, en *Advances in Economic Theory*, M. Dewatripont, L. Hansen, y S. Turnovsky (eds.), vol. III, 151-97, Cambridge University Press

Gurkaynak, R., Levin, A. and E. Swanson (2006), “Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from Long-Term Bond Yields in the U.S., U.K. and Sweden”, CEPR Discussion Paper No. 5808.

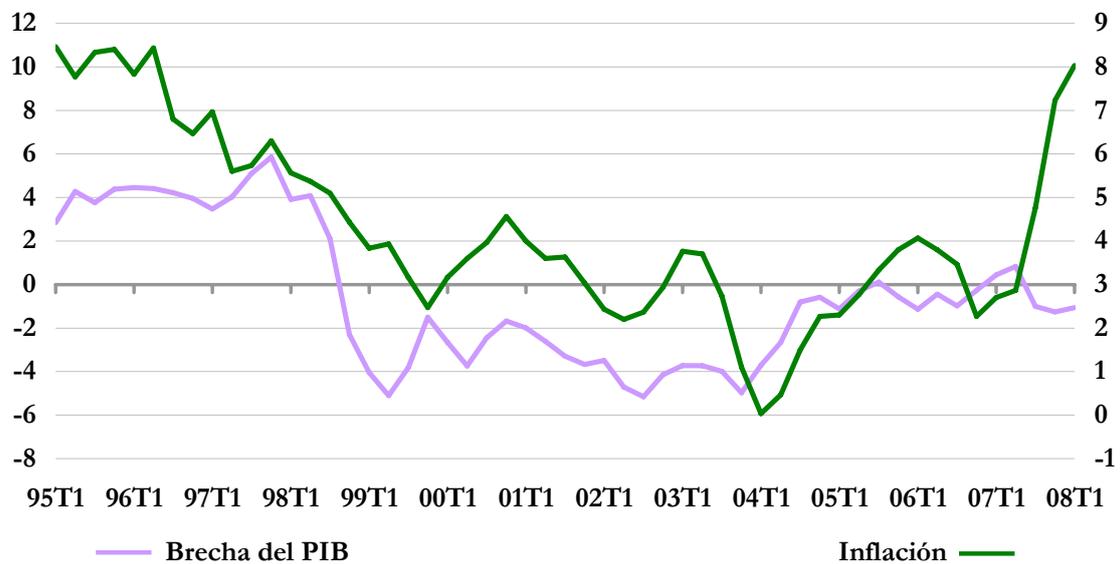
Figura 1. Inflación A+B+C



(*) Producto efectivo menos producto de plena capacidad.

Figura 2. Brecha del producto e inflación

(desviación porcentual respecto del nivel de tendencia; promedio trimestral, porcentaje)



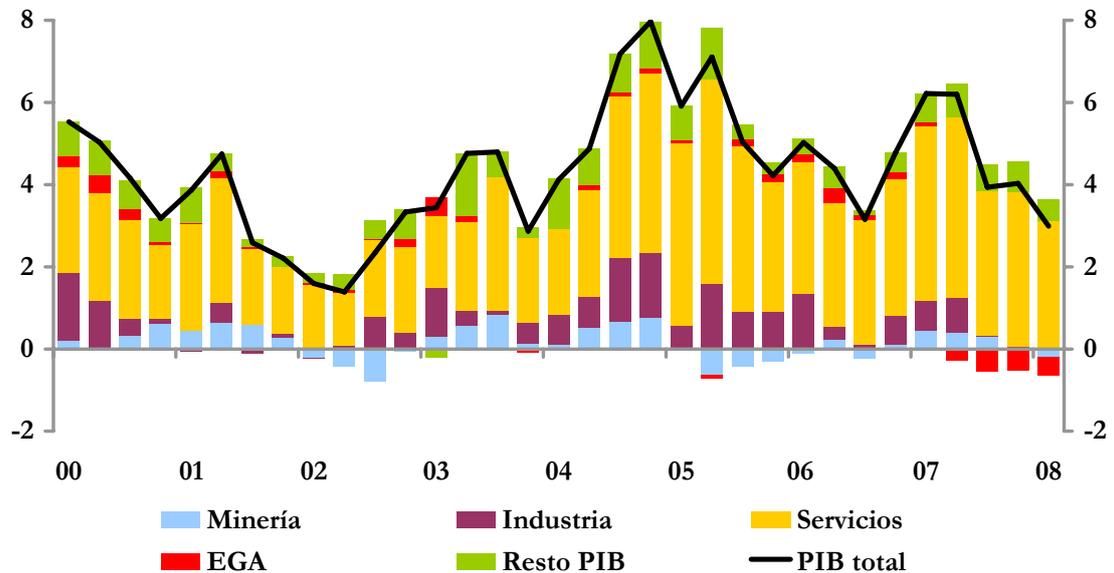
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Figura 3. Precio de la electricidad en el IPC
(índice, diciembre 1998=100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

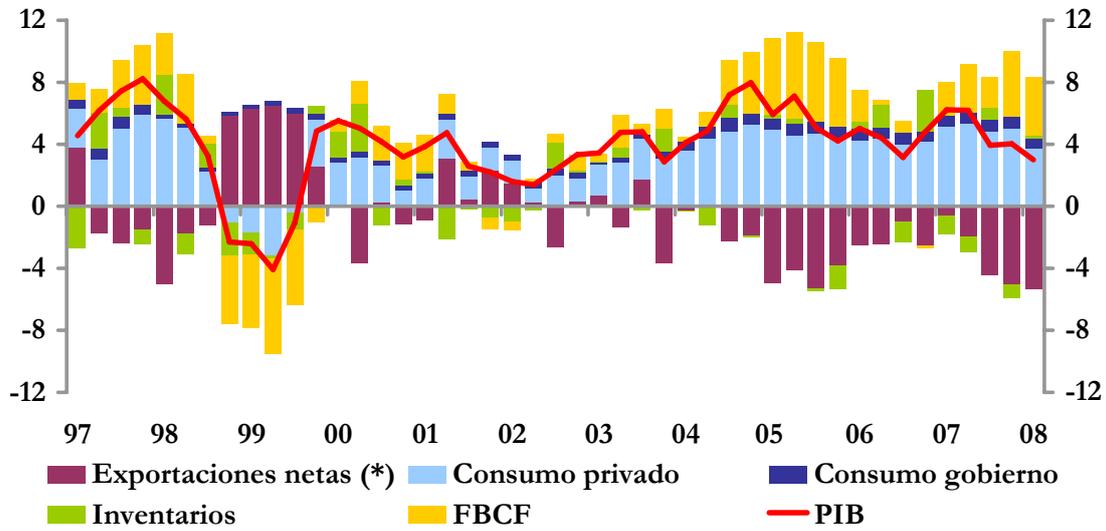
Figura 4. PIB por sectores
(contribución al crecimiento del PIB, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Figura 5. Demanda agregada

(contribución al crecimiento del PIB, variación anual, puntos porcentuales)

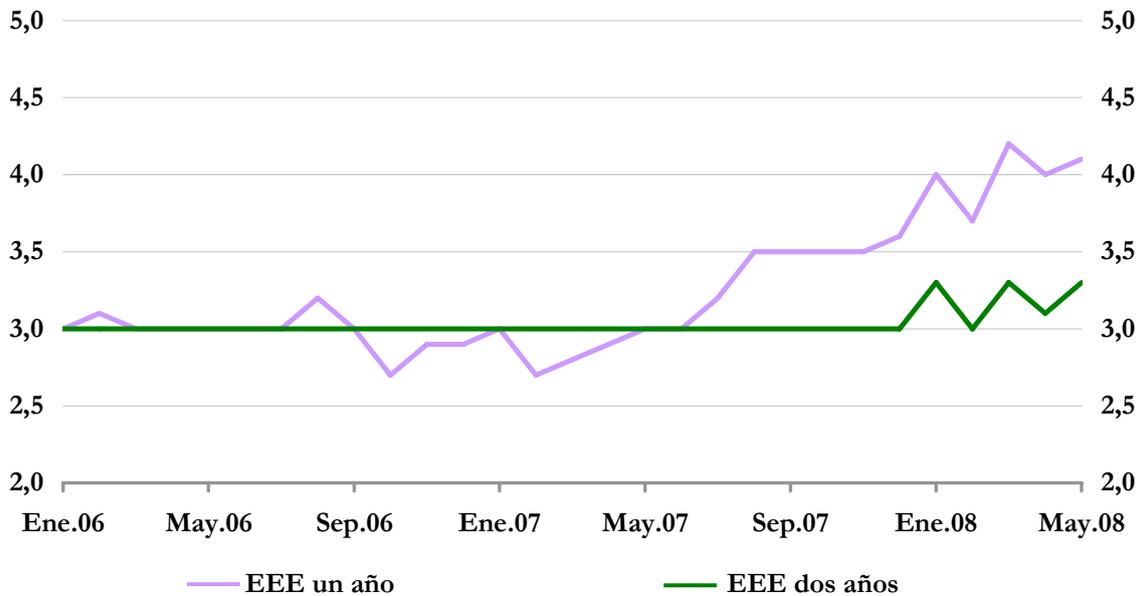


(*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Figura 6. Encuesta de expectativas de inflación

(porcentaje)



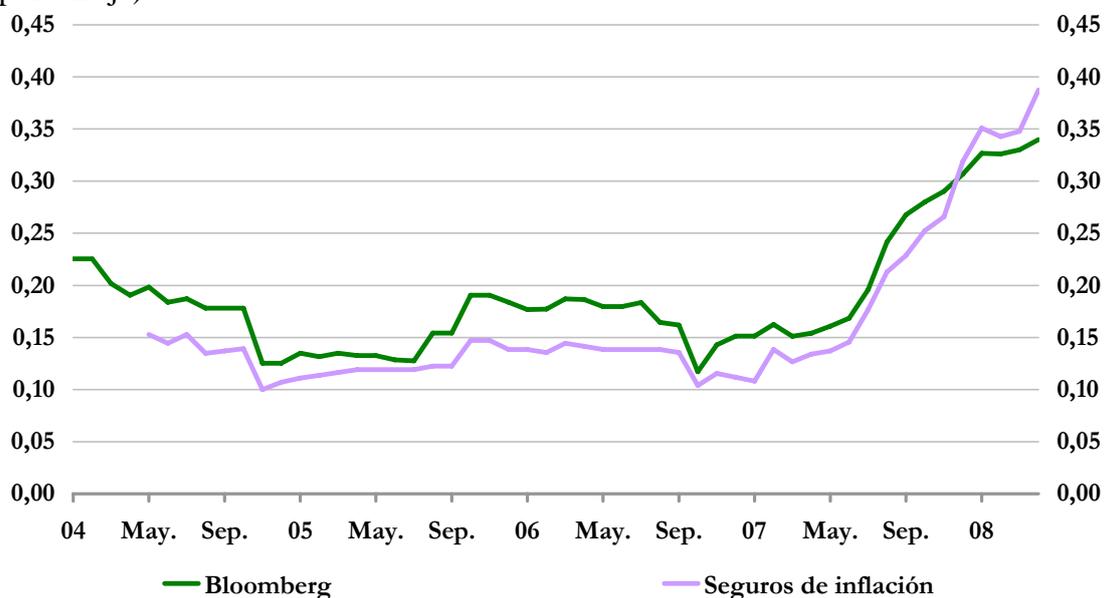
Fuente: Banco Central de Chile.

Figura 7. Compensaciones inflacionarias *forward swap*
(promedio móvil semanal, porcentaje)



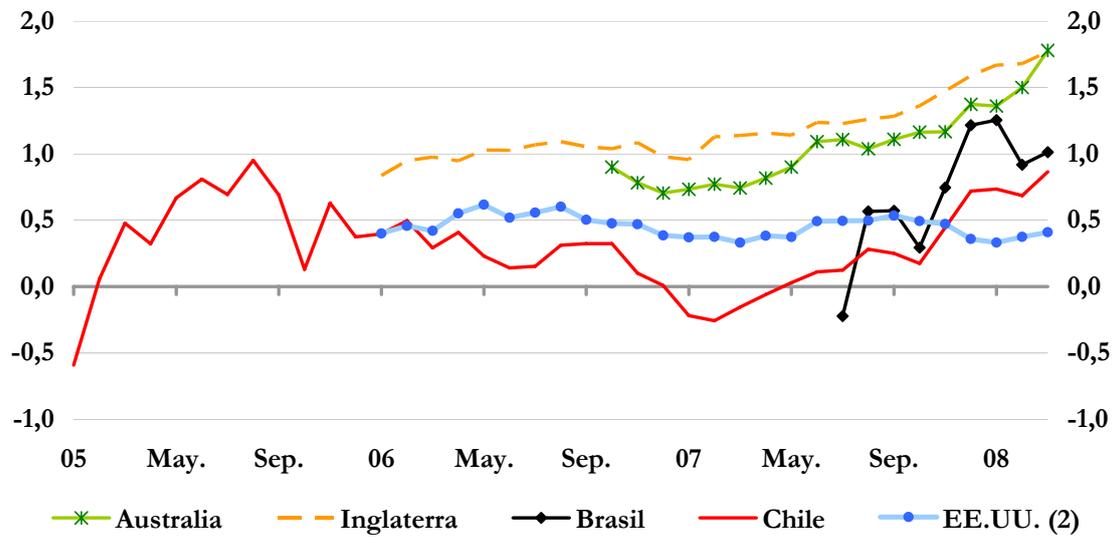
Fuente: Banco Central de Chile.

Figura 8. Desviación estándar móvil de errores de proyección de la inflación mensual
(porcentaje)



Fuente: Chumacero R. y L. Opazo. 2008. “Compensación inflacionaria en Chile”. DT 468, Banco Central.

Figura 9. Compensación inflacionaria 5 en 5 (1): desviaciones respecto de la meta (porcentaje)

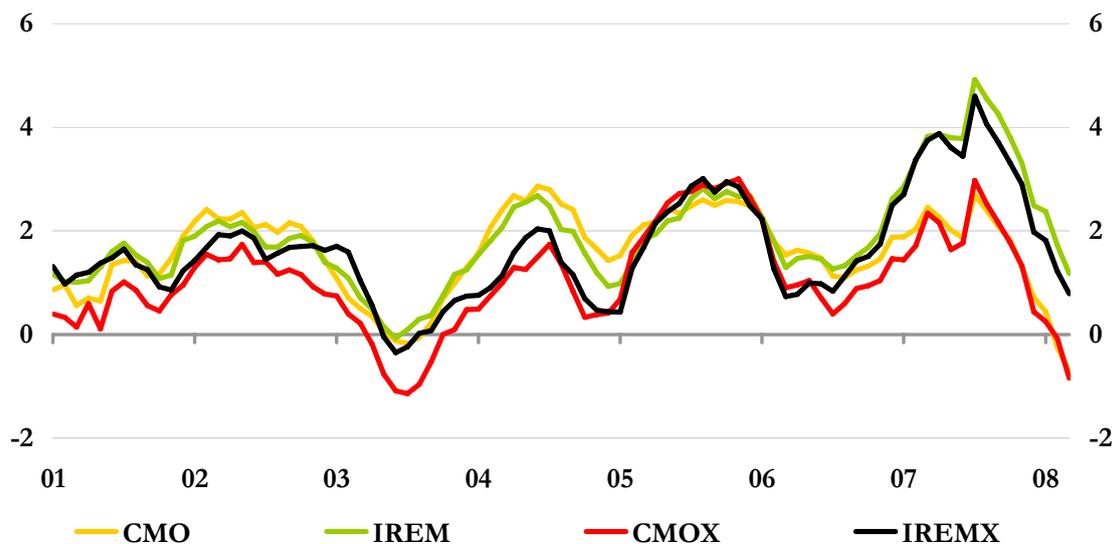


(1) Corresponde a la inflación promedio esperada a partir del quinto año para los siguientes 5 años.

(2) Se considera como meta de inflación 2%.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Figura 10. Crecimiento de los salarios y reajustes por inflación (*) (variación anual, porcentaje)



(*) Para detalles sobre su construcción, ver IPoM enero 2008, Recuadro V.1.

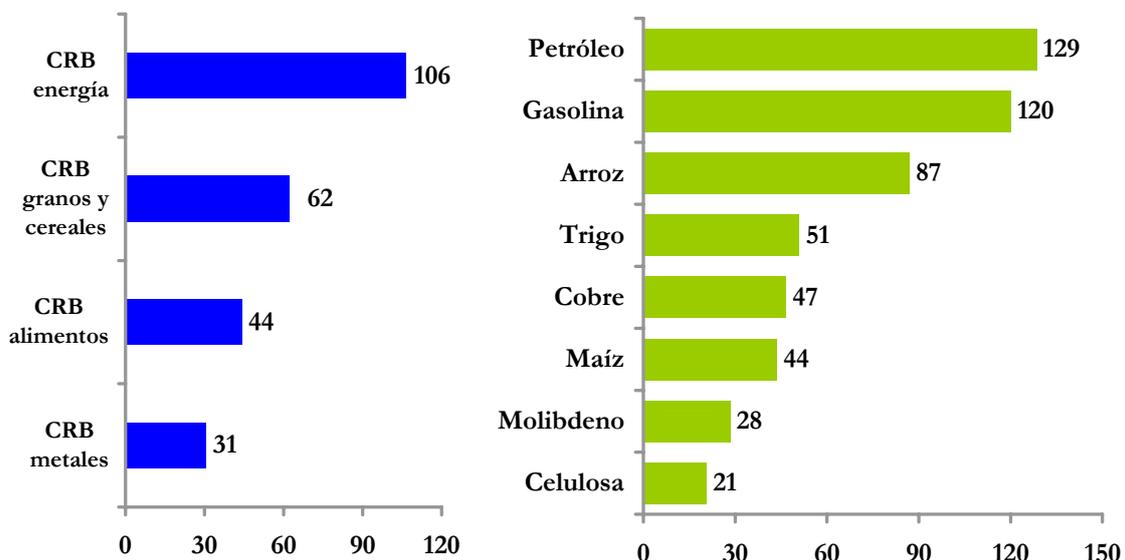
Fuente: Banco Central de Chile.

Figura 11. Precio del petróleo WTI
(US\$ por barril)



Fuente: Bloomberg.

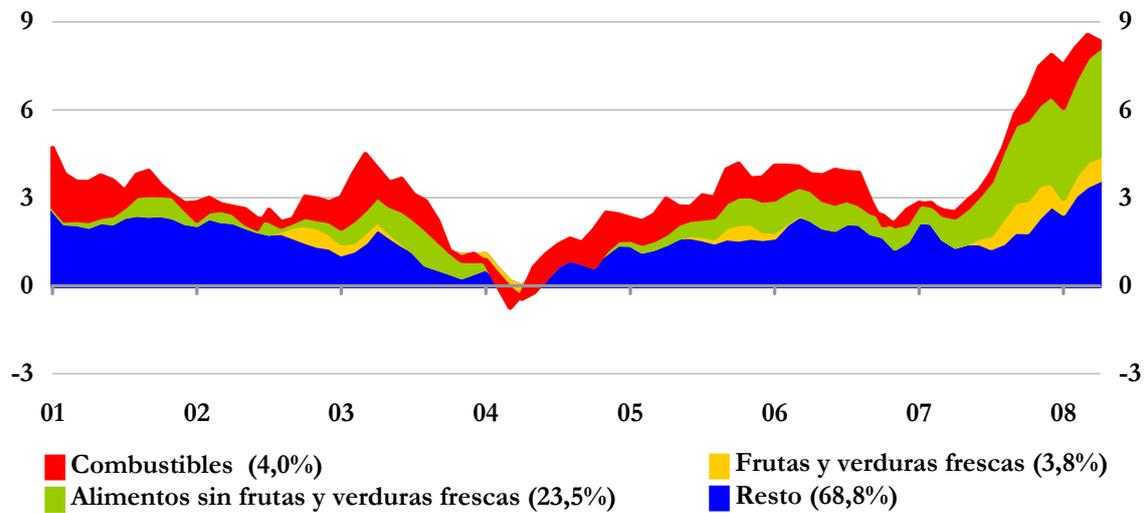
Figura 12. Variaciones en precios de productos básicos (*)
(comparación mayo 2008 respecto enero 2007, porcentaje)



(*) Promedio de los tres últimos días hábiles al 29 de mayo de 2008 respecto de los tres últimos días hábiles al 31 de enero de 2007.

Fuentes: Bloomberg y Commodity Research Bureau.

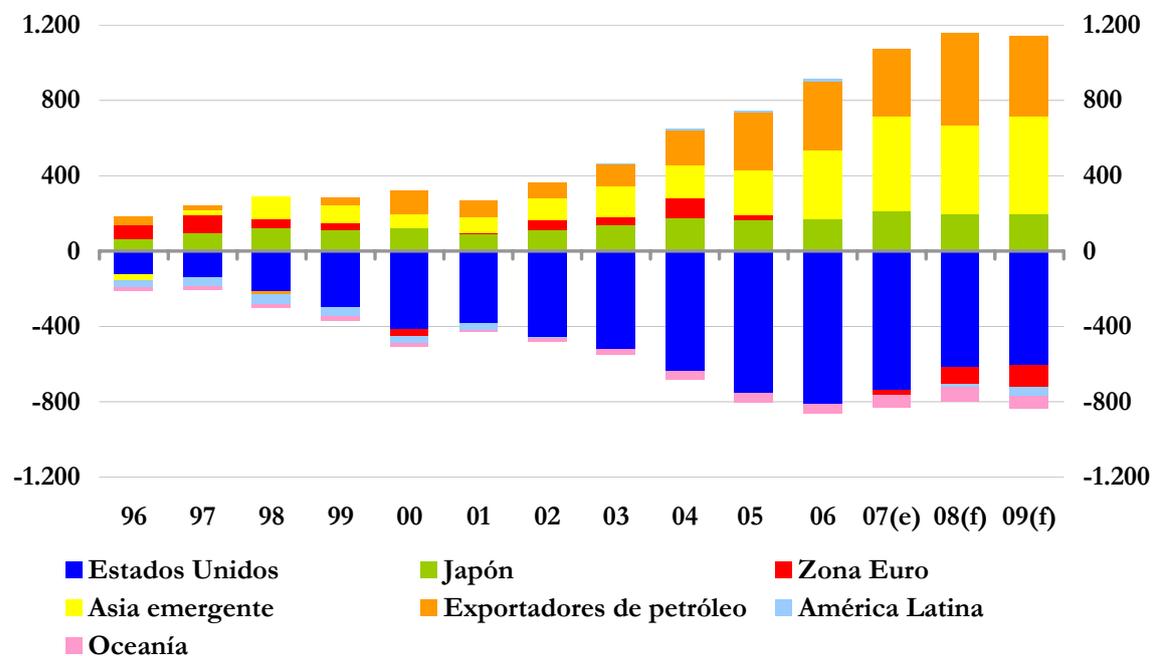
Figura 13. Incidencias en la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)



(*) Entre paréntesis ponderación en el IPC.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

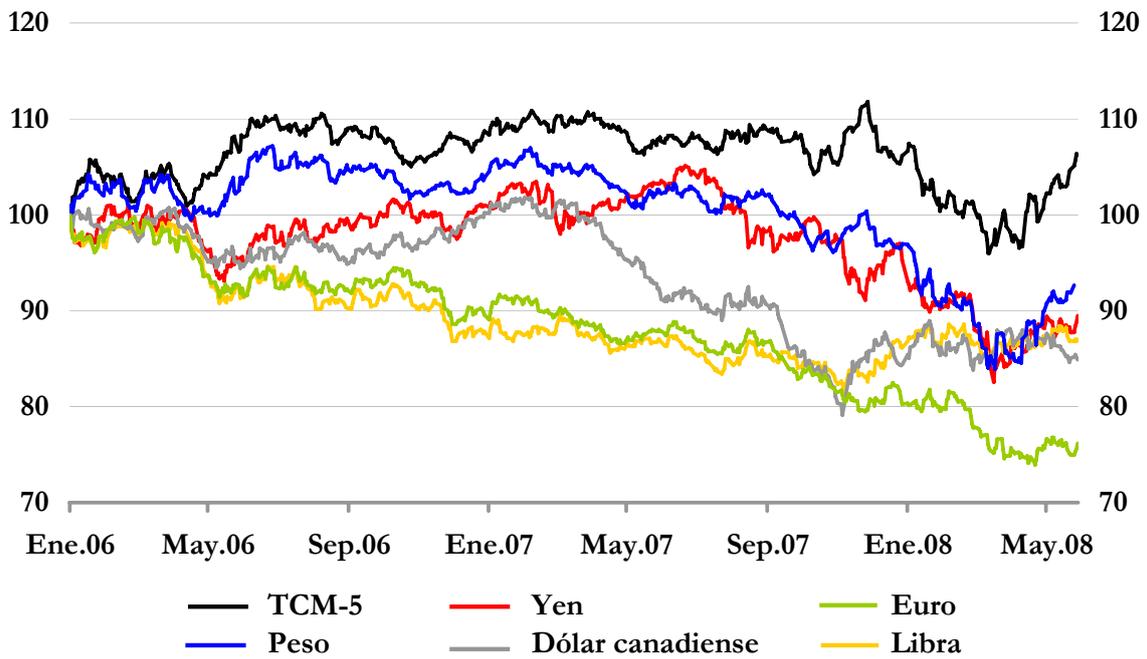
Figura 14. Desbalances globales
(saldos en cuenta corriente, miles de millones de US\$)



(e) Estimación. (f) Proyección.

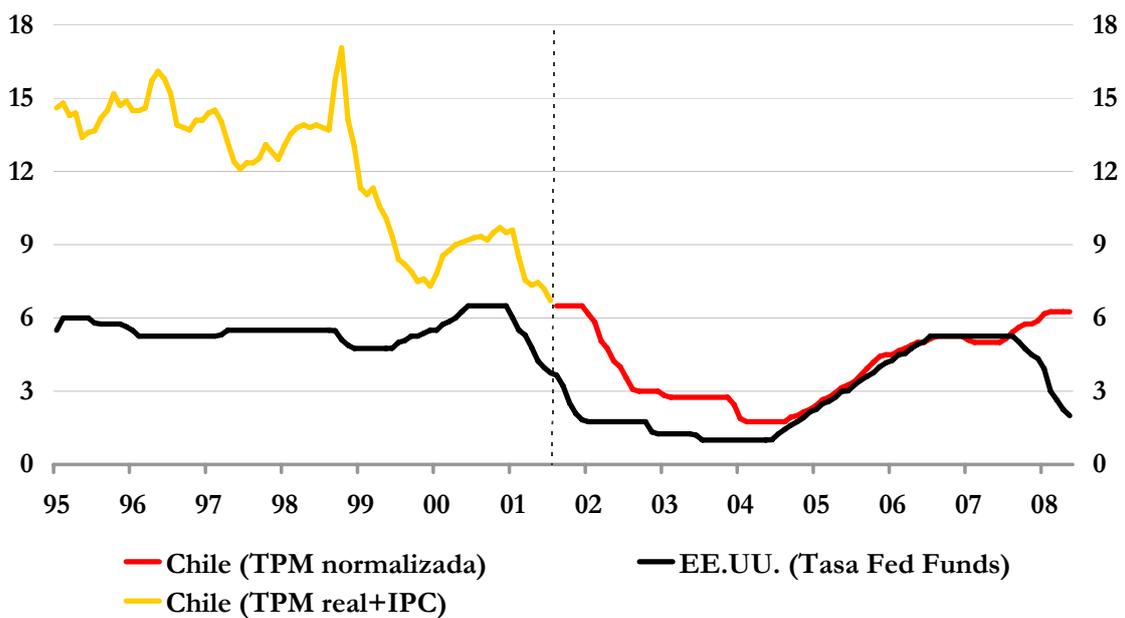
Fuente: WEO Abril 2008, Fondo Monetario Internacional.

Figura 15. Paridades internacionales respecto del dólar (*)
(índice, 2 de enero 2006=100)



(*) Monedas que componen el TCM-5.
Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.

Figura 16. Tasas de política monetaria Chile - EE.UU.
(promedio mensual, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.