

## Dinero, Inflación y Política Monetaria

Rodrigo Valdés  
Gerente División de Estudios  
Banco Central de Chile

El marcado aumento que ha mostrado el agregado monetario M1A durante el último año ha sido un argumento recurrente de algunos analistas y académicos para pronosticar que la inflación se acelerará más allá de los objetivos del Banco Central y, por lo tanto, recomendar, ya por algún tiempo, que éste reduzca el grado de estímulo implícito en la política monetaria.

Esta recomendación no se basa en ideas ligeras. La teoría económica demuestra, teórica y empíricamente, y sin lugar a dudas, que la inflación es un fenómeno monetario —sin crecimiento del dinero no puede existir inflación persistente— y que la política monetaria no tiene efectos sobre las variables reales en el largo plazo, más allá de la contribución al crecimiento económico que provee la estabilidad. Estas dos premisas son el punto de partida de la conducción de cualquier banco central moderno, incluido el de Chile. ¿Por qué, entonces, pareciera que el BCCCh ha seguido una política más expansiva, desoyendo la recomendación mencionada?

La realidad es que la conducción de la política monetaria es un asunto más complejo que lo que estas dos premisas sugieren ya que, al menos en el corto plazo, la relación entre dinero e inflación es menos informativa que lo que uno quisiera. Aunque la inflación a la larga sea siempre un fenómeno monetario, a veces la cantidad de dinero puede cambiar por algún tiempo sin generar el correspondiente cambio en el nivel de precios. Técnicamente, la demanda por dinero puede sufrir *shocks* y no es posible saber oportunamente y con certeza si esto ha ocurrido.

Es por esta inestabilidad que prácticamente todos los bancos centrales del mundo abandonaron la idea de usar un objetivo monetario para conducir la política monetaria. Intentar que el dinero creciera a una determinada tasa en presencia de estos *shocks*, por un lado, introducía volatilidad indeseada en las tasas de interés, provocando movimientos en los niveles de actividad y, por otro, hacía difícil estabilizar la inflación. Hasta el mismo Milton Friedman, en un reportaje reciente del *Financial Times*, indicó que “el uso de los agregados monetarios como objetivo no ha sido un éxito”.

Desechados, al menos por el momento, los agregados monetarios como la guía principal de la política monetaria, una forma de organizar su conducción es aplicar el esquema de metas de inflación, sistema que se utiliza actualmente en Chile y que gana cada vez más adeptos. En este marco, la autoridad anuncia un nivel objetivo para la inflación (la meta) y utiliza su instrumental (la tasa de interés) para orientarla hacia ese nivel. En particular, en Chile se procura evitar desviaciones persistentes de la inflación de la meta de 3%, lo que en concreto significa mantenerla en un rango de 2 a 4%.

Como la política monetaria influye sobre las variables de la economía con rezagos —es justamente en el futuro cuando un cambio de la política monetaria tendrá efectos—, en el

marco de metas de inflación cobran especial importancia las proyecciones de inflación. En estas proyecciones se conjugan distintos modelos y juicios, de manera de evaluar si la orientación de la política monetaria es coherente con el cumplimiento del objetivo de inflación. Si la inflación esperada se aleja de manera persistente de 3% en el horizonte de uno a dos años, se ajustará la tasa de política.

En este marco, el dinero tiene un rol relevante en el análisis, aunque diferente del rol central que tiene en un marco de objetivos monetarios cuantitativos. En efecto, el análisis de proyecciones toma en cuenta todos los antecedentes disponibles que se consideren de utilidad —es por construcción inclusivo— por lo que las implicancias del dinero para la política monetaria dependen crucialmente de su aporte como señal de la inflación futura en el horizonte de política. En este sentido, aunque existe una agenda permanente de investigación, hasta ahora el dinero no ha mostrado una capacidad predictiva de inflación en el plazo pertinente b suficientemente robusta como para ser un elemento decisivo en las decisiones de política monetaria.

En parte, lo anterior obedece a los problemas de inestabilidad de la demanda por dinero descritos anteriormente. Pero también se debe a que la evolución del dinero refleja la propia orientación de la política monetaria. En este sentido, dado el marcado sesgo expansivo que ha tenido la política monetaria en el período reciente, no es sorprendente que los agregados monetarios también sugieran que el impulso monetario es importante. A esto se suma el hecho de que la sensibilidad de la demanda por dinero respecto del nivel de las tasas de interés parece aumentar cuando éstas son más reducidas. Una política expansiva es precisamente la intención del Banco Central y su justificación es, como se ha explicado, mantener la inflación en torno a 3% en el horizonte de política. Probablemente, de no haber tenido la política monetaria este sesgo durante el 2002, la inflación subyacente habría estado muy por debajo del 1,7% anual que mostró en enero pasado.

Como lo indicara el último *Informe de Política Monetaria*, el marcado impulso expansivo que mantiene la política monetaria es adecuado para las circunstancias por las que ha transitado la economía. Además, de darse el escenario más probable, es previsible que este impulso se reduzca en los próximos trimestres. Una pregunta clave es si es conveniente que esto ocurra más o menos temprano. Lamentablemente, por las razones expuestas, la trayectoria del dinero es insuficiente para contestar esta pregunta. Se necesitan elementos adicionales que, en el marco actual de política, se resumen en las proyecciones de inflación. Sería más sencillo que la evolución del dinero señalara un curso de acción con claridad, pero la evidencia empírica reunida por años y en distintos países es insuficiente para lograr este propósito.

Con todo, más allá de la estabilidad de la demanda por dinero, la estabilidad de precios depende crucialmente de la convicción de parte de la sociedad y del Banco Central de que el control de la inflación es la contribución más importante que la política monetaria puede hacer al desarrollo, así como del compromiso del Banco Central de Chile de modificar la orientación de la política monetaria si percibe que hay riesgos de que la inflación se desvíe de manera persistente de la meta de 3%. Los agentes de mercado así lo entienden: las expectativas de inflación de mediano plazo se encuentran hace ya bastante tiempo en 3%.