

**Columna del gerente de la División de Estudios del Banco Central de Chile, Pablo García S., publicada en el Diario La Tercera el domingo 30 de marzo de 2008.**

### **Anclaje, expectativas y compensaciones inflacionarias Pablo García S.**

La potencia estabilizadora de la política monetaria bajo metas de inflación descansa en que se espere que la inflación de largo plazo esté alineada en torno a la meta definida por el Banco Central. De no ser así, la estructura de tasas de interés se altera y se complica la transmisión de la tasa de política monetaria (TPM) a la inflación. A estos costos, se agrega que el proceso de reconstrucción de credibilidad por parte del Banco Central puede traer consecuencias negativas en la economía como un todo.

Es por lo anterior que el Banco Central monitorea una batería de indicadores para medir las expectativas de inflación: encuestas a analistas, productores y consumidores, así como seguros de inflación y compensaciones inflacionarias en los mercados financieros. Estas compensaciones inflacionarias (CI) se calculan como la diferencia entre las tasas de interés nominales (en pesos) y las tasas de interés reajustables (en UF) en instrumentos financieros (bonos o contratos *swap*). Debido a sus vaivenes, la interpretación de los movimientos de estas CI debe hacerse con cuidado.

Desde el primer semestre del año 2007 a la fecha, las CI a distintos plazos han aumentado de manera significativa: entre un punto porcentual (a plazos más largos) y dos puntos porcentuales (a plazos más cortos). Por ejemplo, la CI que refleja la variación implícita de la UF en contratos *swap* en un futuro de entre 5 y 10 años (que se conoce técnicamente como CI 5 en 5) se ubicaba en los primeros meses del año pasado en torno a 3%. Durante el mes en curso, esta medida ha llegado en promedio a 3,91%. Aunque las medidas de CI a plazos más cortos (como la CI 1 en 1, que mide la variación implícita a futuro de la UF en entre los meses 12 y 24, y la CI 3 en 2 que mide la variación implícita a futuro de la UF entre 2 y 5 años) se han empinado de manera también importante. Pero es el desplazamiento de las CI a plazos muy largos lo que más intriga a los analistas.

Una interpretación mecánica de este cambio es que las expectativas de inflación en los mercados están por encima de nuestra meta de 3%, a plazos bastante alejados en el futuro y por un período largo de tiempo, lo que no ocurre, por ejemplo, con la inflación de mediano plazo que arroja la Encuesta de Expectativas que realiza mensualmente el Banco Central. Esta interpretación, sin embargo, es incompleta y puede llevar a errores de política, debido a que no se puede descartar que los aumentos en las compensaciones inflacionarias se deban, no a una mayor inflación promedio esperada, sino que a mayores grados de incertidumbre en la inflación que proyecta el mercado para los próximos meses. Que la incertidumbre o volatilidad y los cambios en el apetito por riesgo afecten las valoraciones de activos financieros no es ninguna novedad. La valoración de carteras a precios de mercado, junto con los límites a la exposición de riesgo de mercado en el sistema financiero, puede acotar la posibilidad de que los agentes arbitren CI a plazos largos, aunque confíen en que la inflación estará en torno a la meta a esos plazos.

Todo lo anterior puede haberse acentuado en los últimos meses, debido a la inusitada volatilidad internacional en precios de productos básicos que afectan a la inflación local.

Al mismo tiempo que las CI a diversos plazos han subido, ha aumentado la variabilidad de los errores de pronóstico mensuales de los analistas encuestados por la agencia Bloomberg (ver gráfico). Las ampliaciones y contracciones de estas CI se han dado sobre todo en fluctuaciones de las tasas en UF y no en la trayectoria esperada de mediano plazo de la tasa de política monetaria, lo que también sugiere la existencia de primas por riesgo.

La ampliación de las compensaciones inflacionarias se ha observado en varias economías desarrolladas. En la actualidad, las CI 5 en 5 se ubican en Estados Unidos entre 30 y 40 puntos base por sobre el 2%, mientras que en Australia e Inglaterra las CI 5 en 5 están entre 150 y 200 puntos base por encima de sus metas de inflación respectivas, sin que esto implique un desanclaje de expectativas. En Chile, la compensación 5 en 5 se ubica en torno a un punto porcentual por sobre la meta de 3%.

El que la interpretación más plausible del significativo incremento de las CI sea un aumento en la volatilidad no debe interpretarse con ligereza, pues la incertidumbre indudablemente trae consecuencias. Hay evidencia técnica que indica que estas primas serían mayores en períodos de sorpresas inflacionarias positivas. Sobre la base de este análisis es que el Banco Central sostiene que las expectativas siguen ancladas en un 3% y, por eso, la política monetaria ha seguido el curso mostrado en los últimos meses. Si se percibe que estas expectativas se desalinean en el largo plazo, el Banco Central actuará para reencauzarlas.

