

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

BANCO CENTRAL DE CHILE



El Banco Central y la Inflación

José De Gregorio R.

N.º 5 - Junio 2003

ECONOMIC POLICY PAPERS

CENTRAL BANK OF CHILE



BANCO CENTRAL DE CHILE

CENTRAL BANK OF CHILE

La Serie de Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile, divulga el pensamiento de las autoridades de la institución sobre la economía chilena y la conducción de la política monetaria. Esta Serie es una instancia de difusión y discusión de tópicos relevantes para los objetivos y el accionar del Banco Central, dirigida a un público más amplio que el de los especialistas.

The Series of Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile presents views and analyses of the Chilean economy and the conduct of monetary policy prepared by Bank authorities. This series, aimed at the general public, disseminates and discusses topics that are relevant to the goals and operations of the Central Bank.

Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile
Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile
ISSN 0717 - 7151

Huérfanos 1175, primer piso.
Teléfono: (56-2) 6702475; Fax: (56-2) 6702231

EL BANCO CENTRAL Y LA INFLACIÓN

José De Gregorio
Banco Central de Chile

El propósito de esta exposición es presentar el tema de perspectivas y movimientos inflacionarios desde el punto de vista de la banca central. Creo que es necesario justificar y poner en contexto la importancia que tiene para el país el que una institución como el Banco Central se preocupe primordialmente de controlar la estabilidad de los precios. Por ello intentaré justificar resumidamente por qué es importante mantener la inflación baja y controlada, cómo esto provee bases necesarias para el progreso del país, y cómo en la práctica se implementa la política monetaria para cumplir con el objetivo inflacionario. Posteriormente me referiré a algunos aspectos relevantes de la coyuntura en materia inflacionaria.

1. La importancia de mantener la inflación baja

Hace muchos años se pensó que existía un *trade off* permanente entre inflación y desempleo. Esto surgió en los años cincuenta con la observación de Arthur Phillips a los datos del Reino Unido, de donde concluyó que los períodos de alta inflación se caracterizaban por tener un bajo desempleo, y viceversa. Con esta evidencia se creyó que podríamos elegir un punto específico en esta relación negativa entre inflación y desempleo.

Los premios Nobel Paul Samuelson y Robert Solow replicaron dicho estudio para los EE.UU. un par de años después y obtuvieron el mismo tipo de relación. Esta evidencia se convirtió en eje central de la manera en que se pensó en macroeconomía en los sesenta. En efecto, la mala experiencia sufrida con la gran depresión experimentada 30 años antes llevó a muchos a sugerir que se podía aceptar algo de inflación para mantener el desempleo bajo. Así, por ejemplo, Samuelson y Solow (1960) proponían: “para lograr un objetivo no perfeccionista de PIB lo suficientemente elevado para tener no más de 3% de desempleo, el nivel de precios debería subir entre 4 y 5% por año. Esa cifra pareciera ser el costo necesario para lograr alto empleo y producción en los años inmediatamente venideros”.

La experiencia de alta inflación, *shock* petrolero y recesión de principios de los setenta¹, en conjunto con importantes desarrollos en la teoría macroeconómica –conocida como la revolución de las expectativas racionales– llevaron a descartar la hipótesis de una relación estable y negativa entre inflación y desempleo. Tanto el análisis conceptual como la evidencia

(1) Es útil destacar que la inflación de principios de los setenta se venía incubando con anterioridad al *shock* petrolero, y a pesar de que el *shock* tuvo un severo impacto inflacionario, la política monetaria tuvo una importante responsabilidad en los problemas inflacionarios de la década.

empírica indicaban que la relación empírica dada por la curva de Phillips sólo había sido válida durante un período particular de tiempo y que, en general, era una relación inestable, incapaz de proveer una buena guía para la política macro.

En la actualidad, uno de los puntos de mayor acuerdo en macroeconomía es que, en el largo plazo, no existe una relación positiva entre inflación y actividad. La tasa de desempleo, así como la utilización de la capacidad de largo plazo, son independientes de la tasa de inflación, por lo que la curva de Phillips de largo plazo sería vertical.

Incluso más, la evidencia acumulada en los últimos diez años, y mi propia investigación por varios años, llevan a sugerir con bastante solidez que si existe una relación de largo plazo entre crecimiento e inflación, ésta es negativa². En otras palabras, las economías con alta inflación crecen, a causa de este problema, menos que aquellas que tienen baja inflación. Entonces, podríamos plantear que en el largo plazo la relación de Phillips, aunque ahora entre inflación y producto potencial, se revertiría.

Veamos el caso de Chile. Entre 1961 y 1985 el PIB creció a un promedio de 2,5% por año. En igual período, la inflación anual promedio fue de 85,2%. En cambio, entre 1986 y el 2002 la economía chilena creció a un promedio de 6%, mientras la inflación promedio anual fue de 11,2%. Usando los resultados obtenidos en estudios empíricos sobre inflación y crecimiento se puede concluir que, de los 3,5 puntos porcentuales que aumentó el crecimiento entre ambos períodos, 1,2 se debieron a la menor inflación. En consecuencia, casi un tercio de la aceleración del crecimiento fue gracias a la estabilidad macroeconómica. Esto fue el resultado de un conjunto importante de cambios institucionales y macroeconómicos que han permitido reducir la inflación a niveles no conocidos en nuestra historia moderna. La reducción de la inflación en Chile, un proceso exitoso que la llevó desde niveles cercanos al 30% a estándares de países desarrollados, fue producto de un vasto conjunto de condiciones tanto externas como de política interna. Haber alcanzado una inflación baja y mantenerla hacia el futuro contribuyen a aumentar nuestro ritmo de crecimiento y el bienestar de la sociedad. Es obvio que esto no es todo lo que se debe hacer para crecer más rápido, pero es un ingrediente insustituible.

Aparte de la cuantificación de sus costos, es importante discutir de dónde provienen dichos costos y por qué la inflación deteriora la capacidad de crecimiento. La teoría más tradicional para dar cuenta de estas pérdidas se basa simplemente en la idea de que el dinero (real) es un insumo para la actividad económica. En tal condición facilita las operaciones comerciales y minimiza los costos de transacción. En la medida que haya inflación, el público ahorrará en el uso de este insumo y, por lo tanto, habrá pérdida de bienestar.

(2) Para una discusión más detallada sobre la relación entre crecimiento e inflación, ver De Gregorio (1996), y para mayor discusión sobre los determinantes y costos de bienestar de la inflación, ver De Gregorio (1999).

No obstante, la distorsión más importante de la inflación es la introducción de incertidumbre y distorsiones en el proceso de inversión. En términos concretos, se ha estimado que aun en países industrializados con inflación baja y estable, el premio por riesgo inflacionario en la tasa de papeles largos es aproximadamente un punto porcentual, lo que representa directamente mayores costos financieros y menor inversión. A mayor inflación, más riesgos se asocian a ésta, aumentando, por tanto, el monto del premio exigido por los agentes.

También, y como ya fue destacado desde los tiempos de Keynes, la inflación puede tener efectos perniciosos en la asignación de recursos, por la volatilidad que genera en los precios relativos de bienes y activos. Para el público, en especial al nivel de las empresas, pasa a ser más importante destinar esfuerzos a protegerse de la inestabilidad generada por la inflación y arbitrar las consecuencias que tiene la incertidumbre sobre el precio de los activos, que dedicarse a realizar actividades productivas e innovadoras. Existen decenas de historias de cómo, incluso en países con inflación moderada, se generan importantes distorsiones en la asignación de recursos y, por lo tanto, sobre la capacidad de crecimiento de la economía.

Por otra parte, la inflación y su variabilidad afectan el funcionamiento de los mercados financieros, esenciales para asignar el crédito en forma eficiente y contribuir así a la acumulación de capital y al progreso técnico. En un ambiente macroeconómico inestable se hace más difícil distinguir entre diversos proyectos, entre otras cosas porque el mercado también se orienta más a proteger a las empresas de la inflación. Al mismo tiempo, al aumentar la correlación en la probabilidad de cesación de pagos de las empresas, aumenta la fragilidad global del sistema.

Asimismo, la evidencia y el sentido común dan cuenta de los efectos regresivos del impuesto inflación. La gente de menores recursos, que mantiene una mayor proporción de su riqueza en forma de dinero, es la que tiene menos protección por la vía de la indexación u otra forma de compensación, de la erosión que el aumento de precios genera sobre sus ingresos laborales.

En todo caso, aun habiendo alguna evidencia sobre los costos en términos de crecimiento incluso para inflaciones bajas, hay un amplio apoyo a la idea de que tener como objetivo una inflación cero no es aconsejable. ¿Qué explica ello? Entre otras razones, una tasa de inflación cero hace que el límite para la tasa de interés real sea también cero, siendo que en algunas ocasiones puede ser aconsejable tener una tasa de interés real negativa para estimular la demanda. De otra forma, se corre el riesgo de terminar, como en el caso de Japón, con una combinación de deflación y recesión de la cual es difícil salir.

Independientemente de la evaluación que se haga de la última fase de la desinflación chilena en 1998-99, el resultado final es que tanto la inflación como la conducción de la política monetaria en Chile están hoy a niveles considerados dentro de las mejores prácticas internacionales, por lo que su preservación y perfeccionamiento son un activo para el desarrollo del país.

El daño que causa la inflación al crecimiento y a la capacidad de una economía de crear puestos de trabajo, justifica de manera definitiva la importancia de mantener la inflación baja. No es sorpresa, por lo tanto, que en países donde la inflación sale de sus rangos tradicionales, ésta comienza a ser un elemento muy importante de descontento y de interés electoral³.

La mantención de la inflación baja y el esfuerzo de las sociedades democráticas por buscar instituciones que las aislen de los riesgos de la inflación no son un prejuicio ideológico ni una trampa tecnocrática, sino que una prioridad confirmada por muchos años de riguroso estudio e investigación en economía, así como en la experiencia práctica y muchas veces traumática de alta inflación en América Latina y otras regiones del mundo.

2. Determinación de la inflación en el largo plazo

Para entender cómo erradicar la inflación, lo primero que hay que preguntarse es por qué tantos países sufren de problemas inflacionarios. La inflación, en el largo plazo y tal como lo popularizó Friedman hace ya mucho tiempo, es un fenómeno monetario⁴. En la medida en que el crecimiento del dinero se acelera, el precio del dinero relativo a los bienes cae; es decir, se produce inflación. En este caso, el gasto (nominal) crece más rápido que la producción, lo que presiona el nivel general de precios al alza.

Sin embargo, esta no es una proposición muy atractiva para entender los fenómenos inflacionarios en la actualidad, ya que la pregunta relevante es por qué las autoridades terminan implementando una política monetaria laxa.

La historia de América Latina apunta siempre al desequilibrio fiscal como el primero de todos los culpables. En la medida que los sistemas fiscales de la región han sido tradicionalmente incapaces de recaudar por la vía de impuestos regulares, la inflación se ha elevado para cerrar la brecha. La inflación es un impuesto. Quien emite puede realizar pagos con dicho dinero por bienes y servicios, lo que constituye un ingreso. Estos ingresos tienen su contrapartida en la pérdida de valor que experimenta el dinero que mantiene el público⁵. En general, mientras mayor es la tasa de inflación, mayor es la recaudación de este impuesto. Por lo tanto, para eliminar la inflación lo primero que se debe hacer es aplicar rigurosidad en las finanzas públicas.

(3) De hecho, Keynes en 1919, escribiendo sobre inflación, dice que “se le atribuye a Lenin haber declarado que para destruir el sistema capitalista había que corromper su moneda. Por medio de un continuo proceso de inflación, los gobiernos pueden confiscar, secretamente, parte importante de la riqueza de los ciudadanos”. Reproducido en Keynes (1939).

(4) Esta idea ya había sido expuesta antes por muchos economistas. Irving Fisher (1933) dice: “el nivel de precios casi invariablemente cambia con factores monetarios...En una frase, oferta y demanda determinan el precio de cada bien relativo al nivel de precios, pero el dinero determina el nivel de precios”.

(5) Lo que ocurre es que cuando la autoridad emite dinero y el público lo absorbe, este último está dispuesto a entregar bienes y servicios a cambio de tener esta mayor cantidad de dinero.

Otra causa importante de la inflación surge de los arreglos institucionales existentes en la economía. Las autoridades pueden tener la tentación de generar sorpresas inflacionarias para crear expansiones transitorias del producto o para reducir los pagos por concepto de deuda pública. El público, al estar consciente de esta tentación de las autoridades, fija sus precios y salarios con un nivel de inflación suficientemente elevado para que estas sorpresas inflacionarias no se concreten.

Por último, y aunque no haya demandas fiscales ni debilidades institucionales, la inflación puede ser el resultado de la forma en que se llevan a cabo las políticas económicas. Es posible que las políticas generen inercia en *shocks* inflacionarios y, por lo tanto, sean incapaces de “anclar” la inflación en el mediano plazo. Por ejemplo, en una economía plenamente indexada, donde la autoridad ajusta todos sus objetivos sobre la base de la inflación pasada, como el tipo de cambio y los salarios públicos, y lo mismo termina haciendo el público en general, puede perpetuar un aumento de los precios. Por ejemplo, un *shock* transitorio al precio del petróleo podría generar períodos de desviaciones prolongadas de la inflación desde su objetivo de mediano plazo. Asimismo, políticas indexadas que pueden ser saludables para manejar la economía en situaciones de alta inflación –como fue la historia económica chilena– pueden terminar aumentando significativamente los costos en que se debe incurrir para reducirla, generando lo que podríamos llamar “complacencia inflacionaria”.

Veamos cómo está Chile en el ámbito de los determinantes fundamentales de la inflación de largo plazo. En primer lugar, tenemos un Banco Central independiente con un mandato explícito de velar por la estabilidad de precios. Asimismo, y de acuerdo con la ley orgánica constitucional del Banco Central, éste no puede financiar al Fisco, lo que elimina al impuesto inflación como fuente de financiamiento. Además, tenemos una política fiscal responsable y centralizada. Se genera así credibilidad institucional, en cuanto a que el Banco Central no podrá usar sorpresas inflacionarias para objetivos ajenos a su mandato constitucional, cual es, el de mantener la inflación baja.

Lo anterior no es suficiente si no existe una política macroeconómica coherente con mantener la inflación baja. En la actualidad, tenemos una política monetaria basada en metas de inflación y tipo de cambio flexible, que es la forma en la que la mayoría de los países con estabilidad macroeconómica están implementando su política monetaria, y que ha demostrado ser la más adecuada para las actuales circunstancias.

El esquema de política de los años noventa, que sirvió para reducir la inflación en un ambiente de estabilidad, no sería apropiado hoy día. De hecho, podríamos calificar la desinflación chilena de los noventa como de responsabilidad macroeconómica con excepcionales condiciones reales, en buena parte, por supuesto, estimuladas también por las políticas económicas.

La política cambiaria estaba indexada y era mantenida dentro de una banda. Los salarios estaban altamente indexados, en particular el mínimo y el del sector público. A lo anterior, hay

que sumar que la política monetaria en el corto plazo se hacía con la UF, una unidad de cuenta también indexada. Todo lo anterior era el resultado de nuestra historia inflacionaria y permitía a la economía funcionar medianamente bien en períodos de inflación de dos dígitos. Es decir, ante la histórica incapacidad de reducir la inflación, la economía y las políticas económicas se adaptaron a vivir con inflación. Por un lado parece razonable, pero por otro imponía una extraordinaria rigidez para la reducción de la inflación.

Ciertamente, y sin mayores antecedentes, un analista externo se podría preguntar cómo lo hicimos para reducir tan exitosamente y con tan pocos costos la tasa de inflación. Hasta 1998 se puede decir que la desinflación chilena fue gratis, es decir, no hubo costos en términos de sufrir transitoriamente de menor producción, lo que no ha ocurrido en ninguna otra parte del mundo. La respuesta es sencilla: ese fue el período de mayor éxito económico en la historia económica chilena.

La tasa de crecimiento de la economía entre 1990 y 1998 fue de 8% anual, la que fue acompañada con una caída sistemática de la inflación desde 27,3% a 4,7%⁶. La indexación como fenómeno propagador de la inflación fue irrelevante. Los salarios crecieron saludablemente a una tasa muy superior a la inflación pasada, basados en un acelerado crecimiento de la productividad laboral. Efectivamente, el crecimiento de la productividad fue siempre superior al aumento de los precios del año anterior. El tipo de cambio, a pesar de las rigideces impuestas por una banda indexada, la que oportunamente se revisaba, se apreció en términos reales de manera importante, y el grueso de esta apreciación respondió a factores fundamentales y no fue generada para reducir la inflación artificialmente como ocurrió en otros períodos de nuestra historia económica.

A lo anterior debemos sumar la consolidación de un Banco Central autónomo cuyo objetivo era la reducción de la inflación, y una autoridad fiscal también comprometida con dicho proceso. En definitiva, el sólido escenario de crecimiento económico, unido a un esquema institucional que daba credibilidad a los avances en materia de estabilidad, fueron las causas de la desinflación en Chile, más exitosa de lo que muchos hubiéramos pensado a principios de los noventa.

3. Determinación de la inflación en el corto plazo

Ya he descrito brevemente qué determina la inflación en el largo plazo. La pregunta ahora es qué la hace fluctuar respecto de su valor de largo plazo, y cuál debe ser la respuesta de las autoridades para mantenerla acotada y no correr el riesgo de que se desvíe mucho de su objetivo, con el consiguiente costo posterior de ajustarla a la meta.

(6) Se consideran los dos extremos entre los cuales la inflación año tras año se fue reduciendo y el PIB siempre tuvo un crecimiento positivo.

En el corto plazo, la inflación se desvía de su valor de largo plazo por movimientos en la oferta y demanda agregada. Cuando hay un *shock* positivo (negativo) sobre la demanda agregada, que desvía el producto por sobre su potencial –por ejemplo debido a una política monetaria o fiscal expansiva, o a una depreciación del tipo de cambio, o a un mejoramiento en las percepciones del sector privado que lo lleva a consumir o invertir más– se produce un aumento (disminución) del producto y de la inflación⁷. En este caso, la receta para controlar la inflación es producir un movimiento compensatorio de política monetaria. Si el *shock* de demanda es positivo, las consecuencias inflacionarias se combaten con una política monetaria restrictiva. Esta política sirve además para estabilizar el producto en torno a su nivel de largo plazo.

En el esquema chileno de política macro, el instrumento de política monetaria es la tasa de interés, la que tiene efectos sobre la demanda agregada. Un aumento de la tasa de interés, cuyo propósito es reducir la demanda agregada, disminuye los incentivos para la inversión y el consumo. Asimismo, las tasas de interés tienen efectos sobre el precio de los activos y el tipo de cambio, así como en las condiciones de crédito, todos los cuales inducen a un aumento en la demanda cuando la política monetaria se relaja.

El mecanismo para que la inflación crezca cuando aumenta la demanda es que las presiones de demanda generan presiones que hacen subir los precios en los mercados de bienes, agrandando los márgenes de comercialización, y provocando presiones salariales en el mercado del trabajo, en la medida en que para satisfacer la mayor producción es necesario contratar más mano de obra.

Sin embargo, también hay *shocks* de oferta, como son los cambios en los precios de los insumos (petróleo, tipo de cambio y otros), en los salarios, o en la productividad. Cuando hay un *shock* negativo de oferta, el producto se reduce y la inflación aumenta. En este caso, la respuesta de la política monetaria debe ser menos agresiva que en el caso de *shocks* de demanda, ya que la reducción del producto por sí misma tendrá como efecto reducir la inflación. No obstante, la política monetaria deberá seguir observando las consecuencias finales de los *shocks* de oferta sobre las perspectivas inflacionarias para orientar los movimientos de tasas de interés, lo que dependerá de sus efectos directos sobre los costos y el traspaso de estos a precios, así como de lo que ocurra con la brecha del producto.

En efecto, la brecha del producto, esto es la diferencia entre el producto efectivo y el potencial o de pleno empleo, es uno de los determinantes más importantes de la inflación en el corto plazo, por cuanto una situación de poca demanda y actividad en el sector real no pone presiones sobre salarios ni sobre los márgenes que induzcan alzas de precios. Eso explica por qué durante el año 2002 la inflación se mantuvo dentro del rango objetivo, a pesar de severos *shocks* de oferta, y al mismo tiempo con una política monetaria que fue crecientemente expansiva

(7) Técnicamente, la demanda agregada se desplaza sobre la oferta agregada, la que es una relación positiva (negativa) entre inflación y producto (desempleo), y que corresponde a la curva de Phillips de corto plazo. Esta se mueve por *shocks* de oferta o cambios de expectativas, y en el largo plazo es vertical.

para abrir paso a un mayor incremento de la demanda agregada (o gasto). Es por ello también, que si el crecimiento de la economía chilena se acelera y se observan presiones inflacionarias para los próximos 24 meses, la política monetaria deberá estar atenta para cambiar su signo expansivo.

El esquema de política es uno de metas de inflación. El objetivo es que en un período de 24 meses la inflación converja hacia el centro del rango meta (2-4%). La razón para tener un horizonte de política de 24 meses es hacer coherente el objetivo con los rezagos que la política monetaria tiene para dejar hacer sentir sus efectos sobre la actividad y la inflación.

El esquema de metas de inflación tiene otros requerimientos para su buen funcionamiento. A diferencia de otros esquemas donde, por ejemplo, se fija el tipo de cambio, o algún agregado monetario específico, ambos fáciles de observar, y tomando en cuenta los rezagos con que actúa la política monetaria, la comunicación entre el Banco Central y el público es fundamental. Esto requiere un alto grado de transparencia para comunicar la visión que se tiene sobre la marcha de la economía, en particular las perspectivas inflacionarias y los fundamentos de las decisiones de política monetaria. Esto fortalece la credibilidad de la política monetaria y el grado de compromiso del Banco Central con sus objetivos.

¿Mediante qué instrumentos el Banco Central de Chile es transparente respecto a sus políticas? La transparencia se manifiesta en la presentación del Informe de Política Monetaria al Senado y al mercado tres veces al año; en la realización de reuniones de política monetaria mensuales donde se decide la tasa de interés rectora, con un calendario fijado con seis meses de anticipación; en la emisión de comunicados donde se justifica la decisión adoptada y se da el resultado de la votación el mismo día de la reunión; y, con 45 días de rezago, en la publicación del resumen de la discusión de la reunión, dando cuenta de la evolución de la coyuntura y las razones para las diversas opciones de política monetaria. Esto se hace en la mayoría de los países que han adoptado metas de inflación y es una recomendación importante para asegurar la efectividad de la política monetaria. No obstante, Chile se sitúa entre los países más transparentes en el mundo.

Por último, siguiendo la regla de un instrumento (tasa de interés) para un objetivo (inflación), un elemento importante dentro de este esquema es la existencia de un tipo de cambio flexible, cuyos cambios requerirán acciones de política monetaria sólo en la medida que afecten al objetivo inflacionario de mediano plazo. Sin embargo, y considerando que existen períodos de turbulencia en los cuales los mercados financieros se desanclan, la política de tipo de cambio flexible admite períodos excepcionales de intervención como los dos que han ocurrido en Chile desde que se implementó el tipo de cambio flexible a fines de 1999. Aunque por razones de espacio no corresponde extenderse sobre el tema de sistemas cambiarios, en Chile hay razones muy fuertes para demostrar que el actual esquema cambiario es, por lejos, el más adecuado para nuestra realidad y el más coherente con nuestro esquema de política macro.

4. Perspectivas inflacionarias en la actualidad

Una vez revisados los antecedentes necesarios para entender –de manera resumida– el objetivo, funcionamiento y marco conceptual de la política monetaria, comentaré algunos aspectos relevantes de la coyuntura inflacionaria.

En primer lugar, se debe destacar que desde la nominalización de la política monetaria en agosto del año 2001, la política monetaria ha sido fuertemente expansiva, con una reducción de la tasa de interés de política desde 6,5% al actual 2,75%. Para nuestra historia, esta política contracíclica es inédita, y ha sido posible gracias a la consolidación de una baja inflación y a la credibilidad del objetivo inflacionario. El lento crecimiento de la actividad y el gasto, unido a una política fiscal responsable, han reducido las presiones inflacionarias y han abierto espacios para que la política monetaria estimule el crecimiento de la demanda. De no haber realizado esta relajación de la política monetaria, la economía habría crecido menos y la inflación se habría desviado por debajo del rango meta.

Otro aspecto que es necesario discutir es por qué el dinero crece tanto y no hay inflación, si la inflación es un fenómeno monetario. Desde diciembre del año 2000 hasta hoy día el dinero ha crecido 45%, mientras que el aumento del IPC en igual período ha sido sólo 7,7%. Sin embargo, es posible explicar este comportamiento sin que esto implique una amenaza a la meta de inflación. A este respecto, y en aras de la brevedad, hay al menos tres aspectos que explican por qué el aumento del dinero no es un peligro para la inflación en la coyuntura actual⁸.

En primer lugar, fenómenos de expansión monetaria acelerada, superando por varias veces la tasa de inflación, no son inusuales en economías de inflaciones bajas. Existe un conjunto de episodios en los países de la OECD donde las tasas de crecimiento de los agregados monetarios fueron muy elevadas, mucho mayores que las que evidenciamos hoy en Chile, sin que ello haya significado inestabilidad.

Segundo, aun cuando no existe una demanda por dinero estable que permita guiar la política monetaria sobre la base del crecimiento de los agregados monetarios, la evolución reciente es compatible con la evolución de la demanda, en un contexto donde la tasa de interés se ha reducido sustancialmente y la inflación permanece en torno a su objetivo central.

Tercero, controlar la tasa de interés sobre la base de metas de inflación es superior a guiar la política monetaria sobre la base de los agregados monetarios, en particular fijando una meta para el crecimiento del dinero. El dinero es altamente volátil, y los intentos por guiar la política monetaria basados en él pueden empeorar el desempeño macroeconómico. Que los agregados monetarios no tengan un rol activo en el diseño de políticas no significa ignorar que

(8) Para más detalles sobre este punto, ver De Gregorio (2003) y García y Valdés (2003).

en el largo plazo la inflación está asociada a fenómenos monetarios. Lo anterior explica por qué los agregados monetarios juegan un papel pasivo en la conducción de la política monetaria y proveen poca información para predecir la inflación.

Otro aspecto importante en la actual coyuntura es que el tipo de cambio se ha depreciado sustancialmente y tampoco ha habido un impacto inflacionario severo. De hecho, mientras el IPC aumentó un 7,7% acumulado desde diciembre del año 2000, el valor del dólar subió desde 574,6 pesos a 743,3 pesos en marzo del 2003, una depreciación de 29%.

Esto tampoco es algo que resulte inexplicable. En la medida en que la depreciación responde a fenómenos fundamentales, el aumento del tipo de cambio nominal debería transmitirse más a ganancias de competitividad que a aumentos de precios.

La evidencia también muestra casos de países con sistemas de flotación donde han ocurrido depreciaciones severas con escasa consecuencia inflacionaria. Así ocurrió en la crisis del sistema monetario europeo de 1992 y en muchos países durante la crisis asiática. Muchos de estos fenómenos se dan en períodos de ajuste de la economía donde la debilidad de la demanda agregada pone un freno adicional a las presiones inflacionarias. Asimismo, con los elevados grados de apertura de la economía chilena se ha observado un cambio en el origen de nuestros proveedores hacia países cuyas monedas se han abaratado. Así, los precios de las importaciones en dólares han estado cayendo. En el bienio 2001-2002 se ha acumulado una caída de 7,7% en los precios de los bienes que importamos, lo que también pone un freno a las presiones de costo originadas en la depreciación del tipo de cambio.

También una meta de inflación creíble contribuye a limitar el impacto inflacionario de una depreciación. En la medida en que los agentes económicos crean en el compromiso del Banco Central con su meta inflacionaria, el tipo de cambio nominal se debería ajustar a valores compatibles con la meta de inflación y la variación requerida en el tipo de cambio real de equilibrio. Tanto la encuesta de expectativas del sector privado que hace el Banco Central como las expectativas implícitas en los diferenciales de tasa de interés revelan que las perspectivas inflacionarias están ancladas en el rango de 2 a 4%, convergiendo a 3% en 24 meses.

Sin duda, tanto el fenómeno de expansión monetaria como la depreciación cambiaria han sido hasta hoy coherentes con la meta inflacionaria, y no se ve que ellos incuben un desequilibrio. Sin embargo, en el actual esquema de política monetaria si se percibe que estos hechos –así como otros que puedan ocurrir– amenazan la meta inflacionaria en el horizonte de 24 meses, habrá que actuar anticipadamente para mantener la inflación dentro de su rango objetivo.

Referencias

- De Gregorio, J. (1996). “Inflación, Crecimiento y los Bancos Centrales: Teoría y Evidencia”. *Estudios Públicos* N° 62, <http://www.cepchile.cl>.
- De Gregorio, J. (1999). “Sobre los Determinantes de la Inflación y sus Costos”. *Economía Chilena* 2(1): 23-42. <http://www.dii.uchile.cl/~jdegrego/docs/inf-rec.pdf>.
- De Gregorio, J. (2003). “Dinero e Inflación: ¿En Qué Estamos?”. *Economía Chilena* 6(1): 5-19. http://www.bcentral.cl/esp/estudiospublicaciones/estudios/economiachilena/2003/abr/02_DeGregorio.pdf.
- Fisher, I. (1933). *Inflation?* New York: Adelphi Company.
- García, P. y R. Valdés (2003), “Dinero e Inflación en el Marco de Metas de Inflación”. *Economía Chilena* 6(1): 21-47. http://www.bcentral.cl/esp/estudiospublicaciones/estudios/economiachilena/2003/abr/03_Garcia.pdf.
- Keynes, J.M: (1939). “Inflation”. En *Essays in Persuasion*, London: McMillan and Co.
- Samuelson, P. y R. Solow (1960). “Analytical Aspects of Anti-inflation Policy”. *American Economic Review* 50: 185-197, mayo.