

EL BANCO CENTRAL Y LA INFLACIÓN

José De Gregorio
Banco Central de Chile
Abril 2003

El propósito de esta exposición es presentar el tema de perspectivas y desarrollos 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 del control de la estabilidad de los precios. Por ello intentaré justificar resumidamente el 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 implementan 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 50 con la observación de Arthur Phillips a los datos del Reino Unido, donde concluyó que períodos de alta inflación se caracterizaron 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 nóbeles Paul Samuelson y Robert Solow replicaron dicho estudio para los EEUU un par de años después y obtuvieron el mismo tipo de relación. Más aún, esta evidencia fue central a la forma en que se pensó en macroeconomía en los 60. Tal vez, debido a la mala experiencia con la gran depresión experimentada 30 años antes, muchos sugerían sacrificar 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”.

Análisis posteriores, así como 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 empírica sólo confirmaban que la estabilidad de la curva de Phillips fue válida durante un período particular de tiempo, y en general era una relación inestable y por sobre todo no proveía una buena guía para la política macro.

En la actualidad, uno de los puntos de mayor acuerdo en macroeconomía es que no existe dicha relación. La tasa de desempleo así como la utilización de la capacidad de largo plazo son independientes de la tasa de inflación. Esto es, la curva de Phillips de largo plazo es vertical.

Incluso más, la evidencia acumulada en los últimos 10 años, y mi propia investigación por varios años, lleva a sugerir con bastante solidez que existe una relación negativa entre el crecimiento de largo plazo y la tasa de inflación.² Es decir, las economías con alta inflación crecen, producto 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 anual de 2,5% por año. En igual período, la inflación 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

¹ Es útil destacar que la inflación de principios de los 70 se venía incubando con anterioridad al shock petrolero, y a pesar que el shock tuvo un severo impacto inflacionario, la política monetaria tuvo una importante responsabilidad en los problemas inflacionarios de los setenta.

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 el resultado de la estabilidad macroeconómica. Esto es 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 fue producto de un vasto conjunto de condiciones tanto externas como de política doméstica, que explican su exitosa caída desde niveles cercanos al 30% hasta niveles internacionales. 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 donde 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 que el dinero (real) es un insumo para la actividad económica. En tal condición sirve como facilitador de 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 pérdidas de bienestar.

No obstante, la distorsión más importante de la inflación es el hecho que introduce incertidumbre y distorsiones en el proceso de inversión. En términos concretos se ha estimado que el premio por riesgo inflacionario en las tasa de papeles largos en países industrializados con inflaciones bajas es aproximadamente un punto porcentual, lo que representa directamente mayores costos financieros, y menor inversión.

También, algo que ya fue destacado desde la época de Keynes, la inflación puede tener efectos bastante perniciosos en la asignación de recursos. En particular por la volatilidad que genera en los precios relativos tanto de bienes como de activos. Para el público, en

² Par 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)

particular 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 sobre el precio de los activos tiene la incertidumbre, que dedicarse a actividades productivas e innovadoras. Existen decenas de historias de cómo, incluso en países con inflaciones moderadas, se generan importantes distorsiones a la asignación de talentos, 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, los que a su vez son esenciales para la asignación eficiente del crédito y así contribuir a la acumulación de capital y el progreso técnico. En un ambiente macroeconómicamente 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.

También la evidencia, y el sentido común, dan cuenta de la regresividad del impuesto inflación. La gente de menos recursos es aquella que mantiene una mayor proporción de su riqueza en forma de dinero, y son quienes tienen 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, aún 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. Entre otras razones, vale la pena destacar que con tasas de inflación cero, el límite para la tasa de interés real es también cero, y en algunas situaciones puede ser aconsejable tener una tasa de interés real negativa para estimular la demanda. De otra forma se corre el riesgo de terminar con deflación y recesión, como en Japón, de la cual es difícil salir.

Independiente de la evaluación que se haga de la última fase de la desinflación chilena en 1998-99, el resultado final es que hoy en Chile, tanto la inflación como la conducta de la

política monetaria están a niveles considerados dentro de las mejores prácticas internacionales, y su preservación y perfeccionamiento son un activo para el desarrollo del país.

El que la inflación dañe el crecimiento y la capacidad de una economía de crear puestos de trabajo, justifican de manera definitiva la importancia de mantener la inflación baja. No es sorpresa por lo tanto que países donde la inflación sale de sus rangos tradicionales, comienza a ser un elemento muy importante de descontento y de interés electoral.³

La mantención de la inflación baja y el esfuerzo de las sociedades democráticas por buscar instituciones que las aíslen de los riesgos de la inflación no son un prejuicio ideológico ni una trampa tecnocrática, sino que está confirmado 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 poder entender como 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 monetario.⁴ En la medida 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.

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.”

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 contraparte la pérdida de valor que experimenta el dinero que mantiene el público.⁵ 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.

En segundo lugar, otra causa importante para que haya inflación surge de los arreglos institucionales existentes en la economía. Las autoridades pueden tener la tentación a generar sorpresas inflacionarias ya sea para crear expansiones transitorias del producto o para reducir los pagos por concepto de deuda pública. El público, al estar conciente de esta tentación de las autoridades fija sus precios y salarios con un nivel de inflación suficiente 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 repliquen shocks inflacionarios y por lo tanto sean incapaces de “anclar” la inflación en el mediano plazo. Por ejemplo, una economía plenamente indexada, donde la autoridad ajusta todos sus objetivos sobre la base de la inflación pasada, como el tipo de cambio, los salarios públicos, etc., 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 de

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

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 que se deben 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 a la ley orgánica constitucional del Banco Central, este 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 términos que el Banco Central no podrá usar sorpresas inflacionarias para objetivos fuera de lo que es su mandato constitucional, es decir de mantener la inflación baja.

Lo anterior no es suficiente si no existe una política macroeconómica consistente con la mantención de 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 macroeconómicamente estables están implementando su política monetaria y 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 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 un desarrollo 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 ocurre 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 de 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 que explican la desinflación en Chile, más exitosa de lo que muchos hubiéramos pensado iba a ocurrir a principios de los noventa.

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

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 que 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.

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, etc. se produce un aumento (disminución) del producto y de la inflación.⁷ 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 además sirve para estabilizar el producto en torno a su nivel de largo plazo.

En el esquema de política macro en Chile 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 tipo de cambio, así como cambios en las condiciones de crédito, todos los cuales inducen un aumento en la demanda cuando la política monetaria se relaja.

El mecanismo para que la inflación aumente cuando hay un aumento de la demanda es que las presiones de demanda generan presiones a los aumentos de los precios en los mercados de bienes, aumentando los márgenes de comercialización, y a presiones salariales en el

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.

mercado del trabajo en la medida que para satisfacer la mayor producción es necesario contratar más mano de obra.

Sin embargo, también hay shocks de oferta, como son cambios en los precios de los insumos (petróleo, tipo de cambio y otros), cambios de salarios, o cambios en la productividad. Cuando hay un shock negativo de oferta, el producto se reduce y la inflación aumenta. En este caso la respuesta de política monetaria debe ser menos agresiva que en el caso de shocks de demanda, ya que la reducción del producto por si misma tendrá un efecto reductor de 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 de sobre los costos y el traspaso de estos a precios, así como lo que ocurra con la brecha del producto.

En efecto, la brecha de 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 para abrir paso a un mayor incremento de la demanda agregada (o gasto). Es por ello también, que si es que el crecimiento de la economía chilena se acelera y se observen 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 para hacer consistente 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 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 elevados grados 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.

Respecto a la transparencia de la política monetaria, el Banco Central de Chile presenta al Senado tres veces al año el Informe de Política Monetaria; se realizan reuniones de política monetaria mensuales donde se decide la tasa de interés rectora, con un calendario fijado con 6 meses de anticipación; se emiten 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 se publica el resumen de la discusión de la reunión, dando cuenta de la evolución de la coyuntura y las razones para las diversas opciones de políticas monetaria. Esto se hace en la mayoría de los países que han adoptado metas de inflación y es una recomendación importante para la efectividad de la política monetaria. No obstante, Chile se sitúa en los casos de mayor transparencia 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 en la medida que afecten al objetivo inflacionario de mediano plazo. Asimismo, 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 cambiario, en Chile hay razones muy de peso para demostrar que el actual esquema cambiario es por lejos el más adecuado para nuestra realidad y el más consistente 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, discutiré 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 de 6,5% a 2,75% en la actualidad. 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 espacio 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 hubiera 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 un 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 actual.⁸

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

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

monetarios fueron muy elevadas, mucho mayores que la 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 ellos, pueden empeorar el desempeño macroeconómico. Que los agregados monetarios no tengan un rol activo en el diseño de políticas no significa ignorar que 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. Esto es una depreciación de 29%.

Esto tampoco es algo que resulte inexplicable. En la medida 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 además 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 los precios de los bienes que importamos de 7,7%, 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 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 consistentes 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 la perspectivas inflacionarias están ancladas en el rango de 2 a 4% convergiendo a 3% en 24 meses.

Sin duda que tanto el fenómeno de expansión monetaria así como la depreciación cambiaria han sido hasta hoy consistentes con la meta inflacionaria, y no se ve que ellos incuben un desequilibrio. Sin embargo, en el actual esquema de política monetaria si se perciben que estos desarrollos, 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*, Volumen 2, No. 1, pp: 23-42, abril, <http://www.dii.uchile.cl/~jdegrego/docs/inf-rec.pdf>.
- De Gregorio, J. (2003), “Dinero e Inflación: ¿En qué Estamos?”, *Economía Chilena*, Vol. 6, No. 1, pp. 5-19, abril, 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*, Vol. 6, No. 1, pp. 21-47, abril, 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* Vol. 50, pp. 185-197, mayo.