

## ALGUNAS CONSIDERACIONES EN TORNO AL COMPORTAMIENTO DE LA INFLACION EN CHILE EN 1990\*

- Existe un consenso bastante amplio entre los especialistas que la inflación en el largo plazo es un fenómeno monetario. La evidencia internacional así lo confirma. Sin embargo, la discusión en torno a los determinantes de la inflación en el corto plazo está lejos de ser resuelta.
- La experiencia de Chile en 1990 es ilustrativa al respecto. A pesar de una política monetaria restrictiva, la inflación fue superior a la de años anteriores.
- Uno de los argumentos más frecuentemente usados para explicar este fenómeno es el de la inercia inflacionaria causada por la indexación. Sin embargo, la evidencia internacional respecto de la relación entre inflación e indexación, así como el errático comportamiento de la inflación producen ciertas dudas respecto de la relevancia de este argumento y llevan a buscar explicaciones alternativas.
- Otra de las explicaciones se refiere a las presiones de costos. Sin embargo, éstas sólo explicarían una fracción de la inflación que experimentó Chile en 1990.
- En este artículo se pone énfasis en el problema de la credibilidad como un factor adicional importante en la explicación de la inflación. La reputación que tengan las autoridades monetaria y de gobierno hará más o menos creíble un programa monetario. Si tienen una reputación de seguir políticas de demanda agregada expansionistas, entonces se les hará más difícil hacer creíble un programa monetario restrictivo y, por lo tanto, habrá mayor dificultad en frenar la inflación. Finalmente, adquirir una reputación de ser duro contra la inflación es muy difícil y trae costos; perderla es muy fácil.

1 Existe un consenso bastante amplio entre los economistas de que, en el largo plazo, la inflación es un fenómeno monetario. Mayores tasas de expansión monetaria producirán una mayor inflación y viceversa. El comportamiento de la autoridad monetaria determinará, entonces, cuál será la inflación en el largo plazo. Evidentemente, el grado de manejo de la política monetaria depende, entre otros factores, del grado de apertura de la economía; sin embargo esto no invalida la relación de largo plazo antes mencionada.

2 La evidencia internacional respecto de la relación entre crecimiento monetario e inflación en el largo plazo es concluyente. Tal como se aprecia en el Cuadro N° 1, los países que han tenido mayor inflación en un período largo son también los de mayor crecimiento monetario. Chile aparece como segundo en el ranking de inflación promedio y en el ranking de crecimiento monetario promedio, sólo superado por Argentina (debe tenerse en cuenta, eso sí, que los períodos considerados no siempre son los mismos). Por otro lado, la diferencia entre ambas cifras para los distintos países es bastante similar al crecimiento promedio del producto, lo que refleja un crecimiento de la demanda real de dinero.

3 Si bien es cierto que la discusión respecto de las causas de la inflación en el largo plazo está prácticamente superada, no lo es menos que la discusión en torno a las causas de la inflación en períodos cortos está lejos de serlo. El caso de Chile en 1990 es elocuente al respecto. La relativamente alta tasa de inflación que tuvo nuestro país el año pasado, pese a una política monetaria evidentemente restrictiva (véase el Cuadro N° 2), resulta difícil de explicar y, aunque se han utilizado diversos argumentos, no parece haber un consenso al respecto.

4 Uno de los argumentos usados con mayor frecuencia es el de la inercia inflacionaria. En una economía altamente indexada, como la chilena, la inflación se traspasaría de un mes a otro. Así, resultaría difícil detener la inflación si ésta se retroalimenta. Más aún, si se produce un shock de costos como el del petróleo, éste tiende a perpetuarse en el tiempo, por lo que el manejo antinflacionario se hace aún más difícil. Hay que destacar, eso sí, que el argumento también podría usarse en el sentido opuesto. Es decir, un shock que produzca una baja en los costos (por ejemplo, una disminución de los impuestos) se traduciría en una menor inflación por un largo tiempo.

5 Desde un punto de vista teórico demostrar la relación entre inflación e indexación no resulta difícil. De hecho, hay una serie de estudios al respecto. Fischer (1983), por ejemplo, demuestra que un shock de costos tiene "teóricamente" mayor efecto inflacionario en una economía indexada que en una que no lo es. El problema se produce cuando se trata de demostrar empíricamente esta presunción teórica. En efecto, el mismo Fisher (1983)

realiza un estudio econométrico, en el cual se incluyen cuarenta países, con el objeto de determinar si aquéllos con un mayor grado de indexación tuvieron mayores niveles inflacionarios como consecuencia de la primera crisis del petróleo de comienzos de los '70. No fue posible encontrar una correlación significativa entre indexación e inflación. Es decir, aquellos países con mayores grados de indexación no necesariamente tuvieron mayores niveles de inflación. Hay que destacar, eso sí, que la evidencia indica también que aquellos países más indexados expandieron en menor grado la oferta monetaria. Se podría postular, entonces, que aunque la indexación produce inflación, ésta se vio contrarrestada en la práctica por una política monetaria restrictiva.

6 En otro estudio para economías europeas (Emerson, 1983) tampoco se pudo encontrar una relación clara entre inflación e indexación. En resumen, entonces, y aunque todavía falta mucho por investigar, se puede decir que la evidencia empírica no parece indicar que la indexación sea un factor altamente determinante en el comportamiento de la inflación.

7 Un argumento teórico interesante respecto de la posible correlación positiva entre indexación e inflación se refiere a los costos de la inflación entre una economía indexada y una que no lo es. En una economía indexada la inflación aparece como menos costosa, pues se está protegido de ella, por lo tanto se elimina o minimiza como fuente de incertidumbre. Por ejemplo, sería difícil pensar en un mercado financiero de mediano plazo relativamente desarrollado en un país con alta inflación si no existiera indexación. Si el costo de la inflación es menor, la prudencia en el manejo de políticas de demanda agregada será menor y, por lo tanto, la inflación será mayor (véase Fischer y Summers, 1989). Sin embargo, es claro que esta explicación nada tendría que ver con una supuesta retroalimentación de la inflación en economías indexadas.

8 En Chile se ha mencionado mucho el problema de la indexación como una de las causas principales de que la inflación no haya bajado a pesar de la política monetaria restrictiva. Sin embargo, además de la evidencia empírica ya mencionada, resulta difícil explicarse cómo es posible que en un contexto de supuesta retroalimentación de la inflación, ésta baje de 4,9% en septiembre y 3,8% en octubre, a un 0,9% en noviembre y a un 0,5% en diciembre. Es cierto que no corresponde utilizar un par de observaciones puntuales para sacar conclusiones definitivas; sin embargo, las fuertes variaciones mencionadas hacen pensar que se deben buscar factores complementarios al de la indexación al explicar el comportamiento de la inflación.

9 Otro factor que se ha utilizado como explicativo de la inflación en este último año en nuestro país ha sido el de las presiones de costos. El shock en el precio del petróleo, la sequía y la reforma tributaria han tenido, ciertamente, alguna influencia en la inflación. Sin embargo, es claro que sólo pueden explicar algunos puntos de ésta, quedando aún una parte sustancial por ser explicada.

10 Así, dada la restrictiva política monetaria que ha seguido la autoridad, factores como la indexación y las presiones de costos no son por sí solos suficientes para explicar la alta tasa de inflación que Chile tuvo en el año 1990. Un factor que ha estado prácticamente ausente en la discusión en nuestro país, pero que cada vez cobra mayor importancia en la literatura especializada, es el que se refiere a la "credibilidad" de las políticas macroeconómicas.

11 Una política monetaria restrictiva, pero no creíble para los agentes, no producirá un efecto decreciente en la inflación en el corto plazo. Esto se debe a que si los agentes estiman que en el futuro la política monetaria será expansiva, ellos lo incorporan hoy en sus expectativas y actúan de acuerdo a éstas. El resultado es que hoy la tasa de inflación reflejará estas expectativas sobre el futuro y, por lo tanto, será mayor que la implícita en la política monetaria que se lleve a cabo en el momento actual.

12 El tema de la credibilidad está muy relacionado en la literatura con el de los equilibrios reputacionales y el de los ciclos políticos (véanse Alesina, 1986; Barro y Gordon, 1983, y Edwards y Tabellini, 1990). En términos simples estos modelos asumen, por lo general, que en un país existen dos partidos políticos: uno de derecha y otro de izquierda. El de derecha es más proclive a frenar la inflación, aun a costa de un desempleo alto. El de izquierda prefiere sacrificar algo de inflación, pero evitar el desempleo. El primer partido tiene, entonces, una reputación de ser duro contra la inflación, mientras que el segundo tiene una reputación de ser más blando. En equilibrio se dará que bajo un gobierno de izquierda la inflación será más alta que bajo uno de derecha. Más aún, dada una misma política monetaria, en el corto plazo le será más difícil a un gobierno de izquierda bajar la inflación. Esto pues tiene una reputación de abandonar la lucha contra ésta cuando las cosas, en otros terrenos, se ponen difíciles.

13 No debería ser sorpresa para nadie que las nuevas autoridades de gobierno, así como las del Banco Central, tenían una reputación de ser más proclives a las políticas de expansión de demanda agregada, es decir, de ser más blandos en términos de inflación. Por lo mismo, tampoco debería constituir una sorpresa el hecho que haya costado tanto bajar la inflación. Una política monetaria de unos pocos meses no bastaba, pues se debía luchar contra una

imagen. Se debía dar una señal clara y permanente, de manera de intentar cambiar la percepción de los agentes respecto de la voluntad de la autoridad monetaria para bajar la inflación.

14 El Banco Central debía ganar credibilidad y en eso está empeñado. Validar las expectativas de los agentes con políticas monetarias expansivas hubiera sido un grave error, ya que en el futuro tratar de cambiar su reputación con esos antecedentes hubiera sido prácticamente imposible. Se debe destacar, además, que a pesar de las presiones de una gran cantidad de sectores, el Banco Central ha mantenido en líneas gruesas su política tendiente a quebrar las presiones inflacionarias. Por lo demás, el mismo tipo de presiones sufren Bancos Centrales autónomos en otros países cada vez que se advierte el peligro de una caída en la actividad. Los gobiernos y diferentes sectores empiezan a presionar al Banco Central para que suavice su política monetaria. Si la economía no se recupera, se le ataca diciendo que ha sido demasiado inflexible. El caso de Estados Unidos es ilustrativo. Los temores de una recesión han producido una avalancha de presiones sobre el Federal Reserve para que aplique una política monetaria más expansiva. De más está decir que los Bancos Centrales que son más capaces para resistir estas presiones son los que más éxito tienen en controlar la inflación.

15 Sería fácil, a base de los resultados inflacionarios de noviembre y diciembre, creer que la batalla contra la inflación está ganada y que los agentes ya le "creen" al Banco Central. El problema es, ciertamente, más complejo. Es muy difícil ganar una reputación y es muy fácil perderla. Si el Banco Central empieza a aplicar ahora políticas monetarias expansivas, no hay duda de que lo que ha ganado en términos de reputación lo perdería rápidamente. Una política monetaria prudente es lo más aconsejable, sobre todo si pensamos que la peor parte en términos de los efectos de la política monetaria restrictiva aparece como superada.

Rodrigo Vergara M.\*\*

\* Las opiniones expresadas en este artículo son propias del autor y no reflejan necesariamente las de las instituciones en que trabaja. El autor agradece los valiosos comentarios de Nicolás Eyzaguirre, Andrés Reinstein y Francisco Rosende, sin embargo cualquier error u omisión es de su exclusiva responsabilidad.

\*\* Ph. D. en Economía, Universidad de Harvard. Investigador Económico, Banco Central de Chile. Profesor de la Universidad Católica de Chile.

## CUADRO N° 1

## Inflación y Crecimiento Monetario

País	(1) Inflación	(2) Crec. Monet.	(3) (2) - (1)	(4) Crec. PGB	(5) Período
Argentina	93,9	91,6	-2,3	1,4	1979-86
Chile	67,9	73,3	5,4	1,5	1960-84
Bolivia	54,4	51,6	-2,8	3,2	1962-87
Brasil	44,8	46,6	1,8	6,6	1963-85
Uruguay	42,1	41,0	-1,0	1,4	1960-86
Israel	30,8	31,4	0,6	7,0	1950-86
Zaire	30,0	29,8	-0,2	2,4	1963-86
Perú	28,1	31,7	3,6	3,5	1960-85
Yugoslavia	20,9	24,7	3,8	4,9	1960-86
Islandia	18,8	19,0	0,2	4,1	1950-87
Gana	18,7	16,9	-1,8	0,2	1950-85
Turquía	18,5	21,2	2,6	5,7	1955-86
México	15,3	19,2	4,0	5,4	1950-86
Somalia	15,3	18,0	2,8	—	1960-86
Corea	13,4	22,6	9,3	7,4	1953-87
Colombia	13,3	17,1	3,8	5,0	1950-85
Paraguay	12,2	16,7	4,5	4,8	1952-87
Sierra Leona	12,1	13,6	1,5	3,8	1963-83
Jamaica	11,4	14,9	3,6	1,6	1960-86
Costa Rica	11,2	16,0	4,8	4,6	1960-87
Portugal	10,3	11,1	0,8	4,7	1953-85
Gambia	9,8	11,5	1,7	3,2	1964-86
España	9,6	12,7	3,2	4,4	1954-86
Grecia	9,5	14,9	5,4	4,7	1953-87
Madagascar	9,5	8,8	-0,7	1,5	1964-86

## CUADRO N° 1

(Continuación A)

## Inflación y Crecimiento Monetario

País	(1) Inflación	(2) Crec. Monet.	(3) (2) - (1)	(4) Crec. PGB	(5) Período
Nigeria	9,2	12,9	3,8	3,4	1955-86
Sudán	9,0	11,6	2,6	3,0	1951-83
Guyana	8,9	12,9	3,9	0,1	1960-87
Ecuador	8,8	13,6	4,8	5,4	1951-86
Senegal	8,6	11,9	3,3	0,8	1967-84
Irán	8,4	20,0	11,6	6,2	1959-83
Trinidad y Tobago	8,4	12,1	3,7	2,6	1960-85
Rep. Centroatr.	8,4	12,3	3,9	—	1963-87
Mauricio	8,3	12,0	3,7	3,6	1963-87
Gabón	8,0	11,4	3,4	7,8	1962-85
Filipinas	8,0	10,7	2,7	4,8	1950-87
Nepal	7,9	14,3	6,4	2,6	1964-87
Camerún	7,8	11,8	4,0	6,9	1963-84
Irlanda	7,6	7,9	0,4	3,1	1950-86
Niger	7,5	10,7	3,2	3,1	1963-85
Italia	7,4	10,5	3,1	4,4	1950-87
Nueva Zelanda	7,4	6,1	-1,2	3,1	1954-85
Egipto	7,4	12,3	5,0	4,3	1955-87
Costa de Marfil	7,3	12,0	4,7	5,0	1962-86
India	7,3	10,0	2,8	3,9	1960-86
Siria	7,2	15,0	7,8	5,7	1957-86
Sud-Africa	7,0	9,6	2,6	3,8	1950-87
Finlandia	6,9	8,4	1,5	4,3	1950-86
Congo	6,8	10,7	3,9	—	1960-86
Togo	6,8	13,2	6,4	3,6	1963-84

CUADRO N° 1  
(Continuación B)  
Inflación y Crecimiento Monetario

Pais	(1) Inflación	(2) Crec. Monet.	(3) (2) - (1)	(4) Crec. PGB	(5) Período
Paquistán	6,7	10,3	3,7	4,7	1955-87
El Salvador	6,6	7,8	1,2	3,1	1951-87
Reino Unido	6,5	6,4	0,0	2,4	1951-87
Francia	6,4	7,1	0,7	4,1	1950-87
Australia	6,3	8,4	2,1	3,9	1950-87
Arabia Saudita	6,3	18,3	12,0	6,0	1968-86
Dinamarca	6,2	6,8	0,7	3,1	1950-87
Noruega	6,1	6,8	0,6	4,1	1950-87
Suecia	6,1	7,5	1,4	3,0	1950-86
Burkina Faso	5,9	10,1	4,2	3,6	1962-85
Rep. Dominicana	5,8	10,8	5,0	5,0	1950-86
Chad	5,8	7,2	1,4	—	1960-77
Marruecos	5,7	11,1	5,4	3,7	1958-86
Túnez	5,4	10,9	5,5	6,4	1960-87
Libia	5,4	25,0	19,7	5,7	1964-79
Haití	5,3	8,4	3,0	1,9	1953-86
Sri Lanka	5,2	10,1	4,9	5,4	1950-87
Japón	5,0	11,4	6,4	6,9	1953-87
Guatemala	4,9	8,4	3,5	3,9	1950-86
Tailandia	4,8	8,8	4,0	6,3	1955-87
Venezuela	4,8	8,8	4,0	4,6	1950-86
Iraq	4,7	14,1	9,4	6,6	1965-75
Austria	4,7	7,3	2,6	3,9	1950-87
Canadá	4,6	7,1	2,5	4,3	1950-87
Chipre	4,5	10,7	6,2	5,0	1960-87

## CUADRO N° 1

(Continuación C)  
Inflación y Crecimiento Monetario

País	(1) Inflación	(2) Crec. Monet.	(3) (2) - (1)	(4) Crec. PGB	(5) Período
Holanda	4,4	6,5	2,0	3,8	1950-87
Honduras	4,3	8,7	4,3	3,6	1950-87
Bélgica	4,2	4,2	-0,1	3,3	1950-87
Estados Unidos	4,2	5,6	1,4	3,1	1950-87
Malta	3,8	9,8	6,0	6,2	1960-86
Singapur	3,6	10,8	7,3	8,0	1963-87
Suiza	3,3	4,8	1,6	3,1	1950-86
Alemania Occ.	3,1	6,8	3,7	4,0	1953-87

Las tasas de crecimiento reflejan el promedio anual para el período que se muestra en la columna de la derecha. Inflación refleja el cambio en el IPC. Crecimiento monetario se refiere al crecimiento en el circulante. Cuando no existían datos sobre PGB se usó PNB.

*Fuente:* Barro, R., (1990), *Macroeconomics*.

## CUADRONº 2

Chile:

## Indicadores Monetarios e Inflación: 1985-1990

Año	Crec. M1A	Crec. Circulante	Inflación	Crec. PGB real
1985	21,0	21,8	30,7	2,4
1986	39,4	31,9	19,5	5,7
1987	28,1	27,3	19,9	5,7
1988	40,2	30,9	14,7	7,4
1989	24,4	23,7	17,0	10,0
1990	14,3	17,7	26,0	(*) 2,0

Las tasas de crecimiento se refieren al crecimiento promedio del año.

(\*) Estimado.

Fuente: Banco Central de Chile.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Alesina, A., 1987, "Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game". *Quarterly Journal of Economics* 102, agosto.
- Alesina, A., y N. Roubini, 1990, "Political Cycles in OECD Economies", NBER Working Paper Nº 3.478, octubre.
- Barro, R., y D. Gordon, 1983, "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics* 12, julio.
- Edwards, S., y G. Tabellini, 1990, "Explaining Fiscal Policies and Inflation in Developing Countries", NBER Working Paper Nº 3.493, octubre.
- Emerson, M., 1983, "A view of Current European Indexation Experiences", en R. Dornbusch y M. H. Simonsen editores, *Inflation, Debt, and Indexation*, Cambridge, Massachusetts: MIT Pres.
- Fischer, S., 1983, "Indexing and Inflation", *Journal of Monetary Economics*, noviembre.
- Fischer, S., y L. Summers, 1989, "Should Governments Learn to Live with Inflation", *American Economic Review* 79, mayo.