

## EL RIESGO DEL DESANCLAJE DE LAS EXPECTATIVAS INFLACIONARIAS

- La sorpresiva, persistente y elevada inflación registrada en Chile en el último año ha generado un impacto negativo importante en el poder adquisitivo de las personas.
- El escenario base presentado por el Banco Central (BC) en su último informe monetario considera una proyección de inflación que llegaría a un máximo cercano a 13% hacia el tercer trimestre de este año, para luego descender hasta 3% en torno a dos años más (mediados del 2024). Bajo este escenario, la tasa rectora seguiría aumentando, a un menor ritmo, pero no superaría el 10%, para luego retornar a su nivel considerado como neutral.
- Esta respuesta del BC, u otras más agresivas de no cumplirse este escenario base de inflación, es necesaria para mantener las expectativas de inflación de los distintos agentes, ancladas en torno a la meta de 3% en el mediano plazo, pieza fundamental para el control efectivo de la inflación.

La sorpresiva inflación en Chile está alcanzando niveles históricos (11,5% anual a mayo), sólo comparables con los niveles registrados a principios de los años 90 (11,4% promedio anual en 1994), cuando el Banco Central estaba recién implementando una política monetaria parcial de metas de inflación<sup>1</sup> (Gráfico N° 1). En el resto del mundo también se observa un fenómeno similar.

Hace tan sólo un año, en junio del 2021, la inflación aún se encontraba al interior del rango meta adoptado por el Banco Central (entre 2 y 4%). Para adelante, sin embargo, la autoridad monetaria espera que la inflación continúe aumentando hasta ubicarse cerca de 13% anual al tercer trimestre de este año, para luego descender hasta alcanzar un nivel en torno a 3% hacia el horizonte de proyección (mediados de 2024).

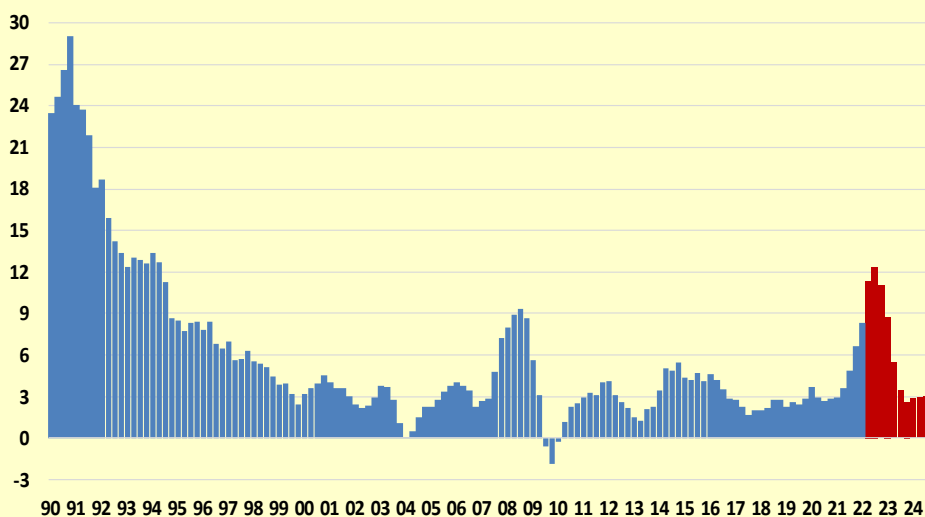
---

<sup>1</sup> En 1990 el BC comenzó la aplicación parcial del sistema en septiembre de 1990, consistente en anunciar la meta anual de inflación para 1991 cuando todavía no existía una definición formal de el régimen monetario de metas de inflación.

Para mayor análisis ver: Banco Central de Chile (2020). La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación. Enero.

**LOS NIVELES ACTUALES DE INFLACIÓN NO SE OBSERVABAN DESDE COMIENZOS DE LOS AÑOS 90**

**Gráfico N° 1: Inflación anual (porcentaje)**



Nota: Datos en rojo corresponden a la proyección de inflación contenida en el último Informe de Política Monetaria.

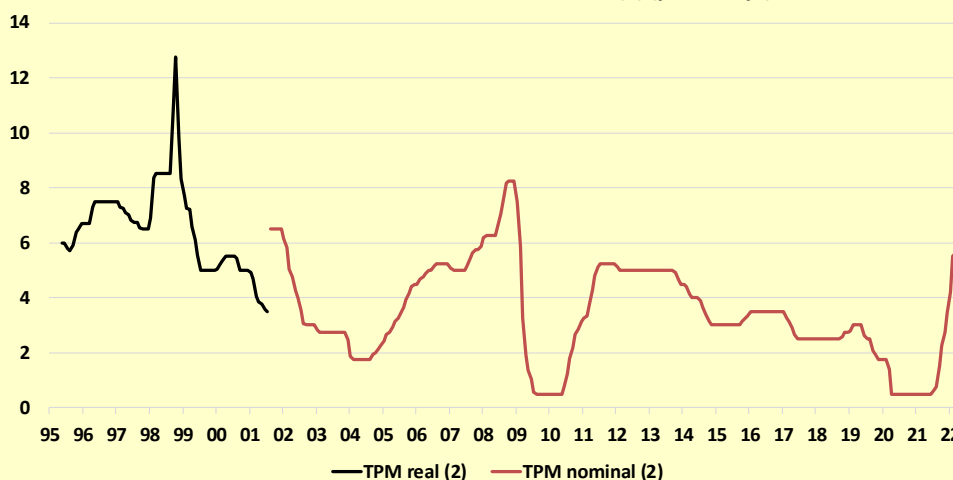
Fuente: Para datos históricos, Banco Central de Chile. Para proyección, LyD en base a información contenida en el IPoM de junio 2022.

Lo sorpresivo y persistente de este fenómeno ha gatillado una respuesta agresiva por parte del Banco Central, elevando la Tasa de Política Monetaria (TPM) desde 0,5% en junio del 2021<sup>2</sup> a 9% en junio del 2022, con el objeto de lograr la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de dos años (Gráfico N° 2). Hacia adelante, la autoridad monetaria ha anunciado que vendrán nuevos aumentos de la TPM, pero que, de darse el escenario esperado de la inflación contenido en el IPoM de junio pasado, estos debieran ser de menor magnitud que los ya registrados, dejando a la TPM en torno al 10%.

<sup>2</sup> Tasa que se mantenía en su mínima efectiva desde abril del 2020.

## EL BANCO CENTRAL HA REACCIONADO DECIDIDAMENTE FRENTE A LA SORPRESA Y PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN

Gráfico N° 2: Tasa de Política Monetaria (1) (porcentaje)



Nota 1: Hasta julio del 2001 la TPM se establecía en términos reales. A partir de agosto de ese año, esta pasó a fijarse en términos nominales. Nota 2: Promedio mensual de datos diarios. Fuente: Banco Central de Chile.

### IMPORTANCIA DE UNA INFLACIÓN BAJA Y ESTABLE

En la situación actual que estamos viviendo, afectados por niveles históricos de inflación, queda en evidencia el rol fundamental que cumple una inflación baja y estable en el desarrollo económico y social de un país. Esta meta es, sin duda, el mayor aporte del Banco Central al bienestar de la población.

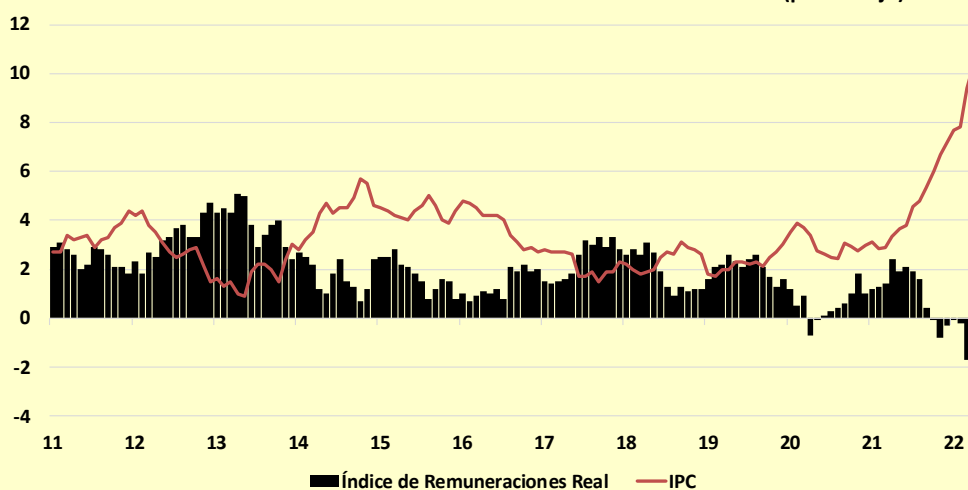
Una inflación baja permite cuidar el poder adquisitivo de los ingresos de las personas en el tiempo. A modo de ejemplo, aun cuando los ingresos laborales experimentan reajustes más elevados en períodos de mayor inflación, estos reajustes no alcanzan a compensar la pérdida de poder adquisitivo de los salarios, generado por el incremento de los precios de los bienes y servicios que se consume, lo que se traduce en una reducción de la capacidad de compra de las personas. Efectivamente, las estadísticas muestran una importante relación negativa entre inflación y crecimiento de salarios reales (coeficiente de correlación de  $-0,7^3$  desde 2011 a la fecha) (Gráfico N° 3). Adicionalmente, aquellas personas que no cuentan con acceso al mercado de capitales tienen dificultad para resguardar el poder

<sup>3</sup> Coeficiente de correlación muestra el grado de variación conjunta entre dos variables. Valores positivos (negativos) indican que ambas variables varían en la misma (opuesta) dirección.

adquisitivo de sus activos frente a la inflación. Ambas situaciones afectan principalmente a aquellas personas de menores recursos, impactando negativamente la distribución de ingresos.

### INFLACIONES ELEVADAS IMPACTAN NEGATIVAMENTE LOS SALARIOS REALES

Gráfico N° 3: Variación anual del Índice de Remuneraciones Real e IPC (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Una inflación estable reduce la incertidumbre, generando un escenario más predecible para la toma de decisiones económicas (como de inversión, de demanda por activos monetarios, y de desarrollo y profundización de los mercados financieros de mediano y largo plazo).

### ORÍGENES DE LA INFLACIÓN

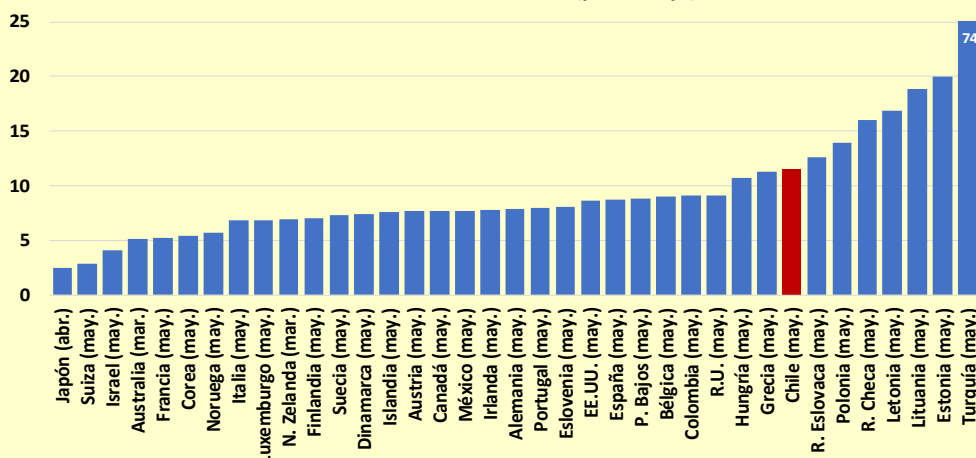
El escenario actual da cuenta de un aumento significativo y persistente de la inflación en Chile y en el mundo, el cual se explica por dos componentes. En primer término, por factores que afectan a todos los países (externo), tal como el incremento de los precios de la energía, de los alimentos, del transporte, de las materias primas y de los costos producto de la incapacidad por el lado de la oferta de algunos bienes manufacturados de responder a la elevada demanda mundial. En segundo término, por elementos propios a cada país (local), principalmente asociados a la intensidad y forma que tomaron las políticas de ayuda durante la pandemia.

Siendo que el primer componente afecta a todas las economías, es el segundo el que explica las diferencias de los fenómenos inflacionarios entre los distintos países.

En nuestro caso particular, según lo consigna el mismo Banco Central, el factor local<sup>4</sup> ha tenido un peso relevante, siendo el responsable de 2/3 del alza de la inflación en el último año. Además de la gran presión de la demanda interna generada por la importante inyección de recursos en 2021 proveniente de los retiros de los fondos de pensiones y de las cuantiosas ayudas fiscales, nuestro factor local también incluye el impacto en precios de la elevada depreciación del peso. Esta depreciación también fue generada por factores idiosincráticos, ya que la elevada incertidumbre interna y la mayor percepción de riesgo en torno a nuestra economía han reducido el apetito por activos locales, aun en un contexto de alto precio del cobre y elevadas tasas de interés. Dado todo lo anterior, Chile se ubica entre los países de la OCDE que más inflación han experimentado en 2022 (Gráfico N° 4).

#### EN LO QUE VA DEL 2022 CHILE DESTACA EN LA OCDE POR SU ELEVADA INFLACIÓN

Gráfico N° 4: Inflación anual (porcentaje)



Nota: En paréntesis el mes hasta el cual hay información de cada país en 2022.

Fuente: Trading Economics.

#### EL PROBLEMA DE LA PERSISTENCIA Y EXPECTATIVAS

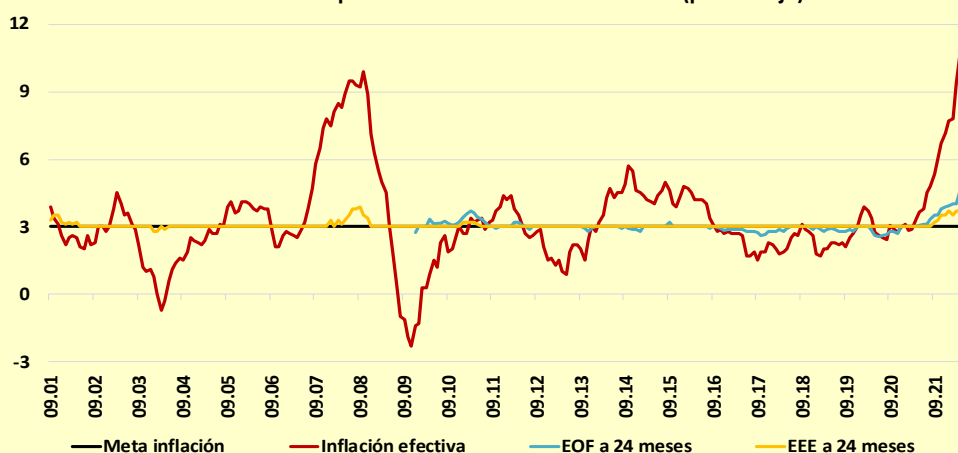
Más allá del origen de la inflación, un análisis más detallado muestra que su elevado nivel y persistencia podrían estar afectando (desanclando) las expectativas inflacionarias de mediano plazo de los distintos agentes. El anclaje de las

<sup>4</sup> Informe de Política Monetaria de junio del 2022. El Banco Central considera como factor local: demanda, presiones de costos en bienes y servicios y persistencia inflacionaria explicada por efectos de segunda vuelta e indexación. También incluye efecto asociado a depreciación cambiaria idiosincrática. El tercio restante estaría explicado por factores externos como el efecto de mayor precio del petróleo, alimentos importados y otras materias primas, mayor inflación externa y condiciones financieras externas menos favorables.

expectativas inflacionarias de mediano plazo en 3% es el elemento central para el control efectivo de la inflación contemporánea por parte del Banco Central, ya que evita que la elevada inflación actual se propague hacia adelante al incorporarla en las decisiones económicas futuras de los distintos agentes. Si la política monetaria actúa de forma oportuna y la meta de inflación a mediano plazo es creíble, esta propagación será acotada<sup>5</sup>. En cambio, inflaciones altas por períodos prolongados se vuelven más persistentes y la evidencia indica que el costo de ajustarlas aumenta, con el consecuente impacto en el bienestar de la población.

### EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOS AÑOS HAN AUMENTADO EN FORMA IMPORTANTE

Gráfico N° 5: Expectativas de inflación a 24 meses (porcentaje)



Nota: EEE corresponde a la Encuesta de Expectativas Financieras. EOF corresponde a la Encuesta a Operadores Financieros.

Fuente: Banco Central de Chile.

Desde que existe registro, las expectativas de inflación de mediano plazo (a dos años) se han ubicado en 3% durante la mayor parte del tiempo, con desviaciones acotadas y transitorias en momentos de elevada inflación. Así, producto de la credibilidad de los economistas (EEE) y Operadores Financieros (EOF) en el control de la inflación a dos años por parte del Banco Central, es que el promedio de sus expectativas de inflación -desde que existe registro y hasta mayo del 2021- se aproxima a 3% (Gráfico N° 5). Sin embargo, por el alto nivel que ha alcanzado la inflación, así como su mayor persistencia, se estima que han aumentado los riesgos de convergencia de la inflación al 3% a mediano plazo producto de unas expectativas que se han despegado de 3% en forma relevante. Esta situación ha

<sup>5</sup> Para mayor análisis ver Banco Central de Chile (2020). La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación.

requerido de una respuesta decidida del Banco Central con el objeto de retornar las expectativas a la meta de inflación de 3%.

### **COMENTARIOS FINALES**

La sorpresiva, alta y persistente inflación en nuestro país requiere de una respuesta de Política Monetaria decidida de parte del Banco Central, de forma de controlar las expectativas de los distintos agentes, las cuales han tendido a aumentar en el margen, superando en forma importante el 3%.

Inflaciones altas y persistentes, independiente de su origen, se traducen en pérdida de poder adquisitivo para las personas, especialmente para aquellos de menores ingresos.

El riesgo de expectativas desancladas (superiores a 3% en el mediano plazo por un período prolongado), que retroalimenten la inflación a mediano plazo, requieren de una respuesta rápida y agresiva de la autoridad monetaria de forma de retornarlas al interior del rango meta (2 a 4%) y reducir así los costos del ajuste para las personas.