

ESTUDIO

HACIA UNA INFLACIÓN BAJA Y ESTABLE*

Francisco Rosende R.

La economía chilena ha hecho enormes progresos en materia de control de la inflación durante el último tiempo, lo que ha llevado a estimar tasas de un dígito para 1995. En el logro de tales resultados ha sido importante la gestión del Banco Central, el que a partir de 1990 tiene como tarea principal la búsqueda de estabilidad de precios. Sin embargo, también la fortaleza de las cuentas externas ha contribuido en forma apreciable a la caída en la inflación —gracias a las bajas tasas de interés externas, derivadas de la dinámica del proceso exportador que se iniciara a mediados de la década pasada, y, más recientemente, al mejoramiento de los términos de intercambio—, lo que ha permitido sostener una revaluación importante del peso en los últimos años.

En este trabajo se plantea dar nuevos pasos en la búsqueda de un cuadro duradero de estabilidad de precios. Para ello se recomienda la utilización de un arreglo institucional similar al aplicado en Nueva Zelandia, donde las autoridades monetarias y fiscales acuerdan un programa destinado a lograr estabilidad de precios. Este programa comprende metas de inflación por un periodo superior a un año y es de carácter público, lo que facilita la evaluación del desempeño de las acciones de la política económica en relación a dicho objetivo.

FRANCISCO ROSENDE R. Ingeniero Comercial, Universidad de Chile. Master en Economía, Universidad de Chicago. Profesor del Instituto de Economía de la P. Universidad Católica de Chile. Investigador del Centro de Estudios Públicos.

* Agradezco los valiosos comentarios de Luis Felipe Lagos a una versión preliminar; sin embargo, cualquier error es de mi responsabilidad.

1. ¿Puede Chile aspirar a una inflación de un dígito?

Durante la presente década la tasa de inflación —medida por la variación del IPC en doce meses a diciembre de cada año— ha caído sistemáticamente, como puede apreciarse en el Gráfico N° 1. Estos progresos en el control de la inflación han coincidido con la puesta en vigor de la ley de autonomía del Banco Central de Chile, la que establece como objetivo prioritario para el instituto emisor la estabilización del valor de la moneda.

CUADRON° 1

Período	Tasa de inflación promedio anual
1933-1940	6,0
1941-1950	18,6
1951-1960	37,3
1961-1970	27,8
1971-1980	174,8
1981-1990	20,3
1991-1993	14,5

Como resultado de tales progresos, para el presente año se proyecta una tasa de inflación levemente inferior a 10%, lo que ha alimentado la expectativa, tanto por parte de las autoridades como del sector privado, de mantener en los próximos años tasas de inflación de un dígito.¹ La materialización de tasas de crecimiento de los precios similares a las existentes en las economías industrializadas permitiría lograr un mayor grado de eficiencia en el proceso de asignación de recursos, al mismo tiempo que favorecería en forma apreciable la percepción internacional de la economía chilena.

El logro de bajas tasas de inflación por un período prolongado constituye una señal importante de responsabilidad en la conducción macroeconómica, lo que en general alienta la toma de decisiones de inversión.

Si bien durante los últimos años la economía chilena ha registrado progresos importantes en la reducción del ritmo inflacionario, subsiste la

¹ Recientemente el Banco Central ha revisado a la baja su proyección inicial de inflación de 9% para 1995, al estimar una tasa de 8% para dicho período.

interrogante acerca de si se encuentran dadas las condiciones como para garantizar que dichos logros serán duraderos. En lo que sigue, se examinan las posibilidades y restricciones asociadas al logro de tasas de inflación similares a las existentes en las economías industrializadas.

La alta variabilidad que ha exhibido históricamente la serie de inflación en el pasado² hace razonable esperar que los agentes económicos desconfíen de la durabilidad de los logros que en esta materia pudieran registrarse en un momento del tiempo. Sin embargo, dicha desconfianza podría ir desapareciendo en el tiempo en la medida en que se compruebe la eficacia del esquema de autonomía del Banco Central para sostener un fuerte compromiso por parte de éste con el objetivo de estabilidad de precios, a pesar de los costos políticos de corto plazo que ello pudiera involucrar.

En términos generales, la materialización de nuevos progresos en el control de la inflación que acerquen a la economía chilena a niveles similares a los prevalecientes en las economías industrializadas contaría con el antecedente favorable de los logros alcanzados por el Banco Central en esta área desde la puesta en vigor de la ley que consagra su autonomía. Sin embargo, no puede desconocerse que los progresos alcanzados en la reducción del ritmo inflacionario se han visto favorecidos por una situación favorable de balanza de pagos, la que ha hecho posible reducir el tipo de cambio real en aproximadamente un 15% entre mediados de 1989 y el tercer trimestre de 1994. En esta perspectiva es relevante interrogarse acerca de los eventuales efectos que tendría sobre la inflación la presencia de un escenario de balanza de pagos en el que fuese necesario promover un alza en el tipo de cambio real. La ausencia de reformas conducentes a flexibilizar el mercado laboral y la estructura del aparato fiscal permiten alimentar la sospecha de que la economía chilena conserva un cierto "sesgo inflacionario", el que sólo podrá ser eliminado mediante reformas que tiendan a corregir los factores que lo provocan. En particular, en el análisis de las expectativas inflacionarias del público es importante considerar que en el pasado la inflación chilena ha observado un patrón marcadamente anticíclico,³ lo que dada la fuerte asociación existente

² En Corbo y Fischer (1994) se presenta evidencia indicativa de la alta variabilidad observada por la tasa de inflación en Chile, la que en el período 1984-1991 fue más del triple de la variabilidad experimentada por esta misma variable en las economías industrializadas. V. Corbo y S. Fischer, "Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery" en B. Bosworth, R. Dornbusch y R. Labán, *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges* (The Brookings Institution, 1994).

³ Evidencia al respecto se encuentra en Francisco Rosende y J. Cristóbal Guier, "Comportamiento de los precios en el ciclo económico", *Estudios Públicos*, 53 (verano 1994).

entre los ciclos domésticos y las variaciones de los términos de intercambio⁴ suele alentar un cierto grado de escepticismo entre los agentes económicos con respecto a la capacidad que exhiban las autoridades para mantener bajas tasas de inflación en presencia de cambios adversos en la capacidad de gasto de la economía chilena. La historia indica que esta sospecha es razonable.⁵

2. Restricciones técnicas al logro de una inflación de un dígito

Las causas últimas de la inflación

Probablemente la principal causa de la inflación en las economías en desarrollo ha sido el financiamiento del déficit fiscal por parte del Banco Central. En el caso chileno, este problema ha sido resuelto durante los últimos años, en la medida en que el gobierno general ha registrado un pequeño superávit, el que ha compensado el déficit de caja del Banco Central. Además, la puesta en vigor de la ley de autonomía del Banco Central, a partir de diciembre de 1989, elimina explícitamente la posibilidad de otorgar financiamiento por parte de éste al Fisco.

Por otro lado, es importante considerar que la recaudación que obtiene el Banco Central por concepto de "impuesto inflación" es muy baja, menos de un 1 % del PIB, por lo que el costo de prescindir de la misma es prácticamente insignificante para las autoridades.

En la evaluación de las perspectivas de éxito de un programa conducente a mantener tasas de inflación de un dígito es importante considerar que en los últimos años el Banco Central ha acentuado la importancia del objetivo inflacionario como aspecto central y prioritario de su gestión. Este enfoque

⁴ Aun cuando en el período 1990-1994 los términos de intercambio han observado una cierta declinación con respecto a los niveles prevalecientes a comienzos de la década, la situación de balanza de pagos se ha visto favorecida por la fuerte caída experimentada por las tasas de interés internacionales durante el período en cuestión. Además, en el período mencionado han entrado en producción las inversiones realizadas en la segunda parte de la década pasada, las que se canalizaron esencialmente a la producción de bienes transables. La combinación de los factores mencionados, junto con el efecto favorable que tuvo sobre la inversión extranjera la mantención de los lineamientos básicos de la política económica tras el cambio de gobierno en 1990, han configurado un cuadro de holgura en balanza de pagos, el que ha posibilitado la caída del tipo de cambio real antes mencionada.

⁵ En los gráficos 2, 3, 4, 5 y 6 se presentan los movimientos cíclicos de la inflación y el producto para el caso de la economía chilena, utilizándose diferentes métodos para obtener la tendencia de ambas series. Una explicación de estas metodologías se encuentra en Rosende y Guier, *op. cit.*

marca un cambio con respecto a la situación prevaleciente en los inicios del funcionamiento del esquema de autonomía del instituto emisor, cuando el objetivo de estabilización del tipo de cambio real alcanzó un lugar destacado.⁶ De hecho en el Informe al Senado de septiembre de 1990 se plantean ciertas metas cuantitativas en materia de tipo de cambio real para el período siguiente.

En la actualidad existe cierto consenso entre los economistas en cuanto a que la búsqueda simultánea de objetivos de inflación y tipos de cambio real por parte del Banco Central puede ocasionar importantes desequilibrios, en la medida en que la influencia del instituto emisor sobre el tipo de cambio real se limita al corto plazo. De este modo, la mantención de una regla de tipo de cambio real —sin un apoyo adecuado de la política fiscal— sólo podría sostenerse haciendo uso de la inflación como herramienta de ajuste del gasto interno. En particular, en un contexto en el que es frecuente la aparición de perturbaciones sobre el equilibrio macroeconómico.

A pesar del aparente abandono del objetivo de estabilización del tipo de cambio real por parte de las autoridades monetarias, en la práctica el proceso de acumulación de reservas internacionales por parte del instituto emisor ha conservado un fuerte ritmo, como se puede observar en el Cuadro N° 2.⁷ Para evitar el efecto monetario de este proceso, el Banco Central ha emitido deuda interna a tasas sustancialmente superiores a las que rinden las reservas internacionales, lo que se ha traducido en un déficit de caja del orden de 1,5%-2% del PIB.

En los últimos años, el financiamiento de dicho déficit no ha planteado restricciones al cumplimiento de las metas inflacionarias de la autoridad, sin embargo, nada garantiza que ello sea así en contextos menos favorables a las finanzas del Banco Central. Por ejemplo, debido a un menor crecimiento del PIB.⁸ Luego, la efectiva materialización de progresos duraderos en el control

⁶ Una descripción del desempeño del Banco Central desde la puesta en funcionamiento de la ley de autonomía se encuentra en F. Rosende, "La autonomía del Banco Central de Chile: Una evaluación preliminar", *Cuadernos de Economía*, 91 (diciembre 1993).

⁷ En el transcurso de 1994 este problema se ha mantenido, lo que se refleja en el hecho de que en los primeros diez meses del año el instituto emisor enfrentó un saldo de balanza de pagos de US\$ 1.373,7 millones, lo que equivale a aproximadamente un 77% del stock de base monetaria promedio del período.

⁸ En términos sencillos, el déficit de caja del Banco Central, que pueden asociarse con el exceso de oferta flujo por títulos del instituto emisor puede definirse como: $d = Bo(r-g) - \Delta RI - E(\pi+g) - RI \cdot i^* - T$. Donde Bo = stock de deuda interna del Banco Central a comienzos de período; r = tasa real promedio de las obligaciones del BC; g = tasa de crecimiento de la economía; ΔRI = crecimiento de las reservas internacionales; E = emisión; π = tasa de inflación; i^* = tasa de interés que rinden las reservas internacionales; T = transferencias de la Tesorería al Banco Central.

de la inflación hace necesario que el instituto emisor evite la acumulación de pérdidas patrimoniales como consecuencia de sus intervenciones en el mercado cambiario, las que podrían frustrar el objetivo inflacionario ante la aparición de eventos adversos.

CUADRO N° 2 INDICADORES MACROECONÓMICOS: CHILE 1990-1993

	1990	1991	1992	1993
Crecimiento PIB (%)	3,0	6,1	10,3	6,0
Tipo de cambio real ¹	3,8	-5,6	-8,3	-0,8
Gasto fiscal total ²	-1,7	10,6	8,7	7,1
sin intereses	-2,7	9,7	12,8	8,0
Ahorro gobierno/PIB (%)	4,9	4,4	5,4	4,8
Entrada neta capitales/PIB (%)	10,0	3,6	7,9	6,1
Saldo balanza de pagos/PIB (%)	7,8	3,6	6,1	1,3

¹ Variación promedio anual.

² Variación real. *Fuente:* Instituto Libertad y Desarrollo.

Fuente: Elaborado a base de información del Banco Central.

Como se señaló anteriormente, la presencia de un cierto grado significativo de inflexibilidad en el mercado laboral y en la administración del gasto interno han sido responsables del uso de la inflación como mecanismo de ajuste ante alteraciones sustantivas en el ingreso nacional. En un contexto caracterizado por un extenso uso de cláusulas de indexación, la presencia de *shocks* adversos de tasas de interés o términos de intercambio podría ocasionar alteraciones relativamente importantes en el ritmo inflacionario.

El tema de la indexación

Una de las principales dificultades para avanzar a tasas de inflación más bajas proviene del alto grado de indexación existente en la economía. A esta situación se añade otro elemento íntimamente vinculado con el extendido uso de cláusulas de indexación, cual es la historia de altas y variables tasas de inflación que registra la economía chilena, lo que incluso en períodos de inflación baja —con respecto a los patrones históricos— y declinante, hace

difícil que los agentes económicos se encuentren dispuestos a prescindir de este tipo de arreglos.

El efecto de la indexación sobre el equilibrio macroeconómico ha sido objeto de numerosos estudios académicos. De los mismos es posible derivar los beneficios que tiene este tipo de arreglo en minimizar los efectos reales de una inflación sostenida y relativamente estable. En el caso de la indexación en los contratos financieros, este tipo de arreglos permite proteger el ahorro financiero del impuesto inflación, lo cual impide que se distorsione en forma significativa el proceso de ahorro-inversión. De hecho es incuestionable que el fuerte desarrollo que ha observado el mercado financiero durante los últimos veinte años se encuentra estrechamente vinculado con el uso generalizado de la UF en contratos a 90 o más días.

Sin embargo, la indexación plantea problemas de eficiencia cuando los movimientos del nivel de precios se deben a cambios en las condiciones reales de mercado, en especial si se trata de perturbaciones que afecten el precio de uno o más bienes cuya ponderación en la canasta del IPC es relativamente significativa. En este caso, el ajuste de la economía a tales perturbaciones se hace más complejo, pudiendo acarrear costos reales importantes en términos de producto y/o empleo, en la medida en que la indexación restringe las posibilidades de ajuste en precios relativos. Por otro lado, la existencia de un alto grado de indexación de precios y salarios expone a la economía a ciclos inflacionarios derivados de perturbaciones transitorias en el precio de uno o más bienes de cierta importancia en la canasta de consumo,⁹ donde la amplitud e importancia de estos ciclos inflacionarios dependerá de la ponderación que tenga el o los bienes afectados por la perturbación transitoria, del nivel en que se encontraba inicialmente la tasa de inflación y de la frecuencia con la que se revisan los contratos según la inflación pasada. La frecuencia y magnitud con la que tienen lugar perturbaciones transitorias, o estacionales, sobre el precio de bienes cuya ponderación en la canasta del IPC tiene cierta importancia, explican en buena medida las fluctuaciones en el ritmo inflacionario que suele observar la economía chilena.

En una economía fuertemente indexada, como es el caso de la chilena, la reducción del ritmo inflacionario puede acarrear importantes costos reales, los que se derivan de la relativa inflexibilidad del sistema de precios para adecuarse a los cambios en las condiciones de mercado, como también del

⁹ Más específicamente, mientras mayor sea la frecuencia con la que se reajustan los contratos en función de la inflación pasada, más relevancia adquieren los *shocks* transitorios sobre la dinámica de los precios. Ello tanto en términos del nivel de la inflación como de la amplitud de las variaciones de ésta.

efecto expansivo sobre el gasto que se produce en una economía indexada al caer la tasa de inflación. Esta situación ha llevado a algunos economistas a enfatizar la importancia de las "políticas de ingreso"¹⁰ con el propósito de reducir los efectos negativos sobre el empleo y el producto de la política de estabilización. Desde nuestra perspectiva, la contribución de tales políticas al control de la inflación dependerá fundamentalmente del impacto que estas pudieran ocasionar sobre las expectativas inflacionarias de la comunidad. En particular, los agentes económicos estarán dispuestos a revisar las reglas de indexación —por ejemplo reduciendo la frecuencia con la que ajustan precios y salarios en función de la inflación pasada— sólo en tanto detecten signos claros de estabilidad y coherencia del programa antiinflacionario. Dado que este tipo de señales se relacionan en último término con la evolución esperada de los "fundamentos" de la inflación, como el dinero, déficit fiscal, etc., en definitiva es el manejo esperado de estas variables el determinante último de la suerte que corra un cierto programa de estabilización.¹¹ Este tipo de señales pueden tomar la forma de metas cuantitativas sobre el crecimiento de algún agregado monetario; fijación de la trayectoria o nivel del tipo de cambio nominal, o restricciones al crecimiento del gasto público nominal de un modo coherente con las metas inflacionarias, y para períodos más largos que los implícitos en las cláusulas usuales de indexación.

3. Estrategias para el logro de una inflación baja y estable

De acuerdo a lo expuesto en la sección precedente, el logro de una inflación baja y estable plantea diversos niveles de exigencia sobre la política económica. En un plano más sustancial se encuentra la mantención de ciertas reglas básicas de disciplina macroeconómica, las que pueden resumirse en la mantención de un crecimiento del gasto agregado coherente con la fortaleza de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En un nivel superior de exigencia, se encuentra una serie de políticas que apuntan a reducir la probabilidad —y con ello la expectativa— de que la tasa de inflación pudiera ser utilizada como mecanismo de ajuste del gasto interno ante alteraciones en la capacidad de gasto de la economía. A esta

¹⁰ Usualmente estas toman la forma de fijaciones de precios y/o salarios.

¹¹ Como se indica en Calvo y Vegh (1994), el uso de herramientas de tipo "heterodoxo" en un plan de estabilización puede ocasionar importantes distorsiones sobre el proceso de asignación de recursos. Al respecto, véase G. Calvo y C. Vegh, "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", en *Contemporary Economic Policy*, abril 1994.

categoría pertenecen aquellas políticas cuyo objetivo es lograr una mayor fluidez en los movimientos del tipo de cambio real, como también aquellas cuyo objetivo es reducir la frecuencia y amplitud de los movimientos de esta variable. Dentro del primer grupo de políticas se encuentran aquellas cuya finalidad es lograr una mayor flexibilidad y eficacia del mercado laboral, de modo de elevar la elasticidad de la oferta de bienes no transables. También en esta categoría se incluye la adopción de medidas conducentes a aumentar la flexibilidad del gasto público.

En la segunda categoría se incluyen políticas como la apertura de la cuenta de capitales, la que no sólo acrecentaría las exigencias disciplinarias sobre el manejo macroeconómico, sino que además permitiría reducir el impacto de los movimientos de los términos de intercambio sobre el ingreso nacional, y con ello sobre la capacidad de gasto de la economía.

Finalmente, es importante que tal conjunto de políticas sea configurado y expuesto de un modo coherente, de modo que se produzca una tendencia a ir "soltando las amarras" que impone el uso generalizado de cláusulas de indexación sobre la estabilidad de precios. En el caso de la economía chilena, esta condición exige de un alto grado de coherencia entre los anuncios oficiales en materia de metas inflacionarias y el programa de gastos del sector público. Especialmente indicativa de la decisión con que enfrenten el objetivo de estabilización de precios las autoridades son elementos tales como la política de reajustes de remuneraciones al sector público, o al salario mínimo. La puesta en práctica de un programa antiinflacionario sólido y coherente debería producir un alargamiento de los períodos de reajuste incorporados en los contratos salariales, todo lo cual contribuye a atenuar el "ruido inflacionario" inherente a perturbaciones transitorias derivadas de cambios en precios relativos.

Aun cuando el otorgamiento de autonomía al Banco Central representa un movimiento importante hacia un cuadro de estabilidad de precios, este no garantiza tal resultado, como lo demuestra la evidencia disponible para diversos países. De hecho es razonable sostener que el otorgamiento de autonomía al Banco Central aumenta la probabilidad de lograr bajas tasas de inflación, pero no garantiza este resultado.¹² Esta cautela con respecto al efecto de la autonomía del Banco Central en el logro de inflaciones bajas y estables se

¹² Como demuestran A. Cukierman, B. Nemyati y S. Webb (1993), existen casos en que se ha comprobado la existencia de discrepancias importantes entre la autonomía legal y la efectiva. Al respecto, véase "Measuring the Independence of the Central Bank and Its Effects on Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review*, Vol 6, N° 3.

deriva del hecho que la situación de autonomía mantiene un grado de discrecionalidad no despreciable en el manejo de las herramientas de que dispone el instituto emisor. En parte importante esta discrecionalidad se restringe al establecerse en la ley de autonomía un mandato único y preciso en orden a cautelar por la estabilidad de precios. Sin embargo, dada la existencia de rezagos que dificultan la evaluación de los efectos de la política monetaria sobre la trayectoria del ingreso nominal y sus componentes, el juicio de las autoridades monetarias con relación a la fortaleza de las presiones inflacionarias subyacentes será fundamental en el manejo de la política monetaria, como lo demuestran las experiencias recientes, años 1993 y 1994, en materia de manejo monetario de Alemania, Estados Unidos, Reino Unido y Chile, entre otros países.

Por otro lado, la evidencia indica que los bancos centrales suelen perseguir un cierto conjunto de objetivos, dentro de los cuales la inflación es posiblemente el más importante. Sin embargo, dado un cierto nivel "tolerable" de inflación, el que depende de las características de las autoridades monetarias de turno, estas dedicarán sus mayores esfuerzos a lograr que las restantes variables se acerquen a los niveles objetivos de las autoridades.

En el caso de una economía pequeña y abierta como la chilena, la evaluación del compromiso antiinflacionario de las autoridades monetarias es aún más complejo. Ello debido a la importancia que tiene el comportamiento del tipo de cambio sobre la evolución del nivel de precios. Como se indicó anteriormente, en Chile la fase expansiva del ciclo económico se ha vinculado históricamente por movimientos favorables de los términos de intercambio, los que usualmente han dado origen a caídas en el tipo de cambio real y a través de ello en el ritmo inflacionario. Así, en la fase expansiva del ciclo de balanza de pagos, el Banco Central podría dar cumplimiento a bajo costo real al objetivo inflacionario —en un contexto de relativa flexibilidad del tipo de cambio nominal— por cuanto el fortalecimiento de la cuenta corriente hace posible dejar caer el tipo real. Sin embargo, la simple evaluación del desempeño del instituto emisor sobre la base del comportamiento presente de la inflación no entrega una señal nítida sobre la calidad de su política antiinflacionaria. De hecho, la respuesta a dicha interrogante atraviesa por el análisis de la naturaleza de los movimientos de los términos de intercambio y/o tasas de interés internacionales —permanentes o transitorios—, lo que en este caso queda a discreción de las autoridades. Para efectos de la evaluación del nivel del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos también es importante la percepción que tengan las autoridades con respecto a cuál es el crecimiento del PIB sostenible en el mediano plazo, interrogante que no necesariamente es de fácil respuesta.

El otorgamiento de autonomía al Banco Central no constituye una fórmula infalible para llevar la inflación a niveles cercanos a cero. De hecho es una fórmula teóricamente imperfecta si se la compara con estrategias en las que se elimina completamente la discrecionalidad de las autoridades monetarias, como ocurre en el caso de la regla monetaria del $k\%$ propuesta por Friedman, o el establecimiento de algún tipo de "junta monetaria" (*currency board*). Sin embargo, esta parece ser una estrategia políticamente más viable que las mencionadas, a pesar de las imperfecciones que presenta. En particular en lo que dice relación con la capacidad de evaluar el desempeño de las autoridades monetarias. No obstante lo anterior, es indudable que la verificación de un grado importante de apertura de la cuenta de capitales contribuiría apreciablemente a incrementar la capacidad de fiscalización del mercado sobre el desempeño del instituto emisor.

4. El establecimiento de metas inflacionarias

Un camino alternativo al uso de metas intermedias en el diseño de política monetaria —como el tipo de cambio nominal o el crecimiento de algún agregado monetario— se refiere al establecimiento de objetivos explícitos sobre la tasa de inflación propiamente tal. Esta estrategia ha sido recientemente adoptada por países como Canadá y Nueva Zelanda, los que se impusieron una trayectoria inflacionaria cuya meta final situaba ésta en torno al 2%.

En el caso de Canadá en febrero de 1991, cuando la tasa de inflación en doce meses se ubicaba en torno al 6%,¹³ se anunció una meta inflacionaria de 3% para diciembre de 1992, de 2,5% para mediados de 1994 y de 2% para fines de 1995. En el caso de Nueva Zelanda, el Acta del Banco Central aprobada por el parlamento en diciembre de 1989 estableció que el gobernador del Banco debía acordar con el Ministro de Finanzas la definición de "estabilidad de precios" y establecer el proceso de transición hacia ésta. El programa¹⁴ acordado por el Ministerio de Finanzas y la Reserva Federal contemplaba el logro de una tasa de inflación entre 2,5%-4,5% en diciembre de 1991;¹⁵ entre 1,5%-3,5% en diciembre de 1992, y entre 0%-2% en diciembre de 1993.

A pesar de la importancia otorgada a la obtención de un cuadro de estabilidad de precios, en el caso de Canadá la legislación contempla la posibi-

¹³ En dicho período la tasa de inflación sin considerar el rubro "Energía" se encontraba en torno al 15%.

¹⁴ PTA (Policy Target Agreement).

¹⁵ El cumplimiento de este itinerario debía empezar en 1990; sin embargo, con el objeto de facilitar el proceso de transición el gobierno electo en dicho año decidió posponer hasta el año siguiente la aplicación de dicho programa.

lidad de hacer abandono temporal de las metas inflacionarias propuestas ante la aparición de escenarios de crisis. Además las autoridades monetarias no se encuentran obligadas a explicitar la estrategia de política que utilizarán para cumplir con las metas de inflación, lo cual otorga un grado importante de discrecionalidad al Banco Central para hacer frente a cambios imprevistos en el entorno macroeconómico.

En Nueva Zelandia, el Acta de la Reserva Federal otorga menos grados de libertad a la política monetaria, la que tiene como objetivo prioritario el control de la inflación. Las autoridades de la Reserva Federal deben informar al Poder Ejecutivo y el Legislativo, dos veces al año con relación a la marcha del programa monetario. De constatarse algún grado de desviación del objetivo inflacionario propuesto, la Reserva Federal se encuentra obligada a diseñar y explicitar una estrategia conducente a asegurar que dichas perturbaciones sean transitorias. El incumplimiento de la meta inflacionaria debe ser rigurosamente justificado por el presidente de la Reserva Federal, pudiendo llegarse al despido del mismo en la medida en que estas justificaciones no fuesen satisfactorias.

Como se puede apreciar en el Cuadro N° 3, en el que se presenta la tasa de crecimiento del IPC para un grupo seleccionado de países, en los casos de Canadá y Nueva Zelandia los propósitos antiinflacionarios de las autoridades fueron plenamente alcanzados.¹⁶

CUADRO N° 3 VARIACIÓN DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (%)

	Canadá	Nueva Zelandia	EE.UU.	España	Reino Unido
1980	10,2	17,1	13,5	15,6	18,0
1981	12,5	15,3	10,3	14,6	11,9
1982	10,8	16,2	6,2	14,4	8,6
1983	5,8	7,4	3,2	12,2	4,6
1984	4,3	6,2	4,3	11,3	5,0
1985	4,0	15,4	3,6	8,8	6,1
1986	4,2	13,2	1,9	8,8	3,4
1987	4,4	15,8	3,7	5,2	4,1
1988	4,0	6,4	4,0	4,8	4,9
1989	5,0	5,7	4,8	6,8	7,8
1990	4,8	6,1	5,4	6,7	9,5
1991	5,6	2,6	4,2	5,9	5,9
1992	1,5	1,0	3,0	5,9	3,7
1993	1,8	1,3	3,0	4,6	1,6

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

¹⁶ En ambos países se utilizan versiones corregidas del IPC para el establecimiento de las metas inflacionarias. En Canadá se excluyen del IPC los alimentos y la

En ambos casos, la inflación fue reducida drásticamente tras la aplicación de estrategias enfocadas directamente al control de la inflación. En la rápida caída experimentada por la tasa de inflación en las economías mencionadas parece haber tenido un papel importante el "quiebre" en las expectativas inflacionarias del público ocasionado por la adopción de fuertes compromisos en materia de estabilización de precios por parte de las autoridades.¹⁷ Sin embargo, el progreso alcanzado en materia de control de la inflación coincidió con una marcada desaceleración en el ritmo de crecimiento del producto, el que en parte se explica por la recesión existente en la mayoría de las economías industrializadas, y posiblemente también por la política antiinflacionaria.¹⁸ Adicionalmente, la verificación de una caída del tipo de cambio real, especialmente en Nueva Zelanda, también cooperó a la caída del ritmo inflacionario. En todo caso, los progresos alcanzados en ambas economías en materia de inflación durante los últimos años constituyen un antecedente favorable para la mantención de los mismos. Ello en la medida que los futuros contratos salariales deberían incorporar tasas de inflación dentro del rango objetivo de las autoridades, lo que permitiría armonizar una recuperación en el ritmo de crecimiento de la actividad con bajas tasas de inflación.

Las bajas tasas de inflación alcanzadas por Canadá y Nueva Zelanda durante los últimos años han llamado la atención de los economistas. En

energía, para efectos del establecimiento de la meta inflacionaria, mientras en Nueva Zelanda se excluye la compra de viviendas y el costo de las hipotecas.

¹⁷ En Fischer (1993), se presenta evidencia obtenida a partir de encuestas, con respecto a la forma en que evolucionaron las expectativas de inflación del público tras el anuncio de las metas de las autoridades, las que, como se indicó, apuntaban a sostener una tasa de inflación anual en torno al 2%. De acuerdo con esta evidencia, tanto en Canadá como en Nueva Zelanda la implementación de los mencionados programas antiinflacionarios produjeron un quiebre en las expectativas inflacionarias, no obstante lo cual el descenso de esta variable fue más lento en el caso de Nueva Zelanda, manteniéndose la inflación esperada por encima de la efectiva hasta un año después de la puesta en vigor del PTA. Al respecto, véase Andreas M. Fischer, "Inflation Targeting: The New Zeland and Canadian Cases", *The Cato Journal*, Vol. 13, Nº 1.

¹⁸ En la medida en que las expectativas del público hubiesen reaccionado favorablemente a los anuncios de la autoridad, como parece haber ocurrido en Canadá especialmente —a juzgar por la evidencia expuesta por Fischer (1993)— la desaceleración en el ritmo de crecimiento del PIB no podría ser adjudicable al programa antiinflacionario propiamente, a menos que se suponga la existencia de algún tipo de rigidez institucional al proceso de contratación.

particular, de estas experiencias surge la interrogante con respecto a cuáles son las lecciones que se desprenden de estos casos. En otras palabras, parece necesario evaluar en qué medida a una economía como la chilena podría serle conveniente llevar adelante una estrategia agresiva de metas inflacionarias, como herramienta para alcanzar tasas de inflación de un dígito.¹⁹

El diseño de un programa de estabilización sobre la base de metas cuantitativas en la senda que sigue la tasa de crecimiento de los precios tiene importantes ventajas prácticas, como la facilidad de evaluar el funcionamiento de dicho programa. Además, esta estrategia tiene la virtud de comprometer abierta y públicamente a las autoridades fiscales con el programa de estabilización, lo que no necesariamente ocurre cuando éste se estructura sobre la evolución de agregados monetarios o el tipo de cambio nominal.²⁰ Ello por cuanto el programa fiscal deberá ser estructurado de un modo coherente con las metas inflacionarias, incorporando éstas como un aspecto central dentro de la política fiscal.

Sin embargo, el uso de la inflación como objetivo explícito de la política económica plantea ciertas dificultades técnicas que son importantes de considerar. En primero lugar aparece, especialmente en el período de transición, el problema de identificar el rezago con el que actúa la política monetaria, el que no puede ser estimado a priori por las autoridades, por lo que es posible que una lenta respuesta de las expectativas inflacionarias del público haga necesaria una caída significativa en el ritmo de crecimiento del PIB o el empleo para alcanzar las metas propuestas. Ello a menos que simultáneamente las autoridades monetarias destaquen la evolución de ciertos instrumentos intermedios, los que en definitiva determinarán la caída en el ritmo inflacionario. En este caso, se producirá una mezcla de reglas monetaria o cambiaria, con una meta de inflación.

¹⁹ En cierta forma la economía chilena ha venido avanzando en los últimos años en esta dirección, en la medida en que en los informes anuales sobre el Estado de la Hacienda Pública se presenta habitualmente el conjunto de metas de la autoridad para el año siguiente. Sin embargo, desde la puesta en marcha de la ley de autonomía del Banco Central ha adquirido creciente relevancia la meta de inflación, en la medida en que a través de los informes anuales al Senado el instituto emisor presenta sus metas en materia de inflación para el año próximo.

²⁰ En el caso de Nueva Zelandia, el compromiso de las autoridades fiscales con el programa de estabilización surge del hecho que éste es resultado de una negociación entre el Ministerio de Finanzas y el Banco Central.

CUADRO N° 4 CRECIMIENTO DEL PIB (%)

	Canadá	Nueva Zelandia	EE.UU.	España	Reino Unido
1985	4,8	-1,0	3,2	2,4	3,8
1986	3,3	0,7	2,9	3,5	4,1
1987	4,2	-1,7	3,1	5,6	4,8
1988	5,0	3,0	3,9	5,2	4,4
1989	2,3	-0,5	2,5	4,8	2,1
1990	-0,5	0,1	0,8	3,6	0,5
1991	-1	-2,1	-1,2	2,3	-2,2
1992	0,9	-0,2	2,1	1,0	-0,6
1993	2,4	4,1	3,0	-1,0	2,0

Fuente: World Economic Outlook, International Monetary Fund.

Además, es posible que la aparición de perturbaciones reales obstruyan el cumplimiento de las metas inflacionarias en un cierto período, haciendo necesario el establecimiento de reglas de excepción para efectos de evaluar el desempeño de las autoridades monetarias. De hecho, tanto en Canadá como en Nueva Zelandia se contemplan ciertas correcciones posibles a la meta inflacionaria, ante alteraciones en los impuestos indirectos, variaciones en los términos de intercambio o desastres naturales. En el caso específico de una economía como la chilena, acostumbrada a las fluctuaciones de los términos de intercambio, al igual que a los desastres naturales, es fácil imaginar las complicaciones que se plantearían sobre el diseño y evaluación de la política monetaria, cada vez que estos eventos tienen lugar.

Por otro lado, a menos que las metas inflacionarias se encuentren establecidas en la Constitución, o en alguna ley que requiera de un elevado quorum para ser modificada, es altamente probable que el entusiasmo de las autoridades y la comunidad por bajar la inflación pueda experimentar cambios en el tiempo. En particular, parece razonable pensar que el beneficio marginal de nuevas rebajas inflacionarias es fuertemente declinante a partir de un cierto umbral. Además, al plantearse desviaciones en otros objetivos de la política económica con respecto a sus niveles deseados, es probable que las autoridades —y también la comunidad— se encuentren dispuestas a sacrificar en parte los logros alcanzados en materia de inflación para conquistar ganancias transi-

tonas en términos de otros objetivos,²¹ como empleo, tipo de cambio, salud del sistema financiero, etc.²²

En algunos casos, el movimiento a un peldaño inferior de inflación puede verse facilitado por un cuadro de fortaleza inicial en las cuentas externas,²³ lo que al hacer posible una caída del tipo de cambio real reduce los costos reales asociados a la reducción en el ritmo de crecimiento del gasto interno. En efecto, a pesar de los costos que involucra para el nivel de actividad del sector transable la reducción del tipo de cambio real, es razonable esperar que el empleo global no se vea afectado, en especial en economías como la chilena en la que el sector no transable es altamente intensivo en mano de obra. Desde este punto de vista, la caída del tipo de cambio real permitiría a las autoridades mostrar resultados globales altamente satisfactorios, como sería una combinación de menor desempleo e inflación.

La coherencia macroeconómica de este tipo de estrategia requiere, por un lado, de un esquema de tipo de cambio flexible, y que exista un grado importante de coincidencia entre el sector privado y las autoridades en cuanto a que la caída del tipo de cambio real es sostenible en el mediano plazo. De lo contrario, la caída inicial en la inflación será seguida de un fuerte ataque especulativo contra la moneda doméstica, lo que finalmente frustrará lo que podría haber sido una "apuesta razonable" a la durabilidad de un tipo de cambio real menor y una inflación más baja.

En el caso de los programas de estabilización que se inician con la fijación del tipo de cambio nominal, es normal que se produzca un *boom* inicial de gasto, el que coincide con una caída en el ritmo inflacionario. En particular, en un esquema de amplio uso de reglas de indexación sobre la base de la inflación pasada, el establecimiento de un tipo de cambio nominal fijo promueve un aumento de los salarios reales, junto con una caída del tipo de cambio real, la que actúa como mecanismo de ajuste frente al aumento en la

²¹ Esta aprensión se relaciona con el postulado que hiciera Harry Johnson, en términos de que en las recesiones predominan los keynesianos y en los períodos de inflación los monetaristas.

²² De acuerdo a la evidencia revisada por Bernanke y Mishkin los bancos centrales suelen comportarse con "mentalidad de crisis", lo que se refleja en la propensión a focalizar sus mayores esfuerzos a atender aquellos objetivos que, dentro de un amplio conjunto, se encuentran más alejados de las metas propuestas. Al respecto, véase B. Bernanke y F. Mishkin, "Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries", *NBER Working Paper*, N° 4082 (1992).

²³ Por ejemplo debido a un mejoramiento inesperado de los términos de intercambio, el que se asume tiene, en un alto porcentaje, el carácter de permanente.

relación entre el gasto y el producto. Ello a menos que la fijación del tipo de cambio sea acompañada de un ajuste fiscal coherente con la mantención del tipo de cambio real en un nivel similar al inicial.

En el caso en que el programa de estabilización se inicia con la fijación del tipo de cambio nominal, dejándose para una etapa posterior una acción más enérgica sobre la demanda interna,²⁴ cuando es necesario producir una recuperación del tipo de cambio real, las autoridades se verán enfrentadas a dos efectos contrapuestos: por un lado, el efecto favorable que significa la reducción del "efecto inercia" al obtenerse una caída en el ritmo de crecimiento de los precios;²⁵ por el otro, la disposición de la comunidad a enfrentar los costos del ajuste puede ser menor que al inicio del programa de estabilización, lo que complica la administración de la fase de recuperación del tipo de cambio real.

5. ¿Por qué es necesario alcanzar una inflación de un dígito?

Durante los últimos años la economía chilena ha logrado reducir en forma significativa su tasa de inflación con respecto a sus niveles históricos, al situarse ésta por debajo de 15% al año. Por otra parte, la larga tradición inflacionaria chilena ha dado origen a un vasto conjunto de reglas de indexación, las que en la práctica han limitado drásticamente la extensión de los efectos reales de la inflación. En este contexto parece pertinente plantearse qué beneficios adicionales podría tener el continuar reduciendo la inflación.

En una perspectiva de corto plazo, la respuesta a dicha interrogante puede no ser trivial, lo que probablemente puede generar cierto grado de incompreensión hacia los esfuerzos del Banco Central en orden de continuar avanzando hacia tasas de inflación de un dígito. Sin embargo, existen poderosas razones para sustentar la estrategia mencionada. Por un lado, ya se mencionó que la existencia de tasas de inflación relativamente elevadas contribuye a

²⁴ En este tipo de programas, las autoridades privilegian el logro de un quiebre rápido en las expectativas de inflación, tanto para contener la espiral inflacionaria como para atenuar los costos reales del programa de estabilización.

²⁵ Para que este efecto favorable realmente se manifieste es necesario que la comunidad perciba la fijación del tipo de cambio nominal como un cambio en el régimen de política, lo que llevaría a revisar las reglas de indexación. De no ocurrir este cambio en las expectativas del público, se acrecentarán los costos reales de esta política en la segunda fase de la misma. Una discusión acerca del efecto que tiene la fijación del tipo de cambio nominal sobre la inercia inflacionaria se encuentra en Sebastián Edwards, "Exchange Rates as Nominal Anchors", *NBER Working Paper*, N° 4246 (1992).

sostener una amplia red de mecanismos de indexación, los que en alguna medida obstruyen la capacidad de respuesta del sistema de precios ante cambios en las condiciones reales de mercado. Desde este punto de vista la inflación genera como efecto indirecto un cierto grado de ineficiencia en la asignación de recursos, el que crece con el nivel de la inflación.²⁶

Una segunda razón se deriva del hecho que la inflación, a través de los mecanismos de indexación, genera un sesgo desestabilizador en la economía, en la medida en que los cambios de precios relativos requeridos por modificaciones en la capacidad de gasto de la economía tienden a producirse en la forma de diferentes grados de ajuste a la inflación pasada, lo que hace inestables los logros en materia de estabilización, especialmente cuando se hace necesario generar un aumento del tipo de cambio real.

Como es obvio, el problema para el manejo macroeconómico no se origina en la existencia de mecanismos de indexación, sino que en la carencia de una suficiente credibilidad del público en la vocación antiinflacionaria de las autoridades, lo que de corregirse llevará naturalmente a extender el plazo de los contratos de precios, y con ello a reducir la influencia de las perturbaciones transitorias de oferta y/o demanda agregadas, sobre la senda inflacionaria.

Consecuentemente con lo anterior, la existencia de tasas de inflación "de equilibrio"²⁷ en torno a los dos dígitos indica un cierto grado de incapacidad por parte de la política económica de alcanzar un régimen disciplinario importante. Ello por cuanto la diferencia entre tasas de inflación bajas —inferiores a 5%— y las moderadas o altas, es el rigor de las reglas que la sociedad ha decidido imponer sobre el diseño de política económica. Una "inflación de equilibrio" entre 10-15% puede interpretarse como un escenario en que las autoridades promueven el logro de un grado importante de estabilidad de precios, pero no están dispuestas a aceptar la disciplina inherente a continuar bajando la inflación. Ello debido a que no tienen la capacidad de disciplinar el manejo fiscal, o de flexibilizar el mercado laboral. En este contexto, es probable que se mantenga una extensa red de cláusulas de indexación en la determinación de precios y salarios, lo que hace altamente probable que la tasa de inflación tienda a acelerarse frente a *shocks* adversos.

La estrategia adecuada para avanzar a tasas de inflación de un dígito depende en buena medida de las condiciones iniciales que enfrenta la política económica. Así, parece más factible introducir fuertes compromisos antiinflacionarios en economías en las que la tasa de crecimiento de los precios

²⁶ Ello por cuanto el largo de los contratos tiende a acortarse, con lo que se reduce la flexibilidad del sistema de precios.

²⁷ De equilibrio en el sentido de que las autoridades aspiren a mantenerse en dicho nivel.

había alcanzado niveles tales que amenazaba la existencia de la moneda doméstica. En este caso, es razonable esperar que las autoridades cuenten con el apoyo en la comunidad para introducir fuertes programas de ajuste del gasto interno, junto con algún tipo de "ancla nominal", como el establecimiento de metas cuantitativas sobre el crecimiento del dinero, o fijación del tipo de cambio nominal. Al respecto, cabe recordar la utilización del tipo de cambio como aspecto central del plan de estabilización implementado en Argentina en la presente década. La "experiencia monetarista" de los Estados Unidos y Reino Unido a comienzos de los 80 también es ilustrativa, no obstante que en el caso de estos países las tasas de inflación se situaban por debajo del 20% anual. Sin embargo, para economías desarrolladas, cuyas monedas son utilizadas como dinero de reserva por la comunidad internacional, dichas tasas eran extraordinariamente elevadas. En estos casos, la implementación de severos programas monetarios estructurados sobre la base de metas cuantitativas sobre algún agregado, fue la respuesta de las autoridades a dicha coyuntura.

En el caso de economías con inflación crónica, pero moderada, como sería el caso de la economía chilena en la actualidad, parece más difícil la introducción de fuertes restricciones sobre el Banco Central. De hecho, el otorgamiento de autonomía a éste actúa como un elemento moderador de las presiones de demanda agregada, quedando a juicio de las autoridades la determinación de la intensidad de la lucha contra la inflación. A pesar de los indudables méritos que tiene este esquema institucional, nada garantiza en este que los progresos en el control de la inflación sean sostenidos y la política utilizada eficiente. De hecho, el beneficio de la flexibilidad que ofrece este esquema a las autoridades, con respecto a un caso de "anclas", tendría el inconveniente de otorgar una fuerte ponderación en el resultado final de las políticas a las características del conjunto de autoridades de la institución.²⁸

Una estrategia que podría armonizar los beneficios de la mantención de un esquema de autonomía del Banco Central con ciertos compromisos explícitos en materia inflacionaria sería la utilización del "esquema neozelandés". En particular, lo que se propone es que tras la verificación de un cambio de gobierno el Consejo del Banco Central negocie con el Ministro de Hacienda una trayectoria de la inflación para el período del nuevo gobierno. En esta negociación las autoridades monetarias deben priorizar el objetivo de estabilidad del valor de la moneda que les encomienda la Ley Orgánica del Banco

²⁸ Esta desventaja de la solución de autonomía al Banco Central con respecto al uso de "anclas" ha sido destacada por Milton Friedman en su trabajo "Should There Be an Independent Monetary Authority?", en L. Yeager (editor) *In Search of a Monetary Constitution* (Harvard University Press, 1962).

Central. Por otro lado, el plantearse objetivos de mediano plazo en materia de inflación —los que el gobierno deberá hacer suyos tras la negociación— llevará a que las autoridades fiscales se vean en la necesidad de insertar el diseño de la política fiscal en una perspectiva de mediano plazo,²⁹ lo que evita que ésta se constituya en un factor de amplificación del ciclo económico.

ANEXO

GRÁFICO N° 1 TASA DE INFLACIÓN

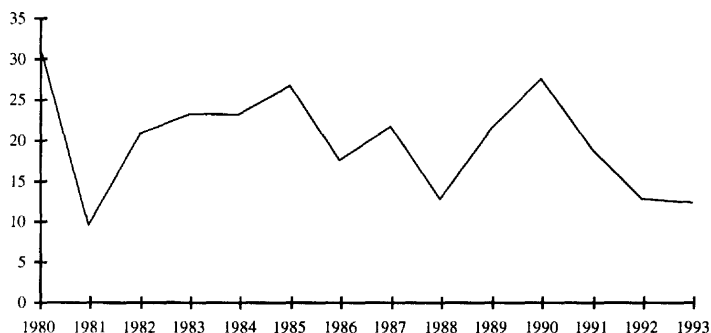
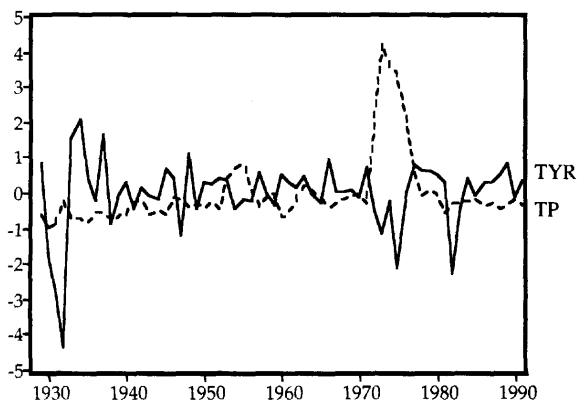


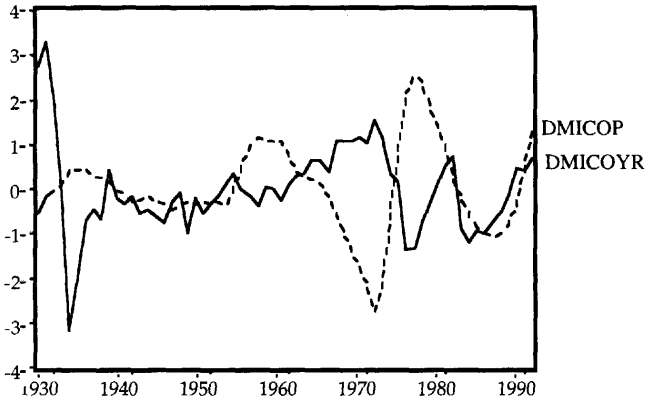
GRÁFICO N° 2 NIVEL DE PRECIOS Y PGB REAL
Primera diferencia del Log: Ambas Normalizadas
Anual. 1928-1991



Fuente: BCC y elaboración propia.

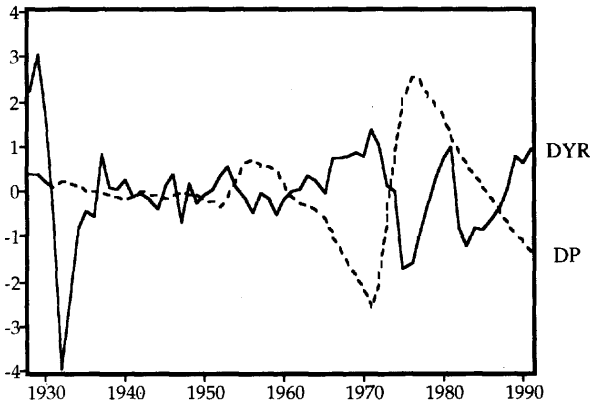
²⁹ Una justificación al uso de programas fiscales de mediano plazo se encuentra en F. Rosende, "Macroeconomía y finanzas públicas: Algunas consideraciones", *Puntos de Referencia*, N° 106C CEP (noviembre 1992).

GRÁFICO N° 3 DESVIACIONES DEL PGB REAL Y DE LOS PRECIOS
En base a una regresión lineal estimada por MICO
Anual, 1928-1991



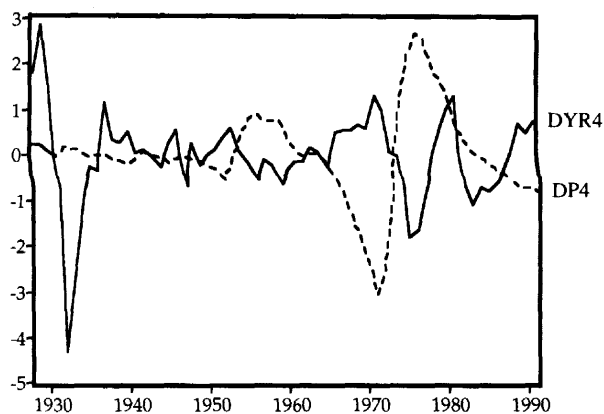
Fuente: Elaboración propia.

GRÁFICO N° 4 DESVIACIONES DEL PGB REAL Y DE LOS PRECIOS
Filtro Hodrick-Prescott, Parámetro: 1600



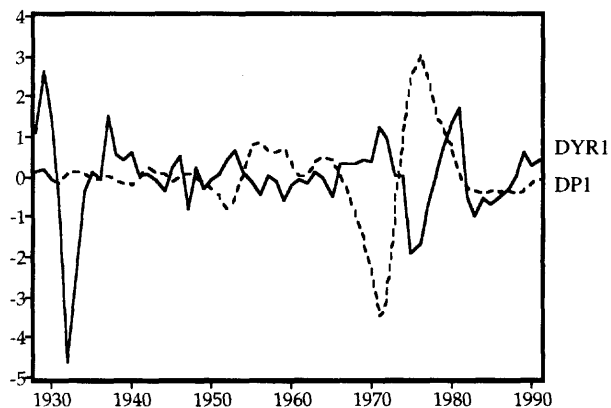
Fuente: Elaboración propia.

GRÁFICO N° 5 DESVIACIONES DEL PGB Y DE LOS PRECIOS
Filtro Hodrick-Prescott, Parámetro 400
Anual, 1928-1991



Fuente: Elaboración propia.

GRÁFICO N° 6 DESVIACIONES DEL PGB REAL Y DE LOS PRECIOS
Filtro Hodrick-Prescott, Parámetro 100
Anual, 1928-1991



Fuente: Elaboración propia.