



Inflación desbordada: temores sin fundamentos

Por: Carlos J. García, Ph.D. en Economía, University of California (LA), EE.UU. Académico FEN-UAH.



No existe una declaración más tajante sobre el origen de la inflación que la realizada por Anna Schwartz, en el prefacio del libro *The Great Contraction 1929-1933*: la inflación es un fenómeno monetario y no es producto de presiones de costos.

Esta definición, para los macroeconomistas es precisa porque divide sin titubeos a las dos almas contrapuestas que coexisten en nuestra profesión: la monetarista –y sus extensiones neoclásicas– del keynesianismo.

Schwartz coautora con Milton Friedman de este influyente libro, que a su vez es uno de los capítulos de su famoso estudio *A Monetary History of the United State*, es más incisiva aún: la inflación puede ser controlada por la política monetaria a través de reglas y

no existe ningún *trade-off* de largo plazo entre inflación y desempleo. En otras palabras, para Schwartz, un exceso en el crecimiento de la oferta de dinero más temprano que tarde se materializará en inflación.

Revisemos la evidencia en Chile, la variación trimestral del M1 entre el 2011-2018 fluctuó en torno al 10%. Sin embargo, desde el 2020, esta variación creció permanentemente llegando a un 60% el primer trimestre del 2021, en línea con una caída de la tasa de interés de 1,75% a 0,5%. La inflación por su parte, durante este último período ha tenido dos peaks -3,9% en febrero 2020 y 3,6% en mayo 2021- y el resto del tiempo fluctuó en torno al 3%. Por el lado de los costos, si bien el dólar subió a 850 pesos en abril del 2020, en junio del 2021 es de 726, que es una depreciación en torno del 7% con relación

al 2018. Los salarios reales, producto del aumento del desempleo, crecieron en un 2,4% en abril del 2021, una tasa anual similar que antes de octubre del 2019, entre medio los salarios reales registraron incluso tasas negativas. El precio del petróleo, si bien registró un crecimiento del 273% en abril del 2021 respecto de abril del 2020, este es una recuperación del nivel del precio después de muchos meses registrando tasas negativas.

El panorama, claramente muestra una inflación acotada, en un contexto de una política monetaria muy expansiva, con presiones de costos en aumentos, pero controlados. Así, desde una perspectiva monetarista, los datos no cuadran, aunque se podría contraargumentar que todavía estamos en medio de la crisis de la pandemia del COVID y que la política monetaria en los próximos trimestres impactará directamente la inflación, como predice esta teoría. No obstante, las expectativas inflacionarias, medidas por la encuesta de expectativas económicas y operadores financieros del Banco Central, no superan el 3,5%. En este caso, el aumento espectacular del 60% del M1 mencionado en el párrafo anterior sería explicado porque la demanda por dinero también aumentó; en otras palabras, las familias y empresas quieren mantener ese dinero y, por tanto, no se ha materializado en incremento de



Por ahora, parte de la inflación es más producto de la crisis actual que una señal genuina de recuperación

precios como sería el caso contrario en que estos agentes decidieran deshacerse de sus saldos monetarios comprando bienes y servicios.

En un artículo reciente¹ de los economistas Rezza y Farhi de UCLA y Harvard, respectivamente, encuentran que la crisis del COVID es un shock compuesto tanto de elementos de demanda como de oferta. En un modelo con múltiples sectores, conectados a través de los lazos que se miden en la matriz insumo producto, salarios rígidos a la baja y una tasa de interés igual a cero, este shock compuesto afecta de una forma no trivial a la inflación. Si bien los componentes de oferta y sectoriales son inflacionarios – por falta de insumos nacionales e internacionales– la caída temporal de la demanda agregada es deflacionaria. Resumidamente: hay elementos que tienden a generar inflación, pero otros también la reducen. Por el contrario, al caso de la inflación, todos los componentes apuntan a un menor creci-

miento y más desempleo.

Adicionalmente, es importante destacar dos puntos ausentes en el análisis monetarista tradicional. Primero, si bien el *trade-off* entre inflación y desempleo puede que no se dé en el largo plazo, es obvio que aún estamos en medio de una profunda crisis. Adelantar, una política monetaria contractiva simplemente volvería a hundir a la economía chilena. Segundo, la ausencia de *trade-off* en el largo plazo es cuestionable en este sentido particular: Fornaro y Wolf, de Pompeu Fabra y la Universidad de Viena, indican² que las disrupciones de oferta causado por el COVID provocarían un shock negativo de crecimiento endógeno. En palabras simples, la crisis actual puede afectar gravemente la capacidad futura de producción de la economía. Así en vez de hacer una política monetaria contractiva para contrarrestar las presiones inflacionarias de costos –como se señala en libros de texto³ sobre cómo tratar shock de oferta transitorio–, se debe hacer todo lo contrario para asegurar que se podrá mantener la productividad de la economía.

En resumen – despejando los temores sobre una inflación desbordada –es temprano aún para desinstalar la política monetaria expansiva. Muy por el contrario, solo en la medida que la crisis se supere será momento de ir aumentando paulatinamente la tasa de interés y reduciendo las facilidades de crédito. Por ahora, parte de la inflación es más producto de la crisis actual que una señal genuina de recuperación. En especial por que la propia pandemia está mutando con nuevas variantes que ponen un manto de duda sobre el futuro inmediato de la economía chilena y tasas de crecimiento del PIB por sobre el 6% para el 2021. **OE**



(1) Baqaee, D., & Farhi, E. (2020). Supply and demand in disaggregated Keynesian economies with an application to the covid-19 crisis (No. w27152). National Bureau of Economic Research.

(2) Fornaro, L., & Wolf, M. (2020). The scars of supply shocks. Mimeo

(3) Galí, J. (2015). Monetary policy, inflation, and the business cycle: an introduction to the new Keynesian framework and its applications. Princeton University Press.