

# Riesgo de inflación

**E**n los últimos meses hemos observado mayores registros de inflación, con una variación en 12 meses de 4,4% en 2011 y de 3,8% en abril pasado, medida en 12 meses. Si bien existen algunos efectos puntuales asociados al precio de alimentos y combustibles, cabe preguntarse acerca del riesgo de una aceleración de la inflación desde el punto de vista macroeconómico.

La inflación, medida como variación en 12 meses, empieza a acelerarse a mediados de 2011. Esto también ocurre con los índices que miden la inflación subyacente, es decir, los que excluyen combustibles y alimentos perecibles, así como tarifas de servicios regulados y para las categorías de bienes transables y no transables.

La mayor inflación de los bienes transables está correlacionada con la trayectoria reciente del tipo de cambio. En efecto, en el período julio-diciembre de 2011, el tipo de cambio nominal se depreció 12%. Esto coincide con la intervención del Banco Central en el mercado cambiario, la cual fue anunciada como una acumulación de reservas por US\$ 12 mil millones en enero-diciembre de 2011, para hacer frente a la mayor incertidumbre global. Sin embargo, esto no sugiere necesariamente una efectividad de la intervención cambiaria en ele-

var el tipo de cambio. De hecho, en el mismo período, el euro se depreció en una magnitud similar respecto del dólar. Una hipótesis preliminar sugiere que al acentuarse la incertidumbre en la eurozona, con una probabilidad mayor de crisis financiera y de deuda soberana que podía terminar en un colapso del euro, el dólar se fortalece respecto de las otras monedas, incluyendo el peso chileno. Con todo, la intervención podría explicar una sobredepreciación transitoria del peso, ya que en el período considerado, el tipo de cambio multilateral (respecto de una canasta de monedas) sube 7%.

Sin embargo, el incremento de la inflación no sólo es un reflejo de la depreciación cambiaria. La inflación de los bienes no transables también se acelera y es más elevada que la inflación total. Esto sugiere una presión de demanda generalizada en la economía, que presionaría los precios de los bienes no transables y ele-

varía el déficit en la cuenta corriente. En efecto, en los últimos trimestres, el crecimiento de la demanda interna ha excedido largamente el crecimiento del producto e ingreso y se ha incrementado el exceso de demanda agregada de la economía, lo que corresponde al déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Las proyecciones del Banco Central consideran un déficit de 3,4% del PIB. Dado que el gobierno proyecta un déficit de 0,4%, el sector privado tendría un déficit que ascendería a 3%. Sin embargo, la fortaleza del mercado laboral sugiere que el consumo podría crecer más vigorosamente, acentuando el déficit. Es preciso destacar que estas proyecciones consideran el precio efectivo del cobre, por lo tanto, el déficit de cuenta corriente sería aún superior si lo medimos al precio de largo plazo del cobre (estimado en US\$ 3,02). Naturalmente, de continuar la expansión de la demanda

interna al fuerte ritmo registrado, introduciría un cierto grado de vulnerabilidad a la economía frente a una eventual caída del precio del cobre.

La presión sobre el precio de los bienes no transables puede racionalizarse si nos detenemos a examinar la trayectoria reciente del tipo de cambio real. Hacia inicios de 2011, el tipo de cambio real empieza a depreciarse, inducido por el alza del tipo de cambio nominal y la inflación externa. Sin embargo, los fundamentos del tipo de cambio real como precio del cobre y gasto indican que éste debería apreciarse, por lo tanto, esto genera una presión alcista sobre el precio de los no transables para concretar la apreciación.

En este escenario, el Banco Central debería subir la tasa de política, condicional a la evolución del escenario externo, para moderar el crecimiento de la demanda interna y contener la inflación.



**Luis Felipe  
Lagos**

*Director del Programa  
Económico de LyD*

