



## El Anclaje de las Expectativas de Inflación y la Política Monetaria de los países de Centroamérica y República Dominicana

Luis F. Granados Ambrosy<sup>1</sup>

En los últimos años, en Centroamérica y República Dominicana las expectativas de inflación constituyen un componente importante para evaluar las perspectivas del sector privado y evaluar la percepción y reacción del sector con relación a la política monetaria y la efectividad del cumplimiento del objetivo fundamental, la estabilidad de precios, el cual se ha materializado con el anuncio del objetivo de estabilidad de precios de manera explícita en algunos casos y en otros como parte del esquema de política monetaria de metas de inflación. En ese sentido, el objetivo de la presente nota es plantear la importancia de las expectativas de inflación como un componente necesario pero no suficiente para definir la estrategia y monitoreo de política monetaria. Para el efecto, en primer lugar, se describen de manera general los fundamentos teóricos de las expectativas de inflación, las expectativas de inflación en un ambiente de bajas tasas de inflación y dos modelos para evaluar empíricamente la importancia de tales expectativas en la toma de decisiones de política monetaria; en segundo lugar, se trata el tema de las expectativas de inflación en el entorno internacional y en Centroamérica y República Dominicana; y, en tercer lugar, la importancia de las expectativas de inflación para la política monetaria en medio del ciclo de recuperación económica y frente a la incertidumbre del comportamiento de los precios del petróleo y de algunos otros commodities.

### I. De los fundamentos teóricos de las expectativas de inflación

El marco de una política monetaria óptima permite investigar cómo y en qué extensión un cambio en los supuestos de cómo los agentes forman sus expectativas de inflación afecta los principios de una política monetaria óptima y también provee un marco de referencia para evaluar las reglas simples de política. Una meta numérica consistentemente calculada para la inflación, ancla y estabiliza las expectativas de inflación. El establecimiento de un compromiso que, adicionalmente, entre otros factores considera las expectativas de los agentes económicos le da mayor robustez a la estrategia de política monetaria. Por esas razones, la importancia de anclar las expectativas de inflación del sector privado de mediano plazo para que la reacción efectiva de la política monetaria sea siempre la estabilidad de precios. El Presidente del Banco Central Europeo ha asegurado que es absolutamente esencial asegurar que las expectativas de inflación permanezcan firmemente ancladas en línea con la estabilidad de precios en el mediano plazo. El temor es cuando no están bien ancladas y se comportan sin sentido y se vuelven indelebles en inflación actual o deflación con altos costos al restablecer la estabilidad de precios. Por esas razones, es importante conocer bajo qué forma el marco de política monetaria bajo aprendizaje e incertidumbre

<sup>1</sup> Economista de la SECMCA. Las opiniones y comentarios incluidos en la presente nota son de exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente reflejan los puntos de vista de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano ni del Consejo Monetario Centroamericano.



converge a un equilibrio de mediano plazo y en que extensión o magnitud un cambio en como los agentes forman sus expectativas de inflación afecta las reacciones de política monetaria.<sup>23</sup>

**i) Qué se ha aprendido sobre el anclaje de las expectativas de inflación en un ambiente de bajas tasas de inflación?** durante la fase de crisis financiera global, no obstante la incertidumbre sobre la duración e impacto de la crisis y la recuperación económica, se ha señalado que los shocks temporales a componentes volátiles de la inflación, tales como los relacionados con los precios de los commodities, tienden a afectar las expectativas de corto plazo, mientras las mediciones de las expectativas de inflación de largo plazo han sido insensibles a la propagación de los shocks temporales. Esa situación se ha debido al hecho que, fundamentalmente, las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido bien ancladas en niveles consistentes con la definición clara de estabilidad de precios de los bancos centrales y en un marco de política que ha ganado credibilidad en el tiempo. En el caso particular de los países europeos, dentro de sus proyecciones de inflación de mediano plazo, se han considerado los precios de los commodities y el petróleo, el tipo de cambio del euro, las medidas de la caída económica, tales como la brecha del producto, la utilización de la capacidad y la tasa de desempleo y el crecimiento del salario. Adicionalmente, los cambios en los impuestos indirectos y en los precios administrados los cuales se han incrementado.<sup>4</sup> La estabilidad de las expectativas de inflación ha sido remarcable durante los últimos tres años y el anclaje de las de mediano plazo ha sido un indicador importante de la credibilidad del banco central y de la efectividad de la política monetaria. En el caso particular cuando la inflación ha sido afectada por shocks temporales, monitorear las expectativas ha sido clave para evaluar el riesgo que choques temporales puedan tener efectos de larga duración en la inflación vía su impacto en los precios domésticos y en la determinación de los salarios.

## **ii) Dos modelos simples Neokeynesianos de inflación.**

Dentro de una definición simple de naturaleza Neo Keynesiana, se incluye la aplicación de dos modelos simples de inflación para conocer dos aspectos fundamentales de las expectativas de inflación. En una primera aproximación un modelo de inflación dinámica, bajo expectativas racionales y derivado de un set de supuestos microeconómicos, de la siguiente forma:  $\pi_t - \pi_{t-1} = \beta(E_t^* \pi_{t+1} - \gamma \pi_t) + kx_t + \mu_t$ , donde  $\pi$  = inflación,  $\pi_{t+1}$  factores prospectivos de la inflación,  $\pi_{t-1}$  factores retrospectivos de la inflación,  $E_t^*$  es un operador de expectativas y  $x_t$  es la brecha del producto. Mientras por otra parte se incluye

<sup>2</sup> Friedman, B.M. and Michael Woodford. (2011). Handbook of Monetary Economics. North Holland.

<sup>3</sup> Taylor, J.B. (1999). Monetary Policy Rules. The University of Chicago Press.

<sup>4</sup> European Central Bank. (2009, 2010 y 2011). Monthly Bulletin.



una especificación que ha sido utilizada para evaluar los shocks de oferta, la cual incluye un componente para capturar las expectativas, uno para evaluar la persistencia de la inflación en el modelo y una variable del producto. Los dos primeros elementos han sido de vital importancia para medir el impacto de los shocks de oferta persistentes en los cuales los precios internacionales claves impulsaron los costos y los precios internos, la aproximación es la siguiente:  $\pi_t = \delta E_t \pi_{t+1} + (1 - \delta) \pi_{t-1} + \lambda y + \mu_t^{AS}$ , donde  $\pi_t = \text{inflación}$ ,  $\pi_{t+1}$  factores prospectivos de la inflación,  $\pi_{t-1}$  factores retrospectivos de la inflación y  $y$  una variable del producto.

En el caso de Costa Rica, la evidencia empírica confirma que desde octubre de 2008, el grado de persistencia inflacionaria intrínseca debido a una indexación parcial de los precios a inflaciones pasadas y expectativas de depreciación cambiarias ha sido bastante menor, al registrar antes de ese periodo un factor o coeficiente superior a 1.0, en tanto que en el periodo reciente alcanza 0.84, lo que significa que desde finales de 2008 se registra una menor persistencia inflacionaria y que gradualmente se está produciendo un anclaje de las expectativas de inflación de mediano plazo. En cuanto al caso de Guatemala, hasta finales de 2006 el coeficiente de persistencia inflacionaria fue de 0.83 en tanto que de julio de 2008 a la fecha alcanzó un 0.92 ligeramente superior. Luego de implementado el esquema de metas de inflación durante 2005, las expectativas de inflación manifiestan una clara tendencia a anclarse con el objetivo de mediano plazo. En los dos casos es evidente una baja correlación entre las expectativas de inflación de los agentes privados y el comportamiento de la inflación, aunque en el periodo reciente registra una menor desviación con respecto a la inflación de mediano plazo.

## 2. Las expectativas de inflación en el entorno internacional y en Centroamérica y República Dominicana

i) En el entorno internacional la inflación ha disminuido y las expectativas de inflación de largo plazo registran niveles estables. En el caso de los Estados Unidos, al mes de enero de 2011, los precios de todos los bienes y servicios consumidos por las familias, se incrementaron en 1.2%, menor al 2.5% del año anterior. Los participantes del Comité de Mercado Abierto ven una inflación para el resto del año en un nivel bajo, la mayoría proyecta que la inflación será de entre 1.25% a 1.75% este año y de entre 1% y 2%, en el 2012 y en el 2013. El sector privado y las familias sugieren que las expectativas de inflación de largo plazo permanecen estables. No obstante, que desde el verano de 2010 se han registrado incrementos significativos en algunos precios de los Commodities, lo cual podría incrementar los riesgos macroeconómicos y la estabilidad de precios en general, particularmente, si ellos fueran los causantes de las expectativas de inflación y que éstas no llegaran a estar bien ancladas.

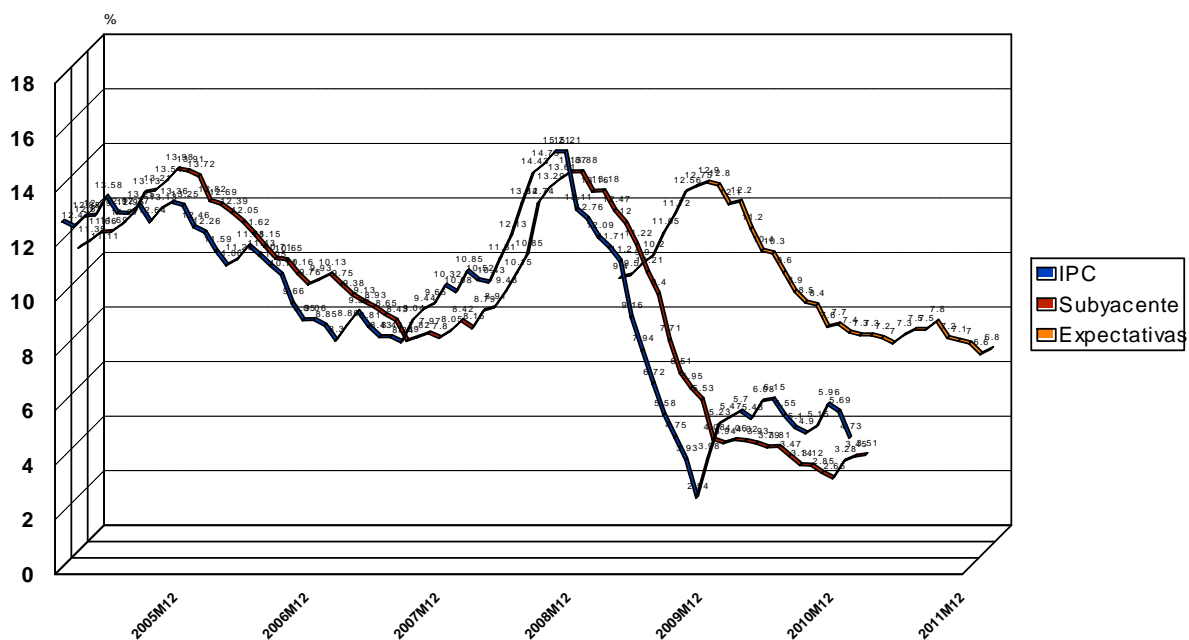
ii) En el caso de Centroamérica y República Dominicana, en el diseño de la política monetaria para 2011, las expectativas de inflación tienen una importancia relativa. En el caso de Costa Rica, el Banco Central estableció como objetivo para el año 2011 una inflación de 5% ( $\pm 1$  p.p.) y mantener la estabilidad externa de la moneda. El Banco Central señaló, por una parte,



que existen condiciones para mantener inflaciones de un dígito que converjan en el mediano plazo hacia las que muestran los principales socios comerciales de Costa Rica y, por otra parte, que impulsará la comunicación que facilite la explicación de las decisiones de política monetaria y cambiaria y contribuya al proceso de formación de expectativas y su anclaje en torno a la meta de inflación. Las expectativas inflacionarias se han ido ajustando a la baja y gradualmente se espera que queden ancladas en torno al objetivo inflacionario, cabe recordar que las expectativas de inflación estuvieron durante los años pasados ancladas en las expectativas de depreciación cambiaria. Se observa en la gráfica siguiente, el proceso gradual de anclaje de tales expectativas y la estabilidad de la inflación de mediano plazo dentro de la meta de política:

## Costa Rica: Inflación Total, Inflación Subyacente y Expectativas

### 2005-2011



Fuente: Bancos Centrales, Secma y ajustes de elaboración propia.

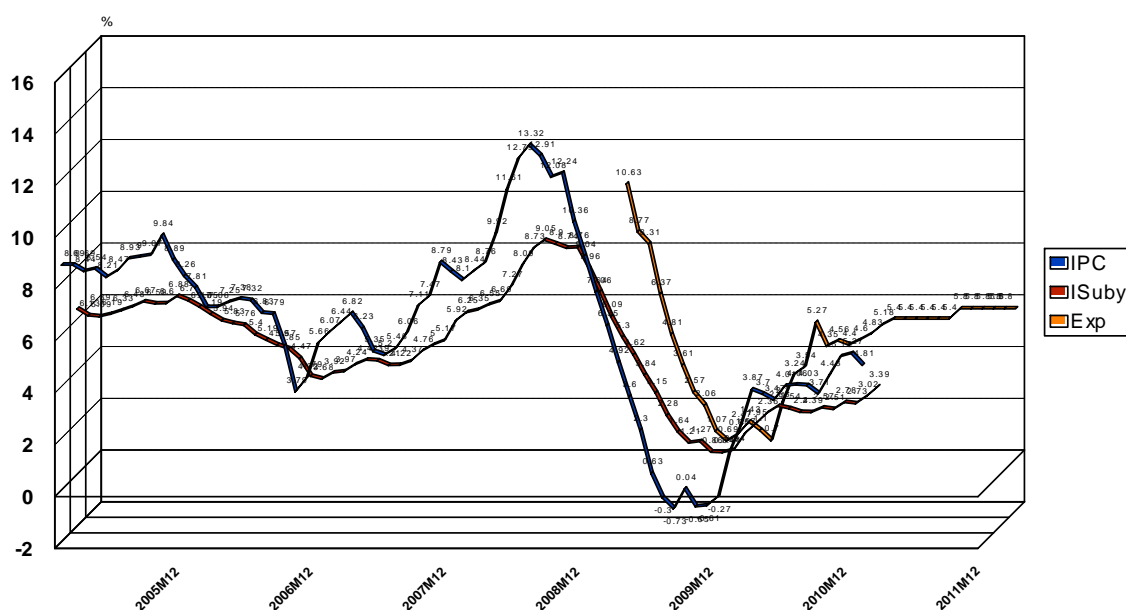
En lo que corresponde al caso de Guatemala, la Junta Monetaria en su propuesta de política para 2011 manifestó que continuará dando un seguimiento estrecho al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a las principales variables e indicadores macroeconómicos relevantes, con el objetivo de tomar las acciones oportunas que eviten que la trayectoria de la inflación se aleje de su meta de mediano plazo. Para el año 2011 se definió una meta de inflación de 5% ( $\pm 1$  p.p.) debido a las



perspectivas de presiones inflacionarias asociadas a las alzas de los precios internacionales de los commodities y presiones de demanda agregada interna de parte de los consumidores. Asimismo, se ha tomado en cuenta las expectativas de los agentes privados. El anclaje de las expectativas a la meta de inflación evidencia en los últimos dos años una mejor convergencia y el comportamiento de la inflación de mediano plazo dentro de la meta definida por la Autoridad Monetaria.

## Guatemala: Inflación total, Inflación Subyacente y Expectativas

2005-2011



Fuente: Bancos Centrales, Secmca, y ajustes de elaboración propia.

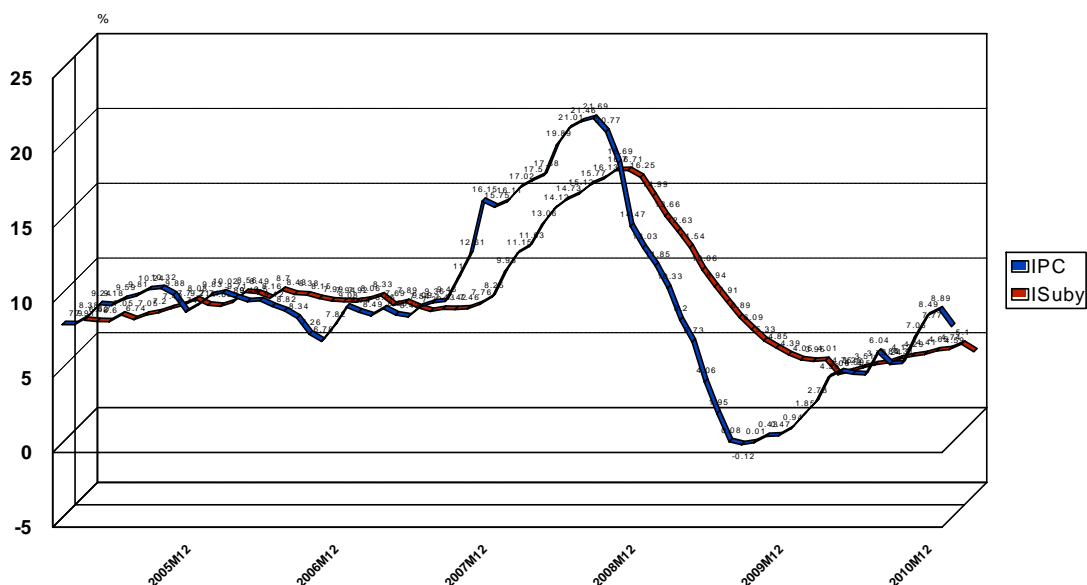
En Honduras, el Banco Central en lo concerniente a su programa monetario para 2011 reafirmó su compromiso con la estabilidad de precios, como pilar fundamental para consolidar la estabilidad macroeconómica que impulse el crecimiento y no erosione la competitividad de la economía hondureña. El banco central indicó que tomará las acciones necesarias para que la inflación se mantenga en niveles de un dígito, con base en lo que la ley le faculta y en la dinámica de formación de precios respecto a los precios relativos, precios internacionales, cambios en el gasto público, impuestos y otros costos de producción, así como las expectativas de los agentes económicos. El Banco Central señaló que la meta de inflación establecida por el directorio del BCH es de 5.5% ( $\pm 1$  p.p.) sin obviar que dicho pronóstico está supeditado a las posibles fluctuaciones en los precios internacionales del petróleo y alimentos. En el mediano plazo, el objetivo de inflación se centra en converger a un nivel similar al promedio de inflación de los principales socios comerciales.



Mientras en el caso de Nicaragua, no obstante no se tiene información sobre las expectativas del sector privado, el comportamiento de la inflación de mediano plazo registra en los últimos años un nivel de inflación baja y estable. Para el año 2011 se tiene una estimación de la inflación de 6.7%.

## Nicaragua: Inflación total e Inflación Subyacente

2005-2011

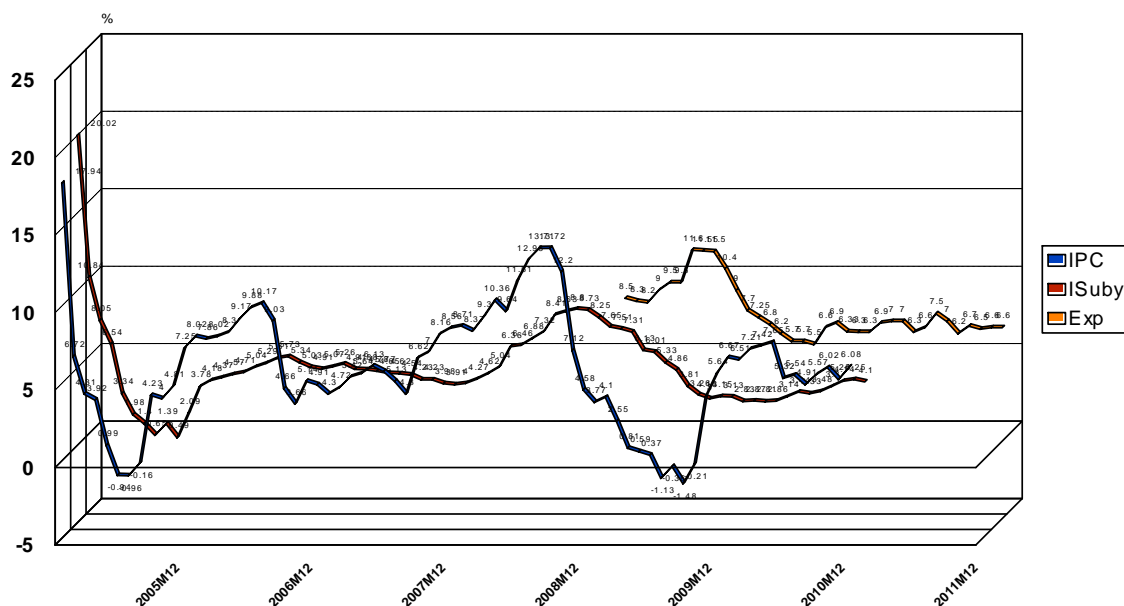


Fuente: Bancos Centrales. Secmca y ajustes de elaboración propia.

Por su parte, el Banco Central de la República Dominicana, en el Programa Monetaria para 2011 contempla una inflación dentro del rango meta de 5.0% a 6.0% para el cierre del año. Esa meta de inflación es consistente con el proceso de reducción gradual del objetivo de precios en línea con la transición hacia una estrategia de política basadas en un esquema explícito de metas de inflación y con un crecimiento económico de entre 5.5% y 6.0%. Es evidente el proceso gradual del anclaje de las expectativas de inflación con la inflación de mediano plazo.



## República Dominicana: Inflación Total, Inflación Subyacente y Expectativas 2005-2011



Fuente: Bancos Centrales, Secmca y ajustes de elaboración propia.

### 3. La importancia de anclar las expectativas de inflación dentro del esquema de política monetaria

Es de vital importancia ponderar en qué grado la política monetaria toma en cuenta las expectativas del sector privado para evitar inducir errores de proyección sistemáticos que afecten los objetivos de estabilización de los bancos centrales. Se trata de lograr una convergencia entre lo proyectado por el analista de manera óptima y las expectativas de los agentes privados con la mejor disponibilidad y uso de la información. La evidencia empírica en otros países sugiere que la política monetaria debe ser robusta dada la incertidumbre con respecto las expectativas del sector privado para evitar errores de malas especificaciones. Una extensa literatura ha considerado el tema de la conducta de la política monetaria óptima que considere como uno de sus componentes las expectativas de los agentes privados. Se ha demostrado que es posible analizar la política óptima de un banco central que reconoce que las expectativas del sector privado pueden no ser de un modelo consistente y tener errores sistemáticos que pueden afectar el equilibrio dinámico en el corto y mediano plazo. Aun cuando la incertidumbre de un banco central respecto las expectativas privadas es considerable, el cálculo de los efectos de anticipación del componente sistemático de política es un factor importante en el análisis de política. En



virtud de lo anterior, destaca la importancia de anclar adecuadamente las expectativas y garantizar que la inflación sea baja y estable.<sup>5</sup>

## 4. Conclusiones

i) El anclaje de las expectativas de inflación con la meta de política monetaria en la región es un proceso gradual de aprendizaje para los agentes privados y para la gestión de la política monetaria. De acuerdo con los resultados empíricos obtenidos en varios países se observa esa gradualidad, una moderada persistencia inflacionaria y un mejor anclaje y convergencia de tales expectativas de inflación con las metas u objetivos de inflación de mediano plazo. No obstante, la lenta recuperación de la economía mundial y la volatilidad observada en los últimos ocho meses en los precios internacionales de los Commodities, el comportamiento de la inflación de mediano plazo se mantiene alrededor de los objetivos de política monetaria trazados por cada uno de los bancos centrales en la región.

ii) En el diseño e implementación de la política monetaria óptima de acuerdo con los fundamentos teóricos convergen elementos fundamentales de la economía de un país, entre otros el anclaje de las expectativas inflacionarias de los agentes privados en el mediano plazo. Razón por la cual es importante evaluarlas empíricamente y dimensionar en qué medida afectan las decisiones de política monetaria para no incurrir en errores de carácter sistémico y reacciones de política que pongan en riesgo las tasas de inflación bajas y estables, sobretodo, tomando en cuenta del ciclo de recuperación económica actual y frente a la incertidumbre del comportamiento de los precios de los commodities.

## 5. Referencias bibliográficas

- Bancos Centrales de Centroamérica. (2010 y 2011). Documentos de Política Monetaria.
- European Central Bank. Monthly Bulletin, 2009, 2010 y 2011.
- Friedman, B.M. and Michael W. (2011). Handbook of Monetary Economics, North Holland.
- Svensson, L. (2005). Monetary Policy with Judgment Forecast Targeting.
- Svensson, L. and Noah Williams. (2007). Monetary Policy with Model Uncertainty: Distribution Forecast Targeting. Princeton University.
- Taylor, J.B. (1999). Monetary Policy Rules. The University of Chicago Press.
- Woodford, M. (2003). Interest and Prices. Princeton University Press.
- Woodford, M. (2011). Robustly Optimal Monetary Policy with Near-Rational Expectations. AER, 100:1, 274-303.

<sup>5</sup> Woodford, M. (2011). Robustly Optimal Monetary Policy with Near-Rational Expectations. AER, 100:1, 274-303.