

Analizando las expectativas de inflación de los agentes económicos durante el periodo pospandémico de COVID-19 EN LATINOAMÉRICA

RICARDO QUINECHE*, JOSÉ AGUILAR**
Y ROMINA GARIBAY***



* Jefe, Departamento de Estadísticas de Precios del BCRP
ricardo.quineche@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento de Estadísticas de Precios del BCRP
jose.aguilar@bcrp.gob.pe



*** Especialista, Departamento de Estadísticas de Precios del BCRP
romina.garibay@bcrp.gob.pe

Las crisis inflacionarias que ocurrieron en diversas economías durante el siglo XX evidenciaron el importante rol que tienen las expectativas de inflación en la determinación de la inflación contemporánea. Ante ello, los bancos centrales modernos reconocen la importancia de tener las expectativas de inflación ancladas para alcanzar su objetivo principal: la estabilidad monetaria. Dado los elevados niveles de inflación observados en el periodo pospandémico de COVID-19, en el presente artículo se analiza el comportamiento de las expectativas de inflación durante dicho periodo en Perú, Chile y Colombia.

INTRODUCCIÓN

Las crisis inflacionarias que ocurrieron en diversas economías durante el siglo XX evidenciaron el importante rol que tienen las expectativas de inflación en la inflación corriente. El mecanismo de traspaso es bastante intuitivo: i) por el lado de la demanda, si los agentes económicos creen que la inflación será muy alta en los próximos meses, prefieren comprar hoy, lo que incrementa la demanda corriente y consecuentemente el nivel de precios hoy, y, ii) por el lado de la oferta, cuando hay algún tipo de rigidez para cambiar precios, los productores fijan precios considerando la inflación esperada, que afecta sus costos marginales, por lo que, si creen que la inflación será alta, fijarán un mayor precio hoy. Este fenómeno se denomina en la literatura económica como la profecía autocumplida en la inflación (Hamilton y Whiteman, 1985; Leduc et. al., 2007; Nicolo, 2020). Ante ello, los bancos centrales actuales valoran la necesidad de mantener las expectativas de inflación estables para lograr su principal objetivo, que es garantizar la estabilidad monetaria. Por lo tanto, este artículo examina cómo se han comportado las expectativas de inflación en Perú, Chile y Colombia durante el periodo posterior a la pandemia de COVID-19, en vista de los altos niveles de inflación observados.

Milton Friedman (1968), en su publicación seminal titulada "The role of monetary policy", fue uno de los primeros en introducir las expectativas de inflación en la curva de Phillips como determinante de la inflación contemporánea¹. El episodio de alta inflación en la década de 1970 en Estados Unidos, conocido como la gran inflación, validó empíricamente lo planteado por Phelps (1968) y Friedman (1968): las expectativas de inflación aumentaron en un contexto en el que la inflación contemporánea aumentaba, lo que conllevó a un aumento en la persistencia de los niveles altos de inflación.

Friedman planteó que las expectativas de inflación se formaban de manera adaptativa: los agentes económicos adaptaban sus expectativas a los niveles de inflación recientemente observados. Por ello, en un contexto de alta inflación, los agentes económicos aumentarían sus expectativas de inflación. No obstante, Robert E. Lucas (1976) criticó esa manera de modelar la formación de las expectativas, lo que se conoce en la literatura económica como la "crítica de Lucas". Según lo planteado por Lucas (1976), los agentes económicos no forman sus expectativas solo observando el pasado inmediato de la variable en cuestión, sino que también toman en cuenta toda la información disponible y la analizan racionalmente (expectativas racionales). Bajo esta teoría, las consecuencias de las políticas fiscales y monetarias podrían ser anticipadas por los agentes económicos y de esa manera ajustarían su comportamiento contemporáneo (comportamiento *forward-*



Si un banco central se ha caracterizado por ser efectivo al momento de tomar las decisiones de política monetaria, **los agentes económicos incorporarían dicho "éxito" en la formación de sus expectativas de inflación.**



looking). Si un banco central se ha caracterizado por ser efectivo al momento de tomar las decisiones de política monetaria, los agentes económicos incorporarían dicho "éxito" en la formación de sus expectativas de inflación. Por lo que, en principio, un banco central tiene la capacidad de anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos.

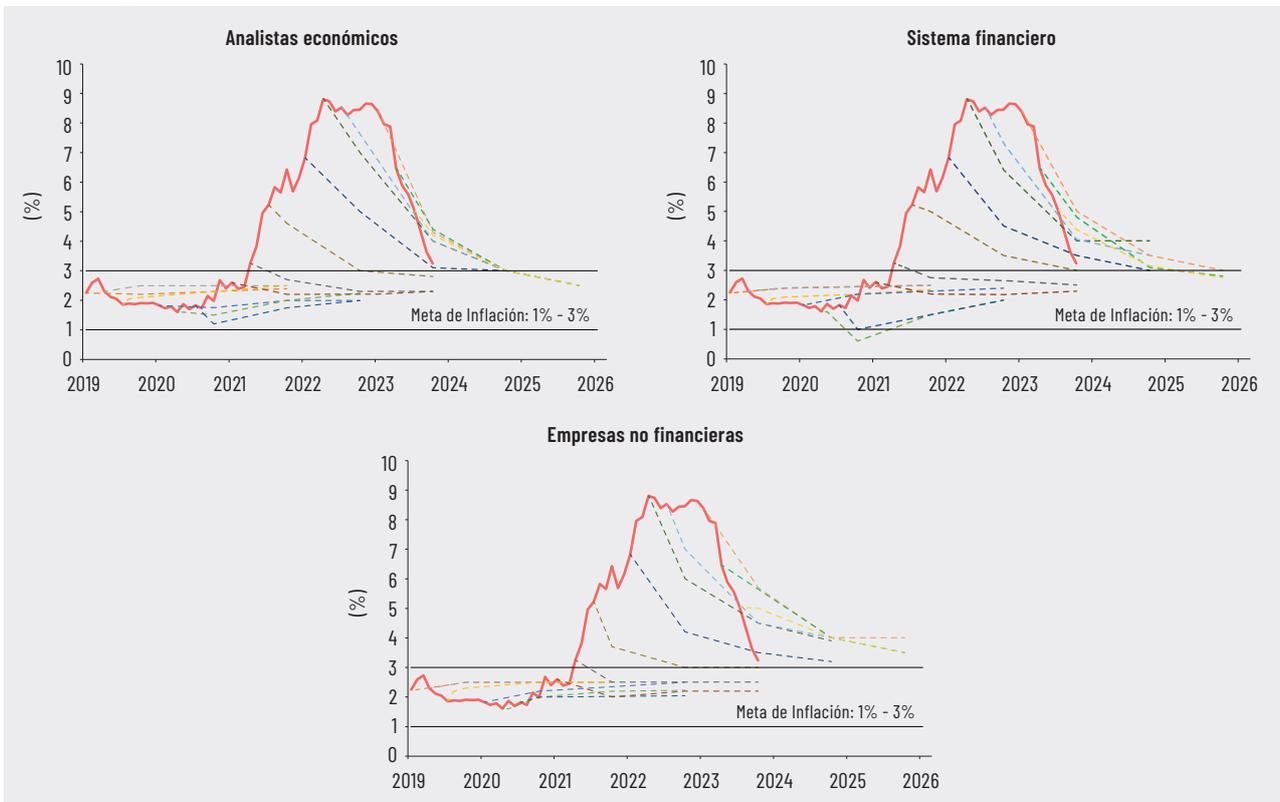
Cuando los agentes económicos tienen sus expectativas de inflación ancladas, ellos creen firmemente que los *shocks* que afectan la inflación contemporánea son exclusivamente transitorios, por lo que la demanda corriente no aumenta y no genera mayores presiones inflacionarias. No obstante, lograr tener las expectativas de inflación ancladas no es una tarea fácil. Ello requiere que el banco central sea creíble en su compromiso con la estabilidad de precios y con su meta de inflación de largo plazo.

Previo a la pandemia de COVID-19, los bancos centrales tanto de las economías avanzadas como de muchas economías emergentes lograron grandes avances anclando las expectativas de inflación, ya que lograron estabilizar los precios luego de periodos de inflación alta. Este progreso requirió una política monetaria sostenida para llevar la inflación a los niveles objetivo y mantenerla allí por varios años². No obstante, la pandemia del nuevo coronavirus y otros *shocks* globales recientes han contribuido al desarrollo de un periodo de inflación muy por encima del objetivo de

1 Phillips (1958) encontró una relación inversa entre el crecimiento de los salarios y la tasa de desempleo. En la literatura económica, este *trade-off* se conoce como la curva de Phillips.

2 Para muchas economías emergentes, el proceso también implicó cambios hacia un tipo de cambio flexible.

GRÁFICO 1 ■ Tasa de inflación y expectativas anuales por tipo de agente económico*



* INFLACIÓN TOTAL A TASA ANUAL (LÍNEA ROJA) Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LA ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS (LÍNEAS DISCONTINUAS) CON LOS REPORTES ENTRE 2019 Y 2023, PARA EL AÑO CORRIENTE Y HORIZONTES DE 1 Y 2 AÑOS.
FUENTE: BCRP.

la tasa de inflación de largo plazo. Específicamente, a partir de finales del 2020, en el periodo pospandémico, la mayoría de los países empezó a mostrar una aceleración en el crecimiento de los niveles de precios, lo que alcanzó su pico en el 2022.

Dado el reciente periodo inflacionario, es razonable preguntarse hasta qué punto las expectativas de inflación se han mantenido bien ancladas. Recientemente, Benigno y Eggertsson (2023) y Williams (2023) analizaron el caso de Estados Unidos y encontraron evidencias de que las expectativas se mantuvieron ancladas. Dado que los países de Latinoamérica no fueron exentos a este periodo inflacionario, cabe analizar si sus expectativas de inflación también se mantuvieron ancladas. Por ello, en el presente artículo, centramos la atención en los casos de Perú, Chile y Colombia.

ANÁLISIS DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN PERÚ DURANTE EL PERIODO POSPANDÉMICO DE COVID-19

En el Perú, al igual que en la mayoría de los países del mundo, entre mediados del segundo trimestre del 2021 y finales del 2022, el periodo de pospandemia estuvo caracterizado por altas tasas de inflación interanuales, que llegaron a un máximo de 8,81 por ciento en junio de 2022, situación no vista desde julio de 1997. Con el objetivo de retornar la inflación al rango meta (1-3 por

ciento) y anclar las expectativas de los agentes económicos, el BCRP implementó un ciclo alcista de la tasa de interés de política monetaria entre agosto de 2021 y enero de 2023. Dicha política ha sido efectiva en lograr que la inflación vuelva al rango meta.

Para analizar la evolución de las expectativas de inflación durante este periodo de aceleración de precios, se obtienen las expectativas de inflación de las encuestas mensuales realizadas por el BCRP en marzo, junio y setiembre entre 2019 y 2023. En esta encuesta se utiliza como muestra a empresas de diversos sectores, instituciones financieras y analistas económicos. Para cada reporte se utiliza la mediana de la tasa de inflación esperada anual para tres horizontes temporales: el año corriente (t) y los dos años siguientes (t+1 y t+2). De esta manera, se abarca una ventana de 7 años de datos mensuales de expectativas de inflación entre el 2019 y el 2025.

En el Gráfico 1 se presenta la tasa anual de la inflación total realizada, sobrepuesta con las expectativas de inflación anual para los analistas económicos (ventana 1), instituciones financieras (ventana 2) y empresas no financieras (ventana 3). En los tres casos, se observa que, en periodos en los cuales la inflación se encuentra dentro del rango meta (2019-2020), los agentes esperan que la inflación futura se mantenga cerca al 2 por ciento. Asimismo, para pe-

periodos de alta inflación, prevén que las tasas se reduzcan en horizontes de 1 a 2 años. Por ejemplo, entre el 2021 y 2023 se observa un aumento sostenido de la inflación que no se refleja en la misma magnitud en las expectativas: mientras que la tasa de inflación anual alcanzó el 8,46 por ciento para diciembre de 2022, las expectativas siguieron mostrando una tendencia a la baja.

A pesar de que los tres tipos de agentes esperan la reducción de la inflación, su grado de respuesta es distinto. Los pronósticos de analistas económicos y del sistema financiero son más conservadores que los de las empresas no financieras, especialmente, para las proyecciones a 1 y 2 años. Los analistas pronostican, en promedio, tasas de inflación a 1 año de 2,70 por ciento; el sistema financiero, 2,81 por ciento; y las proyecciones de las empresas no financieras, alrededor del 3,09 por ciento. El resultado es similar para las proyecciones a 2 años. Los analistas económicos y del sistema financiero esperan 2,50 y 2,71 por ciento para la tasa de inflación anual, respectivamente, mientras que las empresas no financieras tienen un pronóstico de 2,94 por ciento. Así también, tanto los analistas económicos como el sistema financiero muestran una tendencia a mantener sus pronósticos a 3 años más estables que la de las empresas no financieras. La variabilidad entre los pronósticos de los analistas económicos es menor que la del sistema financiero, mientras que las empresas no financieras son las que muestran una mayor discrepancia en sus pronósticos. Esto refleja una mayor influencia del entorno inflacionario en las proyecciones de este sector³.

Cabe notar que después del episodio de alta volatilidad, las expectativas de los diferentes agentes representativos convergen. De los tres destaca el caso de los analistas, que muestran una rápida convergencia, ya que proyectan tasas promedio anuales del 2,98 y 2,61 por ciento para 2024 y 2025, respectivamente. Estos pronósticos se han mantenido desde la primera vez que se preguntó por las proyecciones para esos años en la encuesta, lo que refleja la efectividad de la política monetaria para mantener ancladas las expectativas al rango meta, incluso si se consideran las altas tasas de inflación al momento de hacer las encuestas⁴. En cuanto a las proyecciones del sistema financiero, se espera que la inflación regrese al rango en 2025 (promedio de inflación en 2,70 por ciento), mientras que para 2024 se espera que esta se mantenga ligeramente por encima (promedio de 3,32 por ciento). Por último, la convergencia de las expectativas de las empresas no financieras es más lenta: se espera una inflación de alrededor del 3,86 por ciento para 2024 y del 3,52 por ciento para 2025.



Con el objetivo de retornar la inflación al rango meta (1-3 por ciento) y anclar las expectativas de los agentes económicos, el BCRP implementó un ciclo alcista de la tasa de interés de política monetaria entre agosto de 2021 y enero de 2023.

Dicha política ha sido efectiva en lograr que la inflación vuelva al rango meta.



ANÁLISIS DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN CHILE Y COLOMBIA DURANTE EL PERIODO POSTPANDÉMICO DE COVID-19

La aceleración de la inflación observada en 2021 y 2022 no fue un hecho aislado para Perú, sino que fue una tendencia global debido a los incrementos de precios de la energía, los cuellos de botella en la cadena de suministros y la crisis de fertilizantes desencadenada por el conflicto entre Rusia y Ucrania. Los países de Latinoamérica, entre ellos Chile y Colombia, no fueron exentos a esta tendencia, pues registraron niveles máximos de inflación interanual durante el 2022.

Chile experimentó un incremento sostenido de precios desde el segundo trimestre del 2021: pasó de una inflación anual de 2,97 por ciento en 2020 a 7,17 y 12,78 por ciento en 2021 y 2022, respectivamente. Durante el 2023 se observa una desaceleración del incremento de precios, por lo que se registró una menor tasa de inflación anual de 3,37 por ciento, pero aún por encima de la meta explícita de inflación del 3 por ciento establecida por el Banco Central de Chile. Por su parte, Colombia también experimentó

³ Las desviaciones estándar de los pronósticos de los analistas económicos (0,33) es menor que la de los agentes del sistema financiero (0,54) y de empresas no financieras (0,69).

⁴ Para el análisis, la primera vez que se preguntaron por las proyecciones del 2024 y 2025 fue en las encuestas de febrero del 2022 y 2023, respectivamente. Para entonces, las tasas de inflación a 12 meses eran de 6,15 (en el 2022) y de 8,65 por ciento (en el 2023).

CUADRO 1 ■ Inflación anual y expectativas*

	2019	2020	2021	2022	2023
CHILE					
Inflación anual	3,00	3,00	7,20	12,80	3,90
Promedio de expectativas para el año en curso	2,76	2,72	3,60	8,70	4,73
Promedio de expectativas para el año siguiente	2,99	2,91	3,11	4,51	3,23
COLOMBIA					
Inflación anual	3,80	1,62	5,62	13,12	9,28
Promedio de expectativas para el año en curso	3,46	2,70	3,39	7,85	9,04
Promedio de expectativas para el año siguiente	3,24	3,05	3,15	4,60	4,97
PERÚ					
Inflación anual	1,90	1,97	6,43	8,46	3,24
Promedio de expectativas para el año en curso	2,35	1,41	2,84	5,75	4,61
Promedio de expectativas para el año siguiente	2,44	2,00	2,47	3,59	3,07

* SE PRESENTAN LOS PROMEDIOS DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA EL AÑO EN CURSO Y PARA EL AÑO SIGUIENTE. SE CONSIDERAN LOS RESULTADOS DE LAS ENCUESTAS REALIZADAS HASTA EL TERCER TRIMESTRE DE CADA AÑO (ENERO-SEPTIEMBRE).

FUENTE: BANCOS CENTRALES DE CHILE, COLOMBIA Y PERÚ.

incrementos de la tasa de inflación durante 2021 (5,62 por ciento) y 2022 (13,12 por ciento). Sin embargo, durante el 2023 se observó una menor desaceleración del incremento de precios que en Chile y Perú: la tasa de inflación anual fue 9,28 por ciento, cifra muy por encima del rango de la meta explícita de inflación (2-4 por ciento) establecido por el banco central de Colombia (Cuadro 1)⁵.

Observadas estas tendencias inflacionarias en Chile y Colombia, es importante analizar el comportamiento de sus expectativas de inflación y compararlas con lo observado en Perú. Para ello, y al igual que el análisis de la sección anterior, se extraen las expectativas de inflación de Chile y Colombia de las encuestas mensuales realizadas por sus bancos centrales⁶. Sin embargo, por disponibilidad de datos de estos países, se utilizan las expectativas de inflación anual realizadas en los meses de marzo, junio y setiembre para el año en curso y el siguiente⁷. Por otro lado, y por motivos de comparabilidad, para Perú se presentan la mediana de las expectativas de inflación de los analistas económicos y el sistema financiero (Gráfico 2).

Al igual que para Perú, se observa que en Chile y Colombia entre 2019 y 2020, periodo en el que la inflación estuvo en su meta, los agentes mantuvieron sus expectativas de inflación cercanos a estos niveles (3 por ciento en Chile, 2-4 por ciento en Colombia y 1-3 por ciento en Perú). Entre 2021 y 2022, años en los que se observaron los mayores incrementos de precios, las expectativas de inflación a 1 y 2 años

presentaron una tendencia decreciente con dirección hacia sus metas de inflación.

En el 2021, primer año en el que se observa la aceleración de precios, en Chile y Colombia, en promedio, las expectativas de inflación para el siguiente año (2022) fueron de 3,11 y 3,15 por ciento, respectivamente⁸. Estas tasas son mayores que la expectativa de inflación promedio peruana (2,47 por ciento). En el 2022, periodo en el cual se observaron los mayores incrementos de precios, las expectativas promedio de la inflación para el siguiente año (2023) en Chile y en Colombia fueron de 4,51 y 4,60 por ciento, respectivamente. En comparación, en Perú la expectativa promedio de inflación para el 2023 fue 3,59 por ciento. Así, en 2022, Perú presentó en promedio menores desviaciones de las expectativas respecto a sus metas operativas de inflación en comparación con Chile y Colombia (Cuadro 1).

Durante el 2023, año con altas pero decrecientes tasas de inflación, se observa que, tanto para Chile como Perú, las expectativas promedio de inflación para el 2024 se encuentran en niveles muy cercanos a las metas de inflación. Dicha tendencia no se observa en Colombia, donde las expectativas de inflación para el 2024 se incrementan en promedio a 4,97 por ciento, alejándose de su rango meta.

CONCLUSIÓN

Los bancos centrales modernos reconocen la importancia de tener las expectativas de inflación ancla-

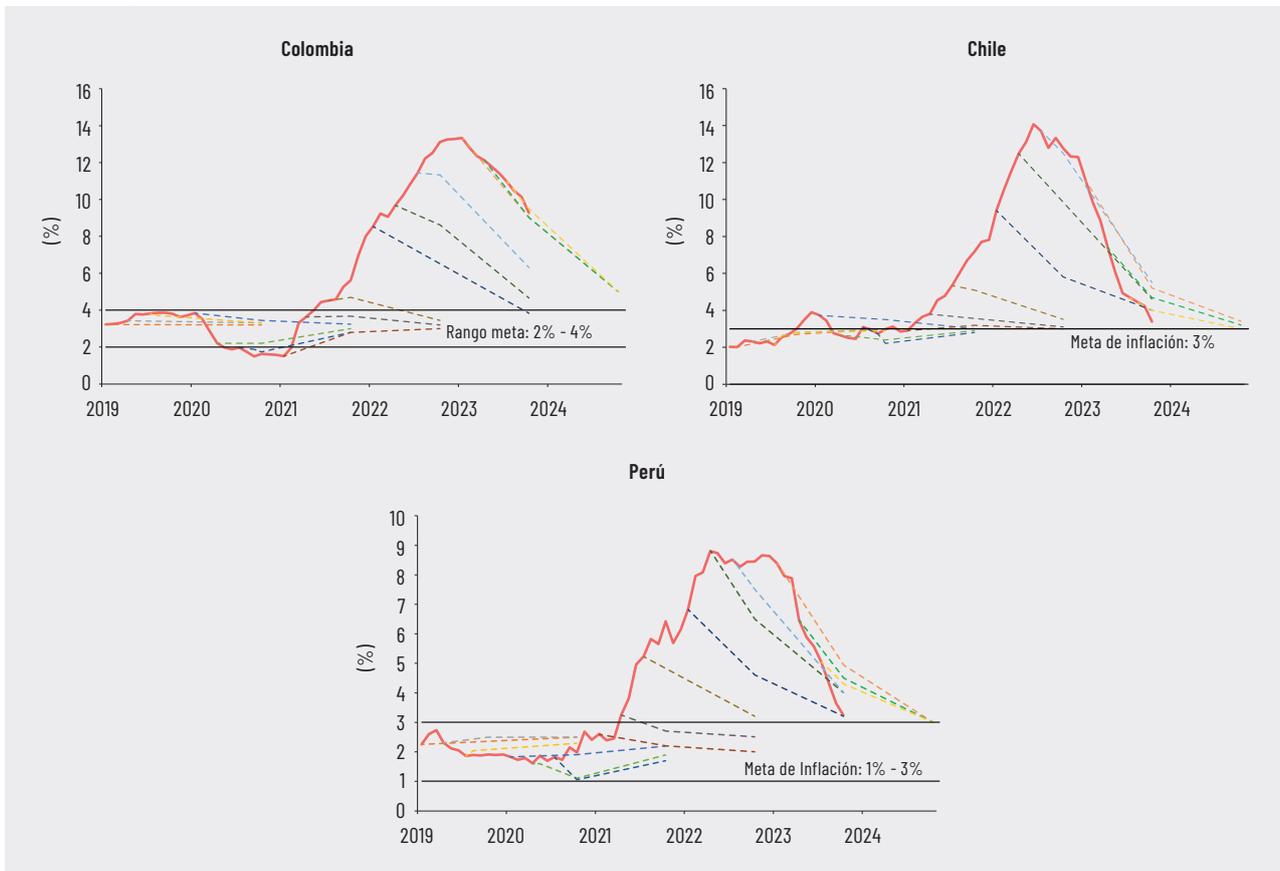
5 Para Chile se utiliza la serie de inflación empalmada publicada por el Banco Central de Chile. Las series de inflación para Perú y Colombia se extraen de sus institutos de estadística (INEI y DANE, respectivamente).

6 Se utilizan los reportes presentados en los meses de marzo, junio y setiembre entre el 2019 y 2023.

7 Para Chile y Colombia se extraen las medianas de las expectativas de inflación. Además, para ambos países, la muestra abarca analistas económicos y sistema financiero.

8 Se calculan los promedios de las expectativas de inflación para el siguiente año en el que se realiza la encuesta de expectativas. Se consideran los resultados de las encuestas realizadas hasta el tercer trimestre de cada año (enero-setiembre).

GRÁFICO 2 ■ Tasa de inflación y expectativas anuales por país*



* INFLACIÓN ANUAL (LÍNEA ROJA) Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE ENCUESTAS DE EXPECTATIVAS (LÍNEAS DISCONTINUAS) PARA EL AÑO CORRIENTE Y HORIZONTES DE 1 AÑO. SE CONSIDERAN LAS MEDIANAS DE LAS EXPECTATIVAS REALIZADAS EN LOS MESES DE MARZO, JUNIO Y SETIEMBRE ENTRE 2019 Y 2023.
FUENTE: BANCOS CENTRALES DE CHILE, COLOMBIA Y PERÚ.

das para alcanzar su objetivo principal: la estabilidad monetaria. No obstante, mantenerlas ancladas no es tarea fácil, ya que requiere que un banco central sea creíble en su compromiso de alcanzar su tasa de inflación de largo plazo. Ello se vuelve incluso más difícil en un periodo de alta inflación, como el experimentado recientemente a nivel mundial en el periodo de pospandemia de COVID-19.

A pesar de los altos niveles de inflación observados, las expectativas de inflación se mantuvieron ancladas para Perú, Chile y Colombia, al igual que lo encontrado por Benigno y Eggertsson (2023) y William (2023) para el caso de Estados Unidos. En particular, Perú presenta menores desviaciones de las expectativas respecto a sus metas operativas de inflación en comparación con Chile y Colombia. Este resultado evidencia que los agentes económicos creen firmemente que los *shocks* que afectan la inflación contemporánea son puramente transitorios, lo cual refleja la credibilidad de sus bancos centrales.

Finalmente, dada la curva de Phillips nekeynesiana con expectativas de inflación bien ancladas, queda por examinar si los otros componentes podrían explicar los altos niveles de inflación observados en dicho periodo para Perú, Chile y Colombia en el periodo

de estudio. Ello queda como agenda pendiente para investigaciones futuras.

REFERENCIAS

- Benigno, P., & Eggertsson, G. B. (2023). *It's baack: The surge in inflation in the 2020s and the return of the non-linear phillips curve*. Working Paper 31197. National Bureau of Economic Research.
- Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review*, 58(1), 1-17.
- Hamilton, J. D., & Whiteman, C. H. (1985). The observable implications of self-fulfilling expectations. *Journal of Monetary Economics*, 16(3), 353-373.
- Leduc, S., Sill, K., & Stark, T. (2007). Self-fulfilling expectations and the inflation of the 1970s: Evidence from the Livingston Survey. *Journal of Monetary Economics*, 54(2), 433-459.
- Lucas Jr, R. E. (1976). Econometric policy evaluation: A critique. *Carnegie-Rochester conference series on public policy*, 1, 19-46. North-Holland.
- Nicolo, G. (2020). *Monetary Policy, Self-Fulfilling Expectations and the U.S. Business Cycle*. Documento de Trabajo 2020-035. FEDS.
- Phelps, E. S. (1968). Money wage dynamics and labor market equilibrium. *Journal of Political Economy*, 76, 678-711.
- Phillips, A. W. (1958). The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica*, 25(100), 283-299.
- Williams, J. C. (2023). Effective dialogue and well anchored inflation expectations: essential tools for navigating challenging times. En BIS. *Central banking in the Americas: Lessons from two decades* (149-162). https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap143_j.pdf