



DE
PUÑO
Y LETRA



PABLO GARCÍA

Petróleo, guerra y el Banco Central

El precio del petróleo vuelve a hacer noticia. Al igual que en varios episodios desde 1990, más recientemente en 2022, nos enfrentamos a un mayor precio de los combustibles globalmente debido a tensiones geopolíticas. Y con ello regresan las mismas preguntas: ¿Qué pasará con la inflación? ¿Cómo debería reaccionar el Banco Central de Chile?

La buena noticia es que ya hemos vivido episodios similares y existe experiencia acumulada para enfrentarlo. La mala: el análisis sigue siendo complicado y no admite respuestas simples ni inequívocas.

Cuando el precio de los combustibles sube en una economía como la chilena, cambian los precios relativos, y también cae el ingreso real, porque Chile importa la mayor parte de lo que consume en energía. El primer efecto es inflacionario: los costos suben y los precios los siguen. El segundo es desinflacionario y contractivo: el poder adquisitivo de hogares y empresas se erosiona y la demanda se enfría. Es esa combi-

intensidad del conflicto— son todavía más difíciles de calibrar.

El análisis detallado de los efectos a través del tiempo de estos *shocks* petroleros lleva a varias conclusiones que a primera vista pueden ser contraintuitivas. El primero es que el *shock* puede ser simultáneamente inflacionario en el IPC total en el corto plazo, pero desinflacionario en la inflación subyacente en el mediano plazo. Esto no es una paradoja, sino la consecuencia lógica de un *shock* de oferta que empuja precios en el corto plazo y comprime la demanda en el mediano. Este mismo tipo de argumentación se ha dado para entender los efectos de otras perturbaciones de costos, como los aranceles en EE.UU.

El segundo resultado contraintuitivo es que los intentos inmediatos para morigerar los efectos negativos del *shock* petrolero, tales como subsidios generalizados o transferencias para compensar los efectos contractivos, pueden

la situación. En efecto, en el largo plazo la inflación es un tema monetario, no del precio del petróleo. Por lo tanto, preservar la credibilidad en que se mantendrá la meta de inflación es crucial para poder en el futuro reaccionar con política contracíclica. Sin credibilidad, el margen de maniobra se reduce drásticamente. La experiencia en EE.UU. en la década de los 70 así lo demuestra. Lo positivo en Chile hoy es que el BCCh goza de elevada credibilidad y la inflación ha vuelto a la meta. Pero esto mismo exige cautela: durante

casi un quinquenio, la inflación anual se ubicó sobre el 4%, salvo durante algunos meses a principios de 2024.

Las lecciones para la política monetaria son varias. La capacidad contracíclica está disponible, pero tiene condiciones: hay que esperar señales claras de que las perturbaciones se disipan, con expectativas ancladas, antes de actuar. La cautela es la postura correcta en un escenario geopolítico tan incierto, sobre todo cuando ya se ve un incremento leve de las expectativas de inflación a 12 y 24 meses.

Finalmente, la comunicación importa: con la TPM en 4,5%—dentro del rango neutral de 3,75% a 4,75%—, la señal más simple es que la tasa permanecerá en ese nivel, y no convergerá mecánicamente al centro del rango solo por un supuesto metodológico. Una aproximación neutral es la adecuada para evaluar si, a medida que pase el tiempo, el balance se inclina a cortes o alzas hacia el 2027.

La credibilidad es el activo más valioso que tiene el Banco Central. Preservarla, en momentos como este, es la prioridad.

LA CREDIBILIDAD ES EL ACTIVO MÁS VALIOSO QUE TIENE EL BANCO CENTRAL.

nación —más precios y menos crecimiento al mismo tiempo— la que pone nerviosos a los bancos centrales y reaviva el fantasma de la estanflación.

El análisis se complejiza aún más cuando el origen es el Golfo Pérsico, núcleo de la industria petroquímica global y epicentro permanente de tensión geopolítica. Los efectos directos alcanzan la canasta de los hogares, la generación eléctrica, el transporte y los fertilizantes agrícolas. Los efectos indirectos —expectativas, riesgo financiero, duración e

ser inflacionarios en el largo plazo. En Chile, un mayor precio del petróleo a nivel mundial significa que somos más pobres. Podemos discutir cómo distribuir ese efecto, pero no se puede anular su efecto macro. Por eso la aproximación general del Gobierno respecto a transparentar el impacto en los precios domésticos es acertada.

El tercer resultado es que si el Banco Central se adelanta bajando tasas a los efectos contractivos y desinflacionarios de mediano plazo, puede terminar empeorando