

# NOTA EDITORIAL

## ¿POR QUE ES NECESARIO REDUCIR LA INFLACION EN COLOMBIA Y COMO LOGRARLO?

**E**ste es el nombre del seminario que se realizó el 4 y 5 del presente mes, organizado conjuntamente por el Banco de la República y el Banco Mundial, cuyos puntos principales constituyen el objeto de esta Nota. La idea de realizar el seminario surgió tras la visita que hizo en 1996 a Colombia Stanley Fischer, Vicepresidente del Fondo Monetario Internacional. Una de las conclusiones de su visita fue la falta de conciencia por parte de la sociedad colombiana sobre los costos de la inflación. La percepción general en Colombia ha sido que, como ya aprendimos a convivir con una inflación estable y moderada y la hemos vuelto una “forma de vida”, ésta ya no tiene mayores costos. Por otro lado, se percibe que los costos de bajarla pueden ser altos y que, por lo tanto, “no vale la pena” hacer el esfuerzo.

La lucha contra una inflación moderada y persistente como la colombiana solo tendrá éxito cuando los costos de mantenerla sean percibidos en su verdadera dimensión no solo por las autoridades económicas sino por la sociedad en general. Únicamente así estarán unos y otros dispuestos a asumir los costos, de corto plazo que puede implicar reducirla, para poder disfrutar después de sus beneficios.

De ahí que buena parte del seminario se dedicó a explorar los costos de tener inflación y los costos de reducirla. Lo anterior se realizó desde una perspectiva teórica y desde el punto de vista de la experiencia internacional, para después analizar las características y los costos de la inflación en

Colombia. La segunda parte del seminario se orientó al análisis de experiencias internacionales exitosas en la reducción de niveles moderados de inflación, de los cuales se pueden inferir algunas lecciones para Colombia.

Si se quisiera resumir las conclusiones del seminario en una sola, ésta sería que la reducción de la inflación no es para Colombia una opción sino una obligación. Los actuales niveles de inflación están incidiendo sobre la capacidad del país para competir frente al mundo y están limitando su capacidad de crecimiento y de desarrollo equilibrado. Otro punto que surgió repetidamente a lo largo de las discusiones fue el de la necesidad de evaluar la conveniencia del enfoque gradualista de reducción de la inflación frente a una política más dinámica y ambiciosa.

A continuación hacemos un recuento de los principales temas tratados en el seminario. En la primera sección se recogen los análisis que se presentaron sobre el costo de reducir la inflación. En la segunda se agrupan todos los diferentes enfoques sobre los costos de *tener* inflación. En la tercera, se muestran los diferentes cálculos que se presentaron sobre el costo de la inflación en Colombia, bajo diversos enfoques. En la cuarta, se resumen brevemente los casos de países exitosos que fueron presentados por expertos en cada uno de ellos. Por último, se indican las lecciones de todo lo anterior para el caso colombiano.

## *I. LOS COSTOS DE REDUCIR LA INFLACION*

Los costos de la inflación son muchos y, por lo tanto, son también muchos los beneficios de reducirla. Pero como este proceso de reducción también puede implicar costos para la sociedad, es necesario evaluar el efecto neto que resulta de ello.

Los costos de reducir la inflación se derivan de la posible relación positiva que existe en el corto plazo entre cambios en dicha tasa y el crecimiento, o de la relación negativa que se da entre la inflación y el desempleo. Esta última se expresa en la tradicional Curva de Phillips. El profesor Laurence Ball, reconocida autoridad internacional en esta materia, repasó dichos efectos y expuso los resultados de los trabajos empíricos realizados en países desarrollados, que indican que la "tasa de sacrificio"<sup>1</sup> en que debe incurrir un país para reducir sus niveles de inflación puede ser bastante alta. Si bien estos costos se dan en el corto plazo, podrían tener efectos permanentes si se presenta el fenómeno de "histéresis", que resulta cuan-

do las pérdidas en crecimiento no son solo temporales sino permanentes. Pero también pueden ser menores si el proceso de desinflación cuenta con un alto nivel de credibilidad.

El tono pesimista del profesor Ball, cuyo trabajo hace énfasis en los costos y no sobre los beneficios y se concentra en el caso de economías desarrolladas, fue matizado por los demás expositores del seminario, que mostraron cómo la “tasa de sacrificio” puede ser mucho más baja para los países en desarrollo y está ampliamente compensada por los beneficios de largo plazo de tener menor inflación.

Aplicando la metodología de Ball para el cálculo de la “tasa de sacrificio” a 41 episodios de desinflación, David Yuravlivker y Zeinab Partow encontraron que ésta fue, en promedio, de 0,14%, mientras que Ball encontraba para los países de la OECD un promedio de 0,82%. El mismo trabajo encuentra que en uno de cada tres episodios, la tasa de sacrificio es negativa, es decir, que el crecimiento aumenta al tiempo que se reduce la inflación. En América Latina la relación es todavía mejor pues 8 de 14 episodios han tenido tasas de sacrificio positivas. Para Colombia el cálculo de la tasa de sacrificio para el período entre 1991 y 1997 resulta ligeramente positivo (0,03%).

El trabajo de José Darío Uribe y Andrés Felipe Arias encuentra una tasa de sacrificio para un período similar prácticamente nula aunque con signo negativo (-0,03). En otros dos episodios de desinflación (1977-1979 y 1980-1984) este trabajo encuentra tasas de sacrificio entre 0,03 y 0,04%.

En términos generales, el costo de reducir la inflación es menor cuando se parte desde niveles relativamente altos que cuando se reduce de niveles ya muy bajos. El costo también se puede reducir cuando el programa de desinflación cuenta con mayor credibilidad, cuando hay mayor apertura de la economía o cuando hay una mayor profundidad financiera. Además, mientras menos rigideces se encuentren en los mercados de trabajo y de productos para los ajustes de salarios y de precios o para los ajustes en niveles de empleo y producción, menor será el costo de desinflar. Existe, por otro lado, una discusión sobre la velocidad de la desinflación. Algunos sostienen que el gradualismo conlleva menos costos, pues permite que los salarios y los precios se ajusten a las nuevas condiciones, mientras que otros señalan que un ajuste drástico puede tener mayor credibilidad.

Los resultados empíricos de Yuravlivker y Partow indican que efectivamente, las tasas de sacrificio son menores en los casos de inflaciones moderadas y persistentes (15-50%) y que dicha tasa tiende a reducirse cuando hay mayor credibilidad en la política de estabilización. Los resultados respecto a la velocidad del ajuste no son concluyentes.

## II. LOS COSTOS DE TENER INFLACION<sup>2</sup>

La principal consecuencia de la presencia de inflación en una economía es que limita sus posibilidades de crecimiento en el largo plazo y, por lo tanto, su bienestar. Pero tiene además, otros efectos distorsionantes que hacen que algunos grupos de personas, o algunas actividades sufran adicionalmente.

El impacto de la inflación sobre el crecimiento y sobre el bienestar se da a través de un gran número de canales. Los trabajos presentados en el seminario hacen distintos énfasis en unos y otros tipos de costos. Aquí trataremos de resumir los más comunes, para mostrar después algunos de los cálculos que se presentaron para la medición de estos costos en el caso colombiano.

Es bueno distinguir entre los costos de una inflación *anticipada* y los de una inflación *no anticipada*. En el caso de la inflación anticipada, las formas en que ésta se traduce en un menor crecimiento y bienestar son, básicamente, las siguientes:

- a) El costo de transacciones (o *shoe leather cost*, en inglés): Es el costo de tener que aumentar el número de veces que hay que ir al banco a convertir depósitos rentables (que protegen contra la inflación) a efectivo.
- b) La inflación reduce el incentivo al trabajo pues el ingreso que la persona consigue trabajando pierde valor rápidamente. Esto hace que las personas prefieran trabajar menos y descansar más, sustituyendo consumo por descanso.
- c) La inflación afecta las decisiones de inversión, incluso cuando es estable. Los inversionistas tienden a comprar bienes inmuebles y otros activos que los protejan contra la inflación en lugar de realizar inversiones productivas.

- d) En economías inflacionarias el sistema tributario castiga el ahorro y la inversión. Esta distorsión puede reducirse parcialmente mediante mecanismos de indexación del sistema tributario, pero esto también implica costos al generar sistemas tributarios más complicados. Las distorsiones tributarias premian generalmente a las empresas y personas sobre-endeudadas, lo cual aumenta su vulnerabilidad, mientras que castiga a propietarios de activos.
- e) El impuesto inflacionario tiende a recaer en mayor proporción sobre grupos de bajos ingresos pues ellos tienen una mayor fracción de su riqueza financiera en forma de dinero y porque los asalariados de bajos ingresos, los trabajadores informales y los pensionados tienen menos mecanismos para protegerse de la inflación.
- f) Cuando hay inflación las personas y empresas destinan recursos productivos para defenderse de sus efectos en vez de emplearlos en actividades productivas. Las labores de producción y distribución se tienden a descuidar a favor del manejo de tesorería. Esta es una versión más sofisticada del costo de transacciones.
- g) Los contratos del mercado laboral disminuyen su duración, aumentando los costos de negociación.
- h) La presencia de una inflación alta es percibida como incapacidad del gobierno de manejar adecuadamente la economía. Esto afecta con seguridad la credibilidad y gobernabilidad de la administración, lo cual puede incidir negativamente en muchas otras áreas.

Además de estos costos, que se presentan incluso cuando la inflación es estable y anticipada, cuando ésta es inestable aparecen nuevos costos y se acentúan los anteriores.

- a) Una inflación más inestable aumenta los niveles de incertidumbre y desincentiva la inversión en activos de largo plazo. Además se acentúa el incentivo a invertir en activos reales frente a nominales, lo cual hace que la composición de la inversión no sea la óptima y que sea baja como proporción del PIB.
- b) Los precios actuales pierden su contenido informativo sobre los precios futuros. Esto ocasiona a los consumidores un aumento en los costos de búsqueda y transacciones menos beneficiosas por falta de

información. También puede llevar a las empresas a una mezcla sub-óptima entre insumos y bienes de capital.

- c) A mayor variabilidad de la inflación será mayor el efecto de desviar recursos hacia actividades para protegerse de la inflación y para pronosticar el futuro.
- d) El sector financiero también se orientará a crear instrumentos de protección contra la inflación en vez de realizar una eficiente intermediación financiera.
- e) La inflación variable tiene un impacto sobre el mercado de capitales que tiene que incluir un premio por el riesgo inflacionario. Este premio encarece el costo del capital y afecta los niveles de inversión.
- f) Una fluctuación brusca en la inflación genera una transferencia inmediata de recursos entre acreedores y deudores.
- g) Por último, una fuente adicional de costos de inflaciones no anticipadas se deriva de una mayor incertidumbre de la gente sobre las preferencias de las autoridades económicas y sobre el tipo y el momento de las políticas anti-inflacionarias. Con inflaciones altas, los gobiernos son propensos a introducir controles de precios, cambiar los impuestos y los regímenes comerciales, que pueden cambiar bruscamente las condiciones para la inversión.
- h) La inflación por encima de la de los socios comerciales aumenta la variabilidad de las paridades cambiarias y desestimula así el comercio.

También se mencionó otro tipo de costos de la inflación. Esta desvaloriza las cosas, no solo la moneda sino los bienes, las propiedades y los ahorros y, por qué no, los valores éticos y morales de la sociedad. Con la inflación pierden valor actividades socialmente valiosas como el trabajo, el ahorro y la inversión productiva. La inflación, además, afecta la gobernabilidad pues lleva a que el gobierno tenga que dedicar buena parte de sus energías a renegociar periódicamente los precios públicos lo cual es un gran desgaste. Por último, está el efecto que ya se mencionó de pérdida de prestigio de las autoridades económicas y el gobierno.

### III. ¿CUANTO NOS ESTA COSTANDO LA INFLACION EN COLOMBIA?

Varios de los trabajos presentados en el seminario hicieron cálculos de los costos en los que está incurriendo el país por tener los actuales niveles de inflación o, puesto de otra forma, los beneficios que obtendría el país si la inflación se redujera. Los trabajos hacen énfasis diferentes en los distintos tipos de costos. Algunos hacen un cálculo agregado de los costos mientras que otros se concentran en el cálculo de un efecto particular.

Un método muy generalizado para estimar el costo de la inflación en términos de bienestar es el basado en el trabajo seminal de Bailey (1956) que lo hace con base en la función de demanda por dinero. La demanda tiene una relación negativa con la tasa de interés nominal; cuando hay mayor inflación, la tasa de interés nominal aumenta y, por lo tanto, disminuye la demanda por saldos reales. Esta disminución ocasiona los costos de transacciones.

Los trabajos que usaron esta aproximación para estimar los costos de la inflación, arrojan los siguientes resultados: De Gregorio calculó que una reducción de 10 puntos en la inflación en Colombia aumentaría el PIB entre 0,1% y 0,26%. Javier Gómez, quien hizo varios cálculos usando modelos alternativos, concluye que la ganancia en bienestar de reducir la inflación en 10 puntos está entre 0,5% y 0,9% del PIB. El trabajo de Uribe y Arias concluye que el costo en bienestar de la inflación en Colombia está entre 0,5% y 1,5% del PIB.

Estos beneficios parecerían relativamente bajos y pueden llevar a pensar que no vale la pena reducir la inflación. Sin embargo, estas estimaciones se refieren a un beneficio “de una sola vez” en el producto; es decir, al cambio en el *nivel* de producto por reducir la inflación. Esta estimación es incompleta porque no incluye el efecto de la inflación en la *tasa de crecimiento* del producto. Este efecto se genera por el impacto de la inflación sobre el nivel y la composición de la inversión y sobre la productividad, el cual, como vimos antes, se da a través de varios canales. En términos generales, el impacto de la inflación sobre el crecimiento se hace mayor cuanto más variable es la inflación pues la variabilidad aumenta la incertidumbre y acentúa muchos de los efectos distorsionantes que ya mencionamos.

Todos los trabajos presentados coinciden en la existencia de una relación negativa entre la inflación y la tasa de crecimiento de largo plazo. Se men-

cionaron los estudios de Barro<sup>3</sup> para 122 países y para tres décadas, que muestran que una reducción de la inflación en 10 puntos aumenta el crecimiento en 0,2 ó 0,3 puntos porcentuales por año. Otros estudios concluyen que este efecto es mayor mientras mayor sea la tasa de inflación y que tasas inferiores a 8% no tienen mayores efectos sobre el crecimiento.

Para Colombia, Uribe y Arias estimaron que una reducción de 10 puntos porcentuales en la inflación (de 20% a 10%) aumentaría la tasa de crecimiento entre 0,5 y 0,8 puntos porcentuales.

Tanto De Gregorio como Uribe y Arias hacen énfasis en que el efecto de la inflación sobre el crecimiento se produce a través de su impacto negativo en la eficiencia de la economía más que a través de sus efectos sobre el volumen de la inversión. Es decir, son más importantes, o más nocivos, los efectos de la inflación sobre la asignación de los recursos (entre capital e insumos, entre trabajo y descanso, entre activos productivos e improductivos, entre actividades especulativas y actividades productivas, etc.) que sobre el volumen de inversión. En Colombia una reducción de la inflación de 10% causaría un aumento anual en la productividad total de los factores de 0,84%.

Si bien estos resultados del impacto de la inflación sobre el crecimiento podrían ser interpretados como pequeños, lo correcto es entender que un cambio pequeño en la tasa de crecimiento del producto puede explicar grandes diferencias en el nivel de bienestar. El trabajo de Javier Gómez agrega los dos efectos sobre el *nivel* y sobre el *crecimiento* del producto y calcula el impacto total sobre el bienestar, poniendo este último en términos de consumo. Su conclusión es que la ganancia en bienestar de reducir la inflación 10 puntos porcentuales, de 18% a 8%, es de 2,6% del consumo. Haciendo un cálculo para 1998 se obtiene que esto equivale a aumentar el consumo en 2,5 billones, lo cual es equivalente a aumentarle el ingreso a cada trabajador en cerca de un salario mínimo *por año y a perpetuidad*.

### Otros costos

Otros trabajos se concentraron en medir algunos costos más específicos de la inflación. Bernal, Cárdenas, Núñez y Sánchez (1997) exploraron la relación entre inflación y distribución del ingreso y otros indicadores sociales como la cobertura educativa. Encontraron que en Colombia la inflación tiene un efecto regresivo sobre la distribución del ingreso, debido

posiblemente al hecho de que los salarios de los pobres están menos indexados que los de los otros grupos de ingreso. También, los grupos de mayores ingresos pueden protegerse contra la inflación adquiriendo activos reales, lo cual es menos factible para los pobres.

Estos autores también encontraron que una inflación más alta está relacionada con una reducción en las tasas de cobertura educativa para todos los niveles de educación (primaria, secundaria y superior). Esto sucede en todos los niveles de ingreso. La muy grave implicación de este resultado es que la inflación, además de que empeora de manera directa la distribución del ingreso, también afecta la distribución de los activos de capital humano lo cual tiende a acentuar y perpetuar la desigualdad.

Otro trabajo se concentró en la interacción entre tributación e inflación. Se ha dicho que la inflación genera distorsiones en la estructura tributaria que tienden a desincentivar el ahorro y la inversión (porque aumenta el costo de uso del capital) y a sesgar la composición de esta última entre diferentes tipos de activos. El trabajo de Villarreal muestra cómo en Colombia el sistema tributario se ha venido modificando para “adaptarse” a la inflación y reducir sus costos. Este proceso culminó con el sistema de ajustes integrales por inflación que pretende eliminar la distorsión que la inflación induce sobre la estructura de financiamiento (preferencia por el endeudamiento) y sobre las decisiones de inversión de las empresas. El trabajo muestra que, antes que se empezaran a introducir ajustes por inflación en 1974, el costo de uso del capital era en promedio 23 puntos porcentuales mayor de lo que hubiera sido sin distorsiones inflacionarias. Entre 1974 y 1991 esta diferencia se redujo en 4 puntos y a partir de 1992 los ajustes integrales por inflación eliminaron una de las distorsiones que ésta genera. Es decir, Colombia ha sido exitosa en reducir y hasta eliminar este costo ocasionado por la inflación. Esto parece bueno, pero es posible que, al hacer la inflación menos costosa, nos haya vuelto más insensibles a ella y, por lo tanto, menos dispuestos a reducirla. Algunos autores argumentan que la reducción de los costos de la inflación genera una tendencia a que ésta aumente cada vez más pues se reduce la resistencia social frente a este fenómeno. Por otro lado, estos mecanismos pueden generar otros costos porque vuelven la contabilidad extremadamente compleja y dificultan el recaudo y control de la administración tributaria.

Una distorsión adicional que genera la inflación a través de su interacción con el sistema tributario es la de sobredimensionar la inversión en vivienda. La deducibilidad de los pagos de intereses hipotecarios tiene este efecto

aún en ausencia de inflación, pero en su presencia esta deducibilidad aumenta (porque aumentan los intereses nominales). Villarreal hace el cálculo de este efecto para Colombia y encuentra que esta distorsión es prácticamente despreciable, debido a que en Colombia el valor de la vivienda y de los créditos hipotecarios es todavía muy bajo como proporción del PIB.

Otro trabajo [Echeverry, (1998)] trata los costos de la inflación desde el punto de vista de la incertidumbre y la variabilidad de los precios relativos. En presencia de incertidumbre inflacionaria (ocasionada por la inflación) se generan distorsiones porque las empresas encuentran que es más difícil predecir la evolución futura de los costos. Suponiendo que las empresas determinan sus precios como un margen de ganancia sobre los costos (*mark-up*) esta incertidumbre llevaría a que dichos márgenes fueran muy inestables. Las estimaciones de Echeverry indican que los márgenes de ganancia fueron constantes en Colombia para todo el período de inflación moderada (1973-1998), lo cual refleja la baja variabilidad de la inflación en Colombia.

En cuanto a la variabilidad de los precios relativos, la teoría indica que a mayor inflación, mayor variabilidad en éstos. Esta variabilidad hace que disminuya la información que comunican los precios corrientes sobre los precios futuros, lo cual lleva a los consumidores a hacer malas decisiones y reduce el bienestar. Echeverry encuentra que en Colombia el nivel de inflación no necesariamente conlleva un aumento en la variabilidad de los precios relativos (solo lo hace en períodos de choques de precios).

### **¿Vale la pena reducir la inflación?**

Después de ver que reducir la inflación tiene beneficios pero también tiene costos, es válido preguntarse si realmente vale la pena hacerlo. En Colombia, en particular pareciera que nos hemos acomodado a vivir con inflación mediante mecanismos de indexación, de ajustes salariales frecuentes y sistema tributario, etc. El hecho de que la inflación en Colombia no haya sido ni tan alta ni tan inestable como en otros países también ha disimulado sus costos.

Sin embargo, una comparación entre las estimaciones de los costos de corto plazo en que se incurre durante el proceso de desinflación y los beneficios de largo plazo que se obtienen por tener menores niveles de inflación, resuelve rápidamente el dilema. Roberto Junguito calculó la tasa de descuento que igualaría los beneficios en términos de crecimiento de

largo plazo con los costos representados en pérdidas de producción de corto plazo<sup>4</sup>. Los resultados indican que la tasa sería del 25%, que es muy superior a la tasa de descuento social en la economía. Esto indica que se gana mucho más de lo que se pierde. Este fue el consenso entre los participantes en el seminario.

De Gregorio argumentó, además en contra de la “acomodación” a la inflación pues, si bien algunos de estos mecanismos pueden reducir los costos de tener inflación, esto puede inducir un aumento en ella que termine teniendo un efecto neto negativo. Esto sucede porque al reducirse el costo, especialmente para ciertos grupos de la población, las autoridades tendrán más incentivos a inflar para intentar generar una reducción en el desempleo. El público también fijará sus expectativas inflacionarias más altas para prevenir esta conducta. El consejo de De Gregorio, con base en el trabajo de Fischer y Summers (1989), es que solo es recomendable acomodarse a la inflación una vez ésta es baja y las autoridades tienen una sólida reputación en su lucha contra ella.

#### ***IV. LAS LECCIONES DE OTROS PAISES***

Si bien la inflación colombiana es *sui generis*, por su larga permanencia y por su baja variabilidad<sup>5</sup>, es mucho lo que se puede aprender de la experiencia de otros países similares, que han sido exitosos en reducirla. Al seminario asistieron expertos en los procesos desinflacionarios de Irlanda, Nueva Zelanda, Israel, Chile y Brasil. A continuación resumimos brevemente las experiencias de estos países y sacamos algunas conclusiones comunes.

##### **Israel<sup>6</sup>**

La reducción de la inflación en Israel ha sido gradual. Se ha dado en tres grandes etapas: i) Después de alcanzar un pico de 445% en 1984 y tras la implementación de un plan de ajuste en 1985, se redujo a un rango entre 16% y 20% en el período 1986-1989, ii) entre 1992 y 1996 se mantuvo alrededor del 10%, y iii) desde 1997 se logró una tasa de inflación de un dígito y con tendencia a continuar reduciéndose.

En la primera etapa, la reducción de la inflación se logró con base en un ancla cambiaria. En el segundo período, se produjo un cambio en el manejo cambiario, al adoptarse el sistema de bandas y establecerse metas

explícitas de inflación. Sin embargo, Bufman y Leiderman (1998) atribuyen esta reducción a una combinación de factores tales como una caída en los precios internacionales, un aumento en el desempleo debido al ingreso de inmigrantes, que estuvo acompañado de una flexibilización del mercado laboral, una política fiscal austera motivada por una ley de “déficit públicos decrecientes” y una política monetaria más restrictiva que en el período anterior. Esta corrección en las variables fundamentales permitió que se pudieran aprovechar los choques exógenos favorables que se presentaron y que éstos se convirtieron en una reducción permanente de los ajustes de precios.

La caída a niveles de un dígito en 1997 fue nuevamente consecuencia de una combinación de factores favorables, pero se destaca un cambio en el manejo de la política monetaria: en 1996 se culminó la transición que se venía dando desde una política monetaria enfocada al mantenimiento de un objetivo de tasa de cambio hacia un esquema en el que la meta de inflación se convierte en la prioridad de la política. En 1996 se dejó caer el tipo de cambio al piso de la banda y en 1997 se redujo la pendiente y se amplió el techo de la banda, si bien la tasa de cambio permanecía en el piso.

En la presentación del caso de Israel se hizo mucho énfasis en los conflictos que se dan cuando se tiene simultáneamente un objetivo de inflación y uno de tasa de cambio. La recomendación es que las autoridades establezcan de manera clara y transparente sus prioridades: en particular, la meta de inflación debe ser el objetivo de la política monetaria y la tasa de cambio nominal debe ser un objetivo subordinado.

### **Irlanda<sup>7</sup>**

Entre 1972 y 1978 Irlanda tuvo una inflación promedio de 14%, altamente volátil. Esta aumentó entre 1978 y 1981 (a 19,4%) debido a un aumento del déficit fiscal (que llegó al 8% del PIB). A partir de 1980 la reducción de la inflación pasó a ser el elemento central de la agenda económica de Irlanda. La estrategia desinflacionaria fue nuevamente la del ancla cambiaria, para lo cual se fijó la moneda al marco alemán (anteriormente estaba atada a la libra esterlina). El conflicto entre el objetivo inflacionario y la competitividad externa se resolvió a favor de la segunda, pues en varias ocasiones en que se perdió competitividad frente al Reino Unido (el principal socio comercial) Irlanda devaluó su moneda. Esto le hizo perder a las autoridades parte de la credibilidad que ganaron al fijarse al marco alemán. Además del ancla cambiaria se hizo un ajuste fiscal que no

fue del todo exitoso. El resultado fue una reducción de la inflación a 12% en promedio en 1982-1983 y a 5,6% en 1984-1986. Sin embargo, el costo en términos de crecimiento fue muy grande pues el desempleo se duplicó entre 1980 y 1986, aunque esto se atribuye especialmente al tipo de ajuste fiscal que se concentró en el aumento de los impuestos.

En 1987 un nuevo gobierno redujo drásticamente el gasto público. Mediante un acuerdo social, logró moderar las pretensiones salariales (reduciendo los impuestos a la nómina). Por último, un ambiente internacional propicio contribuyó al proceso. Se inició una fuerte recuperación de la economía, la cual se atribuye al cambio en las expectativas ante la reducción del gasto, que generó un aumento en el consumo y la inversión privados, sumado al nuevo esquema de formación de salarios y a condiciones externas favorables. La inflación se redujo a 3,1% en 1987-1990, a 2,5% en 1991-1993 y a 1,7% en 1994-1997. La tasa de crecimiento de este último período ha sido en promedio de 7,7%, realmente excepcional en el contexto europeo.

Irlanda parece ser un caso de desinflación con costos relativamente altos (pues el desempleo tardó mucho en empezar a reducirse), pero los resultados finales hacen pensar que estos costos serán ampliamente compensados.

### **Nueva Zelandia<sup>8</sup>**

La reducción de la inflación en Nueva Zelandia ha sido muy exitosa: ésta pasó de un promedio de 11,3% en 1985-1989 a 3,3% en 1990-1992 y a 2,3% en 1993-1996. Este caso ha atraído mucho la atención debido a la reforma institucional que se llevó a cabo, la cual representa un modelo de libro de texto de lo que debe ser un Banco Central independiente. Esta reforma fue introducida cuando ya llevaba varios años en marcha el proceso de desinflación (la inflación estaba ya en 7%).

La Ley del Banco Central de Nueva Zelandia, aprobada en 1989, tiene como principales características las siguientes: a) total independencia en los instrumentos que puede utilizar el Banco para alcanzar la meta de inflación; b) la meta (definida como un rango) se negocia con el gobierno y es el *único* objetivo de la política monetaria; c) el Banco, y en particular su presidente, tiene que rendir cuentas si la meta no se logra y éste puede hasta llegar a ser destituido; d) se especifica claramente con qué índice de precios se evalúa la meta y bajo qué condiciones excepcionales se “justifica” su incumplimiento.

La evaluación que se hace de este esquema indica que la credibilidad sobre el cumplimiento de la meta sí aumentó, aunque no es fácil atribuirle este cambio al cambio institucional, porque también puede deberse a que ya se tenía un buen “récord” de reducción de la inflación en los años anteriores. El aumento de la credibilidad parece haber complementado la estricta política monetaria que generó un debilitamiento de la actividad económica, pero los autores del trabajo presentado le atribuyen más responsabilidad a lo segundo en el éxito de la política anti-inflacionaria.

Otro resultado que se observa después de este cambio institucional es un aumento en la relación de sacrificio<sup>9</sup>.

En los últimos dos años se han relajado las condiciones establecidas en la Ley de 1989 y se han hecho evidentes algunas debilidades del arreglo original. Las metas han sido “renegociadas” en dos oportunidades, como respuesta a la recesión, lo cual muestra que no hay total independencia de consideraciones políticas. También se han ampliado las condiciones que justifican el incumplimiento de la meta.

Por otro lado, si bien las condiciones de responsabilidad del gerente son estrictas, se ha visto que el gobierno y la Junta del Banco (quienes evalúan al gerente) tienen un margen de discrecionalidad en dicho juicio. Aunque el gobierno tiene la capacidad de juzgar al gerente por no cumplir la meta, ¿cuál es el incentivo para el gobierno de cumplirla?

Por último, recientemente se ha modificado una condición fundamental de la reforma original que era la de tener la inflación como el único objetivo. Ahora la política monetaria debe también contribuir al crecimiento económico, al empleo, y a las oportunidades de desarrollo del país.

En conclusión, la reforma institucional que buscó darle total independencia al Banco Central pudo haber contribuido y apoyado la política anti-inflacionaria en sus primeras etapas. El foco sobre la inflación y la comunicación continua y clara de los objetivos del Banco y su posición respecto a la política económica han aumentado la transparencia y la responsabilidad (*accountability*) de la política monetaria. Estos dos factores, a su vez, parecen haber contribuido a generar un apoyo público a las políticas dirigidas a reducir la inflación.

Sin embargo, el esquema parece haberse tornado demasiado limitante una vez se lograron niveles de inflación muy bajos (cerca del 2%).

## Chile<sup>10</sup>

La reducción de la inflación en Chile ha sido tal vez la más gradual de los casos analizados y la que tuvo menores costos en términos de crecimiento. Esta se redujo de un nivel de 27% en 1990 a uno de 6% en 1997.

Un paso decisivo para el quiebre de las tendencias inflacionarias fue la Ley del Banco Central de 1989, que lo hace independiente y establece como los objetivos de la política monetaria “la estabilidad de la moneda y el desarrollo normal del sistema de pagos interno y externo”. La meta de inflación la establece el Banco y éste escoge también los instrumentos para lograrla. También existe un objetivo secundario que es el de no permitir que el déficit de la cuenta corriente supere el 4% del PIB. En la práctica, este objetivo se expresa como un compromiso (no muy estricto) con una tasa de cambio real competitiva.

La política cambiaria se ha manejado con un régimen de banda con pendiente positiva (determinada por el diferencial de inflación interno y externo). La paridad central de la banda se fijó inicialmente con base en el dólar, pero a partir de 1992 se fijó en términos de una canasta de monedas. En 1995 se bajó el piso de la banda un 2% para ajustar por el crecimiento de la productividad de la economía chilena. En términos generales, cuando se presentó un conflicto entre el objetivo inflacionario y el de tasa de cambio, las autoridades siempre lo resolvieron a favor del primero.

Si bien la reforma institucional de 1990 y el manejo posterior de la política monetaria y cambiaria han sido decisivos en los resultados observados, las bases para este desempeño se sentaron en las dos décadas anteriores, con la eliminación del déficit fiscal en los años setenta, el fortalecimiento del sector financiero en los ochenta y las demás reformas estructurales que se hicieron durante ese período.

Corbo atribuye el desempeño de la inflación chilena durante los años noventa a dos factores fundamentales:

- 1) A la independencia del Banco Central y las fuertes acciones iniciales de la política que aumentaron la credibilidad y ayudaron a modificar las expectativas, lo cual disminuyó la inflación de salarios.
- 2) La política monetaria restrictiva y la política de intervención cambiaria que la acompañó, las cuales resultaron en una trayectoria de devaluación de la tasa de cambio muy inferior a la que se habría dado bajo

una regla de paridad del poder adquisitivo incluso ajustada por diferencias en productividad.

Vale la pena incluir aquí dos puntos en los cuales hace énfasis el trabajo de De Gregorio que se refirió también a la experiencia chilena. Dos factores claves para que Chile haya alcanzado los actuales niveles de inflación son el aumento en la productividad y la solidez fiscal. En particular, la existencia de instituciones fiscales “a prueba de déficit” contribuye a mantener condiciones favorables para un nivel de inflación bajo.

## V. LECCIONES PARA COLOMBIA

En primer lugar, repasemos brevemente las características de la inflación en Colombia, para después concluir algo sobre en qué grado las experiencias internacionales nos pueden ayudar a establecer algún tipo de políticas anti-inflacionarias más adecuadas, cuáles serían menos costosas, y cuáles van más directamente a la fuente del problema.

El resumen de las características de la inflación colombiana que hacen Uribe y Arias, y que recoge gran parte de la literatura reciente sobre el tema, resulta muy completo. Las principales características son las siguientes:

- Es una tasa de inflación moderada (15%-30%) que ha persistido por más de 25 años.
- Amplio uso de prácticas formales e informales de indexación.
- La política monetaria ha sido acomodaticia<sup>11</sup>.
- El impuesto inflacionario es moderadamente alto en comparación con otros países.
- La adopción de políticas que aumenten el desempleo o que aprecien mucho la tasa de cambio real son consideradas políticamente inviables<sup>12</sup>.
- Hay una relación estadística, aunque débil, entre déficit fiscal e inflación.
- Niveles de inflación superiores al 30% son considerados socialmente inaceptables y al alcanzar ese límite se adoptan y toleran posturas fuertes de política económica.

Junguito, por su parte, hace un análisis de la política macroeconómica reciente para explicar por qué, si bien tenemos un arreglo institucional adecuado, muy similar al chileno, no hemos logrado el mismo resultado

que dicho país en términos de modificar las expectativas para facilitar la caída de la inflación.

Junguito atribuye la falta de credibilidad de las autoridades frente a la meta de inflación a que, si bien se hace una programación macroeconómica que establece una coherencia *ex ante* entre la meta de inflación y las políticas monetarias, cambiarias y fiscales, dicha programación y su ejecución han tenido varios problemas.

Primero la programación no tiene en cuenta adecuadamente la inercia inflacionaria; si se tuviera, la política monetaria tendría que ser más exigente. Segundo, en aras de la coordinación con el gobierno, la ejecución de las políticas convenidas deja de ser totalmente coherente con la meta: el crecimiento monetario ha sido en ocasiones superior a la meta. Por último, los acuerdos salariales públicos y privados, una política fiscal menos estricta que la convenida, así como choques exógenos, terminan acentuando (*ex post*) esta inconsistencia. El actual nivel del déficit fiscal, en particular, es un síntoma claro de una política macroeconómica no sostenible y, por lo tanto, no creíble. Por otro lado, el pobre récord de cumplimiento de las metas inflacionarias acentúa la incredulidad.

Por otro lado, aunque los resultados de la lucha contra la inflación estén lejos de ser satisfactorios cuando se miran con relación a los internacionales, no puede desconocerse que el país ha logrado resultados positivos entre 1990 y 1997: la tasa de inflación se redujo del 32% a menos del 18% en 1997. Uribe y Arias lo atribuyen a los siguientes factores:

- La reducción del señoreaje, que ha pasado de ser el 2% en los años ochenta al 1,4% actualmente.
- Una devaluación nominal inferior a la inflación pasada, durante varios años.
- Las reformas estructurales de la economía que disciplinan el proceso de formación de precios y han aumentado la flexibilidad del mercado laboral.
- La política monetaria contraccionista entre mediados de 1994 y 1996.
- La independencia del Banco de la República.

Del repaso de las experiencias internacionales, y de los anteriores “hechos estilizados” sobre la inflación colombiana y la política anti-inflacionaria, se pueden sacar algunas conclusiones generales sobre lo que debe mantenerse y lo que debe cambiarse para lograr mayor eficiencia en términos de

un menor plazo y menores costos en la reducción de nuestros actuales niveles de inflación hasta niveles consistentes con los internacionales.

- La inflación moderada se puede vencer con perseverancia y políticas económicas correctas. Lo primero implica no acomodar choques exógenos adversos y mantener una posición independiente de las presiones políticas a las que está sujeto el gobierno.
- En cuanto a las políticas correctas, debe garantizarse la coherencia de las tres grandes áreas de la política macroeconómica: la monetaria, la fiscal y la cambiaria.
- En todos los países en que se logró reducir la inflación a niveles de un dígito, el déficit fiscal se redujo de manera importante o incluso se alcanzaron algunos superávits.
- En el caso colombiano la variable fiscal es aún más crítica. El nivel del desequilibrio es tal que está poniendo en entredicho la efectividad de las otras dos políticas. Se está recargando todo el peso de la lucha contra la inflación en la política monetaria. Esto está aumentando el costo para el sector privado hasta tal punto que se empieza a cuestionar la viabilidad de mantener dicha política. En el aspecto cambiario también se refleja la falta de confianza en la coherencia total del “paquete” de política.
- Una política macroeconómica equilibrada y coherente permitirá que se aprovechen choques exógenos favorables.
- La política salarial es otro aspecto fundamental para garantizar la coherencia de la política anti-inflacionaria. Es indispensable desmontar la indexación de los salarios de manera que su incremento anual sea inferior a la inflación pasada. Para ello es primordial establecer un alto grado de credibilidad respecto al cumplimiento de la meta. Si bien éste es uno de los puntos débiles de la situación en Colombia, dicha credibilidad puede aumentarse con un conjunto de medidas consistente y con un alto grado de compromiso del gobierno. No debe ignorarse tampoco el potencial de una política de ingresos y salarios. Esta definitivamente puede reducir los costos de un proceso de desinflación pero para que sea exitosa deben estar presentes todas las demás condiciones.
- En este sentido, otra enseñanza de la experiencia internacional es que la flexibilización del mercado de trabajo puede contribuir no sólo a

reducir la inflación sino a minimizar los costos del ajuste en términos de empleo.

- La declaración explícita de la inflación como objetivo único de la política monetaria o la priorización en caso de que se le asigne más de uno es esencial para dirimir los conflictos que frecuentemente se presentan entre la política cambiaria, la monetaria y la fiscal. Esta claridad sobre los objetivos reducirá la incertidumbre sobre la actuación de las autoridades económicas ante cualquier cambio en las condiciones de la economía.
- Las condiciones estructurales de la economía también pueden contribuir a lograr, y con menores costos, el objetivo de reducir la inflación. La apertura a los mercados internacionales, normas que promuevan la competencia, regulación adecuada para sectores en los cuales pueden presentarse abusos por parte de los particulares, son todas condiciones que contribuyen con la política anti-inflacionaria.
- Así mismo, las acciones que promuevan el crecimiento más rápido de la productividad de la economía contribuyen a minimizar los costos de reducción de la inflación. En particular, un aumento de la productividad de la mano de obra permite desacelerar la inflación sin necesidad de reducción en los ingresos de los trabajadores.
- Así como se considera inaceptable una inflación superior al 30%, debe lograr crearse la conciencia de que es inaceptable e insostenible en el mediano plazo una inflación superior a un dígito.
- La independencia del Banco de la República no garantiza que la inflación se reduzca. La credibilidad no se gana con una ley; sólo se logra con políticas coherentes y con resultados. Pero esta independencia sí es condición indispensable para que estas políticas se pongan en marcha y se mantengan.
- Puede ser conveniente revisar la velocidad del ajuste hacia una inflación de un dígito. Una estrategia más dinámica, que ponga en marcha un programa coherente, puede contribuir a modificar las expectativas.

*Miguel Urrutia Montoya*  
*Gerente General\**

\* Esta Nota fue elaborada con la colaboración de Catalina Crane A. Las opiniones del presente editorial no comprometen a la Junta Directiva y son responsabilidad del Gerente General.

## NOTAS

- <sup>1</sup> La "tasa de sacrificio" se calcula como la pérdida en crecimiento frente al potencial dividido por la reducción en la inflación.
- <sup>2</sup> Esta sección se basa en los trabajos de Urrutia, Junguito, De Gregorio y Uribe y Arias.
- <sup>3</sup> Barro, R. J., "Inflation and Economic Growth", Bank of England Quarterly Bulletin, 35, 1995.
- <sup>4</sup> Junguito parte del cálculo de la tasa de sacrificio para Colombia y del trabajo de Uribe (1995) que estima el incremento en la tasa de crecimiento.
- <sup>5</sup> Uribe y Arias (1998), señalan que ningún otro país ha tenido durante tanto tiempo una inflación en el rango de 15% a 30%. En la mayoría de los casos de inflación moderada, ésta no ha durado más de 5 años y sólo en uno duró 12 años. En Colombia lleva 25.
- <sup>6</sup> El caso de Israel fue presentado por Leonardo Leiderman del Banco de Israel. Véase Bufman y Leiderman (1998).
- <sup>7</sup> El caso de Irlanda fue presentado por Philip Lane de Trinity College – Dublin. Véase Lane (1998).
- <sup>8</sup> El caso de Nueva Zelanda fue presentado por Michael Hutchison de la Universidad de California en Santa Cruz. Véase Hutchison y Walsh (1998).
- <sup>9</sup> Esto puede deberse no tanto al cambio institucional sino a haber alcanzado un nivel de inflación ya muy bajo.
- <sup>10</sup> El caso de Chile fue presentado por Vittorio Corbo, de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Véase Corbo (1998).
- <sup>11</sup> Partow y Yuravlivker coinciden en este resultado.
- <sup>12</sup> El mismo trabajo también coincide en la apreciación de que existe una percepción general de que es demasiado costoso en términos de desempleo y crecimiento, reducir la inflación por debajo de 20%.

## REFERENCIAS

- Barro, R. J., "Inflation and Economic Growth", Bank of England Quarterly Bulletin, 35, 1995.
- Bernal, Raquel, Mauricio Cárdenas, et al., "El desempeño de la macroeconomía y la desigualdad en Colombia: 1976-1996", artículo preparado para el Seminario Anual Interamericano de Economía, Santiago, Chile, noviembre, 1997.
- Bufman, Gil and Leonardo Leiderman, "Monetary Policy and Disinflation in Israel", trabajo preparado para el Seminario "Por qué es importante reducir la inflación en Colombia y cómo hacerlo", mimeo, mayo, 1998.
- Bussinger, Gustavo, "Stabilization and Disinflation in Brazil", trabajo preparado para el Seminario "Por qué es importante reducir la inflación en Colombia y cómo hacerlo", mimeo, Banco Central de Brasil, 1998.
- De Gregorio, José, "Sobre los determinantes de la inflación y sus costos", trabajo preparado para el Seminario "Por qué es importante reducir la inflación en Colombia y cómo hacerlo", mimeo, Centro de Economía Aplicada, Universidad Católica de Chile, 1998.
- Echeverry, Juan Carlos, "La incertidumbre en la inflación y la variabilidad de los precios relativos: Colombia 1973 - 1998", trabajo preparado para el Seminario "Por qué es importante reducir la inflación en Colombia y cómo hacerlo", mimeo, Banco de la República, mayo 1998.
- Fischer S., y L. Summers, "Should Governments Learn to Live with Inflation", American Economic Review, papers and proceedings, 79, 1989.
- Gómez, Javier, "El costo de la inflación en Colombia", trabajo preparado para el Seminario "Por qué es importante reducir la inflación en Colombia y cómo hacerlo", mimeo, Banco de la República, mayo, 1998.
- Hutchison, Michael, E. y Carl Walsh, "Credibility, Disinflation and Central Bank Contracts: What has the Reserve Bank of New Zealand Accomplished?" trabajo preparado para el Seminario "Por qué es importante reducir la inflación en Colombia y cómo hacerlo", mimeo, University of California, Santa Cruz, 1998.
- Junguito, Roberto, "Costos y Beneficios de la Desinflación", trabajo preparado para el Seminario "Por qué es importante reducir la inflación en Colombia y cómo hacerlo", mimeo, Banco de la República, mayo, 1998.
- Lane, Philip, "Disinflation, Switching Nominal Anchors and Twin Crises: The Irish Experience, trabajo preparado para el Seminario "Por qué es importante reducir la inflación en Colombia y cómo hacerlo", mimeo, mayo, 1998.
- Uribe, José Darío y Andrés F. Arias, "Inflación en Colombia: Historia de un flagelo", trabajo preparado para el Seminario "Por qué es importante reducir la inflación en Colombia y cómo hacerlo", mimeo, Banco de la República, mayo, 1998.
- Urrutia, Miguel, "Costos sociales y económicos de la inflación", trabajo preparado para el Seminario "Por qué es importante reducir la inflación en Colombia y cómo hacerlo", mimeo, Banco de la República, mayo, 1998.
- Villarreal, Rafael, "Inflación, tributación e inversión en Colombia", trabajo preparado para el Seminario "Por qué es importante reducir la inflación en Colombia y cómo hacerlo", mimeo, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, mayo, 1998.
- Yuravlivker, David y Zeinab Partow, "Intermediate Inflation in the Northern Andean Countries and the Costs of Disinflation: The International Experience", trabajo preparado para el Seminario "Por qué es importante reducir la inflación en Colombia y cómo hacerlo", mimeo, BID, mayo, 1998.