

NOTA EDITORIAL

INTERVENCIÓN EN EL PANEL “META DE INFLACIÓN EN UN ENTORNO EXTERNO INCIERTO”*

Los últimos cinco años han sido generosos con las economías latinoamericanas: el resto del mundo ha tenido gran apetito por nuestras exportaciones de productos primarios y sus precios han crecido considerablemente. Al mismo tiempo, los mercados financieros internacionales nos han otorgado créditos con tasas de interés bajas. Hasta 2006 la inflación ha estado bajo control, en parte, debido a los bajos precios de las manufacturas importadas.

Pero, todo esto está por cambiar: se aproxima una desaceleración en los Estados Unidos; además, tenemos que esperar nuevos ajustes y más turbulencia e incertidumbre en los mercados financieros internacionales, lo cual podría, muy probablemente, elevar las tasas de nuestros préstamos externos. También, en este preciso momento, todos los países se enfrentan a las alzas en la inflación.

Sirva este espacio para responder a dos críticas que han enfrentado los encargados de la política económica de la región en su lucha contra la inflación.

* Este documento fue preparado para la Latin American Investor Conference, organizada por Merrill Lynch en la reunión del Banco Interamericano de Desarrollo, que se llevará a cabo el 5 de abril de 2008.

- En primer lugar, que la actual subida de la inflación tiene como causa exclusiva los mayores precios de los alimentos y la energía.
- Segundo, que la actual crisis es una muestra de que los esquemas monetarios que se están empleando son inadecuados y que se debería reexaminarlos de nuevo.

En intervenciones recientes se ha analizado la resistencia del crecimiento de América Latina ante la crisis financiera internacional actual, de manera que en esta ocasión no se discutirá tal tema.

I. RESPUESTAS AL ARGUMENTO DE QUE LA ACTUAL SUBIDA DE LA INFLACIÓN HA SIDO CAUSADA EXCLUSIVAMENTE POR LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS Y LA ENERGÍA

En Latinoamérica la inflación se ha acelerado súbitamente durante este año: Chile, Colombia y Perú sobrepasaron sus metas de inflación. Es correcto afirmar que, si descomponemos mecánicamente esta aceleración de los precios, la mayor contribución proviene de los alimentos, lo que llevaría a pensar que las presiones inflacionarias desaparecerían (por sí mismas) con unas pocas buenas cosechas.

Sin embargo, hay fuertes razones para pensar que este brote inflacionario requeriría acciones de política monetaria. En primer lugar, la sensibilidad de los precios de los alimentos ante movimientos en la oferta refleja la existencia de excesos de demanda; segundo, también se han incrementado fuertemente los precios al consumidor de algunos bienes diferentes de los alimentos; más aún, la menor inflación relativa de los bienes diferentes de los alimentos y los combustibles puede deberse a que el efecto sobre el ingreso de las alzas en aquellos está conteniendo de manera temporal la fuerte presión inflacionaria que también existe en otros productos. De hecho, aunque una vez disminuya la inflación de los alimentos, los precios de otros rubros importantes pueden acelerarse.

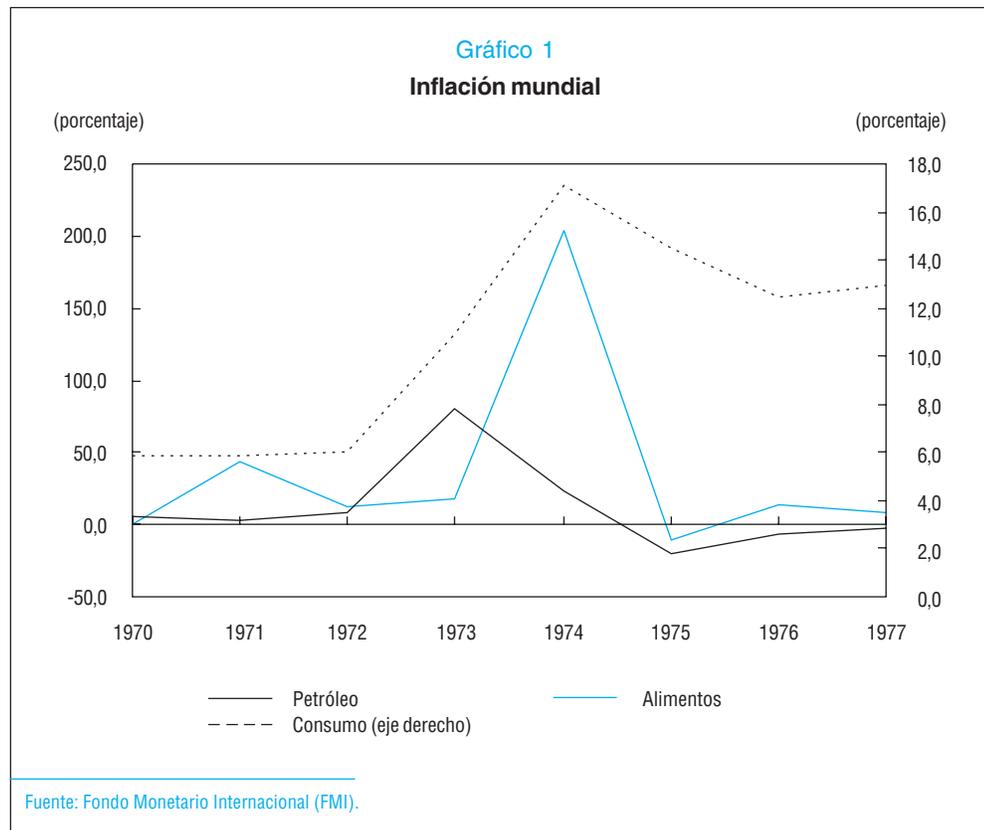
El problema subyacente radica en que muchos países de la región muestran señales de excesos de demanda: varias economías han venido creciendo a tasas aceleradas; en algunos casos los déficits en la cuenta corriente se han ampliado, y, en general, en Latinoamérica se ha elevado fuertemente el crédito al sector privado.

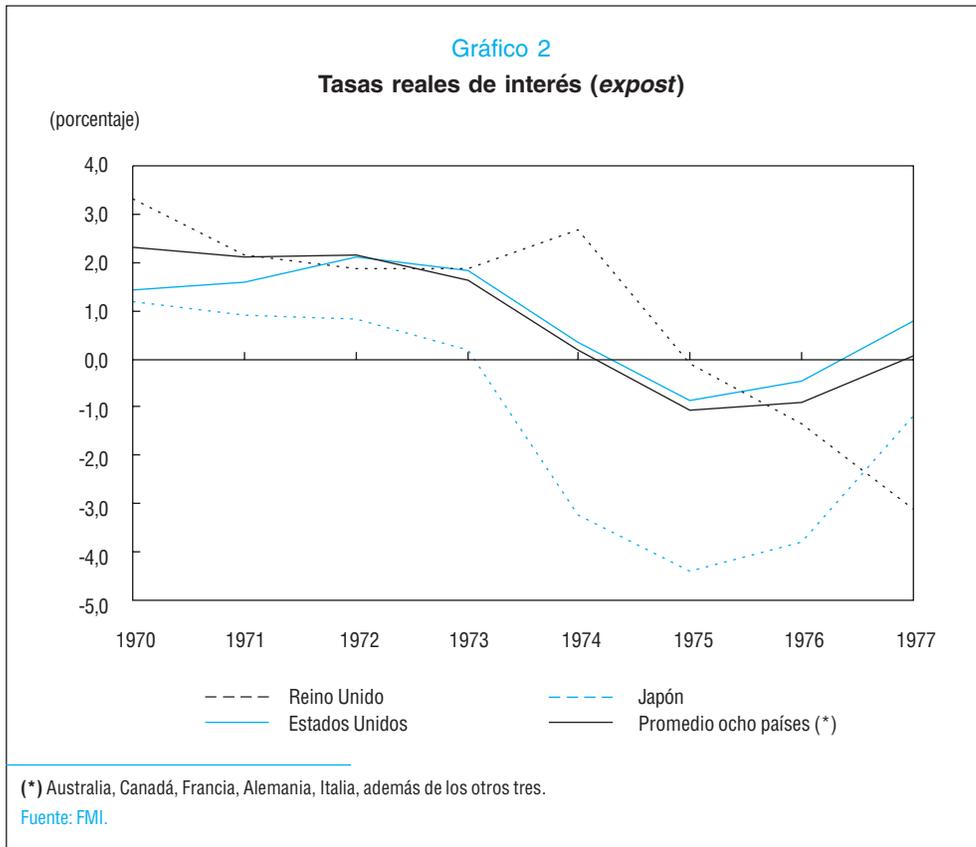
En este punto de la disertación es valioso revisar la experiencia de los primeros años de la década de los setenta: el Gráfico 1 muestra las variaciones de los precios internacionales de los alimentos y del petróleo, así como la inflación para los consumidores entre 1970 y 1977.

Dos importantes lecciones pueden derivarse de este ejemplo: en primer lugar, podemos ver que inicialmente se dio un crecimiento de los precios de los alimentos y los combustibles, tal como ocurre ahora; segundo, también se puede apreciar que el efecto subsiguiente sobre los precios al consumidor no fue pasajero: en efecto, la inflación al consumidor se estabilizó en un nivel más alto, pasando de tasas de uno a dos dígitos.

¿Cómo se permitió que esto pasara? En el Gráfico 2 podemos ver que la respuesta de las autoridades monetarias de la época ante la inflación no fue elevar las tasas de interés, sino permitir que éstas disminuyeran a niveles negativos en términos reales.

¿Por qué se cometió este error? En primer lugar, porque se consideró que la inflación se debía a eventos aislados en los mercados de alimentos y





energía, pero no a excesos de demanda. Segundo, porque no se creyó que la política monetaria fuera la mejor manera de controlar la inflación¹. Debemos recordar que las consecuencias de estos errores fueron terribles, no sólo en el frente inflacionario sino también en el empleo, tal como se observa en el Gráfico 3.

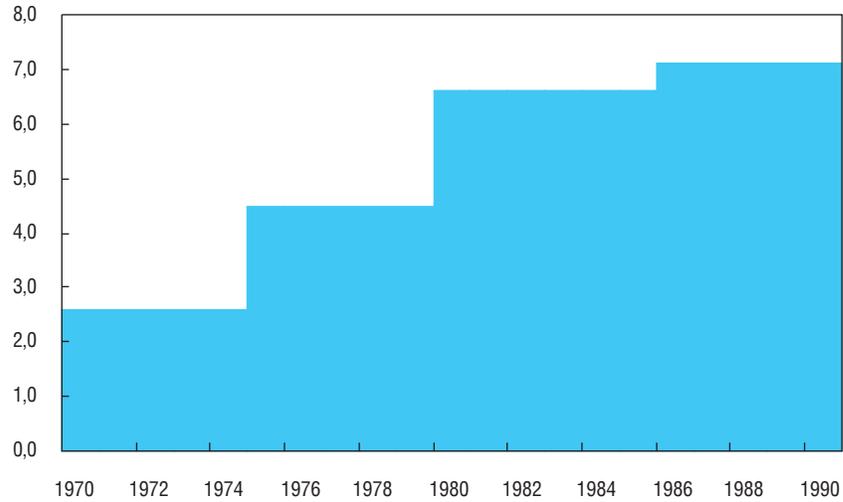
¿Qué sucedió, entonces, en Colombia? Por su parte, en el Gráfico 4 se muestra que también se permitió que tanto la inflación de alimentos como la total se elevaran a niveles de dos dígitos.

El problema consistió en que se dio paso a que la demanda creciera muy por encima de la capacidad productiva; además de que las autoridades no actuaron a tiempo para llevar de nuevo la economía a una trayectoria sostenible —el Gráfico 5 presenta, en términos per cápita, el auge y la caída en la producción—. La inestabilidad macroeconómica causada por

¹ E. Nelson, 2004, «The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?», documento de trabajo núm. 2004-001, Federal Reserve Bank of St. Louis; y E. Nelson, 2006, «The Great Inflation and Early Disinflation in Japan and Germany», documento de trabajo núm. 2006-052, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Gráfico 3
Desempleo OCDE
1970 - 1990

(porcentaje del total de la fuerza laboral)

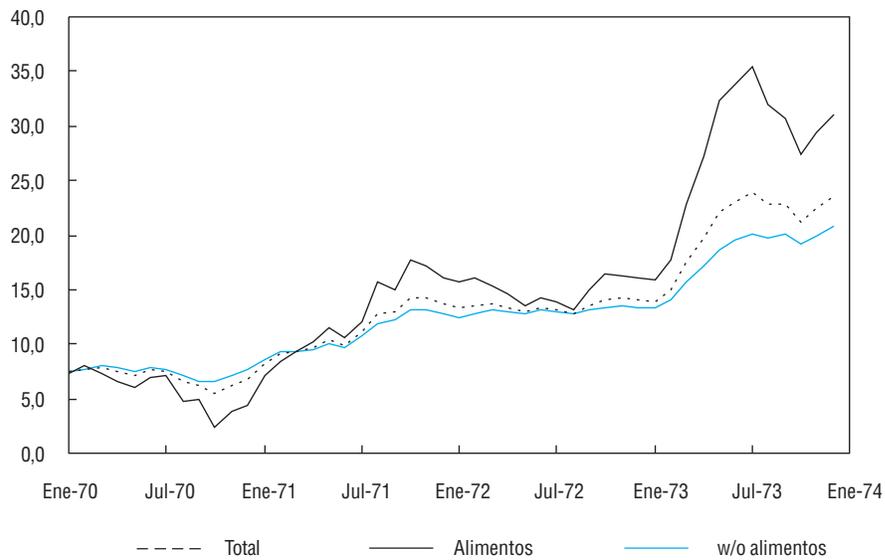


* OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

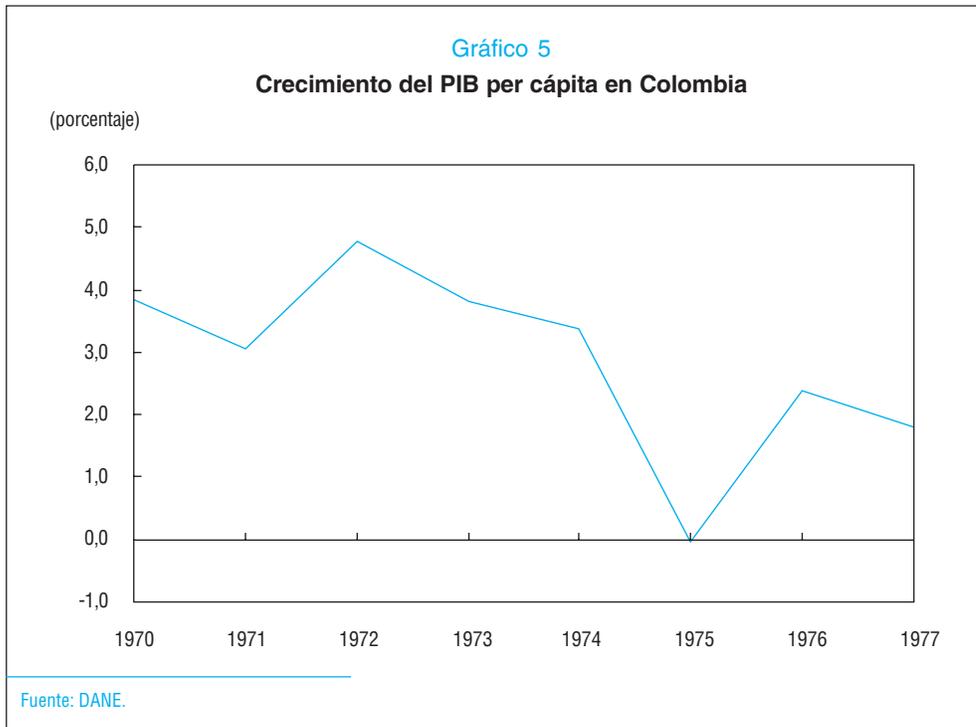
Fuente: Layard, Nickell and Jackman (2005).

Gráfico 4
Precios al consumidor en Colombia

(variación porcentual anual)



Fuente: DANE.

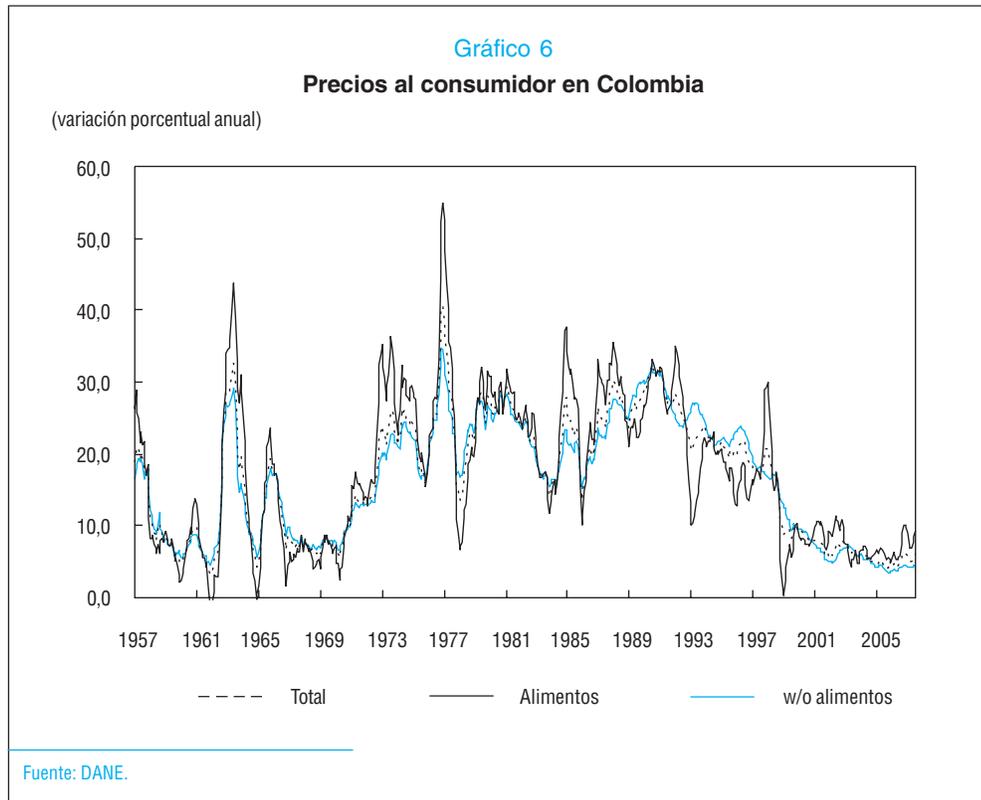


permitir que la demanda sobrepasara por demasiado tiempo la oferta nos negó la posibilidad de un mayor nivel de desarrollo económico.

Finalmente, es conveniente desterrar el mito de que la inflación en alimentos o en combustibles es, de alguna manera, independiente de la política monetaria. Por supuesto que sabemos que en Latinoamérica los precios de los alimentos son muy volátiles; sin embargo, en el largo plazo incluso la inflación en los alimentos responde a las acciones de política monetaria. El Gráfico 6 demuestra que, en promedio, la inflación de alimentos sigue la inflación general: durante el reciente proceso de desaceleración de la inflación en Colombia también se llevó a niveles más bajos a la inflación de alimentos. Igualmente, se pueden observar datos similares para demostrar que la inflación de los precios de los energéticos también se determina, en último término, por la política monetaria.

II. ¿LA ACTUAL CRISIS ES UNA MUESTRA DE QUE LOS ESQUEMAS MONETARIOS QUE EMPLEAMOS SON INADECUADOS Y QUE DEBERÍAMOS REEXAMINARLOS DE NUEVO?

Consideremos ahora la pregunta de si hay que rediseñar la estrategia monetaria de meta de inflación a la luz de la crisis actual. Para anticipar



una respuesta, es necesario afirmar que desde nuestro argumento no consideramos que el esquema utilizado requiera una revisión general; no obstante, se puede reflexionar acerca de la experiencia reciente con el fin de que funcione mejor. Igualmente, deberíamos concentrarnos en la coordinación de nuestras políticas (monetaria, fiscal, de regulación financiera y de prestamistas de última instancia), así como en la relación de estas políticas con el ciclo económico. En otras palabras, se necesita de un esfuerzo más grande para ayudar a que el consumo y la inversión de nuestros ciudadanos oscilen menos ante cambios en el ambiente económico internacional.

Empecemos considerando el propósito de la política monetaria en un esquema de meta de inflación. Buscamos mantener la inflación, en promedio, cerca de una meta preanunciada e inmodificable, en tanto no generemos excesivas pérdidas de producción agregada. Otro compromiso importante que se tiene es el de informar al público y a los organismos democráticamente elegidos sobre cómo vamos en el cumplimiento de este objetivo. Como contrapartida de estos compromisos, con una meta y con la información se gana flexibilidad con respecto a los instrumentos que se pueden utilizar.

Una crítica que enfrentan quienes ejecutan la política monetaria en los momentos iniciales de las crisis, y más aún en la actualidad, es que el esquema de meta de inflación hace excesivo énfasis en la inflación de los precios al consumidor y no la suficiente en la de los precios de los activos. Sin embargo, en las economías latinoamericanas las presiones por exceso de demanda aparecen muy rápidamente después de escaladas en los precios de los activos; así, la amenaza de futuras alzas en los precios al consumidor sería motivo suficiente para atender crecimientos insostenibles en los precios de los activos. Además, como ambos fenómenos suelen venir después del impulso que producen grandes flujos de ingreso de capitales o términos de intercambio muy favorables, en general contamos con un aviso suficientemente anticipado como para actuar, sin que haya conflicto de objetivos.

De hecho, una responsabilidad fundamental de la política económica en Latinoamérica es, precisamente, estabilizar nuestras economías ante flujos de ingreso de capitales y variaciones en los términos de intercambio. El problema consiste en que estos dos fenómenos suelen aparecer simultáneamente en épocas de bonanza, pero también pueden desaparecer súbitamente. En otras presentaciones se ha hecho énfasis en que si no se logra suavizar la evolución del consumo en Colombia, se crean ciclos dañinos en la economía, pues se amplifican los efectos de esos choques externos.

Continuando con este argumento, quizá el tema más importante en este momento no es cómo cambiar nuestros esquemas de política monetaria, sino más bien qué instituciones de apoyo requerimos para alcanzar la estabilización de nuestros ciclos económicos y la suavización del consumo, que son los objetivos de la política monetaria.

Lo primero que habría que decir es que en este aspecto hay un gran potencial para mejorar nuestras instituciones. Por ejemplo, en la zona sólo Chile ha establecido por ley una regla de superávit fiscal estructural. Otra iniciativa interesante en esta dirección, que podría ser útil aplicar en nuestro continente, es la de provisiones crediticias contracíclicas. El diseño de estas instituciones requiere un análisis más detallado del que se puede exponer aquí, pero consideramos que el contexto actual permite poner en funcionamiento instituciones de este tipo, al tiempo que se preserva un grado importante de responsabilidad política.

El segundo punto que es necesario señalar en esta discusión está en que la mayor flexibilidad de las tasas de cambio en la región debe ayudar a

mejorar realmente el poder contracíclico de la política. Tendremos mejores posibilidades de subir las tasas de interés y de evitar alzas insostenibles en los precios de los activos ante fuertes mejoras en los términos de intercambio o flujos masivos de ingreso de capital, en la medida en que no estemos comprometidos a prevenir apreciaciones nominales de nuestras monedas.

III. CONCLUSIONES

Uno de los temas centrales es la operación del esquema de meta de inflación en la crisis actual. El argumento principal consiste en explicar cómo una autoridad monetaria que opera con un esquema de meta de inflación puede contener las presentes amenazas inflacionarias, con lo que se necesita aprender de las experiencias de los años setenta. Un mensaje importante radica en que la estabilización de la inflación no es apenas un medio para otros fines, pues tiene una importancia real para la sostenibilidad del crecimiento en nuestros países. También se ha planteado qué puede hacer más efectivo nuestro manejo económico; en este sentido, se necesita eliminar el sesgo procíclico de nuestras políticas macroeconómicas, lo que llevaría a que el sector privado suavizara la inversión y el consumo y obtuviera mayores beneficios del comercio internacional de bienes y capital.

*Por José Darío Uribe**
Gerente General

* Las opiniones que se expresan son las del gerente general y no necesariamente las del Banco de la República o las de su Junta Directiva.