

ESTABILIDAD DE PRECIOS, CRECIMIENTO Y CREDIBILIDAD

Leonardo Villar Gómez*

1. La Curva de Phillips y el debate internacional sobre inflación y crecimiento

Pocos temas han ocupado tanto espacio en los debates internacionales sobre macroeconomía como el que tiene que ver con la relación entre crecimiento económico e inflación. Buena parte de esos debates se han centrado alrededor de la famosa Curva de Phillips, un resultado empírico que se hizo popular hace ya más de cuarenta años y de acuerdo con el cual una aceleración en el ritmo de crecimiento económico coincidía en el tiempo con mayores aumentos en los salarios nominales y en el nivel general de precios. De la Curva de Phillips parecía deducirse fácilmente que para obtener mayores ritmos crecimiento económico y menores tasas de desempleo era necesario tener un poco más de inflación.

Sin embargo, tanto la evidencia empírica como el análisis económico han cambiado de manera radical desde los años cincuenta y sesenta. Para esa época, los ritmos de inflación en todos los países desarrollados y en la mayor parte de los países en desarrollo eran muy inferiores a los que se observaron un par de décadas más adelante. En particular, la Curva de Phillips se identificó con cifras de los Estados Unidos para un período en el cual la inflación se ubicaba entre cero y 5% al año. Lo que esa curva indicaba, por lo tanto, era que mayores ritmos de actividad económica podían corresponder empíricamente con aceleraciones de la inflación de 1% a 2% o de 3% a 4% por año. El error en que muchos cayeron fue deducir de allí que tasas de inflación significativamente más altas pudieran ser favorables para el crecimiento económico y el empleo.

* Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas son de carácter estrictamente personal y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. El presente artículo recoge parte de la presentación del autor en el Foro de Prospectiva Económica y Financiera, organizado por Javier Fernández Riva y Asociados el 13 de julio del 2000.

A partir de la década de los setenta, cuando la inflación se elevó e incluso los países desarrollados conocieron ritmos de crecimiento de los precios superiores al 10% anual, se hizo evidente que mayores ritmos de inflación no correspondían en el tiempo con mayores ritmos de actividad económica real. Si bien aumentos inesperados de la inflación podían general estímulos muy temporales a la actividad productiva, estos últimos se revertían con creces más adelante. Las implicaciones de la relación empírica que había sido detectada por el señor Phillips tuvieron que ser revisadas de manera radical.

En su versión moderna, de hecho, la Curva de Phillips plantea que un aumento sorpresivo en la inflación puede generar incrementos muy temporales en la actividad productiva, incrementos que desaparecen sin embargo en la medida en que la mayor inflación deja de ser sorpresiva y entra a hacer parte de las expectativas de los agentes económicos. En otros términos, un aumento de la inflación sólo contribuye a dinamizar la actividad productiva en el muy corto plazo y lo hace sólo en la medida en que los trabajadores y demás agentes económicos son tomados por sorpresa --o engañados-- por la ilusión monetaria que durante un tiempo conlleva la mayor inflación. Por supuesto, desde el punto de vista de la política económica, acudir a este procedimiento para lograr aumentos temporales de la actividad productiva es absolutamente anti-ético, máxime cuando más allá del muy corto plazo resulta no sólo ineficaz sino contraproducente para la propia actividad económica y el empleo.

Cada vez es más claro, por lo tanto, que la inflación de precios va en detrimento, y no en apoyo, de la actividad productiva. Por esa razón, el mundo de los economistas se ha ido convenciendo de que la solución a los problemas del empleo y del crecimiento no está en la adopción de políticas inflacionarias. Por demás, esta nueva visión, contraria a la antigua Curva de Phillips, se ha empezado a consolidar definitivamente con la experiencia de la economía estadounidense desde mediados de la década de los ochenta. De hecho, como es bien sabido, la economía de los Estados Unidos ha observado uno de los ciclos expansivos más exitosos y duraderos de su historia en un ambiente caracterizado, precisamente, por niveles ínfimos de inflación.

2. Versiones de la antigua curva de Phillips en interpretaciones del caso colombiano reciente

En las discusiones recientes sobre la economía colombiana se ha caído con frecuencia en la trampa en que cayeron muchos economistas de los países

desarrollados en los años cincuenta y sesenta, cuando basados en una observación empírica parcial creyeron poder concluir que la solución para el crecimiento y el empleo estaba en adelantar políticas inflacionarias. En el caso colombiano, esta visión, a mi juicio muy equivocada, se refleja en frases del siguiente tenor:

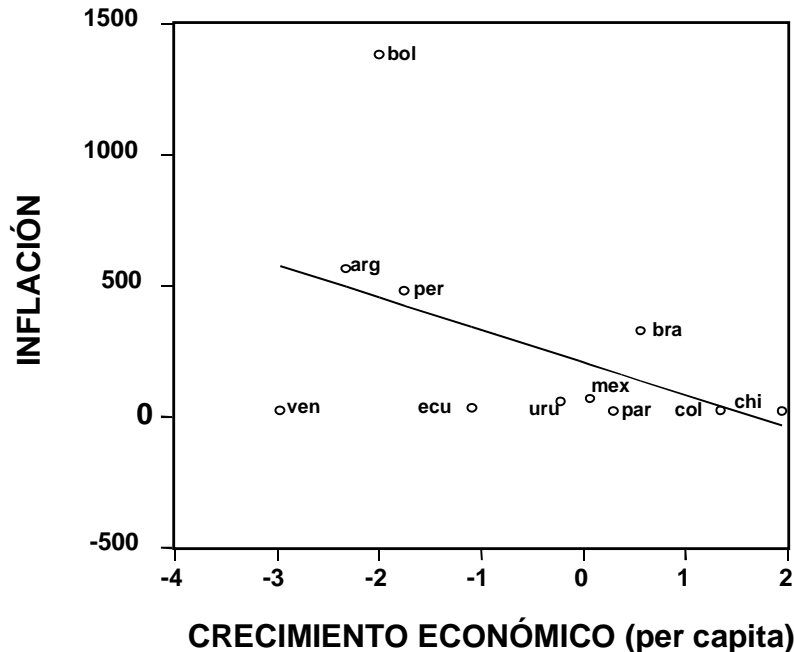
- *“La reducción reciente de la inflación no es un hecho positivo sino un simple reflejo de la recesión y el desempleo”*
- *“Cualquier recuperación de la actividad económica en los próximos meses deberá ir acompañada de un repunte de la inflación”*
- *“Si quiere contribuir a la recuperación de la actividad productiva, el Banco de la República debe abandonar su obsesión en la lucha contra la inflación y adelantar políticas expansivas, financiando con emisión tanto el déficit fiscal actual como gastos públicos adicionales”.*

Lo que quiero hacer a continuación es desvirtuar este tipo de afirmaciones y aportar algunos elementos de juicio que sugieren que la mejor alternativa para un Banco Central como el colombiano en las actuales circunstancias, si quiere contribuir a una recuperación económica sostenible, es seguir luchando por reducir gradualmente la inflación hacia niveles similares a los vigentes a nivel internacional.

3. La experiencia latinoamericana

Durante la llamada década perdida de los años ochenta, la mayor parte de los países de América Latina presenciaron situaciones fuertemente recesivas, hasta el punto que el ingreso per-cápita se redujo en esos diez años. De acuerdo con la primera de las frases mencionadas anteriormente, con una recesión tan fuerte en la región, habría sido muy fácil observar una caída de la inflación en la década de los ochenta. Esa caída habría sido apenas un reflejo de la recesión. Sin embargo, ello no fue así. Por el contrario, en los años ochenta, la inflación promedio de América Latina tuvo los niveles más altos de la historia. Además, el **Gráfico 1** permite constatar que los países que tuvieron las tasas más altas de inflación (Argentina, Perú y Bolivia) fueron precisamente aquellos en los que la caída en el ingreso per-cápita fue más dramática durante el mismo período.

Gráfico 1
RELACIÓN ENTRE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO
EN AMERICA LATINA (promedio 1980-1989)



Después de mirar estas cifras, parece difícil sostener que la caída de la inflación sea una consecuencia natural y directa de la caída en el ritmo de actividad productiva. Por el contrario, los países con mejor desempeño de la actividad productiva y con mayores aumentos en el ingreso per-cápita en la década de los ochenta son precisamente aquellos que tuvieron tasas de inflación relativamente más bajas. La relación negativa entre inflación y crecimiento económico para los años ochenta es evidente en la línea de regresión que aparece dibujada en el Gráfico.

Esa relación negativa entre inflación y crecimiento en América Latina no es exclusiva de los años ochenta. En el Gráfico 2 se presentan las cifras correspondientes al período 1990-1999 y en el Gráfico 3 las del conjunto del período 1980-1999. En ambas se corrobora nuevamente que mayores ritmos de crecimiento económico tienden a corresponder con menores y no con mayores ritmos de inflación.

Gráfico 2
RELACIÓN ENTRE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO
EN AMERICA LATINA (promedio 1990-1999)

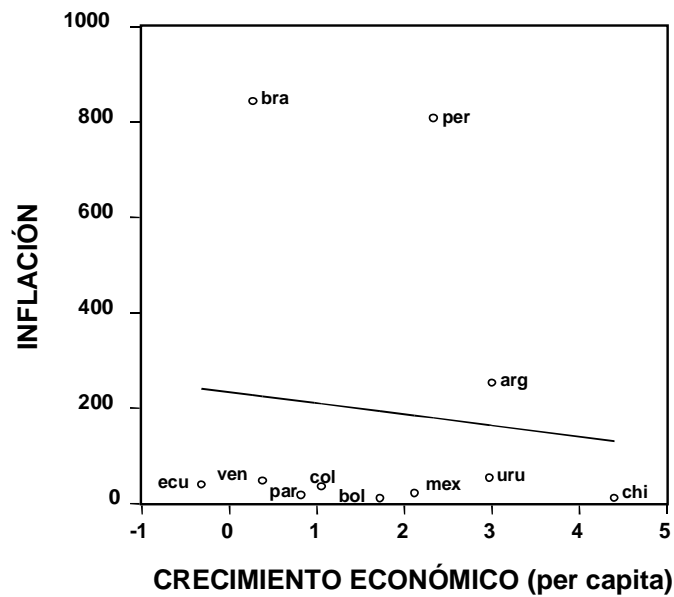
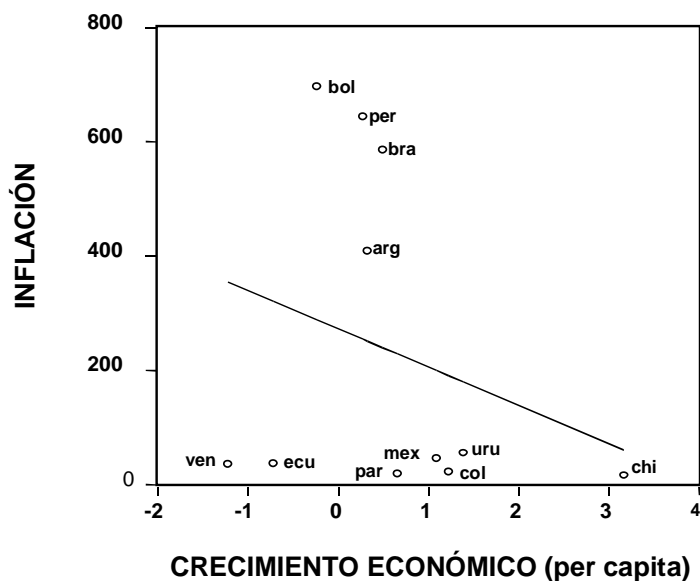


Gráfico 3
RELACIÓN ENTRE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO
EN AMERICA LATINA (promedio 1980-1999)



¿Por qué las dramáticas recesiones que sufrieron muchos de los países de América Latina en los años ochenta y noventa no se reflejaron en reducciones de los ritmos de inflación de esos países? La respuesta es relativamente sencilla. Porque las causas de la recesión eran causas reales,

vinculadas con la imposibilidad de sostener déficits enormes en las cuentas fiscales y en las cuentas externas. El problema estuvo en que, tal como algunos analistas sugieren para el caso colombiano actual, varios de estos países creyeron que podían evadir o postergar los costos del ajuste macroeconómico mediante el expediente relativamente sencillo de poner a sus bancos centrales a emitir en forma descontrolada.

En otras palabras, pensaron que la recesión sólo podía explicarse como consecuencia de políticas monetarias restrictivas y que, por lo tanto, la llave de la felicidad y la solución a todos los problemas estaba en la emisión monetaria por parte de los bancos centrales. En la práctica, sin embargo, la emisión de dinero para financiar los desequilibrios macroeconómicos se convirtió en fuente de devaluaciones descontroladas y terminó por alimentar procesos inflacionarios que a la postre resultaron muy difíciles de frenar.

En resumen, la experiencia de muchos países de América Latina muestra que, en contra de afirmaciones que se han vuelto populares en la discusión económica sobre el caso colombiano del período reciente, las situaciones de crisis de la actividad productiva generadas por desajustes fiscales y por dificultades de financiamiento externo no conducen por sí solas a reducciones en los ritmos de inflación. Por el contrario, para los bancos centrales que tienen como propósito el mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda, esas situaciones de crisis plantean retos particularmente difíciles.

4. El caso colombiano en los ochenta: comparación de dos procesos de ajuste

Se dirá con razón que el caso colombiano es diferente al de otros países de América Latina pues acá no tuvimos inflaciones excesivamente altas ni siquiera en la década de los ochenta. Efectivamente, una de las grandes diferencias entre Colombia y otros países de América Latina en los años ochenta es que en nuestro país el Banco de la República en esa época tampoco intentó resolver los problemas ocasionados por el déficit fiscal y las dificultades de financiamiento externo mediante el expediente fácil de la expansión monetaria descontrolada.

Vale la pena en este punto detenerse en la comparación entre el proceso de ajuste que realizó Colombia hacia mediados de la década de los ochenta y el que se está realizando actualmente. En un artículo reciente, Javier Fernández Riva avanza en este tipo de comparación y concluye que mientras en aquella ocasión se alcanzaron grandes éxitos, en la actual el

resultado fue la enorme recesión de 1998 y 1999 que a su juicio tiene como culpable al Banco de la República por haber permitido los altos niveles de tasas de interés que se observaron en esos años.

La comparación que hace Javier Fernández, sin embargo, omite resaltar algunas similitudes entre los dos procesos, que curiosamente se refieren a la política monetaria y cambiaria en cabeza del Banco de la República. La primera es que en el proceso de ajuste de los ochenta que él justamente destaca como exitoso, el Banco de la República también fue acusado sistemáticamente de haber sido el culpable de la recesión por no haber adoptado políticas más expansivas similares a las que en esa época estaban adelantando otros países de la región.

Más importante que lo anterior, los comportamientos de la tasa de cambio real y de las tasas de interés reales no son demasiado diferentes entre los dos procesos de ajuste colombianos; o al menos no lo son en el sentido sugerido por Fernández. Para hacer la comparación correspondiente, en los Cuadros 1 y 2 se toman períodos de tres años y medio como referencia de cada uno de los procesos de ajuste. En el caso de la década de los ochenta se toma el período comprendido entre el segundo semestre de 1983 y finales de 1986. En el caso reciente se toma lo que ha ocurrido desde el primer semestre de 1997.

Como se puede apreciar en el Cuadro 1, en ambos procesos de ajuste se presentan incrementos muy notorios en la tasa de cambio real. En los ochenta, el incremento relativo fue mayor por cuanto el nivel inicial era muy inferior. No obstante, la tasa de cambio real del primer semestre del 2000 es significativamente más alta que la que se alcanzó en 1986. Vale la pena anotar, además, que la mayor parte de la devaluación real del período reciente se logró bajo el régimen de bandas cambiarias. Por lo tanto, en contra de lo que argumentan algunos comentaristas, ese régimen no fue obstáculo para una devaluación real muy importante como tampoco lo fue en la década de los ochenta el sistema tradicional de “crawling-peg”, con tasa de cambio sustentada totalmente por el Banco de la República y mini-devaluaciones diarias.

La discusión relevante es si en 1998 el Banco de la República ha debido emitir para mantener las tasas de interés artificialmente bajas y dejar que la tasa de cambio nominal se fuera libremente a donde la llevara el mercado. Personalmente estoy convencido de que esa estrategia habría sido tan peligrosa en ese momento como lo fue para los países de América Latina que la aplicaron en la década de los ochenta con los resultados en materia de recesión y de inflación descontrolada que se destacaron en una sección

anterior. Más recientemente, esa estrategia fue utilizada en el Ecuador y los resultados están a la vista, con caída del PIB de 7.5%, inflación de 100% y un proceso de dolarización que impedirá hacia el futuro que ese país adelante cualquier tipo de política monetaria en forma autónoma. A mi juicio, el ajuste de la tasa de cambio real en Colombia entre 1997 y 1999 fue muy sustancial gracias precisamente a que se mantuvo un grado importante de control sobre las condiciones monetarias, de tal forma que lo que se ganaba en tasa de cambio nominal no se perdiera en incrementos desbordados de los precios.

CUADRO 1
DOS PROCESOS DE AJUSTE EN COLOMBIA
TASA DE CAMBIO REAL

AJUSTE DE LOS OCHENTA		AJUSTE ACTUAL	
SEMESTRE	INDICE ITCR3	SEMESTRE	INDICE ITCR3
1983 - II	65,1	1997 - I	84,0
1984 - I	65,8	1997 - II	90,9
1984 - II	68,4	1998 - I	92,4
1985 - I	74,6	1998 - II	96,9
1985 - II	90,6	1999 - I	97,4
1986 - I	96,6	1999 - II	112,7
1986 - II	106,7	2000 - I	110,2
DEVALUACION REAL EN EL PERIODO	63,9%	DEVALUACION REAL EN EL PERIODO	31,2%

El Cuadro 2 presenta la comparación entre el proceso de ajuste reciente y el de mediados de los ochenta en lo que se refiere al comportamiento de la tasa de interés real. Como se puede apreciar allí, en el proceso de ajuste de los ochenta, la tasa de interés real fue considerablemente superior que en el período reciente. Ciertamente, las tasas de interés reales del segundo semestre de 1998 fueron muy altas como consecuencia de la crisis de financiamiento externo que enfrentó el país. Sin embargo, ni siquiera en ese semestre alcanzaron a superar los niveles que sistemáticamente tuvieron las tasas de interés reales entre 1983 y 1985, cuando el país también se enfrentaba a grandes dificultades para financiar externamente sus desequilibrios.

CUADRO 2
DOS PROCESOS DE AJUSTE EN COLOMBIA
TASA DE INTERES REAL
(CDT A 90 DIAS, DEFLACTADA POR IPC)

AJUSTE DE LOS OCHENTA		AJUSTE ACTUAL	
SEMESTRE	PORCENTAJE	SEMESTRE	PORCENTAJE
1983 - II	13,2	1997 - I	4,5
1984 - I	16,1	1997 - II	4,4
1984 - II	15,9	1998 - I	7,5
1985 - I	9,2	1998 - II	14,5
1985 - II	9,1	1999 - I	10,1
1986 - I	9,0	1999 - II	7,5
1986 - II	11,7	2000 - I	1,6
PROMEDIO	12,0	PROMEDIO	7,2

Por supuesto, hay diferencias muy importantes entre el proceso de ajuste actual y el de mediados de los ochenta, empezando obviamente por el hecho de que la recesión haya sido mucho más fuerte en el período reciente. Lo que quiero resaltar es que, en contra de lo que sugiere el artículo de Javier Fernández, no es claro que la política del Banco de la República haya sido más restrictiva que la que tuvo durante el proceso de ajuste de mediados de los ochenta. A mi juicio, las diferencias entre los dos procesos de ajuste tienen que ver fundamentalmente con dos factores:

1. En primer lugar, los niveles de sobre-endeudamiento del sector privado eran muy superiores al comenzar la crisis reciente de lo que habían sido en los ochenta. Esto es particularmente cierto en el caso de la deuda hipotecaria, que en la década que acaba de concluir creció en forma desmedida, paralelamente con el tremendo auge artificial que tuvieron los precios de la finca raíz. Ello, por supuesto, influyó en que la pérdida de riqueza al estallar la crisis de financiamiento de finales de los noventa fuera mucho más grande que en cualquier período anterior.
2. El segundo factor fundamental que distingue los dos procesos de ajuste es que el déficit fiscal ha demostrado ser considerablemente más inflexible en la crisis actual de lo que fue a mediados de los ochenta, en parte por cuanto el gasto público está más concentrado ahora en funcionamiento y menos en inversión y en parte porque está fuertemente atado por normas legales y constitucionales.

CUADRO 3
DOS PROCESOS DE AJUSTE EN COLOMBIA
DEFICIT FISCAL
(% DEL PIB)

AJUSTE DE LOS OCHENTA			AJUSTE ACTUAL		
AÑO	GOBIERNO CENTRAL	SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO	AÑO	GOBIERNO CENTRAL	SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO
1983	-3,00	-5,50	1997	-3,70	-3,3
1984	-3,80	-6,30	1998	-4,90	-3,4
1985	-2,30	-4,40	1999	-6,90	-5,3
1986	-1,30	-0,30	2000p	-6,20	-3,6

El Cuadro 3 muestra las cifras que sustentan la afirmación sobre la mayor inflexibilidad del déficit fiscal en la coyuntura actual, *vis-a-vis* la de mediados de los ochenta. El déficit del sector público consolidado, que había llegado a 6.3% del PIB en 1984 se redujo a solo 0.3% del PIB en 1986. En el caso actual, en cambio, el déficit del sector público no financiero previsto para el 2000 sigue siendo superior al que se tenía en 1997. En el caso del gobierno nacional central, el déficit previsto para este año sigue siendo superior al 6% del PIB, muy superior al de 1997 y 1998. Esa cifra contrasta abiertamente con el déficit de 1.3% del PIB que se observó a nivel del gobierno central en 1986, cuando se estaba consolidando el ajuste de mediados de los ochenta.

En el artículo de Javier Fernández al que estoy haciendo referencia no se destacan mucho los dos puntos anteriores para explicar las diferencias en el comportamiento de la economía entre el período reciente y en la segunda mitad de los ochenta. El principal punto de diferencia destacado en ese artículo se refiere a que en aquella ocasión la tasa de inflación terminó subiendo hasta 32%, mientras en el período reciente el Banco de la República se mantiene obsesionado por seguir bajando la inflación.

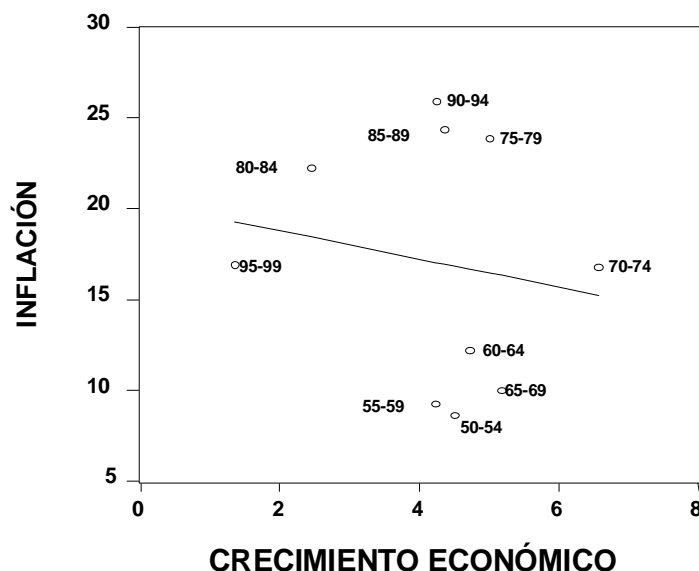
5. ¿Vale la pena la lucha contra la inflación en las actuales circunstancias?

La pregunta implícita es clara y muy relevante. Se trata de dirimir si en las circunstancias actuales resulta conveniente que el Banco de la República siga “obsesionado” con el compromiso de mantener la inflación en un dígito y de seguir reduciéndola gradualmente en los años venideros hacia niveles similares a los vigentes a nivel internacional.

Personalmente estoy convencido de que hay muchas razones por las cuales la Junta Directiva del Banco de la República no puede renunciar a ese compromiso, entendido obviamente en un contexto de coordinación con el Gobierno y del objetivo último de contribuir al crecimiento sostenible de la actividad productiva y el empleo. Una posición diferente implicaría incumplir con el mandato expreso otorgado a los miembros de la Junta por parte de la Constitución de 1991 y la Ley 31 de 1993. Aparte del argumento jurídico, sin embargo, quiero mencionar tres argumentos para seguir “obsesionados”, en el contexto descrito, con el proceso de reducción de la inflación:

1. El primero es precisamente que reducir la inflación es lo mejor que puede hacer el Banco de la República para contribuir a una recuperación sostenible de la actividad productiva y el empleo. Así como a nivel internacional la antigua versión de la curva de Phillips ha dado paso a un consenso sobre la relación negativa entre inflación y crecimiento, la evidencia colombiana también sugiere que esa relación es negativa. Esto se aprecia en el Gráfico 4, en el cual se presentan los promedios de inflación y de crecimiento económico de Colombia en los distintos períodos quinquenales desde 1950. Es claro allí que los períodos de menor inflación, correspondientes a las décadas de los cincuentas y sesentas y a la primera mitad de los setentas, corresponden con los de más rápido crecimiento de la economía colombiana.

Gráfico 4
RELACIÓN ENTRE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO
EN COLOMBIA (1950-1999)



2. El segundo argumento para seguir obsesionados con el propósito de mantener la inflación en un dígito es de carácter más coyuntural y se refiere a que los aumentos de salarios nominales y de muchos precios en la economía se hicieron para el año 2000 en forma particularmente moderada, en parte como consecuencia de la recesión y de los procesos de ajuste que han tenido que enfrentar los sectores público y privado. Una inflación superior a la meta establecida por el Banco de la República desde junio del año pasado se convertiría en un impuesto particularmente oneroso e injusto para esos asalariados y esos empresarios que no han visto subir sus ingresos nominales o para quienes estos han subido muy levemente.
3. La tercera razón es que en las circunstancias actuales de incertidumbre en muchos frentes de la vida nacional, resulta particularmente importante consolidar la credibilidad en las metas de inflación establecidas año tras año por parte del Banco de la República como instrumento para “anclar” las expectativas de los agentes económicos sobre la evolución del nivel general de precios. Desde hace varios años, la política del Banco de la República se ha ido moviendo en la dirección de lo que la literatura económica anglosajona denomina el “inflation targeting” y que en Colombia hemos denominado “esquema de inflación objetivo”, el cual se ha instrumentado con gran éxito en la mayor parte de los países desarrollados durante la última década y se está introduciendo en muchos de los países en desarrollo en el período más reciente. La base de este esquema de política es precisamente el compromiso con las metas de inflación establecidas. La credibilidad en esas metas es la que permite que las autoridades tengan algún grado de flexibilidad en el manejo de los agregados monetarios a la vez que se mantiene la libertad para que el mercado determine el comportamiento de la tasa de cambio nominal. Afortunadamente, durante tres años consecutivos, 1997, 1998 y 1999, la tasa de inflación se ha ubicado en los alrededores o por debajo de la meta establecida previamente por el Banco. Este resultado ciertamente ha contribuido a la credibilidad del Banco de la República y de sus metas. Sin lugar a dudas, este logro debe preservarse como requisito para consolidar el tránsito hacia el esquema de política de “inflación objetivo” lo cual, además, se hace particularmente importante en un contexto de plena flexibilidad cambiaria como el que se instauró en Colombia en septiembre de 1999.