

Intervención en el panel “Meta de inflación en un entorno externo incierto”

Por José Darío Uribe¹

Latin American Investor Conference, organizada por Merrill Lynch
Reunión del Banco Interamericano de Desarrollo, 2008
Sábado 5 de abril 2008

Introducción

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 mucho. 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; igualmente tenemos que esperar nuevos ajustes y más turbulencia en los mercados financieros internacionales, que podrían, muy probablemente, elevar las tasas de nuestros préstamos externos. También, en este preciso momento, todos nos enfrentamos con alzas en la inflación.

Quiero aprovechar esta presentación para responder a dos críticas que han enfrentado los encargados de la política económica de la región en su lucha contra la inflación.

- 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 empleamos son inadecuados y que deberíamos reexaminarlos (otra vez).

¹ Gerente General del Banco de la República. Las opiniones que se expresan aquí son las del autor y no necesariamente las del Banco de la República o su Junta Directiva.

En otras intervenciones recientes he examinado la resiliencia del crecimiento de América Latina ante la crisis financiera internacional actual, de manera que en esta ocasión no tocaré este tema.

Respuestas al argumento de que la actual subida de la inflación ha sido causada exclusivamente por los precios de los alimentos y la energía.

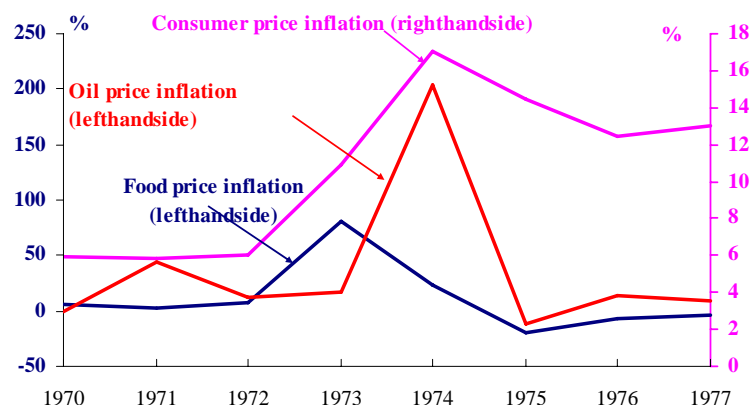
En Latinoamérica, la inflación se aceleró súbitamente el año pasado. Chile, Colombia y Perú sobrepasaron sus metas de inflación en 2007. Ciertamente es correcto afirmar que, si descomponemos mecánicamente esta aceleración de los precios, la mayor contribución proviene de los alimentos. Ello llevaría a pensar que las presiones inflacionarias desaparecerían por sí mismas con unas pocas buenas cosechas.

Sin embargo, hay buenas razones para pensar que este brote inflacionario requería 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 alimentos y combustibles está conteniendo de manera temporal la fuerte presión inflacionaria que también existe en otros productos. Una vez disminuya la inflación de los alimentos, los precios de otros ítems importantes pueden acelerarse.

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

En este punto, es valioso revisar la experiencia de los primeros años de la década de los setenta. La Gráfica 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.

Gráfica 1. Inflación mundial 1970-77

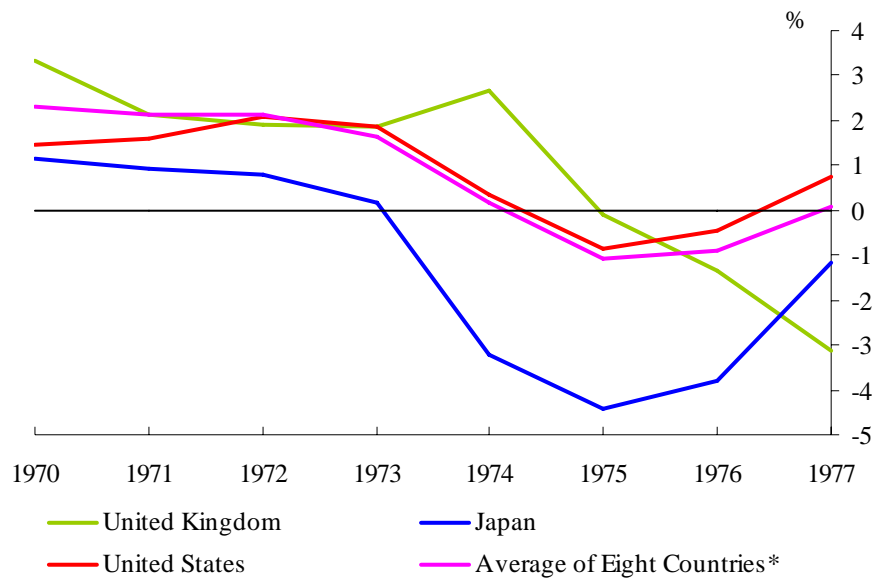


Fuente: FMI

Dos importantes lecciones pueden derivarse de esta gráfica. En primer lugar, podemos ver que inicialmente se dio un crecimiento de los precios de los alimentos y los combustibles, tal como ocurre ahora. En segundo lugar, la gráfica también muestra que el efecto subsiguiente sobre los precios al consumidor no fue pasajero. 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 la Gráfica 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 cayeran a niveles negativos en términos reales.

Gráfica 2. Tasas reales de interés (ex-post) 1970-77



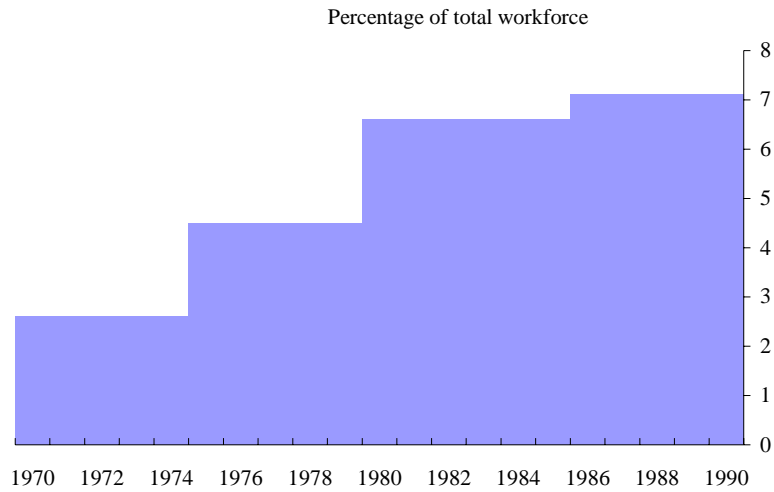
Fuente: FMI.

***Australia, Canadá, Francia, Alemania, Italia además de los otros tres .**

¿Por qué cometieron este error? En primer lugar porque consideraron que la inflación se debía a eventos aislados en los mercados de alimentos y energía, y no a excesos de demanda. Segundo, porque no creyeron que la política monetaria fuera la mejor manera de controlar la inflación². Debemos recordar que las consecuencias de estos errores fueron terribles, no sólo en el frente inflacionario sino también en el empleo, como puede verse en la Gráfica 3.

² Nelson, E (2004), *The Great Inflation of the seventies: what really happened?*, Working Papers 2004-001, Federal Reserve Bank of St. Louis, y Nelson, E (2006), *The Great Inflation and Early Disinflation in Japan and Germany* Working Paper No. 2006-052 Federal Reserve Bank of St. Louis.

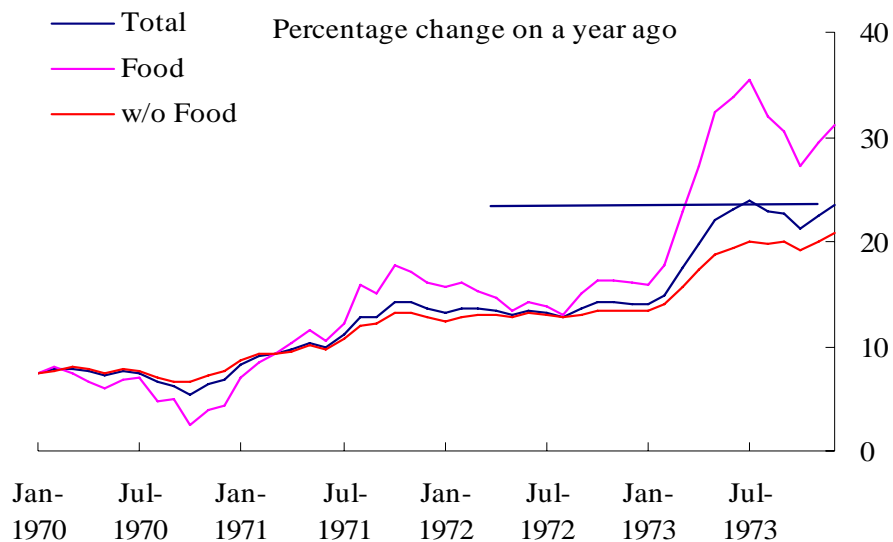
Gráfica 3. Desempleo OECD 1970-90



Fuente: Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market, por Richard Layard, Stephen Nickell y Richard Jackman (Oxford University Press 2005)

¿Qué sucedió entonces en Colombia? La Gráfica 4 muestra que también se permitió que tanto la inflación de alimentos como la inflación total se elevaran a niveles de dos dígitos.

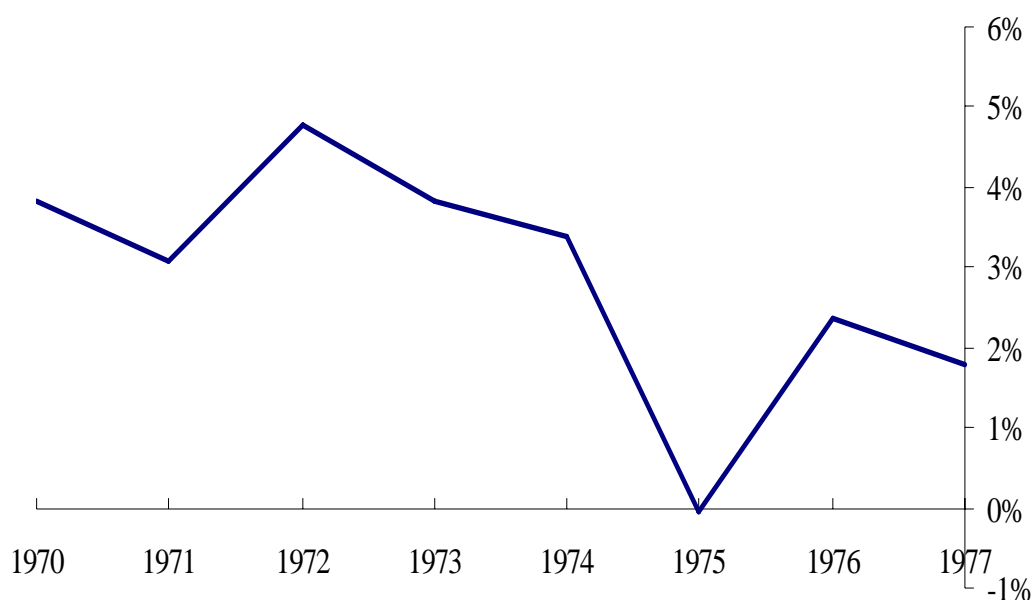
Gráfica 4. Precios al consumidor en Colombia 1970-74



Fuente: DANE

El problema consistió en que se permitió que la demanda creciera muy por encima de la capacidad productiva. Las autoridades no actuaron a tiempo para llevar de nuevo la economía a una trayectoria sostenible. La Gráfica 5 muestra, en términos per cápita, el auge y la caída en la producción. La inestabilidad macroeconómica causada por permitir que la demanda sobrepasara por demasiado tiempo la oferta nos negó la posibilidad de un mayor nivel de desarrollo económico.

Gráfica 5. Crecimiento del PIB per cápita en Colombia

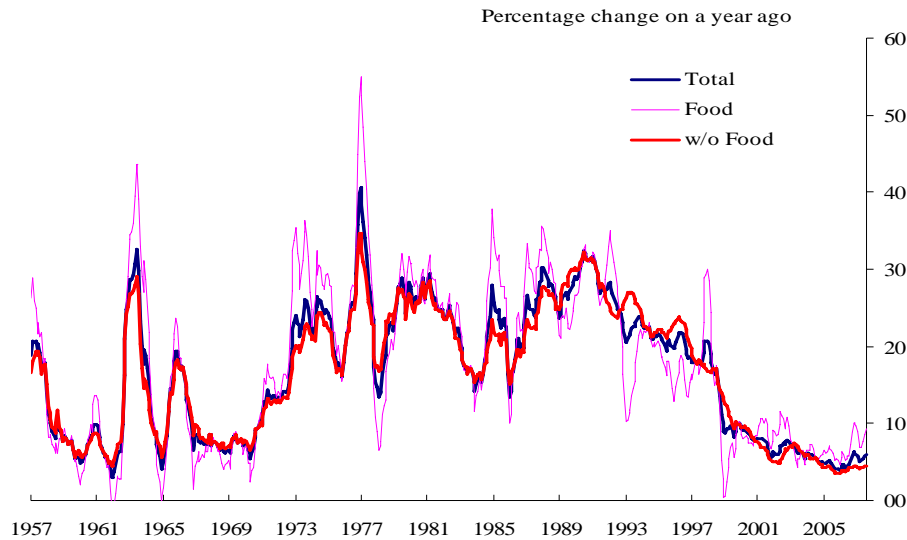


Fuente: DANE

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, hasta la inflación en los alimentos responde a las acciones de política monetaria. La Gráfica 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 usar gráficas similares para mostrar que la inflación de los precios energéticos también se determina, en último término, por la política monetaria.

Gráfica 6. Precios al consumidor en Colombia



Fuente: DANE

¿Es la actual crisis una muestra de que los esquemas monetarios que empleamos son inadecuados y que deberíamos reexaminarlos (otra vez)?

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 mi respuesta, permítanme decir que no considero que el esquema que utilizamos requiera una revisión general. Sin embargo, pienso que podemos utilizar la experiencia reciente para que funcione mejor. Creo que 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, necesitamos esforzarnos más en 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 tenemos 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, ganamos flexibilidad con respecto a los instrumentos que podemos utilizar.

Una crítica que enfrentamos en los momentos iniciales de esta crisis, y más aún hoy en día, 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 los grandes flujos de ingreso de capitales y los buenos términos de intercambio suelen aparecer simultáneamente en épocas de bonanza, pero ambos pueden desaparecer súbitamente también. En otras presentaciones he 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 mejoras de nuestras instituciones. En América Latina, sólo Chile ha establecido por ley una regla de superávit fiscal estructural. Otra iniciativa interesante en esta dirección, que

podría ser útil importar a nuestro continente, es la de provisiones crediticias contracíclicas. El diseño de estas instituciones requiere un análisis más detallado del que puedo hacer en el tiempo que tengo disponible, pero considero que hay campo para poner en funcionamiento instituciones de este tipo, al tiempo que preservamos un grado importante de responsabilidad política.

El segundo punto que me gustaría señalar en esta discusión es que la mayor flexibilidad de las tasas de cambio en la región debe ayudar realmente a mejorar 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 si no estamos comprometidos a prevenir apreciaciones nominales de nuestras monedas.

Conclusiones

Uno de los temas de este panel es la operación del esquema de meta de inflación en la crisis actual. Mi argumento consiste en explicar cómo una autoridad monetaria que opera con un esquema de meta de inflación puede contener las presentes amenazas inflacionarias. Necesitamos aprender de las experiencias de los años setenta. Un mensaje importante es que la estabilización de la inflación no es apenas un medio para otros fines. Tiene una importancia real para la sostenibilidad del crecimiento en nuestros países. También he 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.