

SUMARIO

Introducción.

I. La economía colombiana en los años noventa y la política anti-inflacionaria

1. El shock de la apertura y la "enfermedad mexicana".
2. El proceso de ajuste y la política anti-inflacionaria.
 - i) La reversión del ciclo expansivo: algunas tendencias características
 - ii) La política macroeconómica y el proceso inflacionario

II. Inflación, indexación e inercia.

1. La indexación y la extensión del período de reajuste en los mercados de trabajo.
2. La formación de las expectativas inflacionarias y los mercados de productos.
3. Propiedades de la inflación en un régimen de alta inflación.

III. Lecciones de la experiencia latinoamericana en políticas antiinflacionarias

1. La consistencia y sustentabilidad de las políticas macroeconómicas.
 - i) El cierre de la brecha fiscal
 - ii) El cierre de la brecha externa
2. La necesidad de mecanismos de coordinación de expectativas, precios y salarios.
 - i) El problema de coordinación
 - ii) Los instrumentos de coordinación

IV. Opciones de política antiinflacionaria en Colombia.

1. Algunas consideraciones sobre las posibilidades y limitaciones de la política antiinflacionaria en Colombia.
 - i) Shock y gradualismo: sincronización, coordinación y grado de intervención
 - ii) La intervención en los contratos financieros
 - iii) Incentivos y riesgos.
2. Alternativas de la política antiinflacionaria en Colombia.
 - i) La necesidad de una reformulación de la política antiinflacionaria
 - ii) Alternativas en la situación actual

Referencias Bibliográficas.

ALTERNATIVAS DE POLITICA ANTIINFLACIONARIA EN LA ECONOMÍA COLOMBIANA

Roberto Frenkel *

Jaime Ros **

INTRODUCCION

Este trabajo se divide en cuatro secciones. La primera examina algunas tendencias características de la economía colombiana en los años noventa y analiza los principales rasgos y resultados de la política anti-inflacionaria en los últimos años, poniendo especial atención en la forma de operación de la política monetaria en el nuevo contexto económico e institucional de los años noventa.

La segunda analiza, a partir de la experiencia latinoamericana, las transformaciones que sufren los mercados de trabajo y de productos durante procesos de inflación prolongada, la función que estos cambios cumplen como mecanismos de adaptación y coordinación, y la forma en que interactúan con el propio proceso inflacionario. Además de contribuir a una mejor comprensión de la naturaleza de la inflación en Colombia, y de las dificultades que toda política de estabilización enfrenta después de un período prolongado de inflación, este análisis sirve de introducción a la revisión de la experiencia latinoamericana en política antiinflacionaria que se aborda en la tercera sección.

Esta revisión enfatiza dos temas: a) la consistencia y sustentabilidad ex-ante de las políticas macroeconómicas como condición necesaria pero no suficiente para la eficacia de los programas de estabilización; b) los problemas de coordinación de las decisiones de precios y salarios y de las expectativas inflacionarias, y la efectividad, siempre contingente a circunstancias específicas, de los instrumentos de coordinación que han sido utilizados.

Finalmente, la cuarta sección incorpora algunas de las lecciones de la experiencia latinoamericana para evaluar, destacando sus ventajas, riesgos y limitaciones, distintas opciones de política antiinflacionaria en las circunstancias específicas de Colombia en la actualidad.

*CEDES, Universidad de Palermo / ** Notre Dame University Indiana U.S.A.

I. LA ECONOMÍA COLOMBIANA EN LOS AÑOS NOVENTA Y LA POLÍTICA ANTI-INFLACIONARIA

La década de los años noventa se inicia en Colombia con una aceleración del proceso de reformas estructurales. La liberalización del comercio exterior y de los flujos externos de capital así como la privatización de empresas y organismos públicos que, más tímidamente en Colombia que en otras partes de América Latina, se habían puesto en marcha en los años ochenta se profundizan. El cambio en el régimen de política económica es amplio y trascendente, abarcando reformas constitucionales que otorgan autonomía al banco central y la modificación del régimen cambiario que transita del tradicional sistema de deslizamiento hacia un tipo de cambio flotante dentro de una amplia banda cambiaria.

La década se inicia también con un cambio de tendencia en los mercados internacionales de capital que revierte casi una década de severo racionamiento del crédito externo hacia América Latina. Aunque Colombia sufrió menos que otros países de este período de racionamiento - su acceso a los mercados de crédito no se interrumpió - el nuevo fenómeno no dejó constituir un cambio significativo y en los primeros años de la década, el ingreso de capitales privados alcanzó una magnitud sin precedentes en la historia económica reciente de Colombia (Cárdenas y Barrera, 1994). En los diagnósticos que se hicieron de este cambio en el entorno internacional, varios analistas concluyeron que ese estaba asociado con dos fenómenos:

- 1) la reducción, probablemente temporal, de las tasas de interés externas - que determinaba el componente transitorio de los ingresos de capital;
- 2) el proceso de reforma económica o, más precisamente, la mejoría de las perspectivas económicas de mediano y largo plazo en el período post-reforma - que determinaba el componente permanente de los flujos. En el caso de Colombia, la anticipación de la bonanza petrolera derivada del descubrimiento en 1991 de yacimientos petroleros en Cusiana y Cupiaga era un factor adicional que contribuía a mejorar las expectativas sobre el mediano plazo de la economía colombiana.

1. El shock de la apertura y la "enfermedad mexicana".

El proceso de reforma interna y el episodio coincidente de ingresos de capital del exterior van seguidos de un período inicial de bonanza económica con reducción de la inflación. Después de una atonía en 1991, el crecimiento de la actividad económica se recupera en 1992 y alcanza tasas superiores al 5% anual durante los siguientes tres años, en medio de una expansión de la demanda

SUMARIO

interna que registra tasas de crecimiento de entre 9 y 12% durante los años 1992-94. La tasa de inflación se reduce continuamente de 1990 (32%) a 1994 (22%). El período se caracteriza también por aumentos sostenidos de salarios reales y una reducción continua de la tasa de desempleo.

Los ingresos de capital operaron quizá como una profecía auto-cumplida durante un tiempo, confirmando y reforzando el ambiente de bonanza y las expectativas optimistas. Pero la realidad habría de resultar a la postre algo distinta del diagnóstico inicial. El componente "permanente" de los flujos de capital habría de resultar más transitorio de lo previsto. No tanto porque el proceso de reformas pudiera ser revertido, sino por la aparición de un conjunto de síntomas que, en mayor o menor grado, pusieron en duda la supuesta mejoría de las perspectivas de mediano y largo plazos que había de derivarse del proceso de reforma:

1) la tendencia persistente a la apreciación cambiaria real. En sus distintas mediciones, entre principios de 1992 y fines de 1994, el tipo de cambio real se reduce en alrededor de 11% (multilateral basado en precios al productor), 14.2% (relación de los precios de los bienes comerciables y no comerciables) y 23% (multilateral efectivo basado en precios al consumidor) (Banco de la República, 1996, p. 20);

2) la disminución de la tasa de ahorro privado que pasa de 12.9 % del PIB en 1990 a 8%, determinada principalmente por una reducción en alrededor de 4 puntos porcentuales en el ahorro familiar, junto con una disminución menor en el ahorro empresarial (Sánchez, Murcia y Oliva, 1996);

3) la reducción en el ritmo de generación de empleos, especialmente en el sector industrial en donde la tasa de crecimiento del empleo se reduce de 4.5% anual en el período 1983-91 a 1.9% anual a partir de 1992 (Fedesarrollo, 1996). Esta reducción va asociada a una desaceleración del crecimiento del producto industrial y a una aceleración del crecimiento de la productividad laboral que, notablemente a partir de 1993, pasa a crecer a tasas anuales superiores al 4% (y mayores al 6% entre mediados de 1994 y mediados de 1995, Departamento Nacional de Planeación, 1996, p. 35)

4) el sesgo del proceso de crecimiento hacia los sectores productores de bienes no comerciables con un comparativamente lenta expansión del sector productor de comerciables. Como se muestra a continuación, mientras que el crecimiento del PIB agregado es muy similar en los dos quinquenios 1986-90 y 1991-95, el segundo registra una reversión notable en el ritmo de expansión de los dos sectores: el crecimiento de la producción de comerciables se reduce fuertemente y el de la producción de no comerciables se acelera.

Tasas de crecimiento anual del PIB (total y por sectores)

1986-90 1991-95

Bienes comerciables (1) 5.7 2.2

Bienes no comerciables 3.6 6.3

Total 4.6 4.4

(1) Incluye agropecuario, minería e industria manufacturera

Fuente: Departamento Nacional de Planeación, 1996

5) el deterioro de la relación cuenta corriente-crecimiento. El primer quinquenio (1986-90) se caracteriza por una cuenta corriente muy estable (con un superávit de alrededor de 0.3% del PIB en promedio) y termina con un superávit en cuenta corriente del orden de 1.3% del PIB. El segundo quinquenio (1991-95) presenta una tendencia al aumento en el déficit en cuenta corriente que termina en 5.4% del PIB en 1995. Este fuerte aumento en la tasa de ahorro externo no se traduce, sin embargo, en una aceleración del crecimiento económico que, como hemos visto, resulta de hecho ligeramente inferior en el segundo quinquenio.

Estos fenómenos configuran los síntomas de una bonanza frágil que, en mayor o menor grado, se presentó en otras experiencias latinoamericanas de reforma económica con flujos de capital en los años noventa. Algunos de los mecanismos que generan esta "enfermedad mexicana" parecen ser universales. Las entradas de capital presionan hacia la revaluación cambiaria real y en la medida en que sus efectos monetarios no logran ser completamente esterilizados, se traducen en una expansión del crédito bancario. Parte de este crédito se canaliza hacia la inversión pero una parte importante termina también alimentando un auge del consumo privado, estimulado por el ambiente de bonanza y la revisión al alza de las expectativas de ingreso futuro, y facilitado en algunos casos por la desreglamentación financiera. El financiamiento de este auge de consumo, en el caso de la vivienda y otros bienes de consumo durable, da lugar a un rápido proceso de endeudamiento de los hogares que se refleja en una disminución significativa del ahorro familiar. En condiciones de apertura comercial, la apreciación cambiaria real se convierte en un mecanismo mucho más efectivo de disciplina sobre los precios de los bienes comerciables. De ahí que la inflación se reduzca pero al costo de modificar crecientemente

SUMARIO

los precios relativos entre los sectores de bienes no transables y transables. Esta modificación se traduce en una disminución de los márgenes de ganancia del sector de comerciables que contribuye, por el lado del ahorro empresarial, a la reducción del ahorro privado. Las empresas del sector reaccionan a la reducción de los márgenes con aumentos defensivos de productividad. Algunas no alcanzan a cubrir costos variables y desaparecen, generándose una contracción del empleo por desplazamiento de producción local por importaciones. Las que subsisten las hacen modificando la composición de la producción (reduciendo diversidad) y reduciendo valor agregado (complementando con importaciones), invirtiendo en tecnologías ahorradoras de mano de obra, y adoptando formas de organización reductoras de costos laborales directos (downsizing y outsourcing). Las ganancias de productividad no logran necesariamente restablecer la rentabilidad del sector, en parte porque la indexación hacia atrás de los aumentos salariales en condiciones de inflación a la baja se traducen en un aumento rápido de salarios reales (en especial de los salarios medidos en términos de bienes comerciables). En la medida en que los aumentos de inversión, el marco de una rentabilidad descendente del sector, no logran compensar los efectos de la aceleración de la productividad sobre el nivel de empleo, el crecimiento de éste se desacelera. Con una rentabilidad relativa y una oferta de trabajo crecientes en el sector de no comerciables, el patrón de crecimiento se sesga hacia este sector. Esta tendencia confluye, junto la disminución de la tasa de ahorro interno, en el deterioro de la relación cuenta corriente y crecimiento económico.

Las observaciones anteriores no constituyen un juicio negativo sobre el proceso de reforma económica. Tampoco deben interpretarse en el sentido de que consideramos como adverso el fin del período de racionamiento del crédito externo (al contrario!). Constituyen, sin embargo, un juicio negativo sobre las expectativas excesivamente optimistas que el proceso de reforma generó sobre la trayectoria económica futura. La "sobreventa" del Consenso de Washington (que, de acuerdo con Paul Krugman, caracterizó al período) y la negación persistente de los síntomas de fragilidad creciente son los aspectos realmente graves de la "enfermedad mexicana". Y es precisamente porque que los beneficios esperados de la reforma fueron sobrevalorados que la bonanza habría de desembocar en la revisión a la baja de las expectativas y en el inicio de un proceso de ajuste a las condiciones reales. Ahí donde ese proceso se complicó con choques políticos adversos y con un alto grado de vulnerabilidad del sistema financiero, la revisión de expectativas fué abrupta y el aterrizaje forzoso.

México y, en menor grado Argentina, constituyen un ejemplo extremo del fin de periodo de bonanza. Con la excepción de Chile, Colombia representa el otro extremo en donde el grado de fragilidad y deterioro alcanzados no hacían inviable un "aterrizaje suave". Esto es así porque algunos de los síntomas de fragilidad resultaron menos acentuados. A diferencia de México o Argentina, el proceso de apreciación cambiaria tiene como punto de partida una moneda que, de acuerdo con distintas mediciones, se encontraba subvaluada a principios de la década. La reducción del ahorro privado no tiene las dimensiones dramáticas que adquiere en el caso mexicano (7 puntos porcentuales del PIB entre 1988 y 1993), y la tasa de inversión privada con respecto a PIB aumentó significativamente entre 1992 y 1994. La reducida expansión del empleo industrial es con todo una expansión y no una caída (como corre en México en donde el empleo manufacturero se reduce en algo más de 10% entre 1990 y 1994). El deterioro de la cuenta corriente tampoco adquirió las proporciones que adoptó en México (alrededor de 7 puntos porcentuales del PIB durante tres años consecutivos en que el crecimiento promedio fué de entre 2 y 3% anual). El financiamiento de corto plazo del déficit en cuenta corriente se mantuvo limitado.

Sin embargo, otros síntomas como el fuerte sesgo que presenta el proceso de crecimiento en contra del sector de comerciables o el vuelco ocurrido en la cuenta corriente de la balanza sin aceleración del crecimiento, resultan particularmente acentuados. El rasgo distintivo de Colombia a este respecto (particularmente con respecto a la experiencia de Chile) es la fuerte expansión del consumo y la inversión públicos que se agregan al auge del gasto privado durante los años de bonanza. Dado el alto componente de bienes no comerciables del gasto público, la expansión fiscal contribuye al crecimiento de la demanda del sector de no comerciables y a la tendencia adversa de los precios relativos del sector de comerciables.

2. El proceso de ajuste y la política anti-inflacionaria

La reversión del ciclo expansivo se traduce en una significativa desaceleración del crecimiento de la demanda interna en 1995 que se profundiza en 1996 cuando no sólo la demanda interna sino también el crecimiento de la producción registra una franca reducción. Son varios los factores que intervienen en la desaceleración:

1) Factores endógenos tanto internos (aumento en las tasas de interés externas y reversión de los movimientos de capital en 1994) como externos (derivados de la situación de sobre-endeudamiento y fragilidad financiera). Estos últimos parecen más importantes que los primeros - el efecto tequila en Colombia es pequeño y parece limitarse a montos reducidos de inversión extranjera de cartera en 1995 - y se reflejan en patrón de desaceleración de la demanda interna concentrado en los bienes de consumo durable y la construcción residencial.

2) La crisis política, durante el segundo semestre de 1995 y los primeros meses de 1996, cuyos efectos más visibles en los mercados financieros son el salto del precio spot del dólar hacia el techo de la banda cambiaria y un pequeño aumento en la prima de riesgo país de las colocaciones de deuda externa colombiana. A ello se agregan salidas de capitales que, quizá sorprendentemente, resultan muy limitadas: todas las intervenciones del Banco central para defender el techo de la banda suman 400 millones de dólares

SUMARIO

(aproximadamente 0.5% de la base y las reservas). El efecto, por esta vía, sobre la cantidad de dinero y las tasas de interés internas tiene que haber sido muy tenue. Resulta mucho más difícil de evaluar los efectos reales directos de la crisis. Aunque no puede descartarse que el ambiente general de incertidumbre haya conducido a la posposición de proyectos de inversión, el hecho de que el impacto en la cartera deseada del sector privado y en precios y cantidades en los mercados financieros haya sido muy limitado lleva a pensar que los efectos directos en consumo e inversión deben haber sido poco significativos.

3) La política monetaria restrictiva que empieza a operar desde mediados de 1994 cuando el crecimiento de M1 tiende a desacelerarse y las tasas de interés (CD a 90 días) tienden a aumentar. Es a partir de entonces que, después de haberse movido sobre el eje de la banda desde principios de 1994, el tipo de cambio nominal se estabiliza, tocando en diciembre el piso de la banda que, en ese momento, se redefine como el nuevo eje (reduciéndose así en 7%). La ausencia aparente, en el momento en que aumentan las tasas de interés a mediados de 1994, de síntomas de emergencia de frenos endógenos del lado financiero y el comportamiento del mercado cambiario entre ese momento y el inicio de la crisis política, sugieren que la acción de la política monetaria, y no un incremento de las primas de riesgos, fué un factor principal en el aumento de las tasas de interés.

Cada uno de estos factores jugó un cierto papel y es imposible distinguir plenamente los efectos de cada uno de ellos, tanto más porque no operan independientemente del resto. Los efectos de la política monetaria no son independientes de las condiciones en que se encontraba la economía después de que auge previo había aumentado el endeudamiento, el grado de exposición y la fragilidad financiera de empresas y consumidores. Estas condiciones tienden a exacerbar el efecto de la tasa de interés sobre el gasto. En cualquier caso, los dos primeros factores están dejando de operar. Las circunstancias externas han vuelto a cambiar, después del paquete financiero de rescate en México, restableciendo los movimientos de capital hacia los mercados emergentes. Los indicadores adelantados del Departamento Nacional de Planeación sugieren que los factores endógenos del ciclo económico interno también están cambiando de signo. La incertidumbre política se ha reducido.

i) La reversión del ciclo expansivo: algunas tendencias características

Con la desaceleración, la tendencia ascendente del empleo se revierte dando lugar a un aumento significativo de la tasa de desempleo, especialmente notable durante 1996. A pesar de este aumento del desempleo y de la fuerte contracción del crecimiento de la demanda interna para 1996, la tendencia descendente de la inflación se interrumpe por primera vez en los noventa. Al mismo tiempo, la desaceleración no va acompañada, como solía suceder en el pasado, de un ajuste significativo de los déficits comercial y en cuenta corriente. En estas paradojas se encuentra el nudo que hay que desenredar para entender la situación macroeconómica actual y los dilemas de la política económica. Vale la pena, antes de intentar una explicación, revisar cuidadosamente los hechos y sus implicaciones.

La tendencia de la inflación en 1996 (del orden de 20 a 22%) muestra un ligero repunte con respecto a los niveles alcanzados en 1995 (19.5%). Este comportamiento ha sido una fuente preocupación no sólo por tratarse de un incumplimiento (por un margen significativo y mayor que en años anteriores) de la meta de inflación para 1996 (17%) sino por constituir una interrupción de la tendencia a la baja que mostraba la inflación en los años noventa. Vale la pena enfatizar que este comportamiento no es drástico ni difícil de explicar. Parece, de hecho, existir un consenso entre analistas y autoridades en torno a que el repunte de la inflación en 1996 es por completo atribuible a choques de precios relativos (aumentos de precios en los servicios de educación y tarifas eléctricas, derivado de la eliminación de subsidios) y aumentos de impuestos indirectos. En nuestra estimación (que presentamos más abajo), la contribución directa de los aumentos de precios relativos en educación y servicios públicos (electricidad y otros) a la tasa de inflación anual a septiembre de 1996 es del orden de 1.6 puntos porcentuales. La tasa de inflación, excluyendo estos choques de precios relativos, habría resultado así del orden de 20%, inferior en casi un punto porcentual a la tasa de inflación anual en septiembre de 1995:

Variaciones porcentuales (doce meses)

Septiembre de 1996 Septiembre de 1995

Precios al consumidor 21.6 20.8

IPC ajustado (1) 20.0

Precios al productor 14.4 17.2

IPC transables 14.9 17.8

(1) Excluyendo los aumentos de precios relativos en educación y servicios públicos (electricidad y otros).

Fuente: Estadísticas Macroeconómicas. Dirección General de Política Macroeconómica. Viceministerio técnico. Ministerio de

SUMARIO

Hacienda y Crédito Público.

Tampoco creemos, por ello, que el comportamiento de la inflación durante 1996 muestra un cambio de tendencia que resultará difícil revertir. Coincidimos con varios analistas en que el comportamiento de los precios al productor en 1996 constituirá un factor desinflacionario importante en 1997 de manera que cabe esperar que la inflación vuelva a retomar su tendencia descendente.

Otra fuente de preocupación, tan o más seria que la anterior, es que este proceso no muestra signos de corregir otra tendencia que ha estado operando como el principal factor de reducción de la inflación desde principios de la década: el cambio en precios relativos entre bienes comerciables y no comerciables. De hecho, la brecha entre el crecimiento del IPC, por un lado, y el crecimiento del IPP y de los precios de los bienes transables, por otro, se amplía significativamente entre 1995 y 1996. Esta mayor brecha no es atribuible a los choques de precios relativos ocurridos en 1996. La tasa de inflación excluyendo los aumentos a la educación y las tarifas eléctricas sigue siendo significativamente superior al crecimiento del índice de precios al productor como del índice de precios de los bienes comerciables, y la diferencia es mayor a la que prevaleció en 1995. Vale la pena observar, además, que la tasa de inflación ajustada (20% en septiembre) habría probablemente resultado para diciembre algo superior a la meta de 17% para 1996 (si la inflación observada termina siendo de 20%, el índice ajustado mostraría un crecimiento del orden de 18.4%).

Los déficits comercial y en cuenta corriente registraron los niveles más altos de la década en 1995 y alcanzarán magnitudes similares en 1996 (con un pequeño ajuste en la balanza comercial y uno, algo menor en el mejor de los casos, en la cuenta corriente). De nuevo, no parece hacer aquí motivo de alarma, al menos en lo que se refiere al tamaño de los déficits. De recuperarse tasas de crecimiento del PIB del orden del 5% anual, basta con una reducción del déficit en cuenta corriente en un punto porcentual del PIB para estabilizar la relación deuda externa-PIB en sus niveles actuales del orden de 31%. En parte, ello se debe al nuevo papel que ha adquirido la inversión extranjera directa en los años noventa: una fracción sustancial (algo más de la mitad) del déficit en cuenta corriente está siendo financiado por inversión extranjera directa (del orden de 3 puntos porcentuales del PIB en 1995 y 1996).

Lo sorprendente, y preocupante, sin embargo, es que el aumento de los déficits en 1995 y la pequeña magnitud del ajuste ocurrido en 1996, haya ocurrido en medio de una fuerte desaceleración del crecimiento de la demanda interna. El crecimiento de la demanda interna se reduce de una tasa cercana al 11% anual en 1994 a menos del 7% en 1995 y a una tasa que probablemente resulte del orden de 2 a 3% (o quizá menor) en 1996. El déficit en la balanza comercial aumenta en 218 millones de dólares en 1995 y para enero-julio de 1996 se había reducido en 224 millones de dólares (comparado con enero-julio de 1995). Las proyecciones del déficit en cuenta corriente oscilan entre 5.9 y 4 puntos porcentuales del PIB, es decir entre un nivel ligeramente superior y uno 1.4 puntos porcentuales inferior al déficit de 1995. Compárese, aún en el caso de cumplirse la proyección más optimista, con el punto de referencia más cercano, el ajuste de 1991, cuando el déficit en cuenta corriente se redujo en 6.8 puntos porcentuales del PIB con una desaceleración del crecimiento del producto de 4.3% en 1990 a 2% en 1991.

La fuente de preocupación a este respecto es la siguiente. En otras experiencias de apertura comercial, el auge de importaciones que sigue a la liberalización ha ido acompañado de un aceleración del crecimiento de las exportaciones. Los sectores exportadores se benefician del mayor acceso a insumos importados a precios internacionales mientras que la caída de los aranceles reduce la rentabilidad de las ventas internas reorientando la producción de bienes exportables hacia el exterior. La magnitud de estos efectos ha sido en ocasiones sustancial contribuyendo a un rápido crecimiento de las exportaciones aún en condiciones de apreciación cambiaria real (aunque generalmente, en estas condiciones, el crecimiento de las exportaciones resultó inferior al de las importaciones). En el caso de México, por ejemplo, las exportaciones no petroleras siguieron creciendo a ritmos anuales de entre 15% y 20% durante los años de fuerte apreciación cambiaria en 1993 y 1994. Algo similar sucede durante la apertura comercial en Chile en los años setenta. Colombia, por su parte, tuvo el auge de importaciones sin la aceleración del crecimiento de las exportaciones. En el período 1991-1995, las tasas de crecimiento anual de las exportaciones ha sido de 8.5% para el total y de 7.4% para las exportaciones no tradicionales. Menores a las del período 1985-1991 (12.3% y 20% respectivamente). El fenómeno es particularmente notable en el caso de las exportaciones no tradicionales cuyo ritmo de crecimiento desde 1991 se ha reducido a menos de la mitad del registrado en el período anterior.

Parte de la explicación reside, indudablemente, en la muy rápida expansión de la demanda interna en los años 1992-94, expansión que debe haber tenido el efecto de desplazar la producción de exportables hacia el mercado interno. Es precisamente en esos años de fuerte expansión del gasto interno que el crecimiento de las exportaciones no tradicionales resulta particularmente bajo (4.3% anual entre 1991 y 1994). Un tal auge de demanda interna no tuvo lugar, al menos en la magnitud que se registró en Colombia, en las experiencias de rápido crecimiento de exportaciones (este es, en particular, el caso de México en los años noventa). Sin embargo, para 1996, el auge de la demanda interna había ya desaparecido como un factor que explica el bajo crecimiento de exportaciones. Otros factores deben haber tomado su lugar.

La tasa de desempleo alcanzó un nivel de 12.1% en el tercer trimestre de 1996, el nivel más alto de la década y más de tres puntos porcentuales superior al nivel prevaleciente en el año anterior. Es este aumento del desempleo un mero reflejo de la desaceleración económica o el producto de nuevas fuerzas que han estado operando en la economía colombiana en los años noventa? En la sección anterior, argumentamos que los efectos de desplazamiento de la apertura comercial combinada con apreciación cambiaria real

SUMARIO

tuvieron, a través de su impacto en la restructuración industrial y aumentos en la intensidad de capital, un efecto negativo en el ritmo de crecimiento del empleo en el sector de bienes comerciables. Estos efectos se traducen en una tasa de crecimiento del conjunto del empleo urbano a partir de 1991 (3.0% anual) que es significativamente inferior a la del período 1983-1991 (4.8% anual, datos proporcionados por Fedesarrollo). Por fortuna, este menor ritmo de generación de empleos ocurre en el marco de una desaceleración del crecimiento de la oferta de trabajo urbana, resultado de la estabilización en los años noventa de las tasas de participación de la fuerza de trabajo. Es en este fenómeno (el menor crecimiento de la oferta de trabajo), y no sólo en el auge de la demanda interna, que debemos ver la explicación de porqué, a diferencia de otras experiencias, los efectos de desplazamiento de la apertura con apreciación cambiaria no se tradujeron en tasas crecientes de desempleo. Es cierto que el auge de demanda fué particularmente intenso (en especial, en sectores intensivos en mano de obra como la construcción). Pero también es cierto que, seguramente por ello, la tasa de desempleo no solo no aumentó inicialmente sino que disminuyó ligeramente en 1991-1992 y fuertemente en 1993-1994, alcanzando niveles claramente por debajo de los de la segunda mitad de los años ochenta. Es por ello que no vemos que las tendencias de la demanda y oferta de trabajo agregadas sugieran la existencia de un nuevo tipo de desajuste global en el mercado de trabajo.

Lo anterior, sin embargo, no significa necesariamente que la naturaleza del desempleo no se haya modificado. Aunque la hipótesis siguiente requiere de mayor investigación, las tendencias de la composición del empleo industrial (empleados/ obreros) y de los salarios relativos (trabajadores calificados y no calificados) sugieren que los años noventa han presenciado un desajuste creciente entre la evolución de la demanda de trabajo (sesgada hacia el trabajo calificado) y la composición de la oferta de trabajo. Estas tendencias pueden ser resultado de los efectos de restructuración de la apertura - debido a un mayor uso de tecnologías intensivas en capital y trabajo calificado - o bien una continuación de tendencias de más largo plazo que precedieron a la apertura. En cualquier caso, el efecto es elevar el componente estructural del desempleo. Por ello entendemos aquél componente del desempleo que se deriva precisamente de cambios autónomos en la composición de la demanda (u oferta) de trabajo, dando lugar a un desajuste entre la composición de la demanda y oferta de trabajo a los salarios reales y relativos iniciales. Este desempleo tiende a absorberse en la medida en que su presencia induce cambios en la composición de la oferta de trabajo y en los salarios relativos. Estos cambios toman tiempo y, mientras existe, un aumento del desempleo estructural debilita el efecto es inflacionario de un tasa de desempleo global dada. Esto es así en la medida en que el componente estructural del desempleo (a diferencia de un exceso general de oferta de trabajo) no afecta la trayectoria del nivel general de los salarios nominales más que a través de su influencia en los salarios relativos. Las implicaciones de esta hipótesis para la interpretación del proceso inflacionario reciente se consideran más adelante.

ii) La política macroeconómica y el proceso inflacionario

Conviene ahora abordar la forma en que la política macroeconómica ha operado sobre el proceso inflacionario. El instrumento central en este caso ha sido la política monetaria y para entender la forma en que ha operado conviene recapitular brevemente en torno al nuevo contexto institucional de los años noventa, muy distinto del contexto en que la política monetaria solía operar en el pasado. Tres rasgos nuevos son de particular importancia:

1) La apertura comercial implica que hoy en día existe un sector mucho más significativo que en el pasado de bienes comerciables cuyos precios domésticos están estrechamente vinculados a la dinámica del tipo de cambio y de los precios internacionales. Este cambio es observable en la muy distinta evolución que los índices de tipo de cambio real basados en precios al productor y aquellos basados en precios al consumidor han registrado antes y después de 1992:

Tipos de cambio real

Precios al productor Precios al consumidor Transables-No transables

Diciembre de 1986 100 100 100

Junio-Julio de 1992 104.6 105.6 106.7

Enero-Marzo de 1996 99.3 87.0 87.3

Fuente: Banco de la República, 1996, p. 20. Los índices corresponden a ITCR2, ITCR3 e ITCR4, respectivamente.

Entre diciembre de 1986 y mediados de 1992, la diferencia en el comportamiento de los índices es casi imperceptible. Ello sugiere un crecimiento muy similar de los precios al productor y al consumidor durante ese período (o al menos una brecha entre los dos no muy distinta a la registrada en los principales socios comerciales de Colombia). En cambio, de mediados de 1992 al primer trimestre de 1996, las disparidades en la evolución de los dos índices se vuelven significativas: el índice basado en precios al productor se reduce en 5% en comparación con una reducción de casi 18% en el índice basado en precios al consumidor. La tasa de inflación medida por el IPC ha estado en este período sistemáticamente por encima del crecimiento de los precios al productor. La explicación de este comportamiento es el mayor peso que los bienes comerciables tienen el índice de precios al productor (en comparación con el

SUMARIO

IPC), en condiciones en que, como puede observarse en la tercer columna del cuadro más arriba, el crecimiento de los precios de los bienes comerciables ha sido inferior al de los bienes no comerciables.

Estos cambios tienen dos implicaciones. La primera es que, en el nuevo contexto, el impacto del tipo de cambio sobre la inflación, que en el pasado operaba en gran parte a través de modificar los costos de los insumos importados, se ha vuelto mucho más amplio aunque delimitado, de nuevo, por el tamaño del sector de bienes comerciables. La segunda es que los índices de tipo de cambio real basados en precios al productor han perdido utilidad como indicadores de la competitividad del sector de bienes comerciables (es decir, de los costos relativos en los sectores expuestos al comercio exterior frente a los principales socios comerciales de Colombia).

2) La apertura a los mercados internacionales de capitales y los cambios ocurridos en estos mercados - mayor diversificación de los inversionistas internacionales e innovaciones que facilitan la fluidez de los flujos financieros - implican que Colombia está expuesta a un mayor grado de movilidad de capital que en el pasado. Ello, como es bien sabido, reduce la capacidad de la política monetaria de afectar la demanda agregada en regímenes de tipo de cambio fijo y modifica el mecanismo de transmisión en regímenes de flotación (operando ahora a través del tipo de cambio más que vía tasas de interés). La sustitución entre activos está lejos de ser perfecta y los ajustes de cartera no son instantáneos, como lo revelan los altos spreads entre las tasas de interés pasivas y la tasa de interés internacional (una vez ajustada por expectativas de devaluación y la prima de riesgo país) y los altos spreads internos entre tasas activas y pasivas que revelan el aún alto grado de segmentación del mercado de crédito local. Pero no cabe duda que los cambios ocurridos significan que hoy existe un mayor grado de arbitraje entre activos financieros domésticos e internacionales.

3) La modificación del régimen cambiario significa una mayor flexibilidad del tipo de cambio. El actual régimen está lejos de una flotación pura - tanto por la presencia de la banda cambiaria como por la existencia de intervenciones discrecionales sin regla anunciada - pero la amplitud de las bandas (14 puntos entre el techo y el piso) hace al actual régimen cambiario mucho más semejante a un sistema de flotación que el tradicional al "crawling peg" que implicaba, en términos de la forma de operación de la política monetaria, un régimen de tipo de cambio fijo. Otra implicación de este cambio es el menor grado de indexación del tipo de cambio.

Estos rasgos nuevos coexisten con uno más viejo y no menos importante para la forma de operación de la política monetaria. Este es la presencia, común a toda economía con inflación baja o moderada, de contratos nominales anuales o bianuales, con cláusulas de indexación en ocasiones, en los mercados de trabajo y de arrendamientos así como en la fijación de otros precios clave como las tarifas públicas.

¿Cómo opera en estas condiciones una política monetaria restrictiva? La restricción monetaria genera una presión al alza en las tasas de interés reales y, en condiciones de alta movilidad de capital y mientras el tipo de cambio no alcance el piso de la banda, una tendencia a la apreciación cambiaria (o un menor ritmo de depreciación nominal). La tasa de inflación se ve afectada de dos maneras. La primera es que el menor ritmo de depreciación frena el crecimiento de los precios de los bienes comerciables. Este efecto es directo y rápido, y conduce a una modificación inicial de los precios relativos entre los sectores de bienes comerciables y no comerciables en favor de los segundos. La segunda es la generación de un exceso de oferta en los mercados de bienes no comerciables que es resultado del impacto de las mayores tasas de interés sobre la demanda agregada y del cambio inicial de precios relativos (entre no comerciables y comerciables) que modifica la composición de la demanda hacia los bienes comerciables.

Aunque en algunos mercados de precios flexibles el exceso de oferta se traduce en un menor ritmo de crecimiento de los precios de los bienes no comerciables (este parece haber sido el caso de algunos bienes agrícolas no comerciables en la experiencia reciente de Colombia), la mayor parte del ajuste inicial al exceso de oferta ocurre a través de cantidades producidas y niveles de empleo. El exceso de oferta de bienes se transmite entonces al mercado de trabajo, generando un aumento de la tasa de desempleo. Este aumento del desempleo proviene de la "recesión de demanda" que se extiende a buena parte del sector de bienes no comerciables y, parcialmente también, de la "recesión de oferta" que afecta al sector de bienes comerciables provocada por la disminución de sus precios relativos y la compresión resultante de los márgenes de ganancia. El ajuste del ritmo de crecimiento de los precios de los bienes no comerciables es lento simplemente por la baja frecuencia de ajuste de salarios y precios (contratos anuales y bianuales). De ser correcta la hipótesis de aumento en el desempleo estructural, esa lentitud se ve reforzada por el debilitamiento de los vínculos entre desempleo y la trayectoria de los salarios nominales. Vale la pena observar que, en esta interpretación, los efectos de la restricción monetaria sobre el déficit comercial son ambiguos: el efecto de las tasas de interés sobre la demanda agregada tiende a reducirlo, pero el efecto sobre precios relativos (vía composición de la demanda y producción de bienes comerciables) tiende a aumentarlo. El efecto neto bien puede ser un aumento del déficit comercial (como ocurrió en el año 1995) o una pequeña disminución (como ocurre en 1996).

El resultado es una disminución de la inflación con una desaceleración económica que tiene un impacto reducido en las cuentas externas. Ante la distinta velocidad de ajuste de los precios en los dos sectores (bienes comerciables y no comerciables), la restricción monetaria reduce la tasa de inflación a corto plazo esencialmente a través del impacto que tiene sobre el ritmo de crecimiento de los precios de los bienes comerciables. Es sólo a más largo plazo, dada la baja frecuencia de revisión de los contratos nominales, que la disminución de la tasa de inflación se extiende a los mercados de bienes no comerciables en la medida en que los excesos de capacidad en estos sectores y el exceso de oferta de trabajo presionan a la baja la trayectoria de los salarios, los arrendamientos y los

SUMARIO

precios de los servicios. La proposición según la cual la política monetaria opera sobre la inflación con largos rezagos es correcta pero se aplica sólo a la inflación del sector de bienes no comerciables. En el sector de bienes comerciables los efectos son más directos y rápidos. La contraparte es que mientras esos largos rezagos tardan en llegar, la restricción monetaria opera sobre la inflación a través de la apreciación cambiaria real, es decir modificando los precios relativos en detrimento del sector de bienes comerciables. Es importante observar que la trayectoria de estos precios relativos apunta en la dirección de una apreciación real prácticamente continua durante todo el período de restricción monetaria. La depreciación nominal asociada al período de crisis política después de agosto de 1995 no hace más que frenar temporalmente este proceso que retoma su tendencia previa a partir de junio de 1996 cuando el tipo de cambio nominal se despega del techo de la banda cambiaria.

Aunque la situación actual del tipo de cambio real (medido como la relación de precios entre bienes comerciables y no comerciables) pueda no ser alarmante, las observaciones anteriores sugieren que la trayectoria actual de la política monetaria claramente presenta graves riesgos a mediano y largo plazos. Una sucesión en el tiempo de "apretones monetarios" con el fin de alcanzar metas cada vez menores de inflación podría significar que los efectos de apreciación cambiaria real que predominan en el corto plazo se prolonguen durante un largo período. Una trayectoria de esta naturaleza no solo estaría caracterizada por un alto desempleo y un crecimiento económico lento sino que bien podría desembocar en una apreciación cambiaria insostenible. Dada la forma de operación de la política monetaria en el nuevo contexto institucional de los años noventa, estos riesgos se magnifican en la medida en que la tarea de la política anti-inflacionaria recaiga exclusivamente sobre la política monetaria.

El Pacto social de productividad, precios y salarios, acordado entre el gobierno y los sectores empresarial y laboral a fines de 1994, es una forma de reconocimiento de los problemas anteriores y un intento por resolverlos mediante una reducción del grado de indexación que prevalece hoy en día en los mecanismos de formación de precios y salarios. En la segunda y tercera secciones de este informe revisamos el papel que juega la indexación en procesos de inflación prolongada y la experiencia latinoamericana con programas de desindexación y políticas de estabilización. Por el momento, nos limitamos a algunas observaciones generales sobre la experiencia reciente de Colombia.

Los mecanismos de desindexación del Pacto Social han sido esencialmente dos: 1) La sustitución de la inflación pasada por la meta de inflación del Banco de la República en la concertación para la fijación del salario mínimo, la política de tarifas públicas y precios controlados y la fijación de precios del sector privado; 2) Una mayor "gradualidad" en los ajustes de precios públicos, que resulta en un acortamiento del período de reajuste de estos precios, con el fin de sustituir los aumentos abruptos en función de la inflación pasada (y en ocasiones por encima de ésta).

Varios factores han contribuido a restarle efectividad a estos mecanismos. En primer lugar, parece haber existido una fuerte resistencia a ajustar precios y renegociar contratos salariales en función de metas de inflación futura. A la incertidumbre natural que prevalece en torno al cumplimiento de estas metas se agregan varios factores para explicar estas resistencias: 1) el hecho de que la inflación reciente se encuentra en el piso de su corredor histórico de los últimos 20 años; 2) el relativamente bajo de sincronización de los ajustes de precios y salarios que, como veremos más ampliamente en la próxima sección, le resta efectividad a las metas de inflación como mecanismo de coordinación de los agentes económicos; 3) el carácter moderado de la propia tasa de inflación que contribuye a que los costos de la inflación no sean percibidos como un problema mayor.

Todo ello se refleja en varios fenómenos: 1) Una dinámica de los salarios contractuales por encima de los salarios mínimos como lo sugiere la evolución en ascenso de los salarios reales industriales, en contraste con la ligera disminución en 1995 y 1996 del salario mínimo real; 2) La búsqueda de compromisos, en la fijación del salario mínimo, entre el aumento concedido en función de la meta de inflación más un aumento por productividad y la inflación pasada, como ocurre en el acuerdo para 1996 en que los dos aumentos resultan idénticos (19.5%). Ello ha determinado que la sustitución de la inflación pasada por las metas de inflación futura sea prácticamente imperceptible.

Por otra parte, debe reconocerse que el mayor gradualismo en los ajustes de precios es un arma de dos filos, especialmente si induce un acortamiento del período de reajuste de precios en el sector privado. Estas medidas desvinculan los ajustes de precios de la inflación pasada (y, en este sentido, se trata de medidas de desindexación) pero lo hacen por la vía de indizar los cambios en precios a la inflación presente (en la medida en que acortan el período de reajuste). En presencia de factores desinflacionarios y de inflación a la baja (con una inflación presente inferior a la pasada), un acortamiento del período de reajuste contribuye a la transmisión de las presiones desinflacionarias y, por lo tanto, a reforzar la tendencia a la baja de la tasa de inflación. Pero exactamente lo opuesto se logra cuando la existencia de factores inflacionarios presiona la inflación a la alza, como ocurrió durante 1996 con los choques de precios relativos en los servicios de educación y las tarifas eléctricas. La transmisión de estas presiones inflacionarias se transmiten entonces con mayor rapidez contribuyendo a la aceleración de la inflación.

De manera más general, una de las limitaciones más importantes del Pacto Social es que no ha logrado que la tarea de erradicar la inflación sea asumida como una tarea de la sociedad en su conjunto. Es notable el contraste entre la lista de compromisos asumidos por el gobierno y la carencia de compromisos por parte de los sectores empresarial y laboral. Y también lo es el hecho de que la responsabilidad de alcanzar la meta de inflación realizando "los ajustes necesarios en la política monetaria, cambiaria y crediticia" se

SUMARIO

hace recaer en última instancia en la Junta del Banco de la República y el Gobierno (Pacto Social 1996, p. 22).

Lo que hemos intentado argumentar en esta primera sección es precisamente que debido a la forma en que operan las políticas monetaria, cambiaria y crediticia y, en particular, los largos rezagos con que estas políticas influyen sobre el crecimiento de los precios de los bienes no comerciables, el Banco de la República y el Gobierno no tienen por sí solos la capacidad de realizar los "ajustes necesarios" para alcanzar la meta convenida. O, más precisamente, que como el instrumento más poderoso de que dispone el Banco de la República para reducir la inflación a corto plazo es el tipo de cambio, la responsabilidad que se le otorga tiende a convertirse en un mandato para continuar un proceso de apreciación cambiaria cuyos márgenes se están agotando.

II. INFLACIÓN, INDEXACIÓN E INERCIA.

La economía colombiana ha registrado un proceso inflacionario prolongado y moderado. Estos rasgos le dan un carácter sui generis al proceso. Por haber sido prolongado, el proceso comparte algunas características de lo que en esta sección denominamos regímenes de alta inflación: la vigencia y generalización de contratos indexados, la coordinación de las expectativas inflacionarias con la inflación pasada y, de manera más general, con el sistema de contratos indexados con determinado período de reajuste. Al mismo tiempo, estos mecanismos generales de adaptación a la inflación están asociados a las condiciones de una inflación moderada: los períodos de reajuste en los contratos son relativamente largos, el grado de sincronización de los reajustes es bajo, y los horizontes temporales relevantes para la formación de las expectativas inflacionarias son largos comparados con los que predominan en situaciones de inflación más alta. En esta sección intentamos entender estos rasgos y las implicaciones que tienen sobre el tipo de inercia inflacionaria que prevalece en Colombia. Para ello analizamos, con especial referencia a la experiencia latinoamericana, las conductas microeconómicas que impulsan la indexación y la formación de expectativas ancladas en la inflación pasada. Las implicaciones de política económica se abordan en la cuarta sección.

¿Qué transformaciones ocurren en el funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos en procesos de inflación prolongada? ¿Qué función cumplen estos cambios y cómo interactúan con el proceso inflacionario? La observación más general que nos sirve como punto de partida es que en economías que han experimentado inflación alta durante un período prolongado, los contratos monetarios y la formación de expectativas inflacionarias tienden a adaptarse a esta situación. Por un lado, se observa un acortamiento de la extensión temporal de los contratos monetarios explícitos (salarios, alquileres, depósitos bancarios, etc.) e implícitos (tales como ofertas de venta a determinado precio) así como una reducción del período de referencia de las expectativas inflacionarias.

Por otro lado, la utilización de contratos con cláusulas de indexación tiende a generalizarse. Regularmente estos procesos se presentan sucesivamente, en la medida que la tasa de inflación se eleva con el paso del tiempo. Aunque en muchos casos estas características aparecen cristalizadas en reglas legales u otras formas institucionales, pueden interpretarse como transformaciones microeconómicas espontáneas tendientes a preservar la utilización del dinero como denominador de los contratos.

La inflación, particularmente la inflación alta (digamos, de dos dígitos o más) plantea una seria dificultad a las posibilidades de contratar en dinero. El valor real de un contrato monetario depende de los precios futuros y por lo tanto, es siempre incierto. El grado de incertidumbre de los precios que regirán en el período futuro de validez del contrato depende positivamente de la extensión de dicho período y del grado de incertidumbre de la tasa esperada de inflación. Puede razonablemente suponerse que el grado de incertidumbre de las expectativas es mayor cuanto mayor es la tasa de inflación vigente. De esta manera, acortar el período de contratación es un recurso para reducir el aumento de la incertidumbre del valor real del contrato producido por una mayor tasa de la inflación.

Una menor extensión temporal de los contratos implica recontractación más frecuente, pero la recontractación es costosa. La indexación emerge como solución de este problema. El contrato indexado es un contrato monetario que incluye una cláusula de ajuste automático de su valor en función de un índice de precios, con una frecuencia determinada. De esta manera, la indexación es un recurso que permite continuar utilizando contratos monetarios en un contexto de alta inflación minimizando los costos asociados a una recontractación frecuente.

Ambos recursos - contratos más cortos e indexación - atemperan la mayor incertidumbre causada por una inflación más alta y los costos asociados a la recontractación más frecuente, pero no los eliminan. A los costos asociados con el impuesto inflacionario, cabe agregar que la varianza de la inflación y la variabilidad de los precios relativos están positivamente asociados con la magnitud de la tasa de inflación, de modo que una mayor tasa de inflación impone inevitablemente costos de ineficiencia en la asignación de los recursos. Además, la incertidumbre y la mayor preferencia por el corto plazo afectan negativamente la inversión y debilitan profundamente el segmento de largo plazo del sistema financiero. Contratos más cortos e indexación son un mal remedo de la estabilidad, pero la experiencia ha mostrado - particularmente la experiencia latinoamericana - que han permitido la subsistencia de la contratación en moneda doméstica en contextos inflacionarios en los que esa subsistencia hubiera sido inimaginable a priori.

1. La indexación y la extensión del período de reajuste en los mercados de trabajo.

La cláusula de indexación especifica el índice utilizado y la frecuencia de los ajustes; es decir, la extensión del período de reajuste. En relación al índice utilizado, cabe señalar que pactar los reajustes en función de un índice objetivo (es decir, producido con independencia de las partes por un organismo creíble) es una forma de evitar los costos de información y conflicto que tendría la confección de un índice adhoc. La necesidad de "calzar" los índices de los contratos en los cuales los agentes participan como compradores y vendedores es un mecanismo de coordinación que tiende a seleccionar un índice de precios "estrella" que predomina y sobre el cual se focalizan las expectativas de inflación. En tanto el IPC refleja el "costo de vida" de los asalariados y el de trabajo es el contrato monetario más importante de la economía, éste es el índice que habitualmente predomina. La utilización generalizada del IPC como indexador tiende a objetivar ese índice - en el sentido que sugerimos más adelante - y convertirlo en foco de las expectativas de inflación.

En relación con la extensión del período de reajuste, debe observarse que caben respecto del mismo las consideraciones generales que formulamos arriba en relación con la extensión de los contratos monetarios. Un contrato indexado puede interpretarse como una sucesión de contratos monetarios de recontractación automática, cuya extensión es el período de reajuste. Luego de cada reajuste, el valor real del contrato depende de la inflación futura. El valor real de un contrato indexado también es incierto. Por esta razón, cuando la inflación es más alta, tiende a acortarse la extensión de los períodos de reajuste.

El uso de contratos indexados con determinado período de reajuste puede estar regulado por normas o desarrollarse espontáneamente, más o menos impulsado por señales del gobierno - tales como reajustes del salario mínimo o los precios y tarifas del sector público. Por ejemplo, en Brasil, desde finales de los años sesenta, la institución de la indexación salarial fue reglamentada por ley - que determinó reajustes anuales desincronizados - así como también los acortamientos de los períodos de reajuste - a bianuales o períodos menores - que tuvieron lugar más adelante cuando aumentó la tasa de inflación. En Argentina, la indexación trimestral de salarios sincronizada fue normada por ley entre mediados de 1976 y 1978, en un contexto de prohibición de la actividad sindical. A fin de 1978 la norma fue eliminada y la determinación de salarios desregulada, pero la indexación trimestral permaneció como mecanismo principal para la determinación de salarios en las empresas, como forma espontánea de resolver el problema. Más adelante, a mediados de 1982, frente a un salto en la tasa de inflación, la frecuencia de los ajustes se hizo mensual en forma espontánea y esta práctica permaneció por todo el resto de la década.

En Uruguay, bajo el gobierno militar, los ajustes del sector privado tendían a acompañar espontáneamente los ajustes salariales del sector público, que se realizaban sin regla predeterminada y con frecuencia irregular. Con el advenimiento de la democracia en 1985, un régimen de ajustes indexados cuatrimestrales sincronizados surgió de una negociación entre el gobierno, los sindicatos y representaciones empresarias.

En la adaptación a la inflación más alta, cada agente tiene incentivos a acortar el período de reajuste de los contratos en los cuales participa como vendedor y a preservar su extensión en los que participa como comprador. Por eso, la adaptación es un proceso conflictivo. La necesidad de "calzar" los contratos en los cuales los agentes participan como vendedores y compradores - a la cual también está sometido el sector público - es una fuerza impulsora de la coordinación de la modalidad de contratación indexada y del período de reajuste. Una vez generalizado, el reajuste de los contratos según la inflación pasada medida por un índice convencional, cada determinado período es percibido con un sentido de normalidad contractual. Así, la modalidad de contratación y la extensión del período de reajuste son ciertamente contingentes a la inflación, pero lo son como sistema coordinado, de modo que el sistema, una vez establecido, tiende a ser inerte. Modificar las prácticas de contratación cristalizadas en un régimen de alta inflación es aún más dificultoso que la propia reducción de la tasa de inflación vigente.

En la experiencia latinoamericana, se observa también una regularidad empírica que asocia la magnitud de la tasa de inflación y la extensión del período de reajuste. Por ejemplo, en Argentina en los años sesenta, cuando la inflación se encontraba en el orden de 30% anual, los reajustes eran anuales. En el mismo país, desde la segunda mitad de los años setenta hasta 1982, cuando durante la mayor parte del período la inflación se encontraba en el orden del 8% mensual, los reajustes eran trimestrales. Más adelante, cuando la inflación saltó a tasas del orden del 20% mensual, los reajustes se hicieron mensuales. En México, la revisión bianual del salario mínimo en los años sesenta (con inflación anual de 4%) cedió su paso a revisiones anuales en los años setenta cuando la tasa anual de inflación superó el 20%. Con la aceleración inflacionaria que siguió a la crisis de la deuda de 1982, la frecuencia de ajuste se hizo semestral. En vísperas del programa de estabilización de fines de 1987, con inflación de tres dígitos, las revisiones trimestrales de salarios se estaban generalizando. En Uruguay, en la segunda mitad de los años ochenta, cuando la inflación era del orden de 80% anual, los reajustes eran cuatrimestrales. La regla observada es que la extensión del período de reajuste es la que corresponde a una inflación acumulada del orden del 30%.

La experiencia de Colombia, con reajustes anuales y tasas de inflación de entre 20% y 30% por un largo período, se ubica perfectamente en esa regularidad.

2. La formación de las expectativas inflacionarias y los mercados de productos

En la mayor parte de los mercados de bienes las transacciones se realizan a precios de oferta, a precios fijados por el vendedor. Estas decisiones de precio pueden ser revisadas con frecuencia, en función de la propia evolución de las ventas, entre otras informaciones, pero cada revisión implica una decisión de precio que se sostiene por algún tiempo. En condiciones de inflación alta, estas decisiones deben fundarse en expectativas. En un sistema con contratos predominantemente indexados con determinado período de reajuste, la formación de expectativas inflacionarias tiende a estar coordinada con ese sistema. Esto es así en dos sentidos:

- 1) la inflación pasada, por la presencia misma de contratos indexados, provee información clave sobre el curso futuro de la inflación;
- 2) el horizonte temporal relevante para la formación de expectativas tiende a estar sincronizado con el período de reajuste en los contratos indexados.

A continuación, consideramos cada uno de estos rasgos por separado.

Si no hay señales suficientemente fuertes que justifiquen cambiar la forma de hacer expectativas (digamos, en condiciones de normalidad) las expectativas inflacionarias son una combinación de la tasa de inflación pasada (la "inflación vigente", por lo que indicamos arriba) y las tasas de algunas variables notorias que proveen información adicional sobre tendencias a la aceleración o desaceleración (tales como anuncios de política monetaria, expectativas firmes de evolución futura del tipo de cambio, reglas de ajuste de precios públicos).

Para apreciar el significado y las implicaciones de ese modo de conformar las expectativas que gobiernan las decisiones de precio supóngas un período en el cual el sector público indexa los precios que administra, la paridad cambiaria tiende a mantenerse y no existen otras señales suficientemente notorias para incidir en las expectativas. Bajo estas condiciones la tasa esperada de inflación tiende a igualarse a la tasa pasada y lo mismo ocurre con las tasas de aumento decididas. En consecuencia, la tasa de inflación resultante es muy similar a la tasa pasada.

Obsérvense dos cuestiones relativas a ese comportamiento. En primer lugar, en la medida que es generalizado, las expectativas tienden a ser una predicción autoconfirmada. En segundo lugar, la coincidencia de las tasa efectiva con la esperada confirma también que el modo de formar expectativas es correcto. Así, bajo las condiciones descritas, el mencionado modo de formar expectativas es el que provee la mejor predicción de la inflación (en ese sentido es "racional"). La inflación pasada, como insumo de la formación de expectativas y decisiones de precio, sirve como coordinador de las acciones individuales. Lo equivalente ocurre con la indexación. El ajuste indexado puede ser pensado como un contrato "forward-looking" que tiene implícita una expectativa de tasa de inflación similar a la pasada, de modo que la experiencia también confirma que el modo de contratar es correcto.

La inexistencia de información adicional a la inflación pasada, que hemos supuesto a fines de exposición, es un caso polar. La condición más general para que las expectativas estén en equilibrio es que las señales sean más o menos habituales, esto es, que la información que se adiciona a la inflación pasada haya sido experimentada lo suficiente como para tender a homogeneizar su incorporación a las expectativas inflacionarias. El modo de formar expectativas de cada agente se muestra correcto si es el modo común de gran parte de los agentes. A esta situación refieren las "condiciones de normalidad" mencionadas. Normalidad implica una situación más o menos conocida, en la cual las variables (monetarias, cambiaria, precios públicos, etc.) que proveen información adicional de tendencias a la aceleración o desaceleración son interpretadas de modo común por la mayor parte de los agentes.

El segundo rasgo que merece ser remarcado se refiere al horizonte temporal de la inflación pasada que resulta relevante para la formación de expectativas. Este lapso tiende a estar sincronizado con la extensión del período de reajuste. Entre mayor la extensión, más lejano es el pasado que resulta relevante en la formación de expectativas. En una economía indexada con reajustes relativamente "largos" - un año, por ejemplo, como en Colombia - los agentes que forman expectativas toman en cuenta no solo la inflación del último mes sino la inflación del último año. En el otro extremo, en economías donde los períodos de reajuste se redujeron al mínimo determinado por el retraso de información - un mes, como en los casos de Brasil y Argentina - los agentes observan exclusivamente la última tasa mensual. Puede ser ilustrativo del punto mencionar que en casos como esos, cuando se pregunta a un agente cuál es la tasa de inflación vigente, menciona la última tasa mensual conocida. En Colombia, en cambio, refiere normalmente a la última tasa anual conocida.

A fin de completar el cuadro y ganar realismo, consideremos también la determinación de los precios en las transacciones que se realizan en condiciones más próximas a las de un "mercado" (por ejemplo, alimentos frescos). Compradores y vendedores conocen los precios transados anteriormente y deben considerar explícita o implícitamente un conjunto de información y conjeturas sobre cantidades y preferencias. En condiciones inflacionarias, los agentes del mercado deben conjeturar también, explícita o implícitamente, el incremento de la demanda efectiva nominal que se produce porque hay inflación. De esta manera, la expectativa

SUMARIO

inflacionaria entra a modo de "ancla" nominal en la determinación de estos precios. Estos son precios flexibles, en el sentido que sus tasas de variación exhiben una mayor elasticidad respecto de los excesos de demanda. Pero sus tasas de variación son flexibles en torno a la tasa esperada de inflación, que tiene su principal componente en la tasa pasada (la tasa vigente, por lo que indicamos arriba). Por esta vía, los excesos de oferta y demanda, así como otras presiones - por ejemplo, la puja distributiva - actúan como factores de aceleración o desaceleración de la inflación.

La experiencia de economías con alta inflación muestra que tienden a establecerse por períodos condiciones de normalidad en las cuales las expectativas y la formación de precios fix y flex se comportan del modo descrito. Diversas experiencias realizadas en esos contextos - de un lado, por ejemplo los efectos de shocks devaluatorios aceleradores; con sentido opuesto, por otro lado, los efectos de políticas de estabilización - muestran que esas modalidades y comportamientos no son mecánicos sino que están condicionados a la información adicional que reciben los agentes. Cuando la noticia tiene suficiente entidad, las expectativas dejan de anclarse en la inflación pasada y se fundan en conjeturas sobre el futuro. Piénsese, para ilustrar el punto, en los efectos sobre las expectativas inflacionarias de una maxidevaluación sorpresiva. El shock hace evidente que es irracional fundar las expectativas en las tasas pasadas y fuerza a los agentes a basar las decisiones de precio en conjeturas explícitas sobre el futuro. Este es un cambio hacia arriba en las expectativas de inflación, donde en un primer momento aumenta la incertidumbre y la confusión (entendida como mayor diversidad de expectativas), lo cual tiende a dar un sesgo acelerador al efecto. Lograr la modificación de las expectativas en dirección descendente es más dificultoso porque requiere persuasión, reducción de incertidumbre y coordinación.

3. Propiedades de la inflación en un régimen de alta inflación

Para discutir las propiedades del régimen de alta inflación resulta de utilidad la noción de inflación inercial. Esta noción tiene dos connotaciones diferentes. La primera es un concepto teórico. Como tal, la inflación inercial refiere a la tasa de inflación de una economía virtual. En este modelo rigen contratos indexados en el mercado de trabajo y otros servicios y las expectativas inflacionarias se conforman del modo descrito más arriba. No se experimentan shocks de política, los precios que determina el gobierno están indexados. Los portafolios financieros privados y el mercado monetario se mantienen en equilibrio consistente con la tasa de inflación. En este modelo la tasa de inflación es inercial. Obviamente, se trata de un modelo teórico que, como tal, no puede describir el comportamiento efectivo de la inflación en ninguna situación económica real. En este sentido la noción de inflación inercial pone el acento en la existencia de un equilibrio inflacionario, que perpetúa la inflación.

La segunda noción, que resulta más relevante para el diagnóstico y el diseño de la política de estabilización, se refiere a la componente inercial de la inflación en una economía donde predominan contratos indexados y las expectativas se asientan (en parte) en la inflación pasada.

En la economía real se verifican todas las circunstancias que se suponen inexistentes en el modelo: existen shocks de política, las políticas de precios públicos son más o menos activas, la dinámica del tipo de cambio y la política monetaria pueden tener dinámicas independientes, se presentan perturbaciones de oferta y demanda en distintos mercados y se verifican presiones distributivas. Estas variables determinan la inflación presente en conjunto con la componente inercial que "traslada" la inflación pasada por la vía de los contratos indexados y las expectativas. Los factores presentes que inciden sobre la tasa de inflación pueden pensarse como factores de aceleración o desaceleración en relación a la tasa pasada.

La tasa de inflación presente puede desagregarse en la componente inercial y los factores de aceleración (positivos o negativos). Con esta idea, las propiedades del régimen de alta inflación pueden sintetizarse de la siguiente forma:

- a) Los cambios en la tasa de inflación están asociados a cambios de precios relativos respecto al núcleo de la componente inercial.
- b) La extensión del período pasado cuya tasa incorpora la componente inercial a la tasa presente es semejante al período de ajuste de los contratos.
- c) El impacto inflacionario (desinflacionario) permanente de los factores de aceleración (desaceleración) es mayor cuanto menor es la extensión del período de reajuste de los contratos y el período de referencia de las expectativas. La componente inercial del período siguiente "traslada" una mayor porción del shock del período presente cuanto menor es el período de reajuste.

Formulado de otra manera, la inflación es más inerte y menos volátil cuanto más extenso es el período de indexación. A la inversa, contratos más cortos implican menor inercia de la tasa de inflación y mayor volatilidad. Por ejemplo, en los contextos de reajustes

SUMARIO

mensuales como los observados en el pasado reciente en Brasil y Argentina, un shock que impacta la tasa de inflación del mes, se traslada completamente vía la componente inercial a la tasa de inflación del mes siguiente. Lo que resulta una ventaja desde la perspectiva de una reducida volatilidad de la tasa de inflación resulta una desventaja desde el punto de vista de la inercia de la misma. La inflación colombiana, con reajustes anuales, es relativamente poco volátil, pero, a cambio, exhibe relativamente mucha inercia.

Un aspecto importante en relación a las restricciones que impone el régimen de alta inflación a la política de estabilización es el referido al grado de sincronización de los reajustes. Cuanto más corto es el período de reajuste, más sincronizados tienden a estar los reajustes. En el límite del régimen de alta inflación, con reajustes mensuales, todos los contratos son reajustados simultáneamente. Hay casos en los cuales los reajustes salariales son sincronizados con un período de ajuste de varios meses, como fue el de Uruguay en la segunda mitad de los ochenta, con reajustes cuatrimestrales. En ese caso los reajustes eran sincronizados porque el sistema surgió de un acuerdo social. En Colombia, los reajustes anuales que predominan en los contratos salariales privados son desincronizados, lo que debe tenerse en cuenta en la ejecución de la política antiinflacionaria.

III. LECCIONES DE LA EXPERIENCIA LATINOAMERICANA EN POLÍTICAS ANTIINFLACIONARIAS .

La experiencia latinoamericana en políticas antiinflacionarias no es menos extensa y variada que la propia experiencia inflacionaria. El registro de políticas antiinflacionarias incluye algunos éxitos y muchos fracasos. Experiencias de ambos tipos merecen ser tomadas en cuenta, pues lecciones útiles pueden derivarse de cada uno de los casos y de su análisis comparado. Es posible extraer de ese análisis un conjunto de condiciones que parecen esenciales para la estabilización. Se trata, en primer lugar, de condiciones que se han satisfecho en todos los casos exitosos. En segundo lugar, son aquellas a cuyas fallas puede atribuirse generalmente la explicación principal de los fracasos. Procurando la mayor síntesis, esas condiciones pueden resumirse en tres:

- a) el cierre del desequilibrio en las finanzas del sector público;
- b) el cierre del desequilibrio en las finanzas agregadas externas de la economía;
- c) la coordinación de las expectativas y las decisiones de precios y salarios en torno a una tasa de inflación más baja.

En lo que sigue comentamos las dos primeras condiciones, que remiten a la consistencia y sustentabilidad de las políticas macroeconómicas, y examinamos la tercera con más detalle.

1. La consistencia y sustentabilidad de las políticas macroeconómicas

i) El cierre de la brecha fiscal

La estabilidad de los mercados monetario y financiero, con tasas de interés reales que no desalienten la inversión real, cualquiera sean las reglas de políticas monetarias y cambiarias de la estabilización, requiere que el sector público reduzca su necesidad de financiamiento doméstico a un flujo consistente con la demanda privada de dinero y activos en la nueva situación de inflación más baja. Esta reducción es lo que denominamos como "cierre de la brecha fiscal". Si se entiende por equilibrio fiscal una necesidad de financiamiento del sector público igual a cero, el criterio de cierre de la brecha fiscal es obviamente menos exigente que el de equilibrio.

La inflación alta suele estar asociada con un déficit fiscal financiado en mayor o menor proporción con emisión de dinero. Su demanda proviene del deterioro generado por la inflación en el valor real del dinero en poder del público: el así llamado impuesto inflacionario. Una significativa reducción de la inflación implica una caída semejante del "impuesto inflacionario" y, consecuentemente, la necesidad de que el sector público sustituya rápidamente esa fuente de financiamiento. La magnitud de este necesario ajuste fiscal de corto plazo es función de la magnitud del déficit fiscal financiado con emisión y ésta, a su vez, suele estar correlacionada con el deterioro de la recaudación tributaria generado por el proceso inflacionario. En los casos extremos, la erosión de la base tributaria y la desorganización del aparato estatal recaudatorio hacen prácticamente imposible basar el ajuste fiscal en un aumento de las alícuotas o una mejor administración de los tributos existentes y el ajuste se basa en medidas de "emergencia" de contracción del gasto y aumento de los ingresos públicos.

La experiencia muestra que en una primera fase de la política de estabilización, parte del déficit global del sector público puede financiarse con ingresos provenientes de la venta de activos o con crédito externo. Aunque esos ingresos no son permanentes, pueden viabilizar la estabilización, cerrando la brecha fiscal durante el tiempo necesario para dar lugar a una mejora en la recaudación o la ejecución de reformas fiscales. Los ingresos provenientes de privatizaciones jugaron ese rol en el programa

SUMARIO

argentino iniciado en 1991. Durante 1991 y 1992 aproximadamente la mitad del gasto corriente correspondiente a los intereses de la deuda pública fue financiado con esos ingresos. El crédito externo multilateral también contribuyó en este caso al cierre de la brecha fiscal. En el programa de estabilización de Bolivia de 1985, el crédito externo jugó un rol singular. Los intereses no pagados de la deuda externa fueron una fuente permanente de financiamiento. En la primera fase del programa, en 1986, el ajuste fiscal generó un superávit primario y global (de caja). En cambio, de 1987 en adelante se recompuso el déficit primario y global del sector público, que fue desde entonces financiado por el crédito externo, principalmente multilateral.

Ejemplos de ajustes fiscales basados en gran medida en cambios fuertes de precios relativos son los de Bolivia, en 1985, y Perú, en 1990, donde la estabilización enfrentaba grados extremos de pérdida de recaudación tributaria y de financiamiento del déficit vía emisión. En estos casos, el ajuste de corto plazo se basó, del lado de los ingresos, en un drástico aumento de los precios de bienes y servicios provistos por el sector público - principalmente combustibles - y del lado del gasto, en una caída del gasto corriente, principalmente en salarios. Aumentos de las tarifas públicas y una devaluación parcialmente compensada con impuestos de emergencia sobre las exportaciones también jugaron un rol significativo en el ajuste fiscal del programa argentino de 1985.

Aunque la existencia de grandes déficit fiscales ha sido la situación más frecuente en los procesos de inflación muy alta, hay casos en los cuales el proceso coexiste con una situación financiera del sector público que presenta equilibrio o superávit en sus operaciones primarias y el déficit global responde solo a los intereses de las deudas externa e interna. Más aún, hay situaciones, como la de Brasil en 1991 y 1993, en las cuales un proceso inflacionario con tasas muy altas coexiste con una situación de superávit operativo del sector público. Contextos de este tipo suelen presentarse cuando el sector público ha venido adoptando reformas fiscales y medidas de reducción del déficit primario - o las cuentas fiscales han sido beneficiadas por la devaluación - y la inflación persiste porque el ajuste fiscal no ha sido inscrito en un programa antiinflacionario completo. En situaciones como esta, la ejecución de la política de estabilización no requiere un ajuste fiscal adicional de emergencia. El propio descenso de la tasa de inflación, al permitir una reducción de las tasas de interés nominal y real tiende a mejorar la situación financiera del sector público.

Por otro lado, en varias políticas de estabilización latinoamericanas, incluyendo algunas de la década del ochenta que no perduraron, la reducción de la tasa de inflación se dio conjuntamente con una reactivación de la demanda agregada y la actividad. Ambos movimientos tienden a mejorar la recaudación tributaria, particularmente la más sensible a las ventas y las importaciones, y contribuyen a cerrar en el corto plazo la brecha fiscal.

Ejemplos de shocks exitosos que no incluyeron significativos ajustes fiscales simultáneos son la política mexicana de fines de 1987, el plan argentino de 1991 y la última fase del plan brasileño, en julio de 1994. En el caso mexicano los ajustes fiscales habían sido realizados previamente. El déficit global en el momento de la ejecución del programa antiinflacionario correspondía a intereses de la deuda y tendió a reducirse con la baja de la tasa de inflación. Algo semejante ocurrió en el programa argentino de 1991. En el momento del anuncio del programa - cuyo elemento principal fue la fijación del tipo de cambio - existía incluso un déficit primario que tendió a cerrarse rápidamente con el aumento de la recaudación de tributos sobre las ventas, la nómina salarial y las importaciones. Tampoco incluyó medidas fiscales ad-hoc la ejecución de la última fase del programa brasileño, en julio de 1994. Un paquete de ajuste fiscal había sido aprobado por el congreso meses antes y esto contribuyó a dar credibilidad a las medidas. Además, en la segunda mitad de 1994 la recaudación tributaria tendió a aumentar, en un movimiento asociado con la reducción de la inflación y el fuerte aumento de las ventas y las importaciones.

En la década de los ochenta varios programas de estabilización latinoamericanos tuvieron un éxito inicial - perduraron entre uno y dos años - pero la inflación volvió a acelerarse. La reapertura de la brecha fiscal fue una de las causas de estos fracasos (aunque no la única). Tal fue el caso del programa argentino de 1985 y del brasileño de 1986. La sustentabilidad del cierre de la brecha fiscal hubiera requerido que reformas fiscales y la recomposición de la capacidad de recaudación reemplazaran los ajustes de corto plazo que viabilizaron inicialmente la estabilización. La necesidad de financiamiento se reabrió también en el caso boliviano - al cabo de un período semejante - pero, como ya comentamos, la brecha fue cerrada por el crédito externo. Contribuye seguramente a explicar la excepcionalidad del caso boliviano el pequeño tamaño económico del país, cuyo soporte financiero prolongado involucró recursos relativamente reducidos de la banca multilateral.

La sustentabilidad del cierre de la brecha fiscal ha sido mayor en los programas de estabilización vigentes en los noventa. No en vano la región pasó anteriormente por un largo período que tuvo el foco de la política pública en la reducción del déficit fiscal. Sin embargo, los cierres de la brecha fiscal de las estabilizaciones vigentes presentan diferentes grados de fragilidad frente a la volatilidad de los movimientos de capital y al ciclo de la actividad, y también en función de la proporción del ajuste que en cada caso ha correspondido a ingresos transitorios por privatizaciones. En este sentido, la situación fiscal más robusta se observa en Chile y la mayor fragilidad en Argentina y Brasil.

Hasta aquí hemos discutido el cierre de la brecha fiscal sin hacer mención al rol de este aspecto de la política de estabilización en la formación de expectativas. En cualquier caso, la formación de expectativas inflacionarias, cambiarias y monetarias consistentes con inflación más baja requiere que la política fiscal anunciada muestre un cierre sustentable de la brecha fiscal. Si el programa puede basarse, como de hecho ha ocurrido en varias experiencias, en ingresos transitorios, medidas de emergencia y crédito externo, el

SUMARIO

anuncio del programa de transición hacia ingresos fiscales de carácter permanente contribuye seguramente a mejorar la credibilidad de los anuncios.

En un sentido amplio, un cierre fiscal sustentable quiere decir una necesidad de financiamiento pública que pueda financiarse sin dificultades con crédito internacional o que no presione excesivamente el mercado financiero doméstico. Esta magnitud no puede definirse con precisión para cualquier país y circunstancia. Depende, por ejemplo, del destino visible del financiamiento: si se trata de gasto corriente o de un programa de inversión rentable. También es contingente del régimen de funcionamiento de la economía. En un contexto típico de los años ochenta, con racionamiento del financiamiento de mercado y escasez relativa de fondos internacionales, el financiamiento externo del déficit público resultaba naturalmente beneficioso, pues contribuía adicionalmente al cierre de la brecha externa.

Hay ejemplos de situaciones análogas en los años noventa, por ejemplo, en las circunstancias que enfrenta la economía argentina desde el "efecto tequila". Pero en la situación típica del período más reciente, con flujos privados de capital presionando hacia la apreciación en los mercados cambiarios, el financiamiento externo de un déficit generado en las operaciones domésticas del sector público puede dar lugar a presiones adicionales.

Las posibilidades y el costo del financiamiento público también dependen del desempeño previo: es seguramente función del grado y duración de la inestabilidad, del grado de desorganización y achicamiento del mercado financiero doméstico y de los antecedentes de cumplimiento de los compromisos financieros del sector público. En los casos extremos, de los que hemos mencionado varios ejemplos, solo es sustentable una necesidad de financiamiento nula por un período más o menos prolongado.

En su rol en la formación de expectativas, la necesidad de financiamiento admisible por el público local e internacional tiene también un aspecto convencional: depende de una matriz de opinión cambiante según países y momentos cuya interpretación cabe al arte de quienes conducen la política económica. Pero pueden reconocerse ciertas tendencias comunes en América Latina. En primer lugar, un sesgo de la opinión hacia el overkill fiscal, avalado por un sesgo semejante de los organismos multilaterales. Esto está naturalmente asociado con la tendencia ideológica en boga y tiene su expresión más precisa en una demanda de equilibrio fiscal. Algo en contradicción con esta tendencia hay también, en segundo lugar, una inclinación a considerar saludables de por sí los ingresos por privatizaciones - aunque, como ha ocurrido en varios casos, sean canalizados al financiamiento del gasto corriente - y también una actitud más favorable hacia el financiamiento de los déficit inducidos por las reformas privatizantes de los sistemas de seguridad social.

ii) El cierre de la brecha externa

La estabilización requiere asegurar el flujo de financiamiento de los gastos agregados esperados de la economía en importaciones y pagos al exterior por servicios reales y financieros. Esto es lo que llamamos cierre de la brecha externa y es una condición independiente de la regla cambiaria de la política de estabilización. Esta situación implica que resulta creíble que no serán necesarias medidas adicionales para ajustar las cuentas externas y que no cabe esperar shocks desestabilizadores de los mercados reales y financieros originados en el sector externo. Si se entiende por equilibrio externo un resultado nulo de la cuenta corriente, el cierre de la brecha externa es obviamente menos exigente que el equilibrio externo. Las implicaciones de esta condición son diferentes según la accesibilidad del país a los mercados financieros internacionales. Al respecto, es posible reconocer en la experiencia latinoamericana de los últimos años dos situaciones bien diferenciadas.

Bajo las condiciones de racionamiento del crédito de los años ochenta, el cierre de la brecha externa implicó generalmente una negociación cerrada con las instituciones multilaterales - principalmente FMI y Banco Mundial - y los bancos comerciales. En esa época, el principal factor del déficit de cuenta corriente eran los intereses de la deuda externa. En la primera mitad de los ochenta se aplicaron políticas de ajuste del déficit externo - la devaluación fue el principal instrumento - que llevaron a la generación de significativos superávits de la cuenta comercial, pero en pocos casos - Brasil el más notable - llegó a equilibrarse la cuenta corriente. A través de los mencionados acuerdos, a cambio del compromiso de cumplimiento de las metas comprometidas por los gobiernos, los organismos y los bancos comprometían el flujo de financiamiento necesario para cubrir el déficit proyectado - negociado - de la cuenta corriente.

Más allá de las dificultades propias de aquellas negociaciones - generadas por el relativamente escaso financiamiento multilateral disponible y la presión del FMI y los bancos por maximizar el superávit comercial - esos cierres de la brecha externa no dejaban margen para amortiguar shocks externos negativos o aumentos de la necesidad de financiamiento externo causados por reducciones imprevistas del superávit comercial. Así, varios programas de estabilización de mediados de los años ochenta, que contaron inicialmente con un cierre negociado de la brecha externa, enfrentaron nuevamente al cabo de un tiempo una restricción de liquidez externa y debieron aplicar medidas adicionales de ajuste - principalmente devaluaciones - que contribuyeron a la reaceleración de la inflación y el fracaso del programa. Tal fue el caso de México en 1986 y Argentina en 1987-88. La mejor fortuna de la experiencia chilena en la década de los ochenta se explica en parte por un flujo importante y sostenido de financiamiento negociado - particularmente con los organismos multilaterales - que permitió suavizar el ajuste externo a medida que se mejoraba el resultado de

la cuenta comercial hacia finales de la década.

Completamente diferente ha sido el cierre de la brecha externa de los programas de estabilización en la década de los noventa. Después que México firmó el primer acuerdo Brady en 1990, los países accedieron nuevamente al financiamiento externo de mercado y éste constituyó su principal fuente. Encabezados por México, casi todos recibieron flujos importantes de capitales del exterior. En este sentido, el cambio en las condiciones de financiamiento externo contribuyó en forma generalizada a la reducción de la inflación y favoreció sin duda los programas de estabilización de este período. Los ingresos de capital fueron crecientes hasta 1993 y superaron en cada uno de los países más grandes de la región las también crecientes necesidades de financiamiento de la cuenta corriente. La tendencia a la apreciación cambiara contribuyó en general a la reducción de las tasas de inflación. En particular, las políticas de estabilización operaron hasta fin de 1994 sin restricción de financiamiento externo.

Las políticas antiinflacionarias de México y Argentina son los ejemplos más destacados de políticas de estabilización adaptadas a las características de este período. La abundancia de financiamiento permitió sostener prolongadamente políticas de prefijación del tipo de cambio nominal mientras se ampliaban sistemáticamente los déficit de cuenta corriente. A diferencia de los años ochenta, en los noventa éstos se originaron en el déficit comercial causado por un fuerte crecimiento de las importaciones y su financiamiento dependió de ingresos de capitales potencialmente volátiles. Estas configuraciones macroeconómicas mostraron serios problemas de sustentabilidad. En el caso de México, la reapertura de la brecha externa forzó la devaluación y la economía tomó nuevamente el camino del ajuste externo, la recesión y la aceleración de la inflación. En el caso argentino la devaluación y la aceleración de la inflación fueron evitados, aunque no así la recesión y el brusco aumento del desempleo asociados al ajuste externo forzado por la reversión de los flujos de capital. Las excepcionales condiciones financieras de los primeros años noventa no fueron bien aprovechadas en estos dos casos porque la política de estabilización no realizó la necesaria transición hacia condiciones más sustentables de cierre de la brecha externa.

2. La necesidad de mecanismos de coordinación de expectativas, precios y salarios

Una lección fuerte de la experiencia latinoamericana es que los cierres de las brechas fiscal y externa no bastan por sí solos para una estabilización eficaz. La experiencia muestra que para tener posibilidades de éxito, la política debe contener además otros elementos que contribuyan a coordinar hacia abajo las expectativas inflacionarias y las decisiones de precios y salarios.

Hay en la región numerosos ejemplos de fracasos de políticas de estabilización incompletas en este sentido. Caso típico ha sido el intento de reducir gradualmente la tasa de un proceso de alta inflación por la vía exclusiva de ajustes fiscales que dan lugar a una desaceleración más o menos importante del ritmo de creación de crédito doméstico - los rasgos característicos de los programas de estabilización del FMI. Esto induce generalmente un desequilibrio en los mercados monetario y financiero, el aumento de las tasas de interés, una tendencia contractiva de las ventas y la actividad y -dependiendo de las condiciones de financiamiento externo y de la regla cambiaria adoptada - una tendencia a la apreciación del tipo de cambio. Pero la tasa de inflación muestra poca o ninguna sensibilidad. La política fiscal y monetaria y sus efectos en los mercados financieros y reales no consiguen afectar significativamente la formación de expectativas, los contratos existentes y las prácticas de decisiones de precios y ajustes de salarios, que en estos contextos se encuentran habitualmente

coordinados por la tasa de inflación vigente. Como la inflación permanece alta, los desequilibrios generados se agudizan rápidamente y la política es normalmente abandonada. En Argentina, Brasil y México en los años setenta y ochenta se encuentran varios casos de este tipo. En los análisis a posteriori de estos fracasos siempre puede argumentarse que los cierres fiscales no han sido ex ante suficientemente creíbles. El problema de esta interpretación reside en que el argumento es en buena medida tautológico. Más sólido resulta comprobar que no hay casos de estabilizaciones exitosas sin ingredientes adicionales de coordinación.

i) El problema de coordinación

El análisis de la segunda sección señala directamente uno de los problemas cruciales que debe resolver la política de estabilización: pasar de la coordinación provista por la inflación pasada a la coordinación provista por el anuncio de inflación futura. Para dar mayor realismo a la discusión de este tema es necesario agregar otras consideraciones al análisis que realizamos en la sección II. En ese análisis, a los fines de subrayar las conductas microeconómicas que impulsan la indexación y la formación de expectativas ancladas en la inflación pasada, enfatizamos - quizá en demasía - la disponibilidad de información y la racionalidad de los agentes. Aquí queremos enriquecer y matizar estas ideas.

En primer lugar, mencionamos que el contrato con reajuste según la inflación pasada equivale a un contrato "forward looking" con una expectativa de inflación futura igual a la pasada. Si así fuera efectivamente percibido por los asalariados, el problema de la desindexación en la política de estabilización se reduciría a modificar la expectativa inflacionaria de los asalariados mediante un anuncio suficientemente creíble. Sin embargo, la experiencia indica que no es fácilmente asimilable la noción de que el valor real del salario a percibir depende de la tasa de inflación del período siguiente al reajuste. Los trabajadores tienden a concebir la recuperación del valor real del pico, en el momento de reajuste, con un sentido de justicia contractual arraigado profundamente. Esta percepción

SUMARIO

arraigada tiende a limitar los márgenes de negociación de aumentos salariales en función de objetivos de inflación futura que pueden realizar las representaciones sindicales. La experiencia del Pacto Social en Colombia respecto a la determinación de los aumentos del salario mínimo en función de metas de inflación futura no se contradice con esta observación, dado que en la práctica los aumentos nominales acordados resultaron muy semejantes a la tasa pasada de inflación. Queremos enfatizar que este punto es independiente de los problemas de credibilidad que comentamos enseguida.

En segundo lugar, el problema de credibilidad del anuncio de inflación futura es complejo y no se reduce a garantizar y mostrar la consistencia macroeconómica ex ante del mismo (aunque debe enfatizarse, a riesgo de ser redundante, que demostrar esa consistencia es esencial para alcanzar credibilidad en el público más informado). La capacidad de modificar las prácticas y las expectativas que tiene un anuncio de inflación futura depende de la credibilidad de cada agente y de las posibilidades de coordinar los cambios entre agentes. Un agente no solo debe creer que la tasa de inflación futura será la anunciada sino también que su creencia es compartida por gran parte de los otros agentes y, tan importante como esa creencia, debe convencerse que aquéllos modificarán sus prácticas en línea con el anuncio. El reemplazo de la coordinación provista por la información pasada por una nueva coordinación en torno a la meta de inflación futura es una de las grandes dificultades de la política de estabilización en regímenes de alta inflación. Por esta razón estas políticas requieren la utilización de todos los instrumentos disponibles a ese fin.

ii) Los instrumentos de coordinación

Los instrumentos de coordinación que han sido utilizados en las experiencias latinoamericanas son la política cambiaria, la intervención temporal en la determinación de precios y salarios y políticas orientadas a la desindexación de los contratos. Antes de examinar ejemplos de utilización de esos instrumentos, cabe formular una advertencia respecto de la pertinencia para la política antiinflacionaria colombiana de las lecciones derivadas de la experiencia latinoamericana con los instrumentos de coordinación. Debe tenerse en cuenta que la experiencia que examinamos consiste principalmente en políticas de shocks en contextos de alta inflación o hiperinflación. En algunos aspectos, esas circunstancias no restan generalidad a las conclusiones y representan, por el contrario, una ventaja, porque los efectos de las políticas aparecen acentuados y claros, precisamente por la magnitud de la tasa de inflación y la consiguiente velocidad con que emergen desequilibrios importantes. Pero en otros aspectos, los instrumentos son totalmente contingentes a las mencionadas circunstancias y no son de aplicación posible en un caso como el colombiano.

La política cambiaria

La discusión de la política cambiaria en la estabilización se formula habitualmente en términos de la adopción alternativa de "anclas": cambiaria o monetaria. Esta perspectiva suele colocar el problema en el marco de un modelo teórico cuyos resultados dependen de múltiples hipótesis. Colocado así el problema, la discusión tiende naturalmente a orientarse alrededor de la mayor o menor relevancia de esas hipótesis teóricas. Aquí preferimos eludir esos términos y colocamos la discusión alrededor de las experiencias conocidas y sus resultados.

La cuestión más general que se discute es la relativa al régimen cambiario: debe intervenir en la determinación del tipo de cambio o debe este precio fluctuar libremente? Entre las experiencias latinoamericanas de políticas de estabilización, la flotación ha dado resultados uniformemente negativos. Los casos de Argentina y Perú en 1990 son ilustrativos al respecto. En ambos casos el ajuste fiscal - al que se agregó en el caso argentino el llamado Plan Bonex, una reprogramación masiva forzosa de los activos del público en los bancos y de la deuda pública en moneda doméstica - hizo viable el anuncio del cierre de las fuentes de creación de crédito doméstico. En un contexto de flotación, esto fue suficiente para detener la corrida al dólar, el aumento acelerado de su cotización y la inflación liderada por ese precio. El tipo de cambio nominal y los precios se estabilizaron por un tiempo breve - alrededor de un mes. Sin embargo, la inflación se reacceleró y se mantuvo persistentemente alta en los meses siguientes y se sostuvieron tasas reales de interés muy altas. Estos efectos tienen una explicación probable en la incertidumbre acerca del curso futuro del tipo de cambio nominal, asociada naturalmente al régimen de flotación, y que resultaba particularmente alta en las circunstancias de la estabilización. En ambos casos el tipo de cambio real tendió sistemáticamente a apreciarse y se verificó una tendencia recesiva de las ventas y la actividad. En el Perú, estas tendencias se arrastraron por aproximadamente dos años. En Argentina, a fin de 1990 y comienzos de 1991 tuvo lugar una nueva corrida cambiaria y una fuerte reacceleración de la inflación. Esta solo se detuvo cuando las autoridades fijaron el tipo de cambio y lanzaron una nueva política: el Plan de Convertibilidad vigente hasta la actualidad.

En ambos casos, aunque las medidas fiscales y monetarias hayan sido suficientes para detener un proceso hiperinflacionario impulsado por una burbuja cambiaria, los resultados muestran que el mercado cambiario post shock puede ser muy volátil, precisamente porque no existen señales ni información suficiente para anclar las expectativas. De este mismo problema también adoleció la política boliviana de 1985, que tuvo un período inicial de flotación. En este caso, pocos meses después de haberse detenido la hiperinflación, en agosto de 1985, la cotización del dólar se elevó rápidamente, arrastrando una reacceleración de la inflación. Aparentemente, el proceso fue detonado por la información de una caída del precio internacional del principal producto de exportación. Hacia finales de 1985 y principios de 1986 la inflación se había elevado nuevamente al 30% mensual. La estabilización boliviana solo se consolidó después que la intervención del gobierno fijó de hecho el tipo de cambio nominal - sin alterar formalmente el régimen cambiario - y lo sostuvo en adelante prácticamente fijo por un año.

SUMARIO

Las tres experiencias mencionadas resaltan dos rasgos negativos de la flotación como ingrediente de la política de estabilización. Primero, priva a la formación de expectativas y decisiones de precios y salarios de una señal estabilizadora crucial. Altos grados de incertidumbre en relación al tipo de cambio futuro tienden a mantener alta la tasa de inflación y la tasa de interés real. Segundo, la flotación puede dar lugar a una alta volatilidad en los mercados cambiario y financiero. La lección principal de estas experiencias es que la estabilización requiere una política cambiaria que, a lo menos, reduzca drásticamente la incertidumbre de las expectativas cambiarias.

En los casos de alta inflación, todas las experiencias que lograron estabilizar eficazmente esos procesos en forma duradera o por algún tiempo, contaron con una política cambiaria activa de fijación o predeterminación del tipo de cambio nominal. Esas reglas cambiarias implicaron distintos grados de compromiso. El compromiso mínimo es el de Bolivia en 1986 mencionado arriba: una fijación de hecho por intervención gubernamental en un mercado formalmente flotante. El compromiso máximo es el de la política argentina iniciada en 1991, de fijación por ley del precio del dólar. Entre ambos extremos, la determinación del tipo de cambio nominal en los otros casos ha supuesto diferentes grados de compromiso y formas variadas. A mayor compromiso, mayor será probablemente el efecto sobre las expectativas y las decisiones. Pero más compromiso implica también menor flexibilidad de la política para modificar las reglas en el futuro.

Ejemplo de una política cambiaria que no juega en forma activa e independiente en la formación de expectativas inflacionarias, pero que acota la varianza de la expectativa de tipo de cambio, es la política cambiaria chilena de los años noventa. Aún sin contar con un "ancla" cambiaria nominal, la política antiinflacionaria resultó en este caso exitosa. Pero debe tenerse en cuenta que se trata de una política gradualista sobre un proceso de inflación alta, pero moderada, que se encontraba en una tasa máxima de alrededor de 30% en 1990. En ese nivel relativamente bajo de la tasa de inflación - en adición a que dicha tasa había resultado de una aceleración reciente y no había sido experimentada previamente por un período prolongado - parece encontrarse la especificidad del caso chileno, tanto en relación a las características de la política cambiaria como a la posibilidad de gradualismo en la política antiinflacionaria. Sin embargo, si bien el caso chileno tiene esas características diferenciales, comparte con los otros casos exitosos de estabilización la tendencia persistente a la apreciación del tipo de cambio real.

La inflación que persiste después de la puesta en práctica de la política de estabilización - la llamada "inflación residual" - es generalmente importante. Pueden generalizarse dos conclusiones respecto al respecto. La primera es que la inflación residual es siempre significativa, independientemente del grado de compromiso del anuncio cambiario y de la existencia de otros instrumentos coordinadores. Entre las políticas de fijación o predeterminación de tipo de cambio, no hay ejemplo de shock o gradualismo que haya conseguido alinear rápidamente la tasa de inflación doméstica con la internacional. Como consecuencia de una inflación residual significativa, en todos los casos el tipo de cambio real tiende a apreciarse. La inflación residual tiende a reducirse gradualmente, de modo que la tendencia a la apreciación cambiaria es mayor en la primera fase y tiende a atenuarse posteriormente.

La segunda se que la menor inflación residual se observa en los casos de tipo de cambio fijo. Considerando en conjunto los intentos de estabilización, con política cambiaria o con flotación, la observación empírica es que en todos los casos el tipo de cambio tiende a apreciarse, pero la apreciación es menor en los casos de tipo de cambio fijo o predeterminado. La experiencia con estas últimas políticas sugiere que las de tipo de cambio fijo generan menos apreciación que las gradualistas.

Idealmente, el tipo de cambio real inicial de las políticas de estabilización podría elegirse tan depreciado como para que la apreciación posterior condujera a un tipo de cambio real sustentable cuando el diferencial de inflación doméstica e internacional tendiese a cero. De esta manera, la transición a reglas cambiarias más flexibles podría hacerse sin trastornar la estabilidad. Pero esta es solo una construcción teórica: en la práctica de las políticas difícilmente puede elegirse el tipo de cambio real inicial del programa. De esta manera, normalmente suele enfrentarse algún grado de conflicto entre los objetivos de inflación y los objetivos de sustentabilidad externa, crecimiento y empleo. La política cambiaria de la estabilización debe resolver el problema de la transición entre el tipo de cambio nominal prefijado, necesario para reducir eficazmente la inflación en la primera fase, y la flexibilidad cambiaria necesaria para atender la sustentabilidad del sector externo y objetivos de crecimiento y empleo. La regla de prefijación del tipo de cambio nominal debe ser abandonada en algún momento y sustituida por otra política cambiaria focalizada en el tipo de cambio real. Esta transición es un aspecto delicado de estas políticas.

Parece claro que en México dicha transición no fue encarada adecuadamente. El problema no fue la incapacidad de descongelar el tipo de cambio - que se realizó sin trastornos a un año de iniciado el programa - sino el manejo cambiario posterior al descongelamiento. Argentina sigue manteniendo el tipo de cambio fijo con serios problemas de empleo y crecimiento. En las otras experiencias latinoamericanas, son pocos los casos que la realizaron exitosamente. En el programa argentino de 1985, el tipo nominal fue fijado inicialmente por un período indeterminado y la política cambiaria fue flexibilizada siete meses después sin mayores traumas, pero a costa de mayor inflación que en el período de cambio fijo. Sin embargo, el posterior fracaso del programa cuestiona el valor de esa experiencia. El caso más notable, porque la estabilización perduró, es el de Bolivia, cuya política cambiaria transitó a un crawling- peg un año después de la fijación de hecho, sin alterar tampoco en esa transición las reglas formales del mercado cambiario. Aunque la inflación se elevó en relación al período precedente, se sostuvo relativamente baja y estable en

adelante.

En el programa brasileño lanzado en julio de 1994 la regla cambiaria inicial combinaba un límite comprometido en relación a la devaluación nominal con un régimen de flotación en la dirección de la apreciación nominal. En un primer momento, las autoridades no intervinieron y permitieron una apreciación nominal de alrededor de 15%. Una motivación de esa actitud fue que la apreciación contribuía a un descenso más rápido de la inflación, que era un objetivo importante del gobierno en aquel momento. Después, para frenar la caída del dólar y a costa del incumplimiento de una meta anunciada de creación de base monetaria, se intervino en el mercado y el tipo de cambio nominal fue sostenido estable de hecho por unos seis meses. La apreciación nominal inicial y la inflación residual determinaron una apreciación real significativa - del orden del 30% - en el segundo semestre de 1994. Desde febrero de 1995, la política cambiaria ha ido devaluando gradualmente el tipo nominal, reduciendo la tendencia a la apreciación real. Esto se hizo sin producir una aceleración de la inflación y logró evitar la inestabilidad del mercado. Sin embargo, como efectos de la apreciación, la apertura comercial y el boom de demanda de la primera fase de la política, se generaron abultados déficit comercial y de cuenta corriente - causados por la duplicación de las importaciones - que fueron atacados con medidas comerciales y políticas monetaria y financiera fuertemente restrictivas. Se frenó de esta manera el boom de demanda e importaciones de la primera fase pero se indujo una recesión. Con la configuración macroeconómica que resultó del programa de estabilización, la política brasileña parece enfrentar actualmente un conflicto entre los objetivos de estabilidad, crecimiento y sustentabilidad externa.

Señales y medidas de coordinación de expectativas, precios y salarios.

Varios instrumentos adicionales de coordinación han sido utilizados en las experiencias latinoamericanas de estabilización. El espectro va desde la emisión de señales indicativas complementarias de los anuncios fiscales, monetarios y cambiarios, hasta la intervención temporal en la determinación de precios y salarios. Algunos programas incluyen políticas orientadas a la desindexación de los contratos en las fases siguientes al lanzamiento del programa, instrumentadas con el propósito de evitar la reindexación de la inflación residual.

Las posibilidades de emitir señales creíbles y la disponibilidad de instrumentos son específicos de las instituciones de cada país y son contingentes a las circunstancias en las cuales es encarada la política. Los precios que determina el sector público, directamente o a través de

regulaciones, así como las remuneraciones que paga son, podría decirse, instrumentos de uso obligado en toda política de estabilización. Pero su peso efectivo en la dinámica inflacionaria es un rasgo específico de cada economía y su capacidad de proveer señales coordinadoras depende de ese peso y también de las particularidades de la política. Por ejemplo, en los casos de Bolivia (1985) y Perú (1990), donde el precio de la gasolina fue uno de los principales instrumentos fiscales del shock inicial, su evolución posterior constituyó una señal fuerte. En relación con los rasgos institucionales, en algunos países (como Chile y Colombia) existe un banco central independiente, lo que habilita en estos países la posibilidad de contar con la meta de inflación formulada por la institución como una señal adicional de coordinación. Examinamos a continuación algunas experiencias latinoamericanas que ilustran la variedad de señales e instrumentos utilizados y las circunstancias que condicionaron su efectividad.

En el caso boliviano (1985) no hubo otras señales adicionales a las ya mencionadas ni intervenciones formales en la determinación de precios y salarios privados (aunque se reprimió con fuerza la presión sindical), de modo que la coordinación parece haber recaído principalmente en el "ancla" cambiaria. Debe tenerse en cuenta que en este caso la capacidad coordinadora del tipo de cambio estaba fortalecida por una prolongada experiencia previa de hiperinflación que tendió a "dolarizar" el conjunto del sistema de precios.

En el plan mexicano lanzado a fines de 1987, vigente en sus rasgos básicos hasta 1994, la coordinación se procuró mediante la suscripción de un Pacto Social tripartito. En su fase crucial - que se inicia dos meses y medio después de haber sido suscrito y después de ajustes cambiarios y de tarifas públicas - el tipo de cambio, las tarifas públicas y el salario mínimo (después de un ajuste de 3%) quedan simultáneamente congelados por un período de 10 meses (entre marzo y diciembre de 1988, como resultado de renovaciones del acuerdo en abril, junio y septiembre). A este congelamiento de los precios clave de la economía, se agregaron concertaciones sectoriales dentro del sector privado para el congelamiento de precios líderes (e incluso para su disminución, en 3%, en septiembre de 1988).

En los intentos de estabilización argentinos y brasileños de la segunda mitad de los ochenta, inaugurados por el plan Austral (1985) argentino y el plan Cruzado (1986) brasileño, los shocks incluían medidas legales temporales congelando precios y salarios. La efectividad del

instrumento fue alta en los intentos inaugurales. En el caso argentino, por ejemplo, el congelamiento cumplió su rol principalmente como señal coordinadora, ya que su efectiva aplicación coercitiva fue prácticamente innecesaria. Sin embargo, en ambos países el instrumento se fue desgastando, a medida que sucesivas reacceleraciones de la inflación, seguidas de nuevos intentos fallidos, restaron credibilidad a este tipo de políticas. Esta secuencia erosionó la posibilidad misma de utilizar intervenciones. En lugar de ser percibidos como instrumentos coordinadores beneficiosos, destinados a lograr una desinflación neutral, las intervenciones en la

SUMARIO

determinación de precios y salarios privados fueron percibidas crecientemente como inequitativas y distorsionantes. Estas circunstancias tuvieron mucha influencia en las características de los planes de estabilización aplicados por Argentina y Brasil en los noventa.

En el programa argentino de 1991, los anuncios pusieron mucho énfasis en la libertad de precios y en la libre determinación de los salarios. Aún así, en adición a la fijación por ley del tipo de cambio - cuya capacidad coordinadora había sido, como en Bolivia, incrementada por

dos episodios de hiperinflación liderados por burbujas cambiarias - y la estabilización de tarifas y precios públicos, se utilizaron también acuerdos de precios con ciertas industrias y se decretaron regulaciones de los precios de los servicios de educación, salud y alquileres. El programa también incluyó una medida legal de prohibición de contratos indexados.

La mayor originalidad en relación a los instrumentos de coordinación es sin duda la del programa brasileño de 1994, el plan Real. Esta originalidad fue en cierta medida, como ya mencionamos, una necesidad impuesta por las circunstancias. Cinco fracasos previos ostensibles de planes de estabilización de gran porte dejaron una herencia de incredulidad y escepticismo respecto de las posibilidades mismas de detener la inflación. Este handicap de credibilidad fue un dato crucial en el diseño del programa.

La necesidad de diferenciar la política para lograr credibilidad llevó a descartar un nuevo shock, que hubiera corrido el riesgo de ser percibido a priori con la incredulidad heredada de los fracasos precedentes. Pero cómo coordinar sin un shock la reducción súbita de una altísima tasa de inflación? La idea teórica fue formulada hace más de diez años por los economistas brasileños André Lara Resende y Persio Arida. En una economía plenamente indexada, la introducción de una nueva moneda cuya paridad con la vieja también está indexada, puede desplazar en forma

neutral y gradualmente la utilización de la anterior en la expresión de precios y salarios y en la denominación de contratos financieros y de otro tipo. Cuando el desplazamiento es total, si están dadas el resto de las condiciones fiscales, externas y monetarias, la inercia indexatoria habrá desaparecido y la economía será estable en la nueva moneda.

Esa idea abrió la puerta para otro rasgo de diferenciación, también imprescindible en aras de la credibilidad: eludir la coerción y presentar el proceso lo más voluntario posible, particularmente respecto a las decisiones de precio y a los contratos financieros (En los anteriores

intentos estabilizadores del Brasil, así como en el argentino de 1985, se intervino en los contratos financieros privados, forzando su recontractación, para evitar las transferencias de riqueza de deudores a acreedores producida por la baja súbita de la inflación sobre contratos vigentes a la tasa de interés nominal previa a la desinflación. Este efecto, además de su inequidad, puede hacer fracasar el programa.)

Estas premisas dieron lugar a un programa cuyo desarrollo, previsto en sucesivas etapas, fue anunciado de antemano y cuyo primer paso fue pasar por el Congreso el paquete de medidas

fiscales. Más adelante, se introdujo un índice de actualización diaria - denominado Unidad Real de Valor (URV) - calculado como promedio de tres índices utilizados en los contratos y destinado a reemplazarlos. Los agentes económicos fueron alentados a expresar contratos y precios en URV. En esta etapa, que los economistas brasileños llaman de "desinercialización", los salarios fueron "urevizados" por decreto, mientras que fue voluntaria la adopción de la URV en la expresión de los precios y en las transacciones financieras. Mientras tanto, la política cambiaria sostuvo mediante ajustes diarios el precio del dólar en el equivalente de una "unidad real de valor". Como se ve, en esta etapa resultaba equivalente expresar precios en URV o en dólares. La política procuró coordinar los ajustes de precios y salarios y la indexación de los contratos financieros, reemplazando los contratos en moneda doméstica con cláusulas explícitas o implícitas de indexación, por un indexador diario de uso universal. Por último, la nueva moneda, el Real, se introdujo el 1ro. de julio con valor igual a una URV.

Pese a su complejidad, el plan funcionó razonablemente bien en su objetivo antiinflacionario, en tanto produjo resultados similares a los mejores obtenidos por políticas exitosas de estabilización en contextos de alta inflación. En la nueva moneda, la inflación en el período siguiente a julio de 1994 - la inflación residual - fue de magnitud y dinámica semejante a la observada en las fases análogas de las políticas de shock, como, por ejemplo, el plan de Convertibilidad argentino.

Cabe una última observación general relativa a las señales e instrumentos coordinadores. Como ya fue mencionado, la inflación residual normalmente supera las pautas o metas de inflación fijadas en las señales e instrumentos coordinadores. Dicho de otra forma, las políticas, aún las más exitosas, no consiguen suprimir totalmente la inercia. Como ocurre con el tipo de cambio, los instrumentos tienden a "retrasarse" respecto a los resultados efectivos de inflación, en menor medida cuanto más efectiva resulte la política antiinflacionaria, pero siempre en algún grado. Esto hace normalmente necesario ajustes que implican la reformulación del programa al cabo de cierto tiempo.

IV. OPCIONES DE POLÍTICA ANTIINFLACIONARIA EN COLOMBIA.

1. Algunas consideraciones sobre las posibilidades y limitaciones de la política antiinflacionaria en Colombia

El punto de partida de estas consideraciones es la cuestión relativa al tipo de política antiinflacionaria: shock o gradualismo. La noción de shock tiene dos connotaciones. Por un lado, la idea de shock refiere a un conjunto de medidas y anuncios lanzados simultáneamente y sobre el que se procura concentrar la mayor atención posible. En este sentido, un gran llamado de atención es una condición necesaria de toda política antiinflacionaria, porque es lo mínimo que se requiere para afectar las prácticas de contratación, las decisiones de precio y la formación de expectativas. Por otra parte, la noción se refiere al objetivo de la política: lograr una reducción de la tasa de inflación brusca (idealmente instantánea) y a un nivel bajo (idealmente la tasa de inflación internacional). Esta es la acepción que utilizamos en lo que sigue.

Como ya fue mencionado, la experiencia muestra una asociación entre el tipo de política y la magnitud de la inflación. Las políticas de shock (incluyendo el plan Real en esta categoría) se asocian a las inflaciones muy altas (digamos, de tres dígitos y más) y las gradualistas a las inflaciones de dos dígitos. La discusión de los factores determinantes de esta asociación puede contribuir a la discusión de las alternativas para Colombia.

i) Shock y gradualismo: sincronización, coordinación y grado de intervención

Un primer factor son los rasgos de funcionamiento de los mercados de trabajo, de bienes y financiero que tienden a adquirir las economías al cabo de un período relativamente prolongado de alta inflación. En cualquier caso, sustituir la tasa de inflación pasada por el anuncio (meta) de inflación futura en los contratos y las expectativas requiere sincronizar y coordinar la reformulación de una gran proporción de los contratos (idealmente, de todos los contratos) y también mostrar persuasivamente, en el momento de los anuncios, que dicha coordinación se logró. Al cabo de cierto tiempo - que también es función de la magnitud de la tasa de inflación - el éxito de la política implica mostrar que la diferencia entre la inflación residual y la meta es poco significativa. Esto es, que resulta tolerable el "atraso" respecto a la inflación residual de la meta de inflación, de las variables instrumentales (moneda, tipo de cambio, precios y salarios del público, etc.) y de los contratos y decisiones de precios privados que fueron efectivamente alineados por el anuncio.

Es importante observar que: 1) la satisfacción de esas condiciones depende de la proporción de contratos, expectativas y decisiones de precio efectivamente reformulados por los anuncios y medidas; 2) el grado de intervención necesario para afectar los contratos - la intervención que podríamos llamar "imprescindible" - depende de la proporción de contratos "vivos" en el momento de los anuncios; 3) el grado de coordinación necesario y el tiempo disponible para lograrlo dependen del tipo de política. El shock requiere más coordinación y dispone de menos tiempo, lo cual hace necesario mayor intervención para minimizar el riesgo de fracaso.

Idealmente, si todos los contratos están sincronizados, la política puede lanzarse en momento de su finalización, lo que permite su reformulación simultánea. En este caso no habría necesidad imprescindible de intervención, porque no habría contratos vivos en el momento del

anuncio. De todas maneras, aún en este caso, puede ser necesario intervenir por razones de coordinación. Más generalmente, las posibilidades de éxito dependen del grado de sincronización. Si hay un alto grado de sincronización, la política puede apostar a incidir en la reformulación de los contratos vencidos, confiando en la reducida significación del resto. Por lo mismo, en este caso la política puede apostar más a una reformulación voluntaria, inducida por los anuncios y medidas. En cambio, si hay poca sincronización se hace imprescindible intervenir con reglas

explícitas de reformulación de los contratos que complican la política.

En un contexto de muy alta inflación, los contratos están naturalmente más sincronizados porque están concentrados en plazos muy cortos. Estas condiciones son favorables para la ejecución de un shock. Pero esta política tiene requisitos muy exigentes de coordinación que demandan normalmente intervención. Por otro lado, en ese caso, las expectativas de inflación también están focalizadas en plazos muy cortos (digamos, un mes). La meta de inflación de una política gradualista para un período de esa extensión resulta prácticamente indistinguible de la

inflación pasada (porque la varianza de la tasa de inflación también es alta) y la política tiende a resultar inocua.

En un contexto de inflación de dos dígitos, los contratos son más largos y normalmente desincronizados. Un shock es inviable en este caso sin una intervención extendida en los contratos, destinada a reactualizarlos simultáneamente mediante un complejo

SUMARIO

conjunto de reglas. En cambio, una política gradualista tiene más posibilidades de éxito en este contexto que en condiciones de inflación muy alta.

Algunos ejemplos de shocks pueden ilustrar los problemas de sincronización y medidas de coordinación e intervención. En el caso del plan Austral en Argentina, los reajustes indexados de los salarios eran mensuales. En este caso el shock pudo coordinar con relativa facilidad a fin de mes la fijación general de los salarios nominales. En el momento del shock, se decretó un "último" aumento general "desindexado" (por aproximadamente la mitad de la tasa de inflación del mes anterior) destinado a que el salario real inicial del programa equivaliera el salario real medio del último mes. En el caso del plan Cruzado, pese a que la tasa de inflación vigente era muy alta, los reajustes indexados de los salarios eran semestrales y desincronizados (también los de otros contratos, como alquileres y pagos de servicios). Los salarios reales efectivamente percibidos en el momento del shock diferían significativamente entre grupos de asalariados, según la fecha de su último reajuste. La fijación general de salarios nominales y el shock eran inviables sin una complicada intervención en la reformulación simultánea de los ajustes salariales (y de los ajustes de los otros contratos). La solución encontrada para poder aplicar un shock fue decretar la fijación salarial después de una "última" corrección de su valor nominal, calculada para cada grupo según el período transcurrido desde su último reajuste, de modo que cada grupo entrara a la fijación con el salario real medio del semestre pasado. Además de la complejidad de estas reglas, los grupos de ajuste más reciente deberían haber reducido los salarios nominales. Esto no ocurrió en la práctica y la política se inició con un aumento del salario real medio.

En el caso del plan de Convertibilidad argentino, los reajustes eran mensuales y no hubo medidas de congelamiento salarial. En cambio, se decretó la prohibición de otorgar aumentos salariales indexados. La fijación del tipo de cambio nominal, sumada a la apertura comercial, con un tipo de cambio real que se había apreciado significativamente a lo largo del año precedente, operó efectivamente como barrera de los precios de los bienes comerciables. Esto fue suficiente para que los salarios de estos sectores se incrementaran muy por debajo de la inflación pasada en el momento del shock. En adelante, la prohibición de aumentos indexados fue perdiendo efectividad: los salarios de los sectores comerciables tuvieron aumentos sub-indexados durante el primer año y se indexaron plenamente en los años siguientes. Con el shock, los aumentos de precios de servicios privados de educación, salud y alquileres, fueron dexindexados mediante el arbitrio de calcular su valor equivalente en dólares a paridades de determinadas fechas del año precedente.

En la economía colombiana la extensión de los contratos es mayor que en los casos anteriores y el grado de sincronización de los mismos en los mercados de bienes y trabajo es menor. Predominan los contratos explícitos e implícitos con reajustes indexados anuales. Una proporción significativa de los reajustes y las decisiones de precio está sincronizada con el año calendario. Pero existe una gran cantidad de contratos (salariales y otros) desincronizados. En estas condiciones, una alternativa de shock requeriría ser lanzada a fin de año (para aprovechar la sincronización en esa fecha). Pero difícilmente tendría posibilidades de éxito sin una intervención, necesaria para lograr la reformulación simultánea de una importante proporción de los contratos privados no sincronizados.

ii) La intervención en los contratos financieros

La reducción súbita de la tasa de inflación significa un fuerte aumento de la tasa de interés real de los contratos financieros vigentes - depósitos y créditos del sistema bancario, deudas intraprivadas - en el momento del shock. Implica una súbita transferencia de deudores a acreedores. La magnitud de este efecto depende del monto de contratos vigentes a la tasa de interés pre-shock, de la extensión de los mismos, y de la diferencia entre la tasa de inflación vigente (embutida en la tasa de interés nominal) y la tasa de inflación residual. Si esa magnitud es importante, un shock no puede aplicarse sin una intervención en los contratos financieros destinada a neutralizarlo. El problema no reside exclusivamente en los efectos redistributivos y en sus consecuencias reales, sino que puede colocar en situación de iliquidez o insolvencia a una gran cantidad de deudores e inducir esa situación en el sistema bancario.

El problema se presenta en toda política de shock y su resolución es una de las mayores dificultades de este tipo de política. El problema ha sido menor en los casos de shocks en contextos hiperinflacionarios o post-hiperinflación - Bolivia (1985), Perú (1990), Argentina (1991) - porque la desmonetización y la dolarización de los contratos tiende a minimizarlo. Pero, aún en los contextos de inflación muy alta, subsiste una significativa cantidad de contratos a plazos cuya longitud determina un efecto de magnitud importante. La solución de este problema requiere una intervención en los contratos vigentes, destinada a deducir de la tasa de interés pactada, desde el momento del shock, una tasa equivalente a la diferencia entre la tasa de inflación previa y la meta de inflación. Para evitar una intervención pormenorizada, conflictiva y compleja, se ha recurrido normalmente a la reforma monetaria. Con este recurso, los contratos vigentes deben ser liquidados en la nueva moneda y la "desinflación" de las tasas de interés se obtiene mediante una escala de conversión diaria entre la vieja y la nueva moneda que descuenta

automáticamente la componente inflacionaria según el número de días transcurridos entre el shock y el vencimiento del contrato. En realidad, esta ha sido la principal motivación de las reformas monetarias que acompañaron varias políticas de shock en América Latina (la otra motivación ha sido que la solemnidad de una reforma monetaria ayuda a distinguir el futuro del pasado y contribuye a cambiar la forma de contratar y hacer expectativas). Obsérvese que el problema no desaparece en una política gradualista, pero en la medida que la diferencia entre inflación pasada y meta es menor, puede apostarse a que el efecto sea digerido sin grandes

SUMARIO

consecuencias.

En la alternativa de un shock en la economía colombiana, el efecto financiero sería de magnitud muy importante. Aunque el efecto sobre las tasas de interés sería muy inferior al de los casos de inflación muy alta, las tasas de interés reales de los contratos vigentes se elevarían de todas maneras significativamente (unos 18 puntos porcentuales). Además, precisamente porque la inflación se ha mantenido por largo tiempo estable en el rango de 20% a 30%, los plazos de depósitos y créditos son relativamente extensos y existe un relativamente alto grado de intermediación financiera. En estas condiciones, la alternativa de shock no podría encararse sin una gran intervención destinada a neutralizarlo. Esta intervención es siempre conflictiva y arriesgada, aunque se realice mediante el recurso de una reforma monetaria. En general, las políticas de shock asumieron esos costos y riesgos porque el shock era la única política que quedaba disponible para atacar el proceso inflacionario.

iii) Incentivos y riesgos.

Otro factor que diferencia las políticas de shock y gradualista son los diferentes incentivos - del gobierno y del público - que tienen las alternativas de política según la magnitud del proceso inflacionario vigente.

En un contexto de inflación muy alta, la adaptación - como mencionamos arriba - ha permitido atenuar los costos de eficiencia y bienestar asociados a la misma, pero éstos son de todas maneras importantes porque la varianza de la tasa de inflación y la varianza de los precios

relativos es alta. La adaptación incluye la desmonetización, que atempera la magnitud del impuesto inflacionario, y el acortamiento de los contratos financieros. Sin embargo, aunque M1 se haya reducido mucho, el impuesto inflacionario suele ser muy significativo y la preferencia generalizada por flexibilidad tiene costos de eficiencia. Cuando la inflación es muy alta, aún con la mayor adaptación y aunque la tasa se mantenga relativamente estable, los resultados de las actividades tienen una importante componente estocástica. Los costos de eficiencia y bienestar aumentan dramáticamente en la hiperinflación, porque la aceleración de la inflación induce fue=

rtes pérdidas de ingreso y capital a numerosos agentes. En esos contextos hay una fuerte demanda por políticas de estabilización, tanto que la estabilización suele convertirse en el foco prioritario de las demandas y en el eje del debate de políticas. A cambio de un objetivo de estabilidad, el público está dispuesto a aceptar y apoyar medidas de emergencia y políticas heroicas como las que conforman un shock.

La percepción del problema inflacionario es muy diferente en un contexto de inflación moderada, particularmente si su tasa de ha mantenido estable por un período más o menos prolongado. Hay costos de eficiencia y bienestar, pero la política antiinflacionaria no tiene una demanda urgente y prioritaria por parte del público. Difícilmente hay disposición para apoyar una política de shock, particularmente si ésta incluye medidas complejas y conflictivas como las intervenciones a las que hicimos referencia arriba.

Los incentivos del gobierno son también diferentes en cada caso. Los incentivos difieren en parte como consecuencia de las diferentes demandas y percepciones de la sociedad. Además, shock y gradualismo involucran diferentes riesgos políticos y económicos. El costo económico del fracaso de un shock suele ser muy importante. Suelen inducirse cambios indeseados de precios relativos que tienden a acentuar los desequilibrios existentes antes del shock. Con el fracaso, las intervenciones resultan ex-post distorsionantes y arbitrarias. En general, los fracasos de los shocks son seguidos de una aceleración de la inflación respecto de las tasas pre-shock. El costo político está en función del costo económico y también resulta de la frustración de la convocatoria del gobierno, que por necesidad propia de la política de shock, supuso un alto grado de comprometimiento del mismo. Los gobiernos suelen asumir los riesgos de un shock cuando parece evidente que no existe otra alternativa (digamos, como solución de esquina) como en los casos de muy alta inflación o hiperinflación.

2. Alternativas de la política antiinflacionaria en Colombia

i) La necesidad de una reformulación de la política antiinflacionaria.

En la primera parte hemos argumentado que en 1996 emerge un conjunto de problemas que reclaman una reformulación, o al menos un ajuste importante, de la política antiinflacionaria en curso. Existen, en nuestra percepción, dos tipos de problemas.

En primer lugar, los problemas derivados de la inconsistencia en que incurrió la política antiinflacionaria porque la inflación se elevó respecto a la tasa del año precedente. La inflexión de la tendencia de los noventa es un problema en sí mismo, porque reduce indudablemente la

credibilidad. Cualquiera sea la alternativa de política que se adopte en adelante, ese problema debe ser cuidadosamente explicado por el gobierno, para minimizar el efecto. Además, la aceleración aumentó la diferencia entre la tasa efectiva de inflación y los instrumentos coordinados con la meta, como la política cambiaria y monetaria, y los acuerdos en el marco del Pacto Social. El uso

SUMARIO

renovado de estos instrumentos reclama en cualquier caso la formulación de un balance claro de estas inconsistencias, coordinado entre el Gobierno, la Junta Monetaria y el Pacto Social.

La aceleración de la inflación en 1996 ha acentuado y puesto de relieve un problema más general de la política antiinflacionaria en Colombia. El Pacto Social ha mostrado ser un débil medio de coordinación de los aumentos de salarios privados con las metas de inflación. Esta falla de coordinación debilita el resultado de la política y sesga hacia la apreciación cambiaria y la contracción los efectos de los instrumentos cambiario y monetario. Parte del problema parece residir en una incoherencia en los mandatos institucionales. En tanto la legislación responsabiliza al Banco de la República por la inflación, la responsabilidad del Pacto Social aparece a priori menoscabada. Pero ciertamente el Banco no puede por sí solo determinar la tasa de inflación, aunque la legislación lo responsabilice de la misma y le de autonomía para determinar la meta y los instrumentos cambiario y monetario. Como ya fue mencionado, la existencia de una Junta autónoma y prestigiosa brinda la oportunidad de contar con una señal adicional de coordinación en la meta inflacionaria que ésta fija. La creencia de que el Banco está en poder de determinar por sí mismo la tasa de inflación puede ser positiva si refuerza la credibilidad de la señal. Pero la señal por sí sola es insuficiente y debe estar coordinada con los otros instrumentos. En cambio, la creencia puede ser pernicioso si debilita los otros instrumentos de la política antiinflacionaria. La incoherencia en el diseño institucional abre la puerta a los conflictos. Con el actual esquema institucional como un dato, es crucial evitar los conflictos y lograr un elevado grado de coordinación. La credibilidad de cualquier alternativa será sin dudas muy desgastada si en lugar de esa coordinación, el público asiste a una polémica de reclamos y acusaciones mutuas de responsabilidad.

El segundo tipo de problemas son los síntomas de malfuncionamiento y algunos datos preocupantes sobre el modo de operación de la política antiinflacionario que se evidencian en 1995 y 1996. Los recapitulamos aquí brevemente, no solo porque reclaman por sí mismos la atención de la política (como, por ejemplo, la desaceleración del crecimiento y el aumento del desempleo) sino también porque deberían tomarse explícitamente en cuenta en la reformulación de la política antiinflacionaria:

- 1) La reversión del ciclo expansivo significó no sólo una desaceleración del crecimiento de la demanda interna en 1995 y 1996 sino también que el crecimiento de la producción registra una franca reducción que llega al estancamiento en el caso de la industria.
- 2) La tendencia ascendente del empleo en los noventa se revierte dando lugar a un aumento significativo de la tasa de desempleo, especialmente notable durante 1996.
- 3) La aceleración de la inflación no muestra signos de corregir la tendencia que había estado operando como el principal factor de reducción de la inflación desde principios de la década: el cambio en precios relativos entre bienes comerciables y no comerciables. De hecho, la brecha entre el crecimiento del IPC, por un lado, y el crecimiento del IPP y de los precios de los bienes transables, por otro, se amplía significativamente entre 1995 y 1996.
- 4) Los déficits comercial y en cuenta corriente registraron los niveles más altos de la década en 1995 y alcanzarán magnitudes similares en 1996. Estos déficits no son en sí mismos motivos de alarma, por las perspectivas de las exportaciones y la naturaleza de los ingresos de capital. Es preocupante, sin embargo, que el aumento de los déficits en 1995 y la pequeña magnitud del ajuste ocurrido en 1996, se hayan presentado bajo condiciones de fuerte desaceleración del crecimiento de la demanda interna.
- 5) En el novedoso contexto de los noventa, con flotación cambiaria y alta, aunque imperfecta, movilidad de capitales, la restricción monetaria genera una presión al alza en las tasas de interés reales y una tendencia a la apreciación cambiaria, afectando la inflación principalmente a través de la caída del precio relativo de los bienes comerciables. Bajo esta condiciones, la desaceleración de la demanda interna tiene un impacto reducido en las cuentas externas.
- 6) Aunque la situación actual del tipo de cambio real pueda no ser alarmante, debería evitarse la tendencia persistente a la apreciación. La trayectoria actual de la política monetaria presenta riesgos porque podría implicar que los efectos de apreciación cambiaria real que predominan en el corto plazo se prolonguen durante un largo período. Una trayectoria de esta naturaleza no solo estaría caracterizada por un alto desempleo y un crecimiento económico lento sino que bien podría desembocar en una apreciación cambiaria insostenible. Dada la forma de operación de la política monetaria en el nuevo contexto institucional de los años noventa, estos riesgos se magnifican en la medida en que la tarea de la política antiinflacionaria recaiga principalmente sobre la política monetaria.

ii) Alternativas en la situación actual

Comentemos, en primer lugar, la alternativa de un shock, teniendo en mente la discusión anterior sobre las posibilidades y dificultades de este tipo de política en un caso como el de Colombia. Un programa de shock tendría que lanzarse en enero e incluiría el congelamiento del tipo de cambio y las tarifas públicas a partir de esa fecha. El salario mínimo y los ajustes de salarios del sector público tendrían que fijarse luego de ajustarlos de modo de mantener el valor del salario real medio del año anterior (digamos, un aumento nominal del 10%). La reactualización similar de los salarios privados y otros contratos indexados desincronizados requeriría decretar (y hacer cumplir) ajustes nominales diferenciales según el mes del último ajuste. Estrictamente, los ajustes correspondientes

SUMARIO

a contratos que reajustaron en los últimos meses del año deberían sufrir reducciones nominales, lo cual es prácticamente (y probablemente

legalmente) imposible y sesga la política hacia el aumento del salario medio y una alta inflación residual. Sin una intervención exitosa, los ajustes salariales privados (y de otros contratos) tenderán probablemente a continuar ajustándose por la inflación pasada y el shock fracasa. El shock requeriría también, como fue explicado con cierto detalle arriba, una intervención general en los contratos financieros. La situación colombiana no parece justificar asumir los riesgos y dificultades de una política de shock.

La alternativa razonable para Colombia es una política antiinflacionaria gradualista. Pese a los problemas que ha enfrentado recientemente, el esquema básico de la política antiinflacionaria colombiana, con su multiplicidad de instrumentos, debería ser capaz de inducir una reducción gradual de la inflación, como la lograda en los últimos años por Chile. El éxito de esta política gradualista supone varios cambios en la estrategia y en las formas en que ha venido operando la política.

1) Se requeriría, en lo inmediato, restañar la capacidad coordinadora de los instrumentos y recuperar credibilidad, en línea con lo expuesto anteriormente. Debería ofrecerse una explicación única del aumento de la tasa de inflación en 1996 y sobre esa base establecer una meta - claramente coordinada entre el Gobierno, la Junta del Banco y el Pacto Social - realista para 1997. Si se cumplen esas condiciones, no parece insalvable para la credibilidad del Banco que la meta para 1997 sea superior a la meta de 1996.

2) La reactivación del crecimiento es esencial para el éxito de la política antiinflacionaria gradual. Los problemas y riesgos del estancamiento económico pueden ilustrarse mediante una comparación entre las experiencias chilena y mexicana en los años noventa. Ambos países empiezan la década con inflaciones del orden del 30%. (En México, se llega a esta tasa como resultado del shock aplicado en 1987, cuando la inflación se ubicaba en el 200%). Ambos países reducen inflación a un dígito hacia 1994, con un proceso de apreciación cambiaria real que en el caso de México resulta insostenible. Una diferencia esencial reside en que la economía chilena creció rápidamente, con altas tasas de inversión en el sector de comerciables que determinaron que parte de la apreciación cambiaria fuera de equilibrio (por los efectos que el proceso de inversión tiene sobre la capacidad productiva y la productividad en el sector de comerciables). En cambio, en México el sector de comerciables se estancó, con aumentos puramente "defensivos" de productividad que no logran corregir el creciente desalineamiento del tipo de cambio real.

3) El crecimiento debe ser impulsado por la reactivación del sector de comerciables y, en particular, por un rápido crecimiento de exportaciones, a diferencia de lo que ha venido ocurriendo desde principios de los noventa. Mientras la situación chilena a principios de los años noventa contaba con un tipo de cambio real que se encontraba en un máximo, luego de casi una década de depreciaciones reales, Colombia parece haber gastado el margen para apreciación en la reducción de la inflación de 1992 a la fecha. Lo anterior implica que la desaceleración de la inflación debe ser impulsada, a diferencia de lo ocurrido hasta ahora, por la desaceleración del crecimiento de los precios de los bienes no comerciables. Ello demanda cambios en la mezcla de políticas de demanda agregada (monetaria y fiscal) así como en las políticas salarial y de precios del Pacto.

4) La política fiscal tendría que adoptar un papel más activo como instrumento de restricción del crecimiento de la demanda agregada y la política monetaria un rol más activo en la promoción del crecimiento del sector de comerciables. Esquemáticamente, puede decirse que mientras que la restricción monetaria opera sobre la inflación del sector de bienes comerciables, la política fiscal (por el peso del sector público en la determinación de salarios y como comprador de bienes no comerciables) opera de manera más efectiva sobre la inflación del sector de bienes no comerciables.

5) El cambio en la mezcla de políticas resultaría insuficiente, sin embargo, en ausencia de una revitalización del pacto social y de una mayor coordinación, en particular, de las políticas salarial y cambiaria que permita alcanzar simultáneamente los objetivos de reducir la inflación y recuperar el crecimiento. Entre menos éxito se tenga en esta coordinación, más tendría que recaer la política antiinflacionaria en la restricción fiscal.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco de la República (1996), Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Julio.

Cárdenas, M. y F. Barrera (1994), "Efectos macroeconómicos de los capitales extranjeros: el caso colombiano", en J. A. Ocampo, Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, Fedesarrollo - Banco Interamericano de Desarrollo.

Departamento Nacional de Planeación (1996), Indicadores de coyuntura económica. Evolución de la economía colombiana en 1996, vol.1, no.2, Julio.

Fedesarrollo (1996), "Situación y perspectivas de la economía colombiana", Fedesarrollo- Corfinsura, Octubre.

SUMARIO

Presidencia de la República (1995), "Pacto Social de productividad, precios y salarios 1996", Diciembre.

Sánchez, F., G. Murcia, y C. Oliva (1996), "Auge y colapso del ahorro empresarial en Colombia 1983-1994", en Ahorro, crecimiento y ciclo económico, Planeación y Desarrollo, vol. XXVII, no. 1, Departamento Nacional de Planeación.