

HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020

LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS



**MARCO ORTIZ
DIEGO WINKELRIED**
Editores



UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO

60 AÑOS

HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020

LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS

**MARCO ORTIZ
DIEGO WINKELRIED**
Editores



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

60 AÑOS

Programas de estabilización en América Latina

CARLOS A. VÉGH*

Este capítulo repasa los programas de estabilización llevados a cabo en la región desde finales de la década de 1950. Se analizan sus fundamentos e implementación, así como sus aciertos y fracasos. En particular, se hace énfasis en la distinción entre programas de ajuste heterodoxos y ortodoxos y, dentro de los ortodoxos, los basados en la fijación del tipo de cambio versus el control de la oferta de dinero, como en el caso peruano. Finalmente se hacen paralelos con la situación actual de la región y las dificultades existentes para dar el último paso en la conquista de la inflación.

1 Introducción

Este capítulo trata sobre sesenta años de programas de estabilización en América Latina, la experiencia y sus lecciones. Considero que es un tema clave en la historia macroeconómica de la región. Su relevancia no es solamente histórica, sino que continúa vigente. La razón es que, si bien es cierto que la región ha conquistado el flagelo inflacionario, en buena medida esta conquista aún no ha sido total.

La inflación, por ejemplo, sigue aquejando a Argentina, que presenta tasas por encima de 50 %, y a Venezuela, con una hiperinflación de varios años. También encontramos a países como Brasil, que si bien logró conquistar la inflación con el Plan Real de 1994, recientemente ha experimentado tasas de inflación mayores al 10 %, lo que obligó al Banco Central de Brasil a subir la tasa de política monetaria (Selic) de 2 % a 9.25 % durante el año 2021. Concluimos, entonces, que el fenómeno inflacionario y de las políticas antiinflacionarias en América Latina es un tema sobre el que uno, si tuviera el talento de Gabriel García Márquez, podría escribir los 100 años de inflación y de programas de estabilización. Ello a pesar de las recientes experiencias exitosas en el control de la inflación, como las de Chile y Perú.

* Es un gran honor poder participar en este homenaje a nuestro estimado amigo Renzo Rossini, a quien muchos admiramos y extrañamos. El capítulo está basado en gran parte en Végh (1992), Calvo y Végh (1999) y Reinhart y Végh (1999).

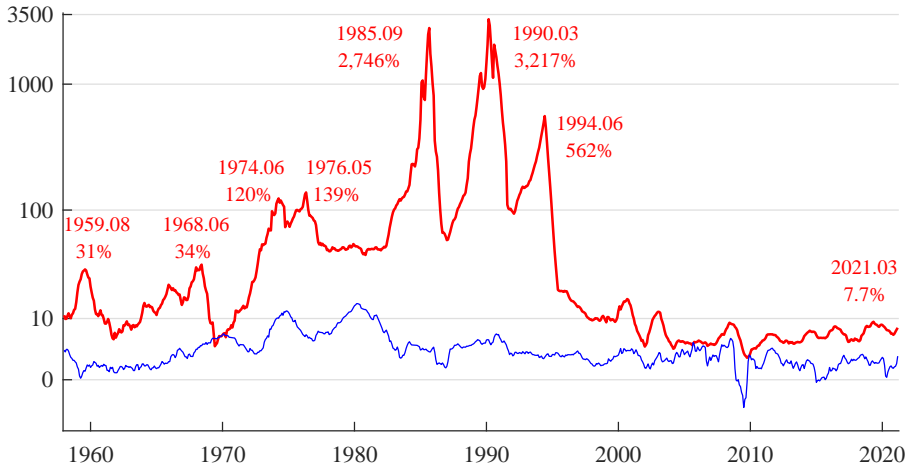
El resto del capítulo se divide en seis secciones. La segunda trata del fenómeno de la inflación crónica en América Latina, importante para entender los 60 años de programas de estabilización. La tercera sección discute las anclas nominales: cambiaria o monetaria. Esta ancla va a determinar todos los precios nominales de la economía. En la cuarta sección se hace una revisión de las lecciones aprendidas, o supuestamente aprendidas porque las podemos aplicar hoy y, en efecto, hay una continuación de las políticas antiinflacionarias con los regímenes de metas de inflación actuales. En la quinta sección se tiende un puente entre el pasado y el presente, planteando lo que llamo “el nuevo desafío”. Finalmente, en la última sección se presentan las conclusiones en las que se discute el “paso final”. Si bien uno puede decir que países como Chile o Perú han conseguido bajar la inflación después de 60 años a niveles internacionales del orden de 2 %, no hemos conseguido, como región, dar el paso final y converger a estas tasas de inflación. Por ende, esta última sección discute los obstáculos para dar ese último salto al 2 % y converger finalmente al nivel de inflación internacional.

2 Inflación crónica en América Latina

Nuestra región tiene una larga historia inflacionaria que se remonta por lo menos ochenta años atrás. Por ejemplo, un país como Uruguay ya en los años cuarenta tenía una inflación de casi 6 % comparada con una inflación en EE. UU. de 1.5 %. Podemos decir que la historia de la inflación en Latinoamérica empezó en los años cuarenta, por lo que llevamos 80 años de inflación alta en la región.

En la década de los años cincuenta, la inflación anual de EE. UU. era 1.9 %. Esta tasa de inflación contrasta con inflaciones muy altas observadas en la región para la época: 24.8 %, 58.4 %, 18 %, 34.6 %, 6.9 % y 13 % en Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, México y Uruguay, respectivamente. Una instancia sumamente importante en la historia inflacionaria de la región es el libro del economista cubano Felipe Pazos, que acuña el término de “inflación crónica” (Pazos, 1972). El principal aporte de Pazos, quien fue el fundador y primer presidente del Banco Central de Cuba en el año 1959, fue diferenciar las inflaciones crónicas de las hiperinflaciones clásicas estudiadas en Cagan (1956). Las hiperinflaciones son episodios de inflación enorme, de más de 50 % mensual, severos pero de corta duración. Se pueden medir en meses; por ejemplo, la hiperinflación alemana duró 14 meses. En cambio, una inflación crónica es una inflación más alta que en los países industriales, no necesariamente enorme, pero muy persistente. Se mide en años e inclusive en décadas. Esta distinción es muy importante desde un punto de vista histórico y también conceptual, ya que permite entender mejor el proceso inflacionario de la región y, así, diseñar programas antiinflacionarios que permitan conquistarlos.

Figura 1
Inflación en América Latina y en EE. UU., 1958-2020 (variación % interanual)

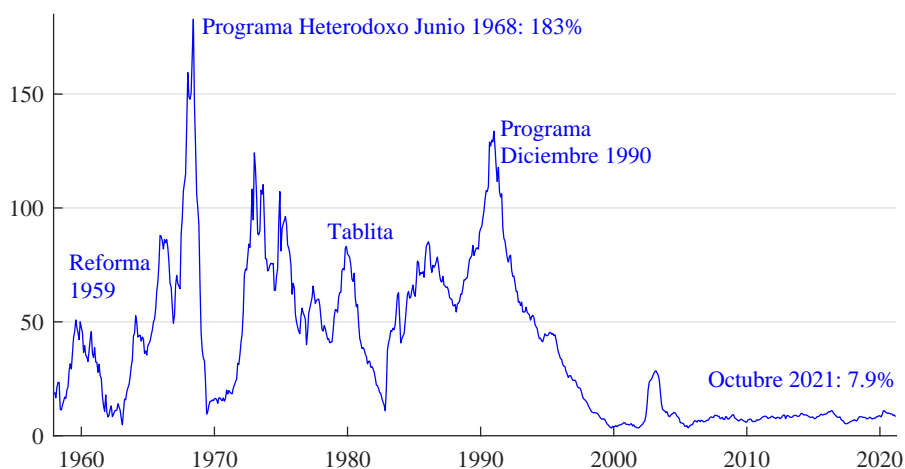


Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

Dada la persistencia, los países con inflación crónica aprendían a convivir con este tipo de inflación mediante la creación de mecanismos de indización, en particular de precios y salarios. La indización genera, a su vez, ajustes y subidas de precios y salarios en función de la inflación pasada contribuyendo a la persistencia inflacionaria. El fenómeno de inflación inercial es importante porque hacía que fuese raro ver una aceleración de la inflación crónica, como sí ocurría con hiperinflaciones cuyas dinámicas son explosivas. Una aceleración de la inflación crónica era posible; pero, cuando ocurría, la inflación encontraba un nuevo techo. Finalmente, otra diferencia muy importante es que las hiperinflaciones clásicas tenían un claro origen fiscal, mientras que en las inflaciones crónicas el origen fiscal era menos obvio.

En la figura 1 mostramos la historia de la inflación en América Latina. La línea roja es el promedio de las tasas de inflación de 12 meses de los nueve países más importantes de la región; la línea azul es la inflación en EE. UU. Observamos un período de inflación crónica que empieza en el año 1958 con tasas de más del 30 %, después sube a consecuencia del choque petrolero de 1973. Los dos picos corresponden a los picos hiperinflacionarios de Bolivia en el año 1985 y Perú en 1990. Después ocurren una serie de programas antiinflacionarios exitosos en la primera mitad de los años noventa que consiguen conquistar la inflación. Por conquistar se entiende reducir la inflación por debajo del 10 %. Como indiqué, no

Figura 2
Uruguay: programas de estabilización y tasa de inflación



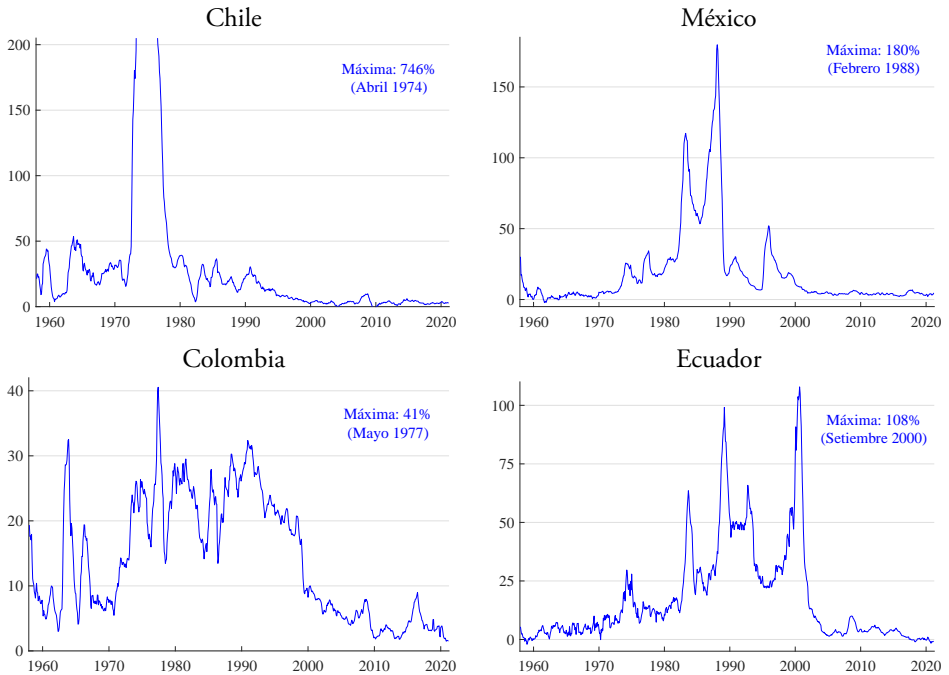
Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

logramos alcanzar las tasas intencionales, lo que implica que los bancos centrales deben continuar en un estado de alerta permanente. Por ejemplo, en marzo de 2021, la inflación de la región en promedio fue 7.7 % y en EE. UU. 2.3 %. Esta diferencia de 5 puntos porcentuales, que a veces se expande, es “el último paso” que todavía falta dar y espero que ocurra en los próximos diez o quince años.

En la figura 2, muestro la experiencia de Uruguay. Si Felipe Pazos pudiera ver lo que ha ocurrido en Uruguay, creo que estaría de acuerdo conmigo en que Uruguay ha sido por excelencia el país de inflación crónica de la región. La inflación en Uruguay empezó muy temprano; ya en el año 1959, cuando ocurrió el primer programa antiinflacionario importante, Uruguay tenía una inflación del 50 % y continuó con una inflación crónica que alcanzó un pico de 183 %. El país necesitó de cuatro programas antiinflacionarios importantes: La Reforma Monetaria y Cambiaria de 1959, el Programa Heterodoxo de 1968, la Tablita de 1978 y el Programa de Diciembre de 1990, que finalmente consiguió bajar la inflación por debajo del 10 %. El pico que se observa luego del año 2000 ocurrió por el fin de la convertibilidad en Argentina.

La conquista de la inflación en Uruguay ha sido “una victoria nerviosa” porque, si bien llevamos básicamente 20 años con inflación menor del 10 %, aún observamos tasas cercanas al 10 %. Por ejemplo, en octubre de 2021 la inflación era 7.9 %. Este festejo de 20 años se da, por tanto, con nerviosismo. En muchos paí-

Figura 3
Variedades de inflación crónica: Chile, México, Colombia y Ecuador

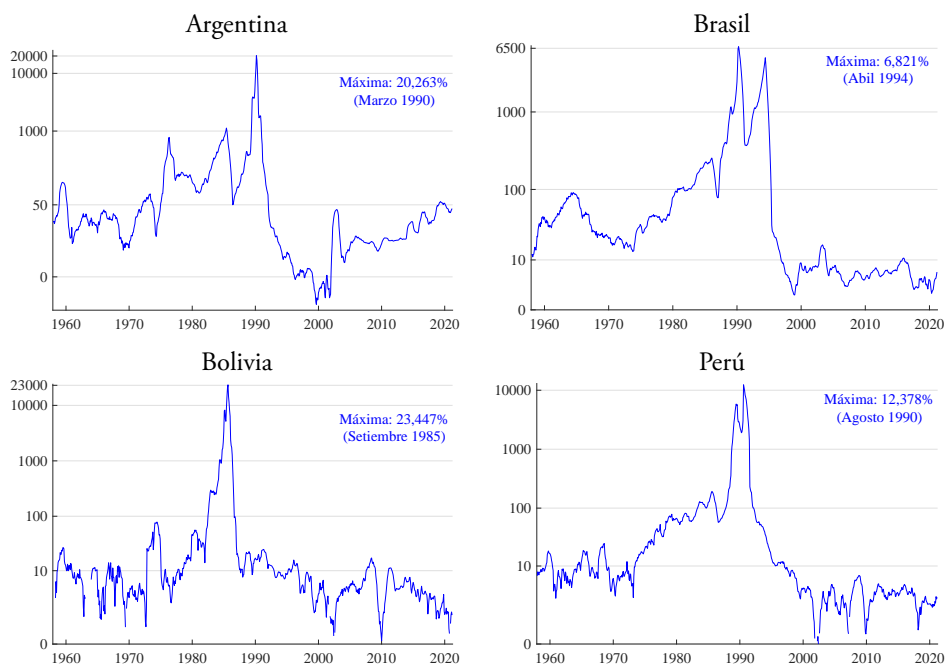


Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

ses de Latinoamérica, a pesar de que se ha conquistado la inflación y se ha logrado que permanezca en un dígito, no se ha conseguido llevarla a niveles internacionales. Dado esto, siempre existe ansiedad en los agentes económicos de que ante un choque negativo externo o un déficit fiscal importante, la inflación supere el 10 %.

La figura 3 muestra distintos ejemplos de inflaciones crónicas. Está el caso de Chile que ha sido un país de inflación crónica, aunque baja. Tuvo un pico importante en abril de 1974; y después hubo un programa inflacionario bastante exitoso. Similar es el caso de México que tuvo inflación crónica muchos años, alcanzó un pico en 1988 y después tuvo una conquista casi definitiva de la inflación con un programa heterodoxo. Colombia ha sido un país de inflación relativamente baja en comparación con otros países y ha conseguido reducir la inflación a 10 %, pero no mucho más. Finalmente, Ecuador inició el milenio adoptando una dolarización completa de la economía; desde entonces, como la única moneda que circula en Ecuador es el dólar, la inflación es la misma que en EE.UU.

Figura 4
Inflación crónica con brotes hiperinflacionarios e hiperinflaciones



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

En la figura 4 se muestra el caso de Argentina y Brasil que son historias de inflación crónica, pero con lo que yo llamo “brotes hiperinflacionarios”. Para completar el panorama, la figura también muestra las hiperinflaciones latinas que sí cumplen con el criterio de las hiperinflaciones de Cagan: Bolivia y Perú.

3 Anclas nominales

La decisión fundamental para enfrentar las inflaciones crónicas y diseñar un programa antiinflacionario pasaba básicamente por la elección entre un ancla cambiaria o una monetaria. En otras palabras, la disyuntiva de los dieciocho programas de estabilización más importantes de la región en los últimos sesenta años (véase tablas 1 y 2) era si se empleaba el tipo de cambio como ancla nominal o si se empleaba la oferta monetaria, como sucedería en una economía cerrada.

Es importante entender cómo evolucionó el entendimiento de la profesión sobre los programas de estabilización. La primera observación es que se partía de

Tabla 1
Programas basados en anclas cambiarias

Brasil (Mar 1964 - Ago 1968), $\Pi_0 = 93.6$, $\pi_m = 18.9$ ($t_m =$ May 1968). Tipo de cambio fijo con devaluaciones periódicas. Sin crisis: a pesar de cambiar a un régimen de minidevaluaciones después de la devaluación de Ago 1968, la inflación se mantuvo estable en 20 % hasta 1974.
Argentina (Mar 1967 - May 1970), $\Pi_0 = 26.4$, $\pi_m = 5.7$ ($t_m =$ Feb 1969). Tipo de cambio fijo. Crisis: devaluación inicial de 14 % seguida de otras; decremento de 82 % en reservas.
Uruguay (Jun 1968 - Dic 1971), $\Pi_0 = 182.9$, $\pi_m = 9.5$ ($t_m =$ Jun 1969). Tipo de cambio fijo. Crisis: devaluación inicial de 48 % seguida de otras devaluaciones; decremento de 81 % en reservas.
Tablita chilena (Feb 1978 - Jun 1982), $\Pi_0 = 52.1$, $\pi_m = 3.7$ ($t_m =$ May 1982). <i>Crawling peg</i> pre-anunciado (Feb 1978-Jun 1979) y tipo de cambio fijo (Jun 1979-Jun 1982). Crisis: cerca del 65 % de las reservas se perdieron; para Feb 1983 la moneda se había depreciado 55 %.
Tablita uruguaya (Oct 1978 - Nov 1982), $\Pi_0 = 41.2$, $\pi_m = 11$ ($t_m =$ Nov 1982). <i>Crawling peg</i> pre-anunciado. Crisis: para Mar 1983, el banco central perdió 90 % de sus reservas y el peso se había devaluado 70 %.
Tablita argentina (Dic 1978 - Feb 1981), $\Pi_0 = 169.9$, $\pi_m = 81.6$ ($t_m =$ Feb 1981). <i>Crawling peg</i> pre-anunciado. Crisis: para Abr 1982, la moneda se había depreciado 410 % y las reservas habían caído 71 %.
Argentina Austral (Jun 1985 - Sep 1986), $\Pi_0 = 1128.9$, $\pi_m = 50.1$ ($t_m =$ Jun 1986). Tipo de cambio fijo (Jun 1985 - Mar 1986) y <i>crawling peg</i> (Mar 1986 - Sep 1986). Crisis: para Sep 1987, las reservas habían caído 75 % y la inflación mensual estaba cerca de 10 %
Brasil Cruzado (Feb 1986 - Nov 1986), $\Pi_0 = 286$, $\pi_m = 76.2$ ($t_m =$ Nov 1986). Tipo de cambio fijo. Crisis: para Mar 1987, las reservas habían caído 58 % y para Dic 1987, la inflación mensual había alcanzado 21 %.
México (Dic 1987 - Dic 1994), $\Pi_0 = 159$, $\pi_m = 6.7$ ($t_m =$ Sep 1994). Tipo de cambio fijo (Feb 1988- Dic 1988), <i>crawling peg</i> pre-anunciado (Ene 1989 - Nov 1991) y bandas de tipo de cambio (Nov 1991 - Dic 1994). Crisis: entre Feb 1994 y Ene 1995, reservas cayeron 85 %. Devaluación de Dic 1994. El peso se depreció cerca de 100 % en cuatro meses.
Uruguay (Dic 1990 - presente), $\Pi_0 = 133.7$, $\pi_m = 3.4$ ($t_m =$ Nov 1999). Bandas de tipo de cambio con una tasa de devaluación decreciente. Sin crisis: Uruguay no fue afectado mucho por la crisis mexicana y la inflación continuó decreciendo gradualmente.
Argentina Convertibilidad (Abr 1991 - Ene 2002), $\Pi_0 = 267$, $\pi_m = -0.3$ ($t_m =$ May 1996). Paridad 1 a 1 con el dólar americano. Crisis: en enero de 2002, la ley de convertibilidad es derogada y los depósitos en dólares se "pesifican". El tipo de cambio fijo se abandona y el peso pierde 75 % de su valor en pocos meses.

Nota: Π_0 es la inflación al inicio del programa; π_m es la mínima inflación observada en los 10 años posteriores al programa y ocurre en el mes t_m .

Fuente: Reinhart y Végh (1999), actualizada.

los programas de estabilización de las hiperinflaciones clásicas. Esto iba a ser muy distinto a las estabilizaciones de inflación crónica. ¿Qué pasaba en las hiperinflaciones clásicas? Con una tasa de inflación de 20,000 %, todos los precios se volvían

Tabla 2
Programas basados en anclas monetarias

Chile (Abr 1975 - Dic 1977), $\Pi_0 = 394.3$, $\pi_m = 63.4$ ($t_m =$ Dic 1977). Fundamentada en el control de los agregados monetarios. Tipo de cambio ajustado por inflación pasada.
Argentina Bonex (Dic 1989 - Feb 1991), $\Pi_0 = 4922.3$, $\pi_m = 287.3$ ($t_m =$ Feb 1991). Corte drástico en liquidez mediante el reagendamiento de la deuda doméstica. Tipo de cambio flotante.
Brasil Collor (Mar 1990 - Ene 1991), $\Pi_0 = 5747.3$, $\pi_m = 1119.5$ ($t_m =$ Ene 1991). Congelamiento del 70 % de los activos financieros. Política monetaria contractiva. El tipo de cambio tenía un rol pasivo en acomodar la inflación.
República Dominicana (Ago 1990 - presente), $\Pi_0 = 60$, $\pi_m = 0.76$ ($t_m =$ Feb 1992). Controles de tipo de cambio y mercados negros (Ago 1990 - Dic 1990), tipo de cambios duales (Ene 1991 - Jul 1991) y unificación de mercados cambiarias y bandas flotantes (Jul 1991 - presente).
Perú (Ago 1990 - presente), $\Pi_0 = 12377.8$, $\pi_m = 2.4$ ($t_m =$ Aug 1998). Control de los agregados monetarios y flotación sucia.
Bolivia (Ago 1985 - presente), $\Pi_0 = 8170.5$, $\pi_m = 6.9$ ($t_m =$ Jul 1994). Política monetaria contractiva.
Brasil Plan Real (Mar 1994 - Jul 1994), $\Pi_0 = 3417.4$, $\pi_m = 1.6$ ($t_m =$ Ene 1999). Coexistieron 2 unidades de valor, Cruzeiro Real y la Unidad Real de Valor (<i>crawling peg</i> al dólar, Mar 1994 - Jun 1994) y Real brasileño con flotación libre (Jul 1994 - presente).

Nota: Π_0 es la inflación al inicio del programa; es π_m la mínima inflación observada en los 10 años posteriores al programa y ocurre en el mes t_m .

Fuente: Calvo y Végh (1999), actualizada.

completamente flexibles e indexados al tipo de cambio. Como todos los precios en la moneda doméstica estaban indexados al dólar, fijar el tipo de cambio equivalía a fijar el nivel de precios. Por lo tanto, lo que uno ve en las hiperinflaciones clásicas, en donde ya no había rigideces en los precios, es que la inflación, aunque podría ser 20,000 %, fue completamente eliminada de la noche a la mañana.

Teniendo como referencia la solución a las hiperinflaciones, era lógico pensar en aplicar el tipo de cambio fijo a las inflaciones crónicas. Sin embargo, esta solución se complica porque, a diferencia de las hiperinflaciones clásicas, los precios y salarios están indexados a la inflación pasada. Había un alto componente de inflación inercial y, por lo tanto, la inflación continuaba alta aunque se fijara el tipo de cambio. Lo que ocurre es que con un tipo de cambio fijo, la inflación adicional ocasiona una apreciación real importante, generando un déficit tanto de la cuenta comercial como de la cuenta corriente que hace insostenible el programa antiinflacionario. Quedó demostrado que no se podía emplear la fijación del tipo de cambio para las estabilizaciones de inflaciones crónicas.

Surgió entonces una innovación técnica muy interesante en el año 1978 en el Cono Sur (Uruguay, Argentina y Chile): las “tablitas”. Una “tablita” consistía en fijar el tipo de cambio e ir devaluando gradual y ordenadamente hasta llegar a una tasa de devaluación de cero. Literalmente, el banco central publicaba en los diarios todos los días una tabla con el valor del tipo de cambio para el próximo mes, que implicaba una tasa de devaluación decreciente. Por ende, se esperaba que la inflación tuviera más tiempo o colchón para poder converger a la tasa de devaluación.

Lamentablemente, aunque existía ese colchón, la idea tampoco funcionó porque las expectativas inflacionarias eran todavía sumamente rígidas y, por supuesto, la inflación no se ajustó a las expectativas devaluatorias. Nuevamente, lo que ocurría es que estos programas antiinflacionarios basados en el tipo de cambio generaban una apreciación real y, por lo tanto, se necesitaba un segundo tramo en el programa que permitiera que la inflación fuera menor que la tasa de depreciación para que el tipo de cambio real pudiera volver a su valor de equilibrio. En la práctica, nunca se logró concretar esa segunda etapa. Todas las tablitas acabaron en una crisis, un ataque especulativo y el debilitamiento de las cuentas fiscales en las últimas etapas. En resumen, aunque fue una innovación técnica interesante, también fracasó.

Por supuesto, el atractivo del ancla cambiaria sobre un ancla monetaria es que cuando uno tiene un ancla monetaria es imposible saber cuánto dinero uno debería introducir en la economía para que esta se remonetice y así evitar una recesión al bajar la inflación. La atracción del ancla cambiaria es que, si estamos en una economía abierta, la oferta monetaria es endógena. Por lo tanto, el banco central automáticamente cambia dólares por pesos para satisfacer el aumento en la demanda por dinero.

Aunque el debate entre el ancla cambiaria y monetaria nunca murió, el ancla cambiaria probó ser poco flexible. Por esa razón, una vez que la inflación había bajado, se transicionaba a un régimen de metas de inflación para consolidar las ganancias sobre la inflación. De los dieciocho programas más importantes, once tuvieron ancla cambiaria y siete ancla monetaria. Es decir que predominó el uso del ancla cambiaria.

Hay tres experiencias en América Latina que utilizaron el ancla más extrema: la dolarización total de la economía. Panamá adoptó el dólar en 1904, poco después de su independencia. Ecuador se dolariza en enero de 2000 y El Salvador, en noviembre de 2000. Ecuador es el único caso de dolarización en la región como estrategia antiinflacionaria. El caso de El Salvador fue diferente porque la dolarización no respondió a motivos antiinflacionarios sino a motivos de integración comercial.

4 ¿Qué hemos aprendido?

Latinoamérica ofrece el mayor laboratorio de programas de estabilización en la historia mundial. Por lo tanto ha dejado lecciones valiosas, de las cuales destaco cinco.

1. *Un ancla cambiaria modifica la pendiente de la famosa curva de Phillips.*

Los textos anglosajones de economía cerrada nos enseñan que la inflación y actividad económica se mueven en la misma dirección: cuando la inflación sube, la actividad económica sube y cuando la inflación baja, la actividad económica baja. Entonces, la única pregunta para los economistas monetarios de países anglosajones completamente enfocados en estabilizaciones en economías cerradas y, por lo tanto, en estabilización con ancla monetaria no era si el PBI iba a caer cuando cae la inflación, sino en qué cantidad decrecería. Así, hay una vasta literatura de economía cerrada que se centra en calcular lo que se conoce como el “ratio de sacrificio”: cuánto tiene que caer el PBI para bajar un punto de la tasa de inflación.

Lo sorprendente y revolucionario que aprendimos es que con un ancla cambiaria, la curva de Phillips tenía la pendiente “equivocada” en el sentido de que cuando la inflación bajaba, el PBI subía. Cuando uno tiene una estabilización con oferta monetaria y la inflación cede, se produce un incremento en la demanda por dinero que no es atendido por la oferta monetaria fijada por la autoridad monetaria; con un nivel de precios rígido en el corto plazo ocurriría un exceso de demanda por liquidez que provocaría una recesión.

En cambio, una estabilización con ancla cambiaria causa un aumento en la demanda agregada y, por ende, un incremento en el PBI. El alza en la demanda agregada puede resultar por una baja en la tasa real de interés (la tasa nominal baja pero la inflación se mantiene alta). Otra posibilidad, estudiada por ejemplo en Calvo y Végh (1994), es que en un contexto de falta de credibilidad, la gente espera que el programa de estabilización fracase en el futuro; entonces, aprovechan mientras son más baratos para comprar bienes duraderos (autos, lavadoras, lavaplatos, entre otros), lo cual lleva a una subida en la demanda por dinero que, a diferencia del ancla monetaria, es satisfecha endógenamente por el banco central.

2. *Pagar el costo hoy o pagarlo después.*

Bajar la inflación es costoso. Lo que hemos aprendido es que, dependiendo si uno elige un ancla cambiaria o un ancla monetaria, pagará el costo hoy o lo hará más tarde. Bajo un ancla cambiaria tenemos un *boom* inicial, pero después la apreciación real llevará a una recesión. Así que podemos elegir el ancla monetaria y tener una recesión al principio o elegir el ancla cambiaria y tener primero un *boom* y luego una recesión. A esta disyuntiva la literatura la llama *recession now versus recession later*.

3. El rol de los elementos heterodoxos en los planes de estabilización.

Los elementos heterodoxos (en particular, controles de precios y salarios) son importantes por el alto componente de inflación inercial que caracteriza, como bien lo identificó Pazos, al fenómeno de la inflación crónica. Si se mantiene el ajuste fiscal (y este es un supuesto crítico), puede haber planes heterodoxos exitosos, aunque tenemos solo dos ejemplos muy conocidos: el plan de Israel en el año 1985 y el plan de México en el año 1987. Por supuesto, es muy difícil para muchos gobiernos resistir la tentación de usar controles de precios y salarios para esconder la falta de ajuste fiscal.

4. Es más difícil identificar el origen fiscal.

Aunque la inflación crónica tiene un origen fiscal, es mucho más difícil encontrarlo que en las hiperinflaciones. En las hiperinflaciones, el origen fiscal es claro porque uno prácticamente puede ver la imprenta monetaria operando 24 horas al día. En cambio, es mucho más complicado establecer la relación contemporánea entre el déficit fiscal y la inflación cuando estamos hablando de la inflación crónica.

5. Es tan largo el olvido.

Soy amante de la poesía. En su famoso poema número 20, Pablo Neruda nos dice “es tan corto el amor y es tan largo el olvido”. En efecto, es tan largo el olvido. Neruda estaba pensando que es tan largo olvidar el amor, pero se me ocurrió que también es tan largo olvidar la inflación. Esa expectativa inercial hace muy difícil olvidar la inflación porque la gente tiene muy buena memoria y recuerda con claridad eventos traumáticos de hace diez, veinte o treinta años. Yo recuerdo perfectamente la tablita y los planes de estabilización que vinieron después. Estoy seguro de que a la mayoría de latinoamericanos que vivieron estos procesos les pasa lo mismo.

El olvido es tan largo en gran parte por la falta de confianza que los agentes económicos tienen en las autoridades monetarias, a pesar de que estas en los últimos treinta años se han portado bastante bien. Es tan largo el olvido de la inflación porque cuando uno sufrió por cincuenta o sesenta años de algo, y esto se aplica a cualquier dimensión de la vida, es muy difícil olvidarlo. Entonces, para mí eso explica la falta de credibilidad que hace que resulte tan complicado para las autoridades monetarias de la región pasar del 10 % al 2 %; dar ese último paso. La gente no está convencida de que, en respuesta a un choque, los bancos centrales no volverán a hacer de las suyas y eso es lo que impide dar ese paso final.

Este hecho ilustra lo complejo que es ganar esta última batalla y lo importante de no retroceder en esa pelea. Experiencias como las de Perú y Chile, que han

avanzado en conseguir este paso definitivo, muestran lo largo que es el camino para recuperar esa credibilidad.

5 El dilema de la política monetaria en América Latina

En la actualidad son muy populares los regímenes de metas de inflación como ancla nominal. Este ha sido un cambio muy importante y, en cierta medida, peligroso, ya que el ancla nominal del sistema pasa a ser la meta de inflación. Acá es particularmente importante la idea del poema de Neruda. “Es tan largo el olvido” juega un rol fundamental, pues si la gente no cree en la meta de inflación y espera que siempre andemos en un 8 % a 10 %, nunca vamos a bajar la inflación a los niveles internacionales.

Aquí está el dilema: cuando, en respuesta a un choque negativo, sube la inflación, se deprecia la moneda doméstica, y baja el PBI, el banco central, ¿debe subir o bajar la tasa de política monetaria? Aunque hay excepciones documentadas en Végh y Vuletin (2012), lo que hacen en general los países en Latinoamérica es seguir una política monetaria procíclica (es decir, suben la tasa de política monetaria en malos tiempos), ya que les preocupa más que se dispare el tipo de cambio o la inflación que el hecho de que con una política monetaria procíclica estarían profundizando más la recesión.

A diferencia de EE. UU. que solo necesita un instrumento para poder lidiar con ambos objetivos (PBI e inflación), en los países emergentes requerimos dos instrumentos para cumplir con los dos objetivos. Lo que han hecho muchos países emergentes es usar encajes bancarios como un segundo instrumento. En otras palabras, en malos tiempos, suben la tasa de política monetaria para defender la moneda doméstica y combatir la inflación, pero bajan los encajes para reactivar la actividad económica.

6 Conclusiones

Ha llevado más de medio siglo y aún quedan focos inflacionarios como Argentina, Venezuela y otros por supuesto que pueden tener inflación en el año 2022 mayor que el 10 %. Sin embargo, para terminar en una nota optimista, creo que hemos conquistado parcialmente la inflación, ya que muchos países importantes como Chile, Brasil, Uruguay, Perú y Colombia han logrado reducirla y mantenerla de forma sostenida por debajo del 10 %.

A modo de cierre, comparto unas reflexiones sobre el último paso para poder declarar una victoria definitiva sobre el flagelo inflacionario. Pareciera que las rigideces en las expectativas inflacionarias dificultan dar ese último paso del 8 % o

9 % a la inflación de EE. UU. que es un 1 % o 2 %. Me temo que esto podría llevar su tiempo, pues no es trivial convencer a los agentes económicos de que una inflación de 2 % o 3 % es una meta tanto creíble como factible. Las experiencias más exitosas, como Perú y Chile, podrían servir de ejemplo para conseguirlo. Espero que en el transcurso de los próximos años podamos finalmente dar el último paso.

Referencias

- Cagan, P. D. (1956). The monetary dynamics of hyperinflation. En M. Friedman (Ed.), *Studies in the quantity theory of money* (p. 25-117). Chicago: University of Chicago Press.
- Calvo, G. A., & Végh, C. A. (1994). Inflation stabilization and nominal anchors. *Contemporary Economic Policy*, 12(2), 35-45.
- Calvo, G. A., & Végh, C. A. (1999). Inflation stabilization and BOP crises in developing countries. En J. Taylor & M. Woodford (Eds.), *Handbook of Macroeconomics* (Vol. 1C, p. 1531-1614). North Holland.
- Pazos, F. (1972). *Chronic inflation in Latin America*. New York: Praeger Publishers.
- Reinhart, C., & Végh, C. A. (1999). *Do exchange rate-based stabilizations carry the seeds of their own destruction?* (Working paper). University of Maryland.
- Végh, C. A. (1992). Stopping high inflation: An analytical overview. *IMF Staff Papers*, 39(3), 626-695.
- Végh, C. A., & Vuletin, G. (2012). *Overcoming the fear of free falling: Monetary policy graduation in emerging markets* (NBER Working Paper n.º 18175). National Bureau of Economic Research, Inc.