

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

La experiencia con metas de inflación en América Latina

JOSÉ DE GREGORIO *

Muchas economías emergentes han optado por regímenes de metas explícitas de inflación desde que fueron introducidos por Nueva Zelanda en 1990. Los países de América Latina no han sido la excepción y son en la actualidad ocho las economías de la región que conducen su política monetaria bajo este esquema. Este capítulo primero repasa el pasado de inflación crónica en América Latina y luego describe la experiencia de estos países con la estrategia de metas de inflación, con énfasis en su desempeño macroeconómico durante episodios de crisis.

1 Introducción

En este capítulo discutiré el régimen de metas de inflación como estrategia de conducción de la política monetaria. El régimen ha sido muy popular en América Latina y en la actualidad son ocho países de la región los que lo han adoptado.

Parte importante de mi análisis se basa en De Gregorio (2019) y Céspedes y De Gregorio (2021). Comenzaré explicando cómo son y cómo funcionan estos regímenes en la realidad. Luego, prestaré especial énfasis a eventos durante la Crisis Financiera Global (CFG) de finales de la década de 2000, cuando coincidentemente me encontraba en el Banco Central de Chile. Hacia el final del capítulo dejaré algunas reflexiones sobre la reciente crisis de la COVID-19.

2 Metas de inflación: ¿cómo son realmente?

En primer lugar, hay que entender que los esquemas de metas de inflación no son estrategias de desinflación. Son, por el contrario, estrategias de conducción de la política monetaria que permiten que la inflación sea más estable, que el PBI sea más estable y que la política monetaria sea más efectiva.

* Es un honor rendir homenaje a Renzo Rossini. Siempre fue una autoridad, un verdadero banquero central, muy importante no solo en el Banco Central de Reserva en Perú, sino también por su contribución a las discusiones de política monetaria en toda la región.

Tabla 1
 Fechas de adopción de metas de inflación en Latinoamérica

País	Adopción	Meta inicial	Meta en 2018	Horizonte
Brasil	1999	8 % ± 2 %	3.75 % ± 1.5 %	Anual
Chile	1999	3 %	3 % ± 1 %	Bianual
Colombia	1999	15 %	3 % ± 1 %	Mediano plazo
Guatemala	2005	4 % ± 1 %	4 % ± 1 %	Bianual
México	2001	6.5 %	3 % ± 1 %	Mediano plazo
Paraguay	2011	5 % ± 2.5 %	4 % ± 2 %	18 a 24 meses
Perú	2002	2.5 % ± 1 %	2 % ± 1 %	Continuo
Uruguay	2013	5 % ± 1 %	5 % ± 2 %	24 meses

Fuente: De Gregorio (2019) y páginas web de los bancos centrales. Elaboración propia.

En la tabla 1 muestro las fechas en que se adoptaron las metas de inflación en los países de América Latina. Dos observaciones son importantes. Primero, el grueso de las metas de inflación se adoptó entre finales de los noventa y principios de los años 2000, lo que coincide con una caída de la inflación importante que hubo en la región y en todo el mundo. Lo segundo es que hay países que adoptan el esquema con metas de inflación que no son demasiado agresivas, comparadas con las metas de inflación de hoy en día. Destaca el caso de Colombia que actualmente tiene 3 % con una tolerancia de +/- 1 %, pero cuando partió su meta era de 15 %. Un caso similar es Brasil, que parte de 8 % +/- 2 % para luego llegar a 3.75 % +/- 1.5 %. Las correcciones que se observan en los casos de México, Paraguay y Uruguay son mucho menos y mucho menores aún en Perú y Chile.

Es importante distinguir entre una meta de inflación estable y una meta transicional. La meta transicional era utilizada por países que querían acompañar su proceso de desinflación con una meta que iba cambiando gradualmente cada año. Esta es una forma efectiva de reducir y eliminar la inercia, no necesariamente una manera de reducir la inflación. El caso de Chile es muy discutido porque algunos indican que partió con su meta inflación en los años noventa junto con Nueva Zelanda. No obstante, se trataban de metas transicionales. El esquema de metas de inflación, como tal, se adopta en el año 1999 con una meta estable. El caso peruano es similar, como documenta Perea (2022): se anuncian metas transicionales desde mediados de la década de 1990, pero se adopta el esquema en el año 2002.

Para reducir la inflación hay que atacar sus dos orígenes principales. Uno es fiscal, que es la tradición de América Latina. Cuando el fisco demanda dinero para financiar el déficit, hay que imprimir dinero y esa emisión genera inflación. El se-

gundo es institucional: operar en un esquema sin independencia del banco central. Aquí encontramos sesgo inflacionario porque siempre habrá riesgo de generar expansión por un ciclo político o subir la inflación para licuar las deudas en moneda doméstica. Así, es crucial atacar esas fuentes de dominancia fiscal e inconsistencia temporal, lo que ocurre en América Latina en los noventa. Ello permitió que la inflación bajara y los bancos centrales acompañaran este proceso. Usualmente existe una gran inercia inflacionaria debido a que la credibilidad de la política monetaria no se ha conquistado plenamente o simplemente porque hay fuertes mecanismos de indexación. Atacar estas fuentes ayudó a bajar la inflación; las metas de inflación ayudaron a mantenerla estable.

Todos los países que aparecen en la tabla 1 publican trimestralmente reportes de inflación. Este es un tema importante para anclar expectativas de inflación. Existen otras formas de anclar la inflación, por ejemplo, fijando el tipo de cambio. En este caso, no es necesario rendirle cuentas a nadie ni publicar un reporte porque es cuestión de ver en una pizarra si el tipo de cambio corresponde al valor anunciado. Otro caso ocurre en países con metas de agregados monetarios, donde es cuestión de hacer un seguimiento diario del crecimiento de estos agregados. En cambio, el esquema de metas de inflación indica que el banco central busca lograr una inflación baja, por ejemplo de entre 2 % y 3 %, pero pueden ocurrir desvíos, no por una acción deliberada del banco central, sino porque hay choques de demanda y de oferta que afectan la inflación. Por lo tanto, el monitoreo de la meta es más complejo, pues uno tiene que demostrar que sus acciones son consistentes con conseguir la meta. En ese punto, los reportes de inflación, que son por lo general trimestrales, son cruciales, ya que dan cuenta de qué están haciendo los bancos centrales de la manera más transparente posible. Muchos bancos centrales publican los modelos y los potenciales escenarios de política monetaria para indicar lo que van a hacer y eso logra que las expectativas se anclen en la meta de inflación que finalmente es lo que actúa como ancla.

Uno puede fijar la meta de inflación en cierto nivel, pero si no se da una justificación, no va a lograr controlar la inflación. Por ejemplo, el caso de Argentina durante el gobierno de Mauricio Macri, documentado en Sturzenegger (2019), es muy interesante. Ellos trataron de establecer una meta de inflación convergente que partió de 17 % y que en tres años llegaría a 5 %. Pusieron una escala y dijeron que harían todo lo posible. Sin embargo, el fisco seguía pidiéndole al banco central una cantidad de dinero para financiar el gasto público. Obviamente, mientras Argentina no arreglara su problema fiscal, el esquema no funcionaría. La inflación no iba a caer solo por los anuncios realizados. Si el banco central hubiera mostrado proyecciones bien detalladas y explicado con transparencia por qué se desviaban de los anuncios, quizá habría funcionado mejor.

Otro tema importante es el uso de la tasa de interés como instrumento de política monetaria. Básicamente, la tasa de interés afecta a la demanda agregada. Así afecta a la actividad y, a través de eso, a la inflación. Por lo tanto, el lado monetario se maneja mediante la tasa de interés. La alternativa es el uso de agregados monetarios, pero el problema es que fijar un agregado monetario provoca cambios en las tasas de interés que pueden generar fluctuaciones indeseadas en el producto y la inflación.

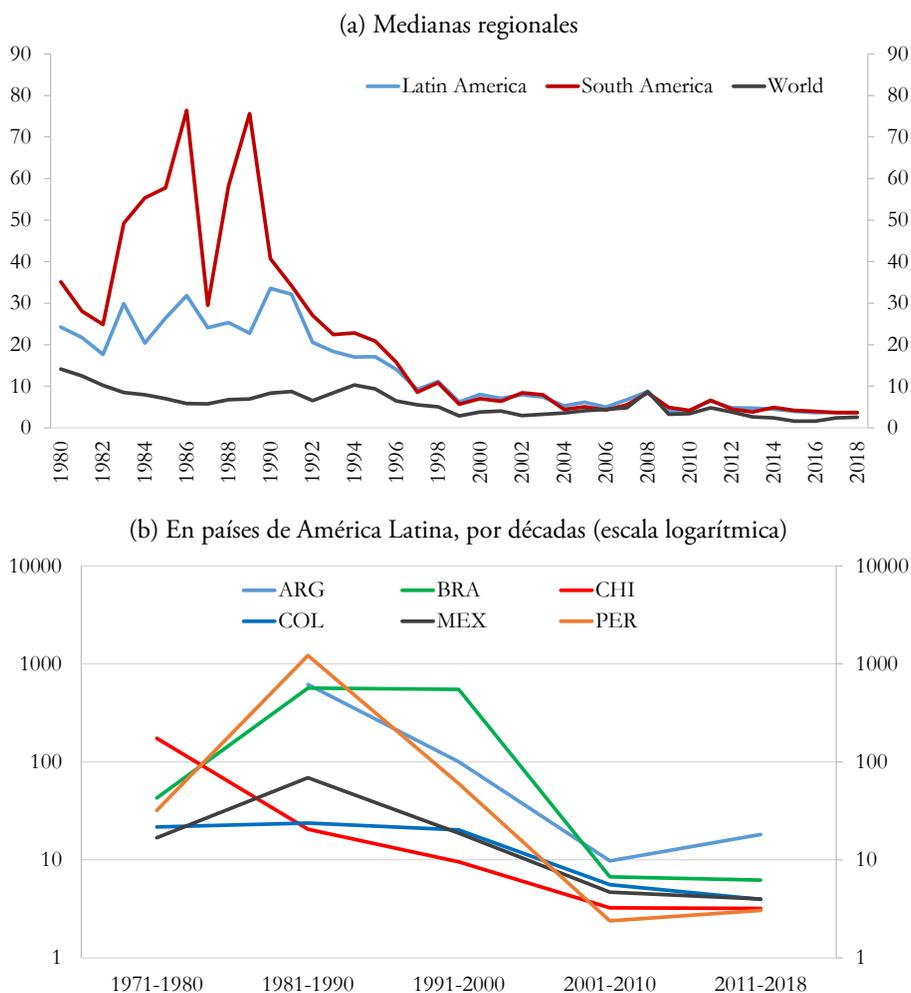
Asimismo, lo más racional para una economía pequeña y abierta como las latinoamericanas, es optar por un tipo de cambio flexible, siguiendo alguna versión de la trilogía imposible. Esta trilogía dicta que los bancos centrales no tienen control del tipo de cambio cuando quieren determinar su política monetaria y tienen apertura a los flujos de capitales, lo que es la norma en la región. No habrá la apertura total, pero los controles de capital que hay son inefectivos y existen dificultades de tratar de manejar el tipo de cambio. El régimen de flotación cambiaria, además, permite que el traspaso del tipo de cambio hacia la inflación sea menor porque nadie va a cambiar los precios si el tipo de cambio está frecuentemente fluctuando.

En la figura 1(a) vemos la historia inflacionaria. La línea roja es Sudamérica y ahí está Perú obviamente con su hiperinflación. Es mejor mirar la mediana que la media porque cuando uno tiene diez países que tienen 10 % y un país que tiene un millón por ciento obviamente la media va a ser 999 mil, en cambio la mediana va a ser 10 %. A pesar de eso, tenemos la mediana bastante alta en Sudamérica. En los años ochenta está cerca de 70 % y si uno expande a Latinoamérica, la línea celeste, la inflación es 30 %, que también resulta alta. La línea negra es la inflación mediana del mundo.

Desde una perspectiva global, se observa que a partir de los años 2000 hay una caída de la inflación sustancial. Por lo tanto, Latinoamérica tuvo un periodo bastante exitoso de control de las causas últimas de la inflación, pero hubo además un fenómeno de desinflación global que permitió a todos controlar y anclar inflaciones bajas. Ese proceso de desinflación global se debe en parte importante a la globalización que genera menos sesgo inflacionario y más estabilidad. Por otra parte, se debe también a mejores mecanismos de producción como la tecnología *just in time* de manejo de inventarios que permite tener los niveles de precio de las empresas bastante más estables. Este es un conjunto de razones fundamentales que aumentaron la productividad. Ahí es cuando aparece la primera revolución tecnológica de IT, tecnología de información y comunicación, que permitió que bajen los precios y aumenten los salarios y las ganancias.

En la figura 1(b) se muestra la inflación de las principales economías latinoamericanas. Es interesante verla por décadas. En la década de los setenta, Chile tuvo

Figura 1
Tasas de inflación históricas (en porcentaje)



Fuente: Fondo Monetario Internacional y De Gregorio (2019). Elaboración propia.

una cuasi hiperinflación muy alta en el gobierno de Salvador Allende de 1973 y la entrada de la dictadura en 1974, pero el grueso de las economías estaba cerca de 30 %. En los ochenta y los noventa, la inflación se dispara en Brasil, Perú, Argentina, y el único país que entre los años 1990 y 2000 logra inflación de un dígito es Chile; el resto de países seguía en dos dígitos.

En el año 2000 se produce la gran reducción de la inflación que ha sido muy poderosa porque al tener una política monetaria independiente de la política fiscal, esta ha logrado ser creíble. Cuando hay desinflaciones producidas por caídas del producto, hay relajación de la política monetaria. La política monetaria en este contexto, aunque es algo aún muy discutido teóricamente, cumple con la doble coincidencia de estabilizar las variaciones del PBI y la inflación al mismo tiempo. En los países con metas de inflación, la evolución es muy parecida, la consolidación se produce al principio de los años 2000. La excepción es Uruguay por su alta exposición a la economía argentina.

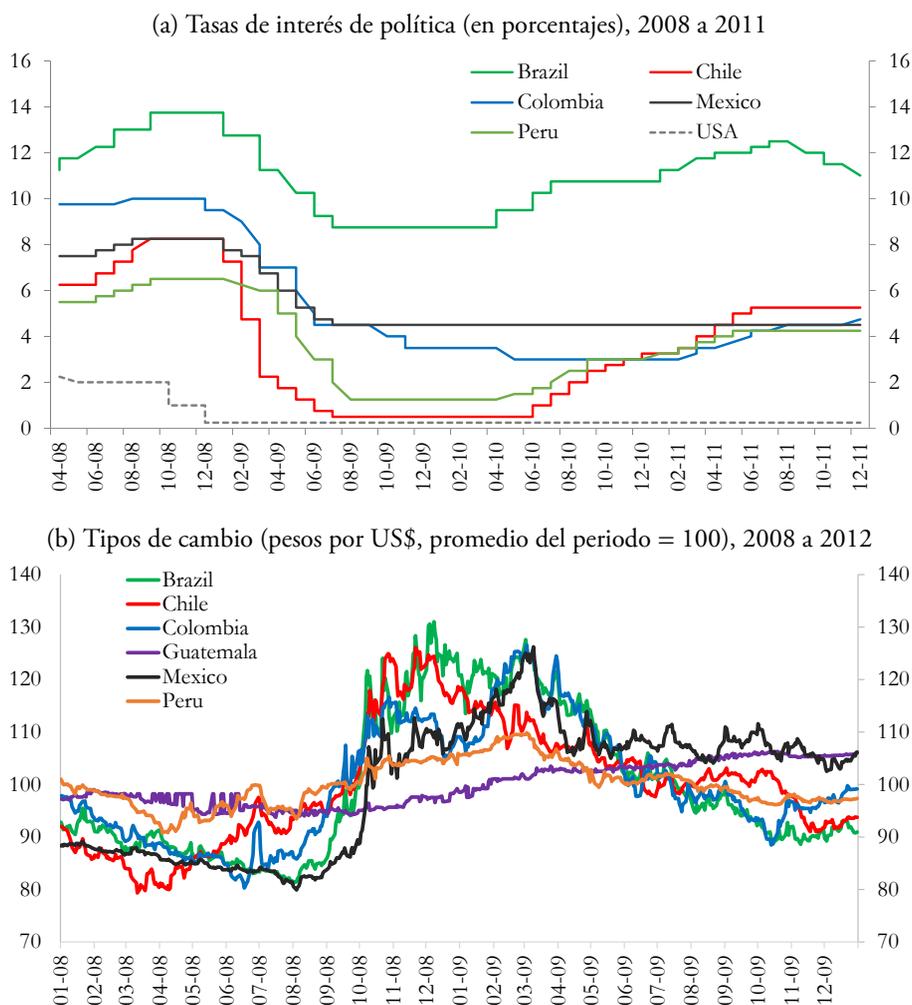
3 Respuestas y desempeño ante crisis

En la figura 2(a) vemos las tasas de política monetaria durante la CFG. Esta crisis llega a finales del año 2008 y lo que nosotros vemos es que en todos los países de la región ocurren bajas sustanciales de las tasas de interés consistentes con una política monetaria proactiva. Ello es importante de destacar porque no había ocurrido antes en América Latina. Es la época en la que la región se gradúa, como lo indican Végh y Vuletin (2013), de las tradicionales políticas procíclicas. Latinoamérica fue capaz de producir un fuerte estímulo monetario sin el tradicional miedo a flotar. Hacia 2010, las inflaciones empiezan a subir, las economías se comienzan a recuperar y los bancos centrales empiezan a normalizar su política monetaria después de ser fuertemente expansivos hasta finales de 2009.

Lo que se observa en la figura 2(b) son depreciaciones severas de las distintas monedas, de hasta cerca de 40 %. No obstante, las economías no sufren un ataque inflacionario ni una crisis financiera doméstica. Recordemos que históricamente estas han sido consideradas las razones para que las economías tengan temor a flotar y, por lo tanto, a relajar la política monetaria. Ante ese temor, terminan generando contracciones monetarias para evitar depreciaciones. Sin embargo, en este episodio ocurrieron los ajustes cambiarios que requerían las economías para salir de la crisis mitigando los efectos sobre la actividad, mientras que las tasas de interés bajas aliviaron las condiciones financieras sin contratiempos. Siempre pienso que si pudiera tomar estos datos de tipo de cambio y mostrárselos a alguien de hace 40 o 50 años, no me creería que es América Latina.

En la figura 3 se muestra el desempeño de América Latina durante la crisis asiática, en el panel de la izquierda, y la CFG, a la derecha. En ambas crisis lo que se hace es tomar el crecimiento de los países de Latinoamérica que siguen metas de inflación respecto a tres grupos de países: la línea roja compara contra todo el mundo, la línea azul compara contra las economías emergentes, y la línea verde compara contra todos los países que no tienen metas de inflación.

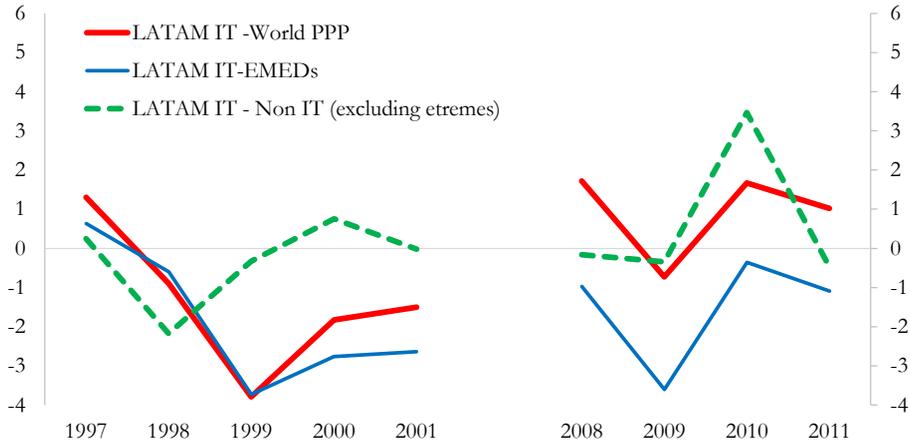
Figura 2
Tasas de política monetaria y tipos de cambio durante de Crisis Financiera Global



Fuente: Bloomberg y De Gregorio (2019). Elaboración propia.

En los años 1998 y 1999 todas las economías latinoamericanas que hoy siguen el esquema metas de inflación, pero que en ese entonces aún no lo adoptaban, muestran un desempeño mediocre al contrastarlo con el resto del mundo y con las economías emergentes. El mal desempeño persiste incluso hasta el año 2001. Durante la CFG, no hubo tanta diferencia al comparar estas economías con el resto

Figura 3
Desempeño relativo de los países latinoamericanos con metas de inflación durante las crisis de las décadas de 1990 y 2000



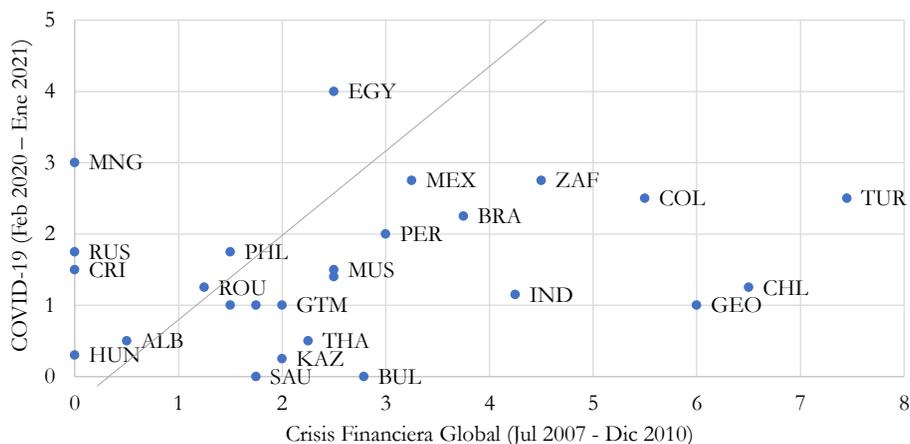
Fuente: Fondo Monetario Internacional y De Gregorio (2019). Elaboración propia.

del mundo, aunque la recuperación sí resultó más rápida y se nota una diferencia significativa, particularmente respecto a las economías que no siguen metas de inflación. Al menos en esta pequeña comparación, las economías de Latinoamérica que siguen metas de inflación tuvieron mucho mejor desempeño que el que tuvieron durante las crisis de finales de los años noventa.

En la figura 4 vemos lo que ha ocurrido en la crisis de la COVID-19 y en la CFG. Este desempeño resulta interesante por al menos dos razones. Primero, las tasas parten en niveles más bajos. La línea diagonal marca los puntos donde los ejes son iguales y se observa que durante la CFG la expansión monetaria fue mucho mayor entre los países emergentes. En particular, los países latinoamericanos con metas de inflación (Perú, Brasil, Colombia, Chile y México) son mucho más agresivos durante la CFG y parte importante de eso, hay que recordarlo, es porque parten con tasas más altas. Tras la CFG, las tasas se recuperan después, pero no vuelven a los niveles pre-crisis financiera internacional. Por lo tanto, el espacio monetario es menor durante la crisis de la COVID-19.

Ahora comparamos las expansiones cuantitativas, es decir, cuántos activos acumularon los bancos centrales comprando en algunos casos moneda extranjera, en otros casos títulos como lo hizo Estados Unidos, durante ambas crisis. En la figura 5 vemos que durante la CFG las economías avanzadas más grandes hicieron una

Figura 4
Reducción de tasas de política monetaria en economías emergentes (porcentaje)



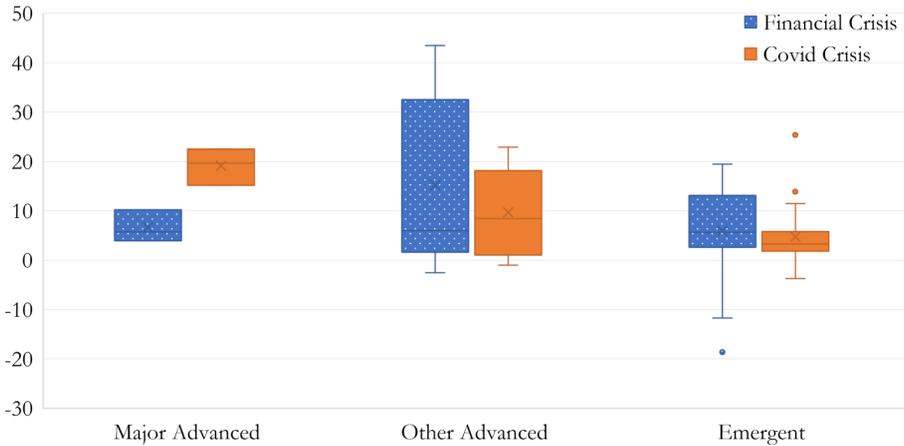
Fuente: Bloomberg y Céspedes y De Gregorio (2021). Elaboración propia.

fuerte acumulación de activos, la que fue menor que la que hubo durante la crisis de la COVID-19. En este grupo destacan las acciones de países como EE. UU. e Inglaterra. En economías emergentes, en cambio, observamos que hay una mayor expansión cuantitativa y más acumulación de activos en los balances durante la CFG. Es decir, la política monetaria fue mucho más agresiva durante la CFG. Un factor por destacar es que los bancos centrales, con el apoyo de los respectivos gobiernos, implementaron programas de expansión del crédito durante la crisis de la COVID-19. La intensidad de estos programas fue inédita.

La diferencia fundamental entre las crisis anteriores y la de la COVID-19 es que las primeras eran crisis de demanda agregada. Cuando el mundo colapsa, cae la demanda por nuestros bienes, lo que transmite miedo y malas noticias. Entonces, los bancos centrales bajan sus tasas para estimular la economía. En los países avanzados fue por la CFG y en la crisis de la deuda fuimos nosotros los latinoamericanos. Las empresas no demandan crédito porque no hay actividad.

La crisis de la COVID-19 fue distinta, fue una crisis en la que el mundo estaba completamente normal y no había ningún problema doméstico. De repente, hay que confinarse y cortar muchas actividades sin saber hasta cuándo. La actividad económica colapsa porque no podemos trabajar. No es que no hay empleo, no es que haya caído la demanda: lo que cae, lo que se cierra es la actividad económica como un todo. En cierto sentido, la crisis de la COVID-19 es también una crisis

Figura 5
Activos de los bancos centrales (cambio como porcentaje del PBI)



Fuente: Bloomberg y Céspedes y De Gregorio (2021). Elaboración propia.

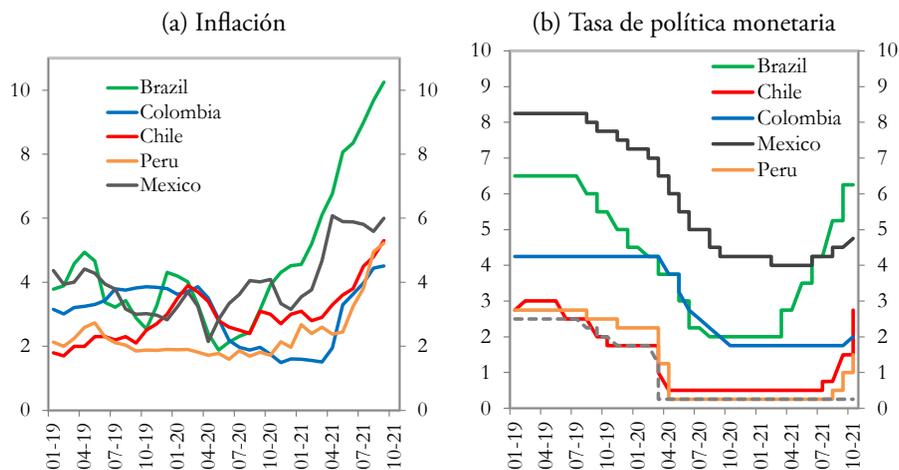
de deuda y la única manera de salir adelante es postergando los pagos de los deudores. Por ello, en la inmensa mayoría de las economías emergentes los gobiernos dieron a las empresas garantías a los créditos, los bancos centrales proveyeron de financiamiento para que los bancos tuvieran la capacidad de expandir el crédito y tomar estas garantías que estaba ofreciendo el Estado. Esto significó que esta es una de las pocas crisis en la cual el crédito sube en el pico de la crisis, aunque la actividad económica colapsa. El crédito, en este caso, es lo que nos permite que las economías no se destruyan.

En la figura 6(a) vemos lo que está pasando recientemente. Estamos saliendo de la pandemia y vemos una explosión de la tasa de inflación. No hablamos, por supuesto, de las inflaciones de antaño, sino de una explosión relativa a los parámetros actuales. Hacia finales de 2021, las inflaciones en Chile, Colombia, México y Perú se encuentran entre 5 % y 6 %, mientras que en Brasil excede ligeramente el 10 %. El origen del incremento viene por el lado de la oferta, aunque también hay presiones de demanda interna que afectan la propagación de la inflación.

4 Conclusiones

En conclusión, ¿qué nos dicen las metas de inflación que debemos hacer frente a estos choques de oferta? Depende. Si el choque es transitorio, no hay mucho que

Figura 6
Inflación y tasa de política monetaria durante la pandemia de la COVID-19



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

hacer. Si la inflación subió porque durante estos tres meses no hubo producción un mes, siendo una situación transitoria, y en la medida que no sea un bien muy esencial, se puede esperar a que transcurra el tiempo y todo se normalice.

Sin embargo, hay dos características de este choque de oferta que lo hacen complicado. Primero, que tiene que ver con las materias primas que son insumos esenciales, por lo tanto, puede durar tres o cuatro meses el alza, pero su contaminación al resto de los precios puede hacerla muy prolongada e incluso podría causar desanclaje de expectativas. No solo vamos a tener un aumento del petróleo o el gas, sino que también suben el precio de los bienes que los usan como insumo y podrán empezar a subir los precios de otros bienes porque todo se ha hecho más caro para recuperar el poder de comprar. La inflación se propaga. Es decir, podríamos estar a inicios de una espiral de precios y salarios. Ello significa mayores presiones inflacionarias y que la gente empiece a ajustar sus expectativas de inflación al alza. Además, si el choque de oferta es persistente, equivaldría a un choque negativo de productividad que reduce el producto de pleno empleo.

Dadas ambas consideraciones, corresponde subir la tasa de interés que es lo que están haciendo los países de América Latina, como se aprecia en la figura 6(b). Es importante destacar que no se reacciona a la inflación corriente, sino a la perspectiva inflacionaria. En los casos de Chile y Brasil, se han observado las alzas más significativas de política monetaria, pero también son los casos en donde los

estímulos a la demanda son más evidentes y que pueden traer implicancias adversas sobre la inflación futura y sobre las expectativas. La reacción de política observada es consistente con la conducción prospectiva de la misma.

Referencias

- Céspedes, L. F., & De Gregorio, J. (2021). Central banking and credit provision in emerging market economies during the Covid-19 crisis. En B. English, K. Forbes, & A. Ubide (Eds.), *Monetary policy and central banking in the Covid era* (p. 371-389). CEPR Press.
- De Gregorio, J. (2019). Inflation targets in Latin America. En *The New Palgrave Dictionary of Economics* (p. 1-10). London: Palgrave Macmillan UK.
- Perea, H. (2022). El camino hacia la inflación de un dígito. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamíás* (p. 57-68). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Sturzenegger, F. (2019). Macri's macro: The elusive road to stability and growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2019(2), 339-436.
- Végh, C. A., & Vuletin, G. (2013). Overcoming the fear of free falling: Monetary policy graduation in emerging markets. En D. Evanoff, C. Holthausen, G. Kaufman, & M. Kremer (Eds.), *Role of central banks in financial stability: How has it changed?* (p. 105-131). World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.