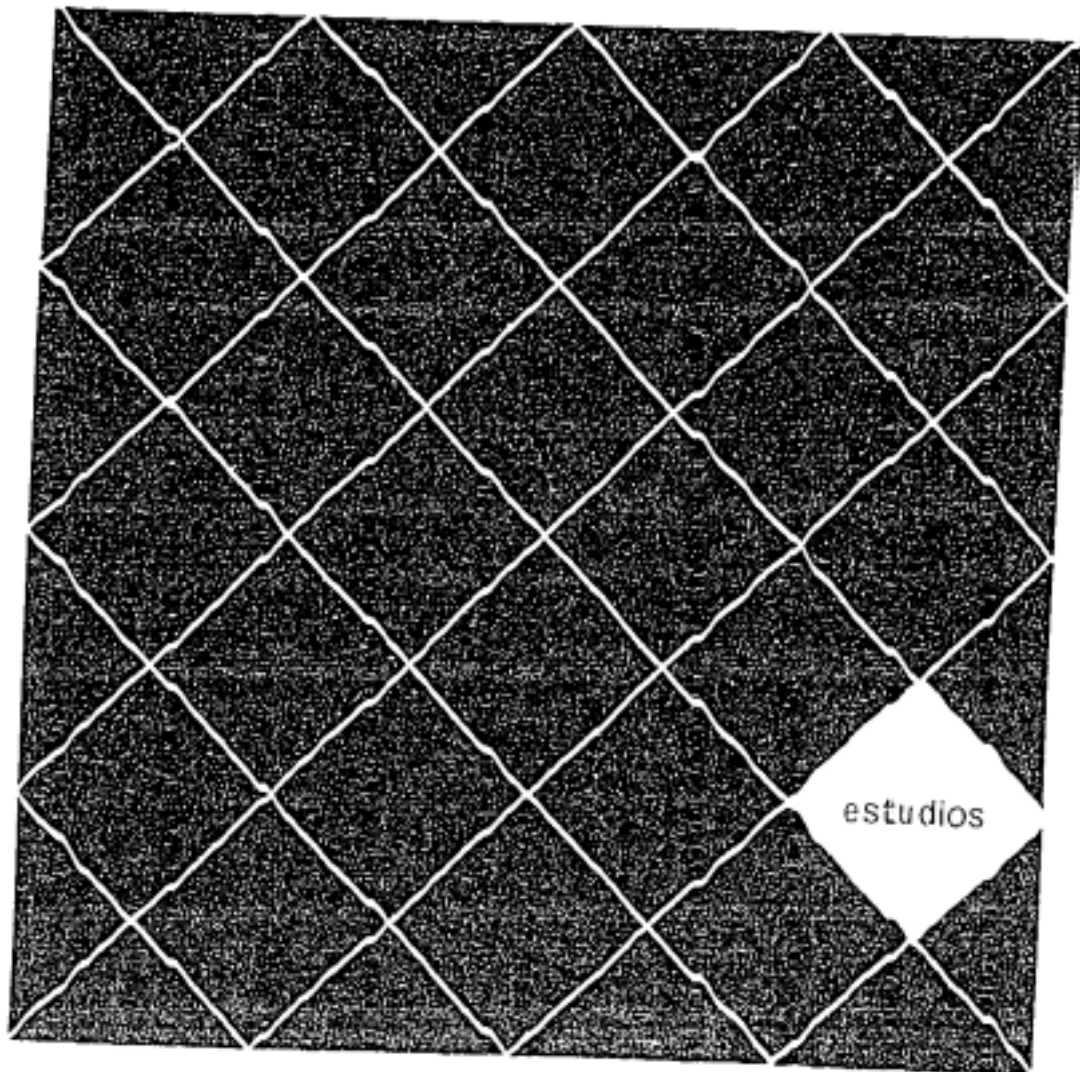


Sergio Clavijo

Políticas de estabilización
en América Latina: algunas
lecciones para Colombia
Premio Rodrigo Gómez, 1990

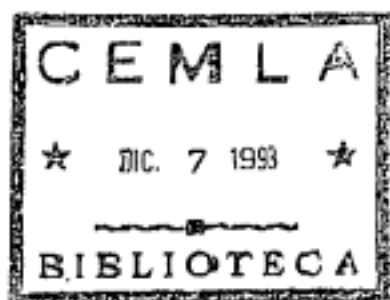


CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

Sergio Clavijo

Políticas de estabilización
en América Latina: algunas
lecciones para Colombia

Premio Rodrigo Gómez, 1990



estudios

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

POLITICAS DE ESTABILIZACION EN
AMERICA LATINA: ALGUNAS LECCIONES
PARA COLOMBIA

Sergio Clavijo

Premio Rodrigo Gómez, 1990

Políticas de estabilización en
América Latina: algunas lecciones
para Colombia

Serie Estudios

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS
MEXICO D.F. 1993

Primera edición, 1993

© Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1993
Derechos reservados conforme a la ley
ISBN 968-6154-40-X

Impreso y hecho en México
Printed and made in Mexico

Presentación

El CENLAsE complace en publicar el presente estudio del economista colombiano Sergio Clavijo, que obtuvo el primer lugar del certamen Premio Rodrigo Gómez, 1990.

El trabajo analiza con objetividad y profundidad un tema de fundamental importancia para la región latinoamericana, a saber, el desempeño de los programas de estabilización y ajuste en algunos países, así como la utilización de dichas experiencias para plantear el esquema de un plan de desinflación para Colombia.

Los planteamientos sobre la combinación de políticas de manejo de la demanda agregada y de manejo de expectativas de precios y salarios, así como la presentación de simulaciones de los posibles efectos de dicho plan en la economía, son de gran utilidad para los estudiosos de la materia, por lo que el CENLAsE espera que esta publicación estimule el avance del conocimiento de este tema.

Introducción

En el periodo 1984-87, numerosos países de América Latina se vieron en la necesidad de adoptar programas de ajuste macroeconómico, en razón a la existencia de serias "fallas estructurales", que se habían hecho evidentes desde la crisis internacional de la deuda, ocurrida en 1982. Dichas fallas se referían, por lo general, a una sobrevaluación de las monedas nacionales respecto de una canasta ponderada de divisas y a un exceso del gasto público que tendía a ser financiado con emisiones monetarias. Las consecuencias de tales desajustes se manifestaban, respectivamente, en altos déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos, agravados por la necesidad de atender onerosos servicios de la deuda externa y en presiones de demanda agregada que terminaban por acelerar los ritmos inflacionarios.

En la mayoría de los casos, los programas de ajuste tomaron la forma de paquetes de medidas económicas que se intentaron implantar rápidamente, ya que se le dio un "tratamiento de choque" y esto ocurrió al término de un periodo de cerca de un año de casi constante aceleración de la inflación. En este sentido, muchos de los programas de ajuste tomaron la forma de un programa de estabilización de precios y sólo en muy contados casos, como el de Colombia, el ajuste se dirigió a corregir fallas estructurales en la tasa de cambio real (TCR) y en el déficit fiscal (DF). Es evidente que en ninguno de estos casos se pudo adelantar una apertura al comercio y/o al mercado internacional de capitales y que, por lo tanto, no hubo ganancias importantes en la eficiencia económica de largo plazo.

El objetivo de este trabajo es pasar revista a las características fundamentales de algunos de estos programas de estabilización y/o ajuste con el propósito de extraer algunas lecciones al respecto. La primera sección analiza las experiencias de Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia e Israel en lo que va de esta década. La segunda sección utiliza dichas lecciones para esbozar un esquema de lo que podría llegar a constituir un plan de desinflación para Colombia. Este plan se caracteriza por combinar políticas de manejo de la demanda agregada, dirigidas a consolidar los ajustes ya adoptados en la TCR y en el DF, con políticas que intentan manejar las expectativas en materia de precios y salarios. Finalmente, presentamos algunas simulaciones generales sobre los posibles efectos de dicho plan.

El mensaje central de este trabajo es que Colombia no puede bajar la guardia en su lucha anti-inflacionaria, particularmente después de lo logrado en el período 1985-87. Los ajustes "dorados" en TCR y DF ya han sido asumidos en una alta proporción y hoy vemos las bondades de estas políticas: las exportaciones diferentes a café y petróleo han venido creciendo a un ritmo cercano al 18% en los últimos tres años y el consolidado del gasto público ha dado claras muestras de poderse financiar fundamentalmente con impuestos, esto es sin emisiones del Banco Central.

Inclusive en términos de crecimiento real el resultado ha sido satisfactorio para Colombia: un promedio de 4.9% anual en el período 1986-88 y tasas de desempleo del 10% al finalizar 1988. Precisamente por los resultados observados en el sector real y ante el peligro de mayores "recalentamientos", resulta fundamental acabar con las tendencias de aceleración de la inflación y con el peligroso sistema de creciente indexación (Clavijo, 1989). Es importante pensar en mecanismos para desinflar, (desindexar gradualmente) la economía de tal manera que Colombia pueda regresar a una plataforma inflacionaria de un dígito, como la que se observó a principios de los años 1970.

Lecciones de algunos programas
de estabilización de precios y/o
ajustes macroeconómicos

Caracterización de los programas

La literatura económica distingue entre programas de estabilización de precios de tipo ortodoxo y heterodoxo. Los primeros enfatizan la disciplina fiscal y monetaria y la necesidad de ajustar la tasa de cambio real, de tal manera que esta última se alinee con una "tasa de equilibrio" que refleje la paridad del poder adquisitivo en términos internacionales.

La idea básica de los programas ortodoxos es que, controlando los excesos de demanda agregada doméstica, se logra eliminar la inflación, aunque es muy posible que esta "terapia" implique ciertos costos recesivos en el corto plazo (ie. menores tasas de crecimiento), en razón al elevamiento de las tasas reales de interés, entre otros factores. Igualmente resulta muy factible que este tipo de políticas genere caídas en el salario real, pues se trata de ajustarlas a la evolución histórica de la productividad del trabajo y/o que se presenten mayores tasas de desempleo. Aquí el elemento sorpresa y la continuidad de las políticas juegan un papel fundamental en el ajuste. Este es, para decirlo de manera informal, un "ajuste a las buenas o a las malas", donde poco o nada se consulta a las empresas o a los asalariados acerca de su anuencia a este tipo de políticas.

Los programas de corte ortodoxo tienen la ventaja de que su implantación no depende de que se den o no las circunstancias políticas para consolidar un "pacto social" de desinflación, sino del tesón de un equipo económico que adelanta políticas de austeridad con coherencia y pensando en el beneficio global de mediano y largo plazo. Sin embargo, estos ajustes tienen la desventaja

de que su éxito sí depende de los límites de "tensión social" que pueden llegar a generar el desempleo y/o la caída de los salarios reales, particularmente en sociedades democráticas. Tanto la ausencia de un "pacto social" como las exigencias de las políticas de austeridad (menor consumo y mayor ahorro), han tornado históricamente impopulares los ajustes ortodoxos, que por lo general se asocian con políticas dictadas por organismos internacionales tipo Banco Mundial o FMI.

Los ajustes de tipo heterodoxo, por contraste, enfatizan políticas de manejo de las expectativas, principalmente en materia de precios y salarios (PyS). La idea fundamental es que, a altos niveles inflacionarios, se institucionalizan mecanismos que atan la evolución actual de los precios a su evolución reciente. Esto se consigue a través de la indexación de PyS, con una marcada tendencia a incrementar las frecuencias con que se ejecutan los reajustes. En este sentido se dice que la inflación tiene un alto componente "inercial" que solo logrará ser derrotado a través de un rompimiento con las instituciones vigentes en PyS. Surge entonces la necesidad de generar un pacto social para quebrar la "memoria del sistema", y romper "el comportamiento contractual" (Frenkel, 1988) de los agentes económicos privados y del mismo gobierno.

Un programa de desinflación de corte heterodoxo debe recurrir entonces a instrumentos innovadores de manejo de las expectativas, pues su implantación no puede arrancar hasta tanto no se logre capturar la imaginación de los diferentes agentes económicos sobre cómo se pueden cambiar las reglas contractuales vigentes. El éxito final de estas políticas depende del factor de credibilidad del "pacto social" acordado y de la compatibilidad intrínseca de dicho "pacto" con la estructura macroeconómica vigente. La razón para no recargar las políticas de ajuste en factores de demanda agregada (TCR y DF) radica en que se quieren evitar los costos recesivos que, por lo general, producen los programas ortodoxos.

En resumen, los principios de los programas heterodoxos se asemejan mucho a las llamadas "políticas de precios y salarios" antiinflacionarias (Okun, 1978; Tobin, 1981) que postulan la posibilidad de adelantar ajustes "imaginativos" que eviten los costos recesivos; mientras que los programas ortodoxos se mantienen fieles a los postulados tradicionales de que no pueden existir beneficios provenientes de los ajustes estructurales, que no impliquen costos en el corto plazo.

Resultados de algunos programas recientes

En el cuadro 1 presentamos una sinopsis de los programas de estabilización y/o ajuste adelantados en Argentina, Brasil, Israel, Bolivia y Colombia, en el

período 1984-87¹. Los tres primeros casos pueden ser caracterizados como programas de estabilización de precios de corte heterodoxo (que incluían algunas medidas para corregir desajustes estructurales, especialmente en el caso de Israel). En el de Bolivia se trataba también de un programa de estabilización de precios, pero de corte ortodoxo (ie. correcciones drásticas en TCR y DF).

Colombia, por contraste, no emprendió un programa de estabilización de precios propiamente dicho (su inflación promedio no superaba el 25% anual, mientras la del resto de países de la muestra no era inferior al 250% anual); se trataba más de corregir desalineamientos fundamentales en TCR y DF, que hasta el momento no se manifestaban en inflaciones altas. Por esta razón, nos referiremos al caso colombiano como el de un programa de ajuste macroeconómico (no de estabilización de precios). Este programa de ajuste tuvo el carácter de ortodoxo. Precisamente el sentido de esta nota es proponer un programa ahora sí de estabilidad de precios, una vez que en Colombia se han hecho los ajustes macroeconómicos fundamentales y se tiene conciencia sobre la necesidad de mantenerlos.

La parte superior del cuadro 1 presenta el desempeño de los indicadores básicos macroeconómicos para dichos países en tres momentos: inicial (inmediatamente antes de implantar el programa); medio (un año después de entrar en vigencia, aproximadamente); y último (información reciente, por lo general, el dato observado durante o al finalizar 1988). La idea es que comparando la evolución de dichos indicadores en estas tres instancias logremos formular una idea aproximada sobre el éxito o fracaso de las políticas emprendidas.

Para aquellos países que adoptaron un programa de estabilización de precios, la medida global de éxito o fracaso necesariamente tiene que referirse al control de la inflación. La evolución de la inflación mensual en los casos de Argentina y Brasil hablan claramente del fracaso de los llamados planes Austral y Cruzado, respectivamente, pues el control que se había logrado al año de haber adoptado el programa, se había perdido totalmente en 1988 (ver cuadro 1). Israel, por el contrario, parece haber logrado un éxito duradero en su lucha antinflacionaria. Estos resultados implican que dos de los tres programas de estabilización de tipo heterodoxo, aquí analizados, fracasaron². Como veremos más adelante, el éxito de Israel radica en su combinación de políticas de manejo

¹ En América Latina también se adelantaron programas de ajuste en México (1984-87) y nuevamente en 1987 (el llamado "Pacto de Solidaridad Económica") y en Perú (1985-87), entre otros. En ambos casos los resultados han sido desastrosos, aunque esta no ha sido la razón para excluirlas de nuestro análisis. Nos limitamos a centrarnos en estos países dada su buena documentación y las características claramente heterodoxas de sus políticas dentro de esta muestra.

² Si incluimos el caso de México (programa de 1987) y el de Perú, la relación éxito/fracaso sería 1 de 5 y bajo circunstancias favorables "exógenas" al programa.

de las expectativas con políticas de control de la demanda agregada; pero en el que también jugó un papel importante la ayuda financiera de Estados Unidos.

Finalmente, dentro de los programas de estabilización de precios tenemos el caso de Bolivia, que resultó exitoso (ver cuadro 1) sin necesidad de apoyo en factores ajenos a su programa de corte ortodoxo.

Sin embargo, dicho objetivo global de estabilización no puede ser analizado sin tener en cuenta los posibles costos que existieron, por ejemplo, en términos de crecimiento real. El cuadro 1 ilustra que este costo fue especialmente marcado en los casos de Bolivia y Argentina, intermedio en el caso de Brasil (con crecimiento cero en 1988) y prácticamente ninguno en el de Israel.

La abundante literatura al respecto (ver las fuentes del cuadro 1) permite concluir que los fracasos de Argentina y Brasil radicaron en su poco o nulo compromiso en ajustar el DFy, aunque en menor medida, la TCR, especialmente en Argentina. Es claro que el exitoso manejo inicial de las expectativas, a través de control de precios y de programas de desindexación, se mostró estructuralmente incompatible con los niveles de gasto público y con la relación de precios de los bienes transables/no transables.

Israel y Bolivia, por el contrario, lograron ajustes alentadores en el DF y ganancias en la TCR, especialmente este último, lo cual reportó una mejoría en sus cuentas corrientes. Nótese en el cuadro 1 que las presiones para que ocurra una mayor devaluación (nominal) de la tasa de cambio en los casos de Argentina y Brasil continuaron siendo altas (eg. los diferenciales de las tasas negra/oficial eran de 10 y 32 puntos porcentuales), mientras que en Israel y Bolivia el "premium" se volvió prácticamente nulo.

Finalmente, es necesario reconocer que algunos de estos esfuerzos de estabilización se vieron minados por la onerosa carga de la deuda externa (Argentina, Brasil) y que la continuidad del éxito boliviano está atado a la solución del problema de la deuda.

El programa de ajuste económico colombiano, de corte ortodoxo, fue exitoso en la medida en que se logró una devaluación real del orden del 40% respecto de una canasta (ponderada) de divisas y la relación déficit fiscal/PIB se redujo del 4% a cerca de 12.1%, en el período 1984-88 (ver cuadro 1). Como lo comentamos anteriormente, dicho programa no representó mayores costos en términos de crecimiento real.

Así pues, el análisis de los indicadores de desempeño nos permite concluir que aquellos países que adoptaron programas de corte ortodoxo (Bolivia y Colombia) o tomaron elementos fundamentales de este enfoque (Israel) salieron airoso en sus objetivos de estabilización de precios y/o ajuste macroeconómico.

Por el contrario, los programas que enfatizaron únicamente los elementos de manejo de las expectativas no sólo fracasaron en su lucha antiinflacionaria, sino que adicionalmente incurrieron en sacrificios en términos de crecimiento real. Ahora la tarea consiste en ver qué elementos de los programas de estabilización se podrían utilizar en el diseño de un programa de desinflación para Colombia.

CUADRO 1. Sinopsis de Algunos Programas de Estabilización Recientes 1984-1987

		<u>Argentina</u>	<u>Brasil</u>	<u>Israel</u>	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>
(Período Inicial de Ajuste)		1985:6	1986:2	1985:7	1985:8	1984:6
INDICADORES BASICOS						
Inflación mensual	(I) Inicial	30	14	26	30	1
	(M) Media	34	2	1	2	
	(U) Última	10	29	2	2	2
Crecimiento anual del PIB %	(I)	-5	8	7	-1	4
	(M)	6	8	1	-3	5
	(U)	0	0	4	2	4
Déficit Fiscal/PIB %	(I)	20	4	15	36	4
	(M)	4	7	+1	3	1
	(U)	7	7	1	5	2
Déficit Cla. Cle./PIB %	(I)	+5	2	+5	12	7
	(M)	4	0	+5	14	+1
	(U)	6	+2	3	8	1
Deuda Externa/PIB %	(I)	81	49	103	146	45
	(M)	67	42	89	143	43
	(U)	74	40	79	133	42
Nivel Tasa de Cambio Real	(I)	100	100	100	100	100
	(M)	91	94	92	130	132
	(U)	95	105	100	125	139
Diferencial Tasa de Cambio Negro/Oficial %	(I)	30	33	32	1500	22
	(M)	2	100	7	0	5
	(U)	10	32	0	0	-1

Instrumentos de política de los
programas heterodoxos

En la parte inferior del cuadro 1 se caracterizan los programas (heterodoxos vs ortodoxos) y se resumen y clasifican los instrumentos de política utilizados en cada caso, tal el manejo de expectativas y de la demanda agregada. Como se observa, los programas de tipo heterodoxo usaron intensivamente la congelación de precios y salarios (también de la tasa de cambio) y una serie de mecanismos para desindexar la economía. Por ser estos los elementos "imaginativos" que formaban parte central "del pacto" de desinflación, vale la pena comentar algunos aspectos sobresalientes de ellos.

Precios

En contraposición a las teorías tradicionales sobre cómo terminar las hiperinflaciones, esto es con una política de financiación fiscal sin emisiones (Sargent, 1982), los programas heterodoxos se apoyaron en la congelación de precios, a partir de determinada fecha, lo cual era anunciado ampliamente por las autoridades, pues se trataba de romper las expectativas de formación de precios.

La idea era poder volver a las épocas en que los precios de los bienes se fijaban flexiblemente con base en decisiones microeconómicas (costos y competitividad del sector) y no con base en una "histeria" macroeconómica sobre lo que podría ocurrir en el mercado cambiario oficial o paralelo. La congelación de precios intentaba anclar las expectativas de todos los agentes, así fuera momentáneamente, para abolir la "dolarización" de la economía.

Esta "dolarización" tenía varios aspectos, pues en unos casos dicha moneda se había convertido en la unidad de cuenta, lo que ocurrió en todos los países africanizados y en otros casos, los más graves, el dólar se tomaba adicionalmente como unidad de valor y medio de transacción³.

Esto último tenía serias implicaciones macroeconómicas, especialmente en lo referente a la financiación del déficit fiscal a través del llamado "impuesto inflacionario".

Las políticas de congelación de precios cumplen, por lo general, este cometido de "andar" las expectativas momentáneamente, pero rara vez son exitosas en las tareas más importantes de mediano plazo: lograr un equilibrio de precios relativos y garantizar la eliminación de la inflación. Las experiencias de Argentina, Brasil e Israel al respecto indican que, ante la necesidad de permitir una cierta alineación de los precios relativos, la congelación de precios, más temprano que tarde, se convierte en un esquema de precios administrados, que tiende a funcionar de manera bastante ineficiente (Heyman, 1987).

La congelación de precios, dado que institucionalmente es imposible de ejercer, es un instrumento que sólo puede usarse una vez, pues depende totalmente de su credibilidad social⁴. De otra parte, mientras menor sea el grado de "recalentamiento" de la economía y el grado de subsidio implícito en la congelación de los precios de los bienes públicos, especialmente en tarifas de servicios mayor el grado de éxito relativo que puede alcanzar la congelación de precios.

Salarios

Muchos de los comentarios anteriores son claramente extensibles al caso de los salarios. No obstante, la existencia de los contratos laborales hacen que este tópico requiera de un tratamiento especial.

³. En el caso de Colombia la "dolarización", especialmente en 1984 y 1985, tomó principalmente la forma de unidad de cuenta. Era común entonces ver anuncios en la prensa, referentes a viviendas, automóviles y equipos electrónicos cotizados no en pesos, sino en dólares.

⁴. Para extender la analogía que hace Thorton (1982) entre la inflación y la imposibilidad de ver un partido de fútbol cuando todo el mundo está de pie, diremos que la congelación de precios equivale a unirse de manos de todos los asistentes al estadio con el propósito de sentarse y ver más cómodamente el partido. Si nadie se suelta es el momento de sentarse, el orden de sentarse, la congelación es exitosa (momentáneamente). Si algunos se sueltan para permanecer de pie y garantizar que algo ven, la congelación fracasa de entrada. Sin embargo, nada garantiza que, habiéndose sentado todo el mundo al mismo tiempo, a algunos no le dé por pararse nuevamente cuando la bola se acerca al área de los 18.

Si la economía ha alcanzado altas tasas de inflación, es común que dichos contratos tengan cláusulas de indexación y que la frecuencia de los ajustes sea, digamos, trimestral. La congelación de los salarios implica entonces el rompimiento de contratos en momentos en que a ciertos trabajadores se les acaba de reajustar su salario (punto máximo de su salario real) y otros están a punto de recibir el reajuste (punto mínimo del salario real). Este hecho hace que algunos gobiernos tengan que decretar un alza previa de salarios en ciertos sectores de la economía, aunque por lo general éstos no se limitan a equilibrar los problemas de vencimientos de contratos en diferentes momentos.

Este tipo de reajustes previos plantea una seria disyuntiva; de no hacerse, es muy posible que se generen graves problemas de inequidad salarial entre trabajadores de los diferentes sectores (Abraham, 1987), que podrían extenderse por largos períodos si el plan resultara exitoso. Además, dicha inequidad tenderá a tomar la forma de desalineamientos en los precios relativos de los bienes finales; pero al implantarse dichos reajustes se le estará restando credibilidad al programa de entrada, ya que dichos reajustes bien podrían interpretarse como una nueva presión de costos inflacionaria (Beier y Cheasty, 1988).

De otra parte, además del problema de coordinación temporal del reajuste previo de salarios, existe el del nivel de congelamiento de éstos. Si el punto en el que se alinean los salarios nominales, en el momento de la congelación, resulta ser un salario real superior al que sería compatible con la productividad histórica del trabajo y con la velocidad de la desinflación esperada, el programa de estabilización estará derrotado de entrada, el caso de Brasil (Cardoso y Dornbusch, 1987) y de la Argentina (Frenkel, 1987). Probablemente este es uno de los factores más difíciles de equilibrar en un programa de desinflación, pero asimismo es uno de los elementos vitales.

En resumen, hemos visto que la congelación de salarios plantea problemas de coordinación temporal tales como la redistribución de ingreso entre trabajadores, con efectos posteriores sobre precios relativos) y problemas de nivel, redistribución del ingreso entre el capital y el trabajo, por ejemplo.

Tasa de cambio

Dados nuestros comentarios anteriores sobre el fenómeno de "dolarización" de economías con altas inflaciones, resulta "imaginativo" pensar que una congelación del precio-guía "por excelencia" de estas economías (i.e. la tasa de cambio nominal) daría como resultado una desinflación. Si, en efecto, la "inercia" viene dada totalmente por la evolución del tipo de cambio nominal, el éxito de un programa de desinflación basado en una política de alineación inicial de la tasa

de cambio nominal (dada una meta de TCR) y su posterior congelamiento estaría aparentemente garantizado.

En la práctica, sin embargo, surgen varios inconvenientes. Primero, es muy posible que la tasa nominal de referencia sea la cotización del mercado negro y no la del oficial, luego tendrían que buscarse políticas para afectar dicho mercado. Segundo, es también muy factible que existan otros precios-guía (como los de los combustibles, que por lo general son difíciles de controlar), así que algo de "inercia" continuará existiendo. Bajo estas circunstancias, aunque la tasa de inflación se desacelere marcadamente, digamos del 30% mensual al 2% mensual, habrá una clara tendencia a que la TCR, inicialmente alineada, se empiece a reevaluar, en este caso a razón del 22% anual, si la inflación externa es del 5% anual. Existirán entonces fuertes presiones para abandonar la política inicial (creíble) de que la tasa de cambio permanecería fija (congelada)⁵.

Esta ha sido la experiencia de todos los programas heterodoxos, los que finalmente terminan con un sistema de minio máxidevaluaciones. Este hecho aparece señalado con una (X) en la parte inferior del cuadro I. Precisamente, Israel enfrenta en la actualidad la amenaza de pérdida de credibilidad por abandono de su política de tasa de cambio fija (congelada); Argentina y Brasil han sucumbido; mientras que un sistema similar aplicado en Chile en 1978-80 (la llamada "tablita") fracasó también por razones de credibilidad (McKinnon, 1988).

Desindexación

Una vez que la congelación de PyS ha anclado las expectativas, se plantea un problema más serio: ¿Cómo lograr un quiebre institucional permanente del mecanismo de atadura de los precios presentes a los precios pasados? Si dicho quiebre no ocurre, es muy factible que en la fase de precios administrados, cuando se permitan algunos reajustes para alinear los precios relativos, la indexación acelere nuevamente la inflación y dé al traste con la credibilidad del programa.

Una desindexación implica el desmonte de los mecanismos automáticos de reajustes de PyS. Estos mecanismos tienen aspectos formales (cláusulas de indexación contractuales) y aspectos arraigados en la formación de expectativas,

⁵. Nótese que en el Cuadro I (parte II) hemos clasificado la tasa de cambio como parte de las políticas de manejo de demanda, aunque los programas heterodoxos la han usado como un elemento importante de manejo de las expectativas, según acabamos de explicar. Sin embargo, debido a los problemas de estimidad en esta política, creemos que esta variable termina ejerciendo su papel fundamental es a través de la demanda agregada, ya que determina la relación de precios de bienes transables no transables.

los que intentan minimizar el riesgo de las sorpresas. En sentido estricto, los mecanismos de indexación formal constituyen un seguro, especialmente para los trabajadores, en caso de que el programa de estabilización fracase; de allí la dificultad de negociar y lograr la abolición de los mecanismos formales de indexación.

La lógica de los sindicatos es que si el programa ha de ser exitoso, la sola congelación de PyS debería garantizarla desinflación sin necesidad de desmontar la indexación. La lógica del gobierno es que, para un buen manejo de las expectativas, resulta fundamental desarraigar los mecanismos de indexación en aquellos mercados que están sujetos a negociaciones que entrarán a regir en el futuro cercano. Las experiencias recientes de los programas heterodoxos indican la casi imposibilidad de suprimir los mecanismos de indexación salarial formal existentes. En el caso de los precios, algunos progresos se han hecho en la etapa de precios administrados, pero no han perdurado.

La desindexación del sector financiero parece más promisorio, en el sentido de que es posible implantar "tablas de conversión de rendimientos financieros", de tal manera que a medida que la inflación se desacelera, se evitan transferencias de recursos de deudores a prestatarios⁴. Otros mecanismos complementarios de desindexación en el sector financiero han sido la prohibición de mantener títulos de corto plazo denominados en moneda extranjera (Israel) y la regulación de tasas de interés de corto plazo (Brasil y Argentina). Es claro que, de resultar exitosa la política de desinflación, se torna fundamental diseñar mecanismos para evitar que se disparen las tasas reales de interés (Corden, 1988) y lograr una estructura temporal de éstas que promuevan el ahorro de largo plazo.

Finalmente, es necesario tener en cuenta que, independientemente de la cobertura (eg. en PyS, era el sector financiero), se requiere una cuidadosa sincronización respecto de la "tabla" de desindexación que se adopte. Esto implica que el ritmo de desinflación debe ser equivalente entre los diferentes sectores de la economía, a fin de evitar cambios drásticos en precios relativos. Por ejemplo, es sabido que en Chile existió una grave falla al intentar desindexar el ritmo de devaluación con base en una "tabla" que miraba hacia adelante (con esquemas preconcebidos), mientras que los PyS se regían por esquemas de indexación que aún miraban al pasado reciente (McKinnon, 1988).

⁴ Nótese que este mecanismo financiero tendría especial sentido si, cuando se presentó la aceleración de la inflación, se tomaron medidas para neutralizar las transferencias que ocurrían de los prestamistas hacia los prestatarios. En Colombia, por ejemplo, estudios recientes (Duitán, 1988) indican que el tratamiento fiscal que se le daba al componente inflacionario de los rendimientos financieros (hasta 1986) representaba un claro subsidio estatal que favorecía a los deudores.

Reforma monetaria

Como se observa en el cuadro 1 (parte II), las reformas monetarias también contribuyeron al importante instrumental de manejo de las expectativas de los programas heterodoxos, en Argentina y Brasil. La idea de la reforma monetaria es aprovechar la coyuntura de recuperación de la moneda nacional como unidad de cuenta y de valor, aboliendo el problema de la "dolarización", para ayudar a romper las expectativas de inflación, a través de un simple cambio en la denominación de la moneda. Usualmente se adopta una tasa de conversión de la moneda antigua a la nueva, por lo general en múltiplos de mil para facilitar el manejo en las transacciones diarias y esta última recibe un nuevo nombre. También es común que la nueva moneda se haga equivalente (uno a uno) a la divisa que desempeñaba el papel de "precio guía por excelencia" (el dólar de los Estados Unidos), de tal manera que, al "congelarse" el tipo de cambio nominal, los agentes domésticos perciben un "principio de paridad internacional".

Es claro que este simple cambio de denominación sólo afecta "la psicología de las transacciones diarias" y sin un soporte real proveniente de una sólida política monetaria y fiscal estará llamada a un pronto fracaso. Por claridad, nosotros distinguiremos entre la reforma monetaria (i.e. estos cambios en denominaciones de la moneda nacional) y la política monetaria (eg. metas en el crecimiento de algunos agregados monetarios, políticas crediticias y de tasas de interés, etcétera).

Elementos de un programa de
desinflación de políticas
combinadas: el caso colombiano

Las lecciones extraídas del análisis de algunos programas de estabilización de precios de tipo heterodoxo y ortodoxo pueden sintetizarse así: *i)* los primeros aportan instrumentos "imaginativos" que pretenden afectar las expectativas que, por su inercia, sólo lograrían verse modificadas con "dosis" de control de la demanda agregada; con dichas "dosis" existe el riesgo de incurrir en altos costos recesivos en el corto plazo; *ii)* sin embargo, los segundos tipos de programa pretenden atacar los problemas estructurales en sus fuentes (eg. desorden fiscal y monetario) y asegurar que, por mecanismos de mercado, tales como ajustes en precios relativos internos y externos, alineamiento de la tasa real de intereses, se disminuyan los excesos de consumo y se promueva el ahorro que garantice un crecimiento sostenido en el mediano plazo. Los programas heterodoxos enfatizan las "políticas de precios y salarios", mientras los ortodoxos tienden al ordenamiento macroeconómico fiscal, monetario y cambiario.

Nuestra propuesta para disminuir el ritmo de inflación de largo plazo en Colombia a niveles de un dígito combina elementos de ordenamiento macroeconómico, proceso iniciado en el período 1984-86, con elementos que pretenden romper las expectativas actuales de inflación del orden del 2.5%. La idea central de este programa de desinflación con políticas combinadas, es que si logramos consolidar los ajustes fiscales y cambiarios, aseguramos una demanda agregada ordenada y al mismo tiempo, el gobierno emprende una amplia campaña de metas coherentes en las tasas de crecimiento de PYS para 1990. Esto es, se unificarán las expectativas de los agentes), será posible

sobredeterminar (gracias al anuncio y al cumplimiento de estas metas) el resultado inflacionario de los años venideros.

La clave del éxito está en la combinación: mientras las empresas toman sus determinaciones microeconómicas acerca de los precios finales de los bienes no controlados, con base en el anuncio gubernamental sobre reajustes en PyS, lo que debe sobredeterminar la estructura de costos y los "mark-ups", las autoridades se encargaran de guardar (activamente) la coherencia entre dichas decisiones (micro) y el desempeño de las variables macroeconómicas. Las expectativas de todos los agentes deberá, a partir de allí, mirar hacia adelante y en la misma dirección: hacia "la tabla de desinflación" que fije el gobierno.

El factor de credibilidad en las metas de desinflación, resalta crucial al inicio del programa para que un buen número de empresas planifique según dichas metas. Afortunadamente, el manejo macroeconómico reciente (en particular la negociación del crédito "Challenger") y la novedad en la aplicación de estas políticas de manejo de las expectativas en el país otorgan un buen margen de credibilidad inicial⁷. El cumplimiento cabal de las metas de crecimiento monetario, fiscal y cambiario (y su coherencia con los anuncios de reajustes en PyS) determinará que aquellas empresas que no planificaron y ajustaron sus precios finales a dichas metas, no encontrarán demanda para sus productos (a esos precios desalineados). Otras empresas se ajustan a la demanda real existente o empezarán a incrementar sus inventarios, hasta que la tasa real (también sobredeterminada) les indique la "irracionalidad" económica de financiar inventarios bajo dichas circunstancias. Las empresas eficientes que requieran revisar sus precios lo deben hacer rápidamente, mientras que resultará inevitable que muchos intermediarios (los especuladores del reino de las inflaciones del 25%) tiendan a desaparecer.

Por último, es importante aclarar que se trata de un programa de desinflación gradual. En la primera etapa, la meta será reducir la inflación de largo plazo del 25% anual (actual) al 18% anual y en la segunda se trata de alcanzar inflaciones de un dígito, como la que prevalecía a principios de los años 1970. Desde el punto de vista técnico, es posible demostrar que una desinflación gradual genera menos problemas de redistribución del ingreso que si se adopta una política de "choque frontal" (Abraham, 1988);⁸ y desde un punto de vista práctico veremos que el programa gradual adquiere mayor credibilidad en su etapa inicial.

⁷. La única experiencia reciente (y no de carácter global) se tuvo en 1985, cuando el reajuste del 10% anual en los salarios del sector público (frente a una inflación anual del 16%) se trató de convertir "en el reajuste guía" para el resto de la economía. Sin embargo, el factor determinante fue el control de la demanda agregada a través del ordenamiento fiscal y monetario.

⁸. Nos referimos a la comparación que se hace en la literatura sobre "contratos salariales escalonados" entre "cold-turke y disinflation" vs. "stepped disinflation".

A continuación esbozamos los instrumentos de este plan de políticas combinadas, los niveles iniciales en que se fijarían algunas metas, y ciertos aspectos administrativos del Plan.

Precios y salarios

Si el plan de desinflación ha de implantarse a partir de 1990, en diciembre de 1989 (inclusive antes de conocer el resultado final sobre la inflación), el gobierno debe anunciar que la tasa de reajuste para toda la economía será, digamos, el 18% anual (aplicada una sola vez al inicio de 1990). Aquí el elemento para "vender" estos reajustes es que lo que importa, bajo un programa de desinflación, es que todos los agentes, incluido el gobierno, se ajusten a una misma "tabla" que mira hacia el futuro.

Este reajuste anual debe cubrir: *i)* todos los precios controlados (que en la actualidad representan cerca del 40% de la canasta del IPC), particularmente los arrendamientos (20% del total) y los precios de algunos bienes y servicios claves producidos por el gobierno (eg. la gasolina, los servicios públicos); *ii)* el salario mínimo y los salarios de todos los empleados públicos, sin necesidad de distinguir por niveles salariales⁹; *iii)* otros "precios gafa" (adicionales al de la gasolina y el salario mínimo), tales como el precio de la carga interna de café.

Anteriormente comentamos la disyuntiva que enfrenta todo gobierno cuando decide aplicar un principio de tábularasa en los reajustes, sin estar seguro de que los precios relativos (internos) se encuentran cercanos al equilibrio.

Será conveniente adelantar un estudio sobre precios relativos, a fin de evaluar la necesidad de ejecutar o no ajustes previos a diciembre de 1989. De no necesitarse dichos ajustes previos, tanto mejor para el éxito del plan.

Un elemento importante en la credibilidad del plan para el caso colombiano es que aquí no se trata (aún) de parar un proceso hiperinflacionario (digamos con tasas del 20% mensual). En este sentido, la meta anunciada de inflación no tiene que ser del "cero por ciento", cuestión difícil de "vender", dada la realidad histórica de los últimos 25 años. Planteamientos realistas, como el aquí propuesto, que intentan reducir en 7 puntos porcentuales la tasa de inflación de largo plazo tienen definitivamente mayor credibilidad inicial que cuando las metas implican reducciones de 50 ó 100 puntos porcentuales.

⁹ Existen fuertes razones para pensar que los reajustes en los salarios nominales no deben constituirse en un instrumento de redistribución del ingreso, especialmente si acaba de adoptarse una reforma tributaria que incluya estos elementos.

Tasa de cambio nominal

A diferencia de los planes heterodoxos y precisamente por que no se trata de un tratamiento de "choque total", la tasa de cambio nominal no debería congelarse, sino "meterse en la misma tabla de desinflación" gradual. Sin embargo, dada las actuales cargas de la deuda y la incertidumbre que continúa reinando en el sector externo colombiano (a pesar del buen nivel de las reservas internacionales actualmente), no seríamos partidarios de que dicha inclusión en la "tabla de desinflación" se haga explícita (ie. no debe haber un compromiso en diciembre de 1989 de que la devaluación nominal peso/dólar será también del 18% durante 1990). El manejo inicial, digamos en el primer trimestre de 1990 sí debería mostrar una devaluación anualizada del 18% para dar credibilidad al plan. Si por alguna circunstancia la desinflación funciona, pero a un ritmo menor (digamos se reduce del 25% al 20% anual), la tasa de cambio nominal debería moverse en el sentido de mantener una TCR de equilibrio.

Al respecto hay experiencias que hablan en favor de esta política cautelosa en la tasa de cambio. Por un lado, tenemos los desastrosos resultados de la política chilena (1978-80) al haber atado explícitamente la devaluación a una "tabla" que resulta no estar sincronizada con los PyS; por otro lado, tenemos el éxito de la política coreana, que, sin fijar previamente la tasa de cambio nominal, inclusive logró devaluar su TCR, habiendo partido de inflaciones anuales del 20% (McKinnon, 1988).

Así como las cláusulas de indexación en los contratos laborales son "un seguro" contra el posible fracaso de las políticas de desinflación, el no comprometerse con una tasa de devaluación nominal en el momento del lanzamiento del programa constituye "un seguro" macroeconómico contra un fracaso o inclusive contra un éxito parcial del programa de desinflación. El país acaba de soportar un fuerte proceso de ajuste en su TCR que no puede arriesgarse a perder ni siquiera ante una política tan loable como es la de "vivir con menores niveles de inflación" en el largo plazo.

Al igual que en el caso de PyS, sería conveniente determinar si la actual TCR requiere o no de ajustes previos al lanzamiento del programa: e n dicho caso, los ajustes deberían adelantarse antes de diciembre de 1989.

Desindexación

Dado que la desinflación, en el escenario optimista, seguramente implica una trayectoria de inflaciones anuales del 24%, 22%, 20% y 18% al cierre de cada trimestre de 1990, será necesario diseñar "tablas de conversión" que eviten

ganancias reales "extraordinarias" para contratos pactados con expectativas de inflación del 30% ó 25%. Esto será particularmente importante en el sector financiero. La experiencia de otros países indica que el mecanismo administrativo idóneo para adelantar esta tarea es el control de las tasas de interés, según las "tablas de conversión"

Aquí se nos plantea nuevamente la disyuntiva de si debemos fijar o no los rendimientos financieros nominales del lado activo y pasivo. Por razones muy similares a las del manejo de la tasa de cambio nominal, nosotros recomendaríamos no comprometernos con una tabla de "conversiones" explícitamente, aunque las autoridades monetarias deben programar su "tabla" y adelantar el manejo para asegurar tasas de interés reales pasivas y activas coherentes con el desempeño del sector financiero. Dada la franca recuperación en que actualmente se encuentra el sector financiero, no resulta aconsejable fijar sus rendimientos, pues existe el riesgo de ahondar dicha recuperación.

En lo que atañe al desmonte de los mecanismos de indexación en PyS, es claro que el problema de las frecuencias en los reajustes se puede corregir en el momento del anuncio: los reajustes deben ocurrir una vez al año y por el monto del 18%. No obstante, es muy posible, especialmente en el caso de los salarios, que resulte difícil convencer a los sindicatos de remover las cláusulas de indexación. Todos los programas heterodoxos recientes fracasaron en este frente, por razones explicadas anteriormente. Lo importante, entonces, es que si subsisten dichas cláusulas de indexación, su periodicidad sea anual, precisamente para "comprarle tiempo de éxito" al programa de desinflación gradual.

Políticas de manejo de la demanda agregada

En esta parte seremos mucho más breves, gracias al conocimiento que ya se tiene del instrumental utilizado en el programa de ajuste 1985-87. Básicamente se trata de reforzar dichos logros.

Anteriormente nos referimos a la importancia de no reevaluar la TCR, lo que debe ayudar a mantener el equilibrio entre los precios relativos internos/externos. También se requiere reforzar la disciplina fiscal. Esto será crucial en una coyuntura en la que los ingresos del sector público por concepto de ventas de sus bienes y servicios (debido a su auto-control en los precios de la gasolina, el acero, los servicios públicos, etc.) se verán limitados. Sin embargo, si se mantiene el esfuerzo por el lado de los recaudos, no deberían existir mayores dificultades para cerrar 1990 con un DF no superior al 2.5% del PIB. A diferencia de todos los casos analizados en el cuadro 1, en Colombia el grave problema de "sustituir" los ingresos provenientes del impuesto inflacionario por recursos

tributarios ya se encuentra solucionado en buena medida. En particular, la abolición de las entregas automáticas de los rendimientos no tributarios de la CEC (Jaramillo y Montenegro, 1982) fue la que generó la necesidad de la reforma tributaria del período 1983-86.

El país ha ganado experiencia en el diseño y cumplimiento de metas monetarias (ie. en particular en ajustarse a crecimientos predefinidos de los billetes y M1). Esto implica que se tiene un buen instrumental para garantizar un crecimiento acorde con las metas que se anuncien. El cumplimiento estricto de estas metas resulta fundamental para asegurar el éxito del plan de desinflación. Por ejemplo, no deja de ser llamativo el hecho de que sólo en aquellos países en que se adoptaron metas monetarias explícitas se lograron éxitos de estabilización y/o ajuste (Israel, Bolivia y Colombia, ver cuadro 1). Igualmente, es muy posible que se requieran algunos controles temporales en las tasas de interés para aplicar "las tablas de conversión de rendimientos financieros", en lo cual el país también tiene una buena experiencia.

Por el momento, no creemos que sea necesario implantar un sistema de reforma monetaria (ie. cambios en la denominación de la moneda); mucho más importante es mantener la coherencia entre las metas de desinflación anunciadas y las metas monetarias.

Por último, vale la pena mencionar que del éxito de este programa de desinflación, basado en políticas combinadas, depende en buena medida que el país pueda embarcarse, en el mediano plazo, en planes más ambiciosos de desarrollo económico, tales como los de apertura del comercio internacional y liberación interna y externa del sector financiero. Un estudio que recopiló históricamente los intentos de liberación indica que la estabilidad de precios es la condición *sine qua non* para solucionar los problemas de eficiencia y crecimiento económico en los países de América Latina (McKinnon, 1988).

A continuación, presentaremos algunas simulaciones sobre los posibles efectos del programa de desinflación aquí propuesto.

4

Simulaciones: efectos de un
programa de desinflación

El marco de análisis de nuestras simulaciones es un modelo macroeconómico sencillo que pretende capturar los posibles efectos de un programa de desinflación de políticas combinadas sobre: la inflación observada y esperada; y los aspectos nominales y reales de la tasa de devaluación, los salarios, la tasa de interés, los saldos monetarios y el ingreso. A continuación, exponemos brevemente los principales determinantes de estas variables; mayores detalles pueden consultarse en el anexo.

Inflación

Siguiendo el planteamiento básico de la conocida curva de Phillips, nuestro modelo postula que si la tasa de desempleo se ubica por debajo de su "tasa natural" (de largo plazo, que puede ser estimada en 8%), surgen presiones inflacionarias vía incrementos en los salarios nominales. Estas presiones pueden ser compensadas por incrementos en la productividad del trabajo, pero también pueden ser exacerbadas por aumentos en las expectativas de inflación. En este sentido, ésta tiene un componente que consulta la situación del sector real de la economía (e.g. el mercado laboral) y otro componente que depende de las perspectivas inflacionarias.

Como lo explicamos anteriormente, dichas expectativas tienden a generar "inercia inflacionaria", razón por la cual el programa de desinflación debe intentar romperlas a través de prefijar sus principales componentes. Aquí

postulan que los principales determinantes de dichas "expectativas" son: *i)* el reajuste porcentual anual que se adopta para los salarios nominales (que usualmente viene guiado por el reajuste decretado para el salario mínimo); *ii)* la tasa de devaluación nominal del peso frente al dólar; y *iii)* la frecuencia con que se hacen reajustes en PyS (semestrales, trimestrales, etcétera).

La idea es que si se desmontan los arreglos "institucionales" de indexación (eg. menores frecuencias en los reajustes) y se prefijan la tasa de reajuste salarial y la tasa de devaluación nominal, esta última sólo momentáneamente, a niveles inferiores a los vigentes, entonces las expectativas de inflación de benajustarse a la baja. Obviamente, al disminuir estas expectativas *reteris paribus*, la inflación observada también debería tender a disminuir.

Tasa de cambio

La devaluación nominal peso/dólar contribuirá sólo de manera temporal a romper la "inercia" inflacionaria. Debido a que el proceso inflacionario continuará (a menor ritmo que el "inercial", pero a uno mayor que el de la tasa prefijada), será necesario ajustar nuevamente la tasa de cambio nominal para mantener la TCR. Sin embargo, después de este ajuste será posible alinear, casi uno a uno, la devaluación nominal con el ritmo inflacionario, el que mostrará una clara desaceleración.

Dinero, PIB-nominal y salarios

La expansión monetaria (de M1) se ajustará en cada momento al crecimiento del PIB-nominal, menos los incrementos que ocurran en la velocidad de circulación del dinero. Esta última variable está a su vez, positivamente correlacionada con la tasa nominal de interés.

Si las expectativas de inflación se reducen y con ella la inflación observada, será posible ir reduciendo gradualmente la expansión monetaria para un mismo nivel de actividad económica real. En un primer momento deberá observarse una ligera caída de la velocidad (pues, por "el principio de Fisher", al caer la inflación también caerán las tasas nominales de interés); esto implicará una inyección adicional de dinero. Sin embargo, pasado este efecto de la velocidad de circulación, la expansión monetaria se ajustará, nuevamente uno a uno, al comportamiento del PIB-nominal.

Nótese que indirectamente la expansión monetaria está prefijada por el nivel de precios al que se pretende que ocurran las transacciones, esto es el valor prefijado en los reajustes salariales. En este sentido, la coherencia

macroeconómica depende de que la expansión del dinero valide únicamente esos niveles prefijados y nada más. Aquí es donde surge la importancia de controlar el DF: una política de gasto público desordenada permitiría que las transacciones ocurran a precios superiores a los prefijados. Adicionalmente, al regular la expansión monetaria según el PIB-nominal, se está sobredeterminando el reajuste salarial factible de los períodos siguientes (ie. M1 proporciona la validación de la demanda agregada implícita en los salarios nominales). Estos reajustes salariales no deben superar la inflación más las ganancias por productividad del trabajo.

Tasa de interés e ingreso real

Finalmente, suponemos que los principales determinantes de la tasa de interés nominal doméstica son la tasa de interés nominal externa y la devaluación nominal peso/dólar (inicialmente prefijada). La suma de estos componentes determina el nivel de paridad internacional para la tasa de interés doméstica¹⁰. Esta tasa de interés nominal y el ritmo inflacionario determinan la tasa de interés real. La eventualidad que se comentaba anteriormente, sobre un control a las tasas de interés debe estar referida a esta tasa de paridad internacional.

El ingreso real viene dado entonces por los efectos que produzcan la tasa de interés real y la TCR sobre el componente de absorción del PIB-real (consumo, inversión, balanza de pagos). Adicionalmente, el PIB-real consulta la situación del mercado laboral.

En resumen, este modelo de simulación numérica guarda equilibrio entre la expansión monetaria, la inflación observada (afectada a su vez por políticas de manejo de las expectativas), el ritmo de devaluación y la tasa de interés de paridad internacional. Las metas del modelo son reducir la inflación observada y mantener una tasa de crecimiento real satisfactoria, una TCR de equilibrio y un salario real medio que crezca acorde con la productividad del trabajo.

Resultados de las simulaciones

El escenario inicial (tres trimestres) surge de combinar variables exógenas y variables de política económica, unas prefijadas por el programa de desinflación y otras que serán resultados. Los valores (anuales) de las variables exógenas son: crecimiento real del 4%; desempleo observado del 14% y "friccional" del 8%;

¹⁰ La idea es que la existencia del control de cambios no sólo permite desviaciones temporales de dicha tasa de paridad.

productividad del trabajo 1.5%; tasa de interés externa 5%; y reajustes en Pys semestrales. Los valores de política prefijados son: reajustes en Pys y devaluación nominal, ambos del 18%. Las variables resultado son: tasa de interés doméstica del 24%; cambios en la velocidad de circulación del dinero (cero al inicio); crecimiento del PIB-nominal y de los medios de pago del 30%; inflación esperada del 27% y observada del 24%; tasa real de interés de cero.

La gráfica 1 ilustra cómo esta política de desinflación requeriría ajustar la devaluación nominal al alza a la altura del cuarto trimestre, pues la inflación observada (24%) es superior a la tasa de devaluación prefijada para la tasa de cambio (18%), lo cual afecta negativamente la TCR (ver gráfica 3). Esta decisión puede afectar la credibilidad del programa, como lo comentamos anteriormente, pero es inaplazable. Aparte de su impacto sobre la credibilidad global del programa, este "ajuste por una sola vez" en la tasa nominal incrementará momentáneamente la inflación esperada y observada (ver gráfica 1).

No obstante, si simultáneamente se mantienen los Pys al 18% y se adoptan políticas creíbles de desindexación (eg. cambio "institucional" en los reajustes salariales; anuales en vez de semestrales), la inflación esperada y observada tenderá a desacelerarse a partir del quinto trimestre. Este proceso podrá continuar durante todo el segundo año del programa de desinflación si se mantiene un estricto control monetario (ver gráfica 1).

Más aún, nótese que la inflación (quinto trimestre en adelante) resulta inferior al ritmo de devaluación (el que depende, a partir de allí, del promedio de la inflación reciente). Esto permitirá incrementar la TCR a partir del séptimo semestre de implantado el programa (ver gráfica 3). Tanto la devaluación de la TCR (5%), como el descenso en la tasa de interés real (del 11% al 6%)¹¹ acelerarán el crecimiento del PIB real en cerca de 5 puntos por encima de su tendencia de largo plazo¹². Gracias a esta aceleración en el crecimiento real, la tasa de desempleo se reducirá del 14% al 8,5% al finalizar el segundo año (ver gráfica 2).

Por último, tendríamos, como resultado benéfico y directo de la desinflación, un incremento del salario medio real (SMR). La gráfica 3 muestra la evolución del nivel del salario real, que continúa mostrándolo su forma de "sierra"¹³, pero en

¹¹ En nuestro modelo, una tasa de interés real negativa tiende a reducir el ingreso real, pero tasas reales positivas elevadas tienden a contribuir poco al crecimiento real. El estímulo apropiado al crecimiento real ocurre cuando se reduce la tasa de interés real de niveles altos a niveles intermedios (eg. 6 puntos reales).

¹² Nótese que los crecimientos del PIB real puede interpretarse como aceleraciones arriba de su tendencia de largo plazo debido a que aquí estamos contemplando únicamente el efecto marginal de estas políticas de desinflación.

¹³ Esto se debe al efecto continuo de la inflación sobre unos salarios que se reajustan discontinuamente (una vez al año).

la gráfica 4 se aprecia claramente que el SMR se incrementaría en 4 puntos en el segundo año y en 3 puntos en el tercer año. No obstante, pasado el efecto fuerte de la desinflación y ante la necesidad de asegurar un éxito permanente del programa, el manejo monetario determinaría una ligera caída del SMR en el cuarto año, pero aún así este sería un 6% más alto que el observado al iniciar el programa¹⁴.

¹⁴. Nótese que este resultado es macroeconómicamente consistente con nuestro supuesto inicial de incrementos anuales en la productividad del 1.5% a mal (o sea el 1% en cuatro años). Es útil recordar que en esta simulación los reajustes salariales, después del primer año, vienen dados por el crecimiento promedio del dinero y es en este supuesto en el que descansa buena parte de la consistencia macroeconómica. Sin embargo, en otras simulaciones donde suponíamos que los reales ajustes dependían directamente de la inflación y de la productividad del trabajo, encontramos que las ganancias netas en términos del SMR tenderían a ser ligeramente menores. Esto implicaba ganancias adicionales en la TCR y una desinflación ligeramente más pronunciada.

5

Conclusiones

El análisis de algunos programas recientes de estabilización y/o ajuste permitió establecer que la condición *sine qua non* para el éxito radicaba en el ordenamiento fiscal, monetario y cambiario. Adicionalmente, vimos que es factible combinar políticas de manejo de la demanda agregada con políticas de manejo de las expectativas, con la idea de reducir de manera significativa la inflación de largo plazo. Esto se haría a través del anuncio e implantación de un programa coherente y creíble de desinflación.

El programa de desinflación aquí propuesto consiste en, primero reforzar los ajustes emprendidos en el período 1984-87 en los frentes fiscales y cambiarios y, segundo, en prefijar los reajustes anuales en PyS y crear mecanismos de desindexación.

A través de un ejercicio de simulación de un modelo macroeconómico sencillo, vimos que las ganancias netas del programa de desinflación serían (en un lapso de tres años de operación): reducir la inflación de largo plazo del 24% al 16% anual; reducir la tasa de interés real del 11% al 5,8% anual; devaluar la TCR en cerca de 8 puntos porcentuales; elevar el SMR en 6 puntos del equivalente a la productividad; acelerar el crecimiento real promedio en cerca de 4% por encima de su tendencia de largo plazo y reducir la tasa de desempleo del 14% al 7.7 por ciento.

Como vimos la posibilidad de cristalizar resultados similares a éstos, radica en la combinación y coherencia que ganen las políticas de manejo de las expectativas y de manejo de la demanda agregada. Dado que los costos mayores del ajuste en TCR y DF ya se han asumido, lo que resta es evaluar el momento

adecuado para implantar este tipo de políticas y realizar los ajustes previos (en términos de precios relativos) donde fuera necesario. Cumplida esta primera etapa de desinflación, no debería resultar difícil alcanzar inflaciones de un dígito.

Anexo

El modelo de simulación utilizado en la sección III viene dado por las ecuaciones [1] a [7], donde todas las letras minúsculas representan tasas de crecimiento, las mayúsculas niveles de las variables y las letras griegas, parámetros positivos.

En particular, nótese que: [1] representa la curva de Phillips (función del desempleo "U" y la productividad del trabajo σ) aumentada en las expectativas de inflación "x"; [2] hace "x" función del reajuste de los salarios nominales "w", de la tasa de devaluación nominal "e" y de la frecuencia de los reajustes "F"; [3] representa la regla de ajuste de "e" necesaria para mantener la TCR; [4] indica que "w" depende del crecimiento monetario "m", el que a su vez se ajusta a la diferencia entre el crecimiento del PIB-nominal y de la velocidad de circulación del dinero "v"; [5] representa la tasa de interés nominal doméstica, que se rige por el principio de paridad internacional --implícitamente $i^* = i$ (debido al supuesto de que $p^* = 0$), luego $e \approx p$ --; y [6] se refiere al nivel del PIB-real como función del mercado laboral, la TCR y el nivel de la tasa de interés real "r".

$$p = \alpha_0 (\bar{U} - U) - \sigma + \alpha_1 x \quad [1]$$

$$x = \beta_0 w + \beta_1 e + \beta_2 F \quad [2]$$

$$e = p - p^* \text{ implícitamente TCR} = E = i \cdot P^*/P \quad [3]$$

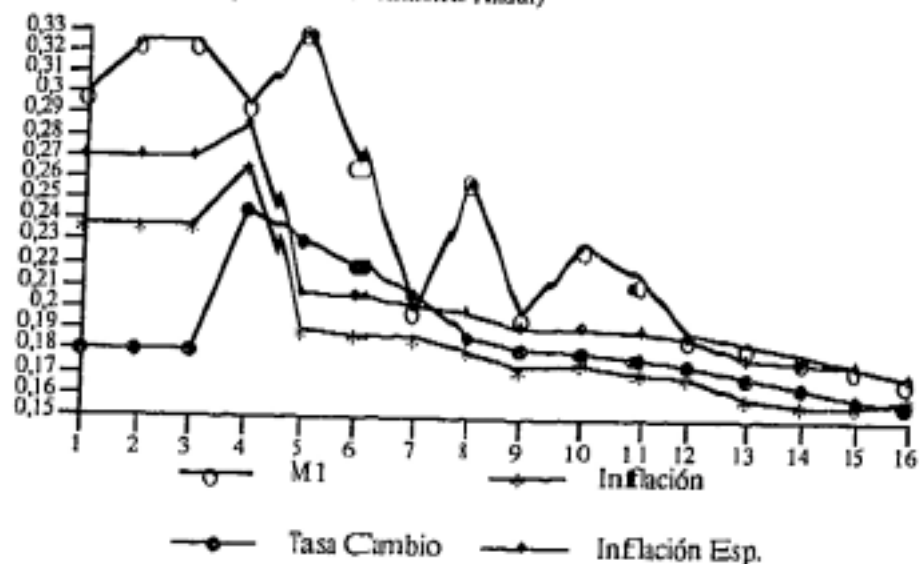
$$w = m = p \cdot y - v \quad (i) \quad [4]$$

$$i = i^* + e = r + p \quad [5]$$

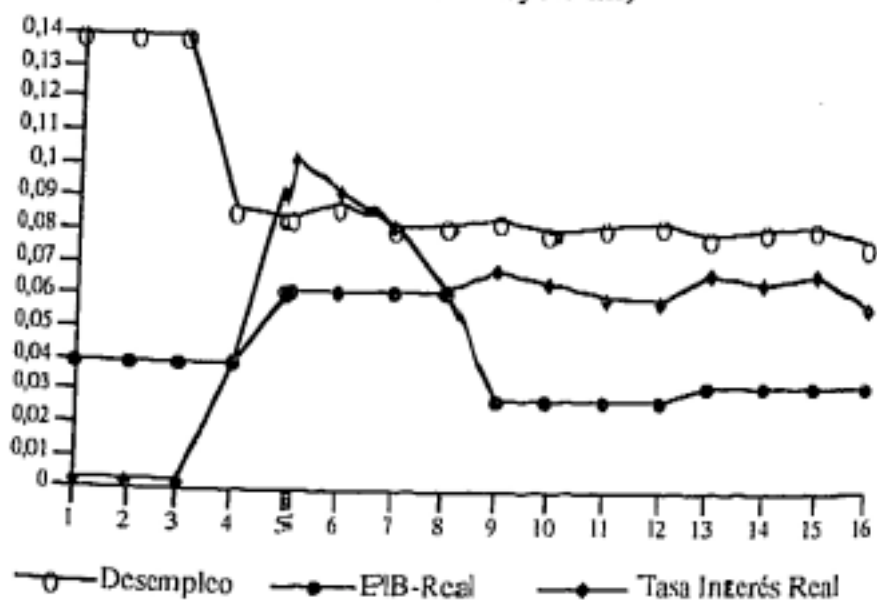
$$Y = \Gamma (\bar{U} - U) + \Gamma_1 E + \Gamma_2 r \quad [6]$$

En las simulaciones numéricas los parámetros tratan de referirse a las elasticidades de corto plazo (eg. $v_1 \approx .15$, $\alpha_0 = .30$, $\beta_0 = .30$), pero jugamos con diferentes estructuras de rezagos (en particular para "e", "u" y "M") con el fin de "calibrar" el modelo.

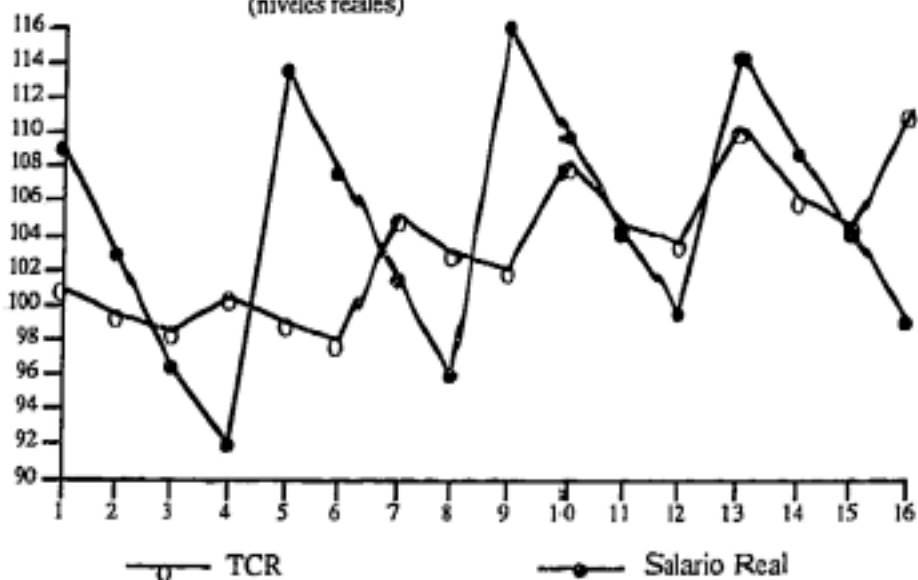
GRAFICA 1. Dinero, Tasa de Cambio e Inflación
(Tasas de Crecimiento Anual)



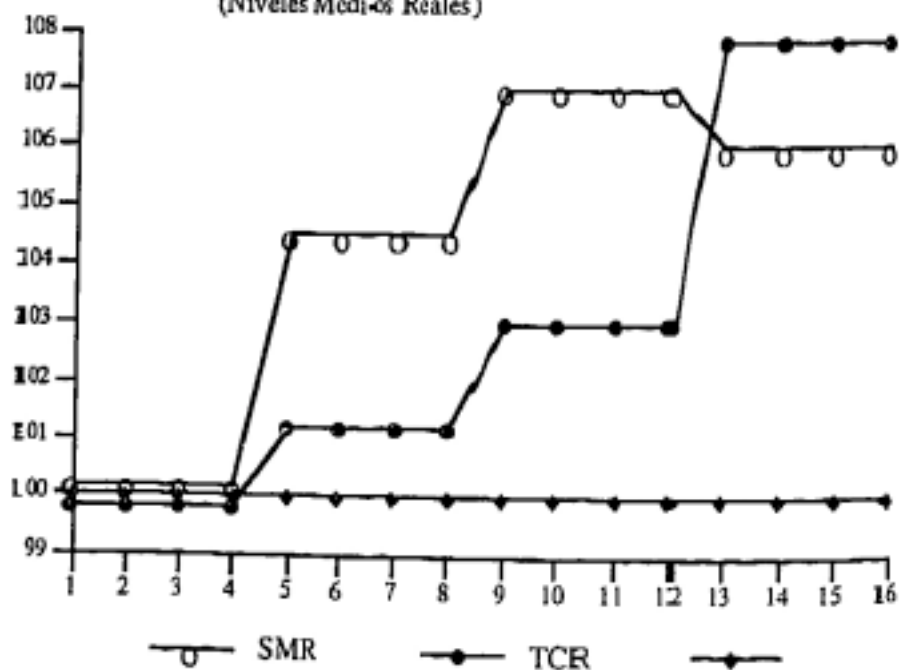
GRAFICA 2. Desempleo, PIB-Real y Tasa Interés
(Tasas de Crecimiento Anual y Niveles)



GRAFICA 3. Tasa de Cambio y Salarios
(niveles reales)



GRAFICA 4. Tasa de Cambio y Salarios
(Niveles Medios Reales)



Bibliografía

- Abraham, J.M., "Income Redistribution during Disinflation" *Journal of Macroeconomics*, 1987.
- Bruno, M. y S. Piterman, "La Estabilización de Israel: Una Reseña de dos Años" en *Inflación y Estabilización*, eds. M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch y S. Fischer, *El Trimestre Económico-Lecturas*, 1988.
- Cardoso, E. A. and R. Dornbusch, "Brazil's Tropical Plan" *American Economic Review*, mayo 1987.
- CEPAL, *Notas sobre la economía y el desarrollo*, diciembre, 1988.
- Clavijo, S., "Inflación: efectos de mayores frecuencia en los reajustes de precios y salarios" *Estrategia Económica*, marzo, 1989.
- Corden, M., "Macroeconomic Adjustment in Developing Countries", IMF, Working Paper, WP/88/13, 1988.
- Cukierman, A., "El final de la elevada inflación israelí: Un experimento de estabilización heterodoxa" en *Inflación y estabilización*, eds. M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch y S. Fischer, *El Trimestre Económico-Lecturas*, 1988.
- Dailami, M. O "Colombia, The Impact of the Tax Reform of 1986 on Corporate Cost of Capital" (CECIP, sept.), 1988.

f

- Fischer, S., "The Israeli Stabilization Program 1985-86", *American Economic Review*, mayo, 1987.
- Frenkel, R., "Heterodox Theory and Policy", *Journal of Development Economics*, No.27, 1987.
- Garay, L.J. y A. Carrasquilla, "Dinámica de l desajuste y proceso de saneamiento económico en Colombia en la década de los ochentas", *Ensayos Sobre Política Económica*, junio, 1987.
- Heyman, D., "The Austral Plan", *American Economic Review*, mayo, 1987.
- Hommes, R., "La Búsqueda de la Excelencia ..." *Estrategia Económica*, febrero, 1989.
- Jaramillo, J.C. y A. Montenegro, "La Cuenta Especial de Cambios" *Ensayos Sobre Política Económica*, septiembre, 1982.
- McKinnon, R.I., *Financial Liberalization and Economic Development: A Reassessment of Interest-Rate Policies in Asia and Latin America*, International Center for Economic Growth, 1989.
- Modiano, E. M., "El Primer Intento del Cruzado" en *Inflación y Estabilización*, Eds. M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch y S. Fischer, *El Trimestre Económico-Lecturas*, 1988.
- Morales, J.A., "La Inflación y la Estabilización en Bolivia" en *Inflación y Estabilización*, eds. M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch y S. Fischer, *El Trimestre Económico-Lecturas*, 1988.
- Okun, A., "Efficient Disinflationary Policies" *American Economic Review*, mayo, 1978.
- Sachs, J., "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization" *American Economic Review*, mayo, 1987.
- Sargent, J., "The Ends of Four Big Inflation" In *Inflation*, ed. R. Hall, NBER&U. of Chicago, 1982.
- Tanzi, V., "Fiscal Policy, Growth, and the Design of Stabilization Programs", IMF, Working Paper, WP/87/1, 1987.

- Thurow, L., *Zero Sum Society*, Penguin Books, N.Y., 1982.
- Tobin, J., "The Monetarist Counter-Revolution", *The Economic Journal*, marzo, 1981.
- World Bank., *World Debt Tables 1988-89*. Vol. II, 1988.

Índice

Presentación

Introducción

Capítulo 1. Lecciones de algunos programas de estabilización de precios y/o ajustes macroeconómicos

Capítulo 2. Instrumentos de política de los programas heterodoxos

Capítulo 3. Elementos de un programa de desinflación de políticas combinadas: el caso colombiano

Capítulo 4. Simulaciones: efectos de un programa de desinflación

Capítulo 5. Conclusiones

Anexo

Bibliografía