



PERSPECTIVAS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Fiel a la meta

Un régimen de metas de inflación sigue siendo el mejor camino para transitar tiempos difíciles

Leonardo Villar

Desde su debut en 1990, el régimen de metas de inflación ha tenido en general muy buenos resultados como estrategia de política monetaria. La mayoría de los países que lo adoptaron lograron reducir la inflación y la volatilidad inflacionaria. En varias economías de mercados emergentes, este régimen les ha permitido transformar las políticas monetarias procíclicas —que tienden a amplificar los ciclos económicos ascendentes y profundizar los descendentes— en medidas contracíclicas que contribuyen a estabilizar el crecimiento del PIB.

Un buen ejemplo es mi propio país, Colombia. Introdujimos las metas de inflación en 1999 tras 30

años de inflación estable pero persistentemente alta. Antes de su aplicación, el banco central tenía que lidiar con mecanismos complejos de indexación, que perpetuaban la inflación, y se veía obligado a usar el tipo de cambio como ancla nominal de la economía en un contexto de inflación relativamente alta y de volatilidad de la balanza de pagos. En esas condiciones, el banco central no tenía más alternativa que responder a los ciclos y shocks externos con políticas monetarias procíclicas para estabilizar el tipo de cambio.

Punto de inflexión

Tras adoptar el régimen de metas de inflación, Colombia pudo por primera vez tomar medidas de política monetaria contracíclica. Las autoridades empezaron por permitir la fluctuación del tipo de cambio, lo que constituyó la primera línea de defensa contra los ciclos y shocks externos. Esto se pudo evidenciar en las respuestas monetarias a la crisis financiera mundial de 2007–09 y el shock de COVID-19 en 2020. Durante ambos episodios, las autoridades permitieron que la moneda local se depreciara y recurrieron a la credibilidad de la meta de inflación, más que al tipo de cambio, como ancla nominal de la economía.

La estrategia también tuvo buenos resultados para hacer frente al shock inflacionario de 2014–16 cuando Colombia debió enfrentar simultáneamente el deterioro de los términos de intercambio tras el colapso del precio del petróleo, una grave sequía y otros shocks que afectaron la oferta. Producto de estos factores, la depreciación nominal anual llegó a 68% en 2015 y la inflación subió del 3% a mediados de 2014 a 9% en julio de 2016, para volver a descender a la meta del 3% algunos años después, sin que ello afectara considerablemente a la producción. La credibilidad de la política monetaria y la estabilidad relativa de las expectativas de inflación a largo plazo fueron fundamentales para lograr este ajuste.

Dificultades posteriores a la COVID-19

Las economías de mercados emergentes con regímenes de metas de inflación enfrentan desafíos sumamente difíciles tras la COVID-19. Los regímenes adoptados dependen, en gran medida, de la credibilidad de las autoridades para mantener la inflación cerca de la meta, y esto no ha sucedido desde 2021.

Una vez más, Colombia es un buen ejemplo. La inflación subió de menos de 2% en 2020 a 13,1% en 2022, la tasa más alta desde que se adoptó este

régimen. Este aumento obedeció esencialmente a los precios de los alimentos, que subieron a una tasa anual de casi el 28% en 2022 en respuesta a shocks de oferta internos e internacionales.

Una fuerte recuperación de la demanda agregada también contribuyó al aumento de la inflación. El PIB de Colombia creció más de 10% en 2021 y un 8% en 2022 y su déficit creciente en cuenta corriente está próximo a un máximo histórico, pese a los términos de intercambio favorables que tuvo el país en 2022. El exceso de demanda también ha provocado una tendencia alcista de la inflación subyacente —que excluye los precios regulados y de alimentos—, la cual pasó de 2,5% en 2021 a 9,5% en 2022.

Una fuerte depreciación de la moneda local también ha incidido en las tendencias de inflación. Para finales de 2022, el peso colombiano se había depreciado 38% respecto de principios de 2021. Esta depreciación es mayor que en la mayoría de los países de América Latina y ha acompañado el deterioro de la percepción del riesgo país en los últimos dos años, durante los cuales el país ha tenido déficits fiscales mucho mayores que los de otros países de la región.

A esto se suman diferentes mecanismos de indexación que también afectan a la inflación. Un catalizador fundamental es el aumento anual del salario mínimo que se define al principio de cada año en función de la inflación pasada. Al respecto, 2022 y 2023 han sido años peculiares, pues el salario mínimo subió 10% y 16%, respectivamente, muy por encima de la inflación general. Estos incrementos del salario mínimo han contribuido a mantener la inflación elevada debido a su impacto en los costos de producción y la típica espiral salarios-precios, en la cual los precios aumentan como consecuencia de mayores salarios, los que a su vez suben para compensar los aumentos de precios.

Comunicación y transparencia

En estas condiciones difíciles, la política monetaria se ha endurecido a niveles sin precedentes. Hasta el momento, el Banco de la República de Colombia ha subido la tasa de intervención del 1,75% en septiembre de 2021 a 12,75% en enero de este año.

Además, la sucesión de shocks inflacionarios desde 2021 y la consiguiente necesidad de reevaluar la respuesta de la política monetaria han presentado un reto para las comunicaciones del banco central. Ante el impacto inflacionario, grande y prolongado, de esos shocks, se requiere un largo período de convergencia hacia la meta de inflación que es preciso explicar al público. Una convergencia demasiado rápida puede acarrear un costo muy alto para el producto y el empleo, pero si se prolonga por mucho tiempo se corre el riesgo de desanclar las expectativas de inflación.

El banco central ha expresado públicamente que el proceso de endurecimiento no ha terminado y que tiene el firme compromiso de bajar la inflación a la meta del 3% en dos años, con una desviación aceptable de 1 punto porcentual. Por fortuna, las expectativas de inflación son ampliamente congruentes con la trayectoria de convergencia que deseamos.

Las metas de inflación han ayudado a Colombia a hacer frente a shocks económicos de formas que antes no eran posibles

Ancla de credibilidad

Se espera que la inflación disminuya rápido a juzgar por los patrones históricos, pero probablemente permanezca por encima de la meta durante el período más largo desde que se introdujo el régimen de metas de inflación. Por esta razón, será más difícil mantener la credibilidad de la meta como ancla principal de la economía.

A todas luces, los desafíos en materia de política monetaria serán particularmente difíciles en 2023 y 2024. Esperamos una fuerte desaceleración de la actividad económica que recortaría el crecimiento del PIB a un magro 0,2% en 2023 como consecuencia del endurecimiento de las condiciones financieras, un crecimiento más lento de nuestros socios comerciales y una política de contracción monetaria vital que garantice la convergencia hacia la meta del banco central.

Estos desafíos no menoscaban la estrategia de metas de inflación. Antes bien, refuerzan la importancia de fortalecer su función de ancla y la necesidad de aplicar una política de contracción monetaria en la coyuntura actual que demuestre el compromiso del banco central con una meta de inflación explícita y creíble.

Las metas de inflación, combinadas con un tipo de cambio flotante, han sido beneficiosas para la economía colombiana. Le han permitido al país enfrentar shocks económicos en formas que antes no era posible. Estamos convencidos de que aumentar su credibilidad sigue siendo el mejor camino para superar estos tiempos difíciles. **FD**

LEONARDO VILLAR es gerente general del Banco de la República, el banco central de Colombia.