

Banco de la República
Subgerencia de Estudios Económicos

EVIDENCIA SOBRE LAS DESINFLACIONES

Experiencia Internacional

Preparado Por :

Eduardo Sarmiento
Adriana Pontón
Carlos Humberto Cardona

Una versión preliminar fue Presentada en el Seminario del Banco de la República en Noviembre de 1997 y corregida en Abril y Julio de 1998. Agradecemos los comentarios y sugerencias de Juan Carlos Echeverry, José Darío Uribe, Hernando Vargas, Luis Eduardo Arango y Alberto Carrasquilla. Los errores y las opiniones aquí expresadas son responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen el pensamiento de la Institución, ni de su Junta Directiva.

EVIDENCIA SOBRE DESINFLACIONES :EXPERIENCIA INTERNACIONAL

Eduardo Sarmiento

Adriana Pontón

Carlos Cardona

Resumen

En el presente artículo se analizan las políticas desinflacionarias utilizadas para lograr el paso de inflación moderada a inflación de un dígito en 9 países cuya estructura es semejante a la colombiana y cuyo éxito desinflacionario ha sido sostenible. Estos son : Chile, Bolivia, Grecia, España, Portugal, Irlanda, Israel, Nueva Zelandia e Islandia. Además, para cada uno se utilizan dos criterios de análisis: se identifica un episodio desinflacionario (según metodología de Ball) y se selecciona un año de quiebre en la inflación (según definición de los autores); así, se evalúa el comportamiento de políticas económicas durante el episodio desinflacionario, y antes y después del quiebre. Las políticas evaluadas son : control monetario, contracción de los salarios reales, disminución del déficit fiscal y revaluación del tipo de cambio. También se mide el costo de desinflar en términos del crecimiento del producto. Así mismo, se rozan aspectos de desarrollo institucional importantes en el logro de inflaciones bajas. Se compara el caso colombiano con respecto a estas políticas y se trata de responder porqué Colombia no ha logrado un dígito.

I. Introducción

II. El Caso Colombiano

III. Experiencia Desinflacionaria de los Países:

A. Aspectos Generales

B. Aspectos Particulares

1. Chile
2. Bolivia
3. Grecia
4. España
5. Portugal
6. Irlanda
7. Israel
8. Nueva Zelanda
9. Islandia

IV. Conclusiones

V. Bibliografía

I. Introducción

En el **Cuadro 1** se muestran todos los países que después de 1950 han presentado episodios de inflación moderada¹. En total son 43, es decir, el 27% de las naciones han experimentado, al menos una vez, inflación moderada en el periodo de la postguerra, incluyendo tanto desarrollados como en desarrollo.

De estos 43 países, 25 han logrado disminuirla a niveles bajos (**Cuadro 1, última columna**). En el **Cuadro 2** se muestran los 18 restantes, quienes no han logrado inflaciones de un dígito hoy día; de ellos, 13 aún continúan con inflación moderada. Además, se subraya cómo Colombia es el único país en el mundo con 25 años consecutivos de inflación moderada, cuando el promedio mundial en duración del episodio moderado es de 5 años. Así, Grecia y Portugal, que eran los siguientes en el ordenamiento de máxima duración en inflación moderada (14 y 12 años, respectivamente), alcanzaron un dígito en los primeros años de los 90's, años en los cuales otros 7 países latinoamericanos también lograron la meta de un dígito. Entonces, con la excepción de Grecia, Portugal y por supuesto, Colombia, la inflación moderada en el mundo ha sido solo una experiencia transitoria, bien cuando se salta de inflación baja a moderada, o bien cuando se pasa de hiperinflación a inflación moderada y luego a baja.

La motivación central del trabajo y la importancia para Colombia se fundamenta en las implicaciones que tiene para cualquier país permanecer con una inflación moderada cuando la tendencia mundial es a la reducción de la inflación y a la generalización de inflaciones de un dígito, incluyendo diversos países de América Latina. Permanecer con una inflación por encima de la media propicia inestabilidad en la tasa de cambio real y en los precios relativos, además, de entorpecer la globalización de la economía.

¹ Moderada entendida según la definición de Dornbusch y Fischer (1992) : inflaciones entre el 15% y el 30% durante 3 años o más. Nosotros entendemos inflación baja entre (-∞, 15%), inflación de un dígito entre (-∞, 10%), inflación alta entre (30%, 100%) e inflación muy alta entre [100, +∞).

Cuadro 1

Países con Episodios de Inflación Moderada 1949-1997 (1)				
Número total de países analizados:162				
País	Máxima Duración en Inflación Moderada (Número Años)	Periodos	Aquellos que logran bajar a un dígito (Año)	
1	Reino Unido	4	1974-77	1981
2	Italia	4	1974-77, 1980-82	1985
3	Grecia	9	1979-87, 1990-92	1995
5	Irlanda	3	1974-76, 1980-82	1984
6	Portugal	12	1974-85	1992
7	España	6	1975-80	1985
8	Israel	5	1987-91	1997
9	Turquía	5	1956-60, 1973-77	
10	Bahrein	5	1974-78	1982
11	Irán	4	1980-83, 1986-89, 1991-93	
17	Egipto	6	1986-91	1996
4	Islandia	4	1986-89	1991
12	Nueva Zelandia	3	1980-82	1988
13	Corea	3	1974-76, 1979-81	1982
14	Myanmar	4	1987-90, 1994-96	
15	Maldivas	4	1979-82	1993
16	Pakistán	3	1973-75	1982
18	Sudáfrica	3	1985-87	1993
19	Congo (Zaire)	4	1972-75	
20	Ghana	3	1973-75	
21	Kenya	3	1990-92	1995
22	Zimbabwe	4	1993-96	
23	Seychelles	4	1972-75	1982
24	Sierra Leona	4	1993-96	
25	Sudan	3	1973-75, 1980-82	
26	Swazilandia	3	1979-81	
27	Tanzania	3	1981-83, 1991-93	
28	Samoa	3	1981-83	1995
Países Latinoamericanos				
29	Argentina	4	1962-65	1994
30	Bolivia	4	1988-91	1993
31	Brasil	5	1968-71	1997
32	Chile	4	1951-54, 1965-68, 1989-92	1995
33	Colombia	25	1973-97	
34	Costa Rica	6	1987-92	
35	Ecuador	4	1994-97	
36	El Salvador	4	1987-90	1996
37	Haití	4	1990-93	
38	Honduras	7	1994-97	
39	México	8	1974-81, 1989-92	
40	Paraguay	4	1954-57, 1987-89, 1991-94	1996
41	Uruguay	3	1969-71	
42	Granada	5	1977-81	1982
43	Jamaica	3	1973-75, 1984-86	

Fuentes y Notas:

(1) Utilizando los datos anuales del FMI y escogiendo episodios en los cuales se cumple estrictamente con los criterios de Dornbush y Fischer (1991) : inflaciones entre [15%-30%] al menos durante tres años consecutivos. En datos anuales esta muestra difiere de la de Dornbush y Fischer, ibid.

* En el caso de Grecia se incluyen los años de 1988 y 1989, años en los cuales la inflación fue de 13.5% y 13.7%, respectivamente.

Cuadro 2

De los países con Episodios de Inflación Moderada Aquellos que actualmente no han logrado inflación de un dígito				
		Máxima Duración en Inflación Moderada (Número Años)	Inflación en 1997 %	
<i>Con Inflación Alta o Extrema</i>				
1	Turquía	5	86	
2	Congo (Zaire)	4	659	*
3	Sudan	3	120	**
<i>Con Inflación Moderada</i>				
1	Colombia	25	18	
2	México	8	21	
3	Sierra Leona	4	23	*
4	Zimbabwe	4	21	*
5	Haití	4	21	
6	Honduras	4	20	
7	Irán	4	17	*
8	Myanmar	4	16	
9	Ecuador	3	30	
10	Ghana	3	28	
11	Jamaica	3	26	
12	Uruguay	3	20	
13	Tanzania	3	16	
<i>Con Inflación Baja</i>				
1	Costa Rica	6	13	
2	Swazilandia	3	12	*
* Información hasta 1996				
** Información hasta 1993				
Fuente: FMI				

II. El Caso Colombiano

¿Porqué después de 7 años de experimentar un episodio desinflacionario (1991-1997)², Colombia aún no ha podido llegar a niveles de un dígito y solo ha alcanzado un mínimo de 17.7% en 1997 ?

Cuando la preocupación generalizada eran las hiperinflaciones, Colombia se observaba como un país conservador con éxito en sus resultados inflacionarios, mientras, hoy día encuentra dificultades para nivelar su inflación a la de los otros países latinoamericanos. Ante esto, las preguntas naturales son, cuales han sido las causas para que Colombia no haya podido disminuir la inflación a un dígito? Hemos seguido políticas equivocadas, distintas, o cual nos falta? simplemente, nos hace falta tiempo? Somos estructuralmente distintos a otros países en donde se ha logrado la meta de un dígito?

Con respecto a las causas, se puede identificar primero, la indexación en distintos campos como en el salarial, el financiero y el cambiario. En Colombia, los salarios dependen de la inflación pasada. Así, los agentes no incorporan en sus acciones la reducción de la inflación, de lo cual se deriva un sobreajuste en los salarios -observando un crecimiento por encima del producto en el salario real industrial desde 1991- (**Cuadro 3, columnas 4 y 7**). Lo anterior afecta los costos de producción y financiación de las empresas y los costos hipotecarios de los hogares³.

En cuanto a la indexación cambiaria, desde 1967 hasta 1990 se aplicó el sistema de devaluación gota a gota, cuyo objetivo era mantener en una tasa de cambio real que se consideraba de equilibrio. A partir de 1991 se inició la liberalización de la tasa de cambio con un rango de fluctuación pequeño y en 1994 se definió claramente el sistema de bandas cambiarias cuya amplitud era mayor a la de 1991-93, con la idea de que la tasa de cambio real de equilibrio se encontraba dentro de las bandas. Así, con una tasa de cambio mas flexible se favorecía la política monetaria. Solo en 1997 parte del gobierno manifiesta su preocupación por obtener metas de tasa de cambio real con objetivos competitivos y la tasa de cambio real recuperó mas de 5 puntos reales. Dentro del contexto desinflacionario, la tasa de cambio real como meta implica una indexación hacia atrás, que afecta la disminución de la inflación.

La segunda causa está relacionada con problemas de credibilidad de los agentes con respecto a las políticas implementadas. La no credibilidad puede surgir de la inconsistencia en el programa macro. En el caso Colombiano las políticas monetaria y fiscal han sido divergentes o expansivas en los 90's: entre 1992-93, si bien la política fiscal era contractiva, la política monetaria era expansiva ; entre 1995-96 la política monetaria era restrictiva, mientras el déficit fiscal aumentaba; y en 1997, tanto la política monetaria como la fiscal fueron expansivas (**Cuadro 3, columna 3 y 5**). Además, el retroceso en la política cambiaria en 1997 tampoco otorgó consistencia al programa macro.

² según la metodología de Ball (1993) cuya explicación se encuentra en el Cuadro 5.

³ La tasa de interés de los préstamos hipotecarios está determinada por el sistema de Unidad de Poder Adquisitivo Constante -UPAC- la cual hoy día se define como en el 74% del interés promedio de los Depósitos a término Fijo DTF-.

Cuadro 3**COMPORTAMIENTO MACRO COLOMBIANO (1987-1997)**

	Inflación	Devaluación Real	Crecimiento Dinero Real	Crecimiento Salario Real Industrial	Déficit Fiscal % PIB	Tasa de Interés Real Pasiva	Crecimiento del PIB
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1987	24	2,4	7,2	0,5	-10,3	5,5	5,4
1988	28,1	0,1	-1,8	0,2	-9,8	4,2	4,1
1989	26,1	2,1	2,4	-0,3	-7,9	6,0	3,4
1990	32,4	12,2	-5,0	-3,6	-0,9	3,0	4,3
1991	26,8	-2,9	4,7	3,8	0,4	8,2	2,0
1992	25,1	-5,2	10,9	6,3	-0,3	1,3	4,0
1993	22,6	0,7	6,0	8,2	0,1	2,6	5,4
1994	22,6	-7,0	2,2	8,9	3,9	5,5	5,8
1995	19,5	1,6	0,6	3,2	-0,7	10,7	5,7
1996	21,6	-2,3	-4,2	1,4	-1,9	7,8	2,0
1997	17,7	-6,6	3,4	6,2	-2,9	5,4	3,2

Así, la inconsistencia impide que el gobierno genere un consenso nacional para que tanto los salarios como las tasas de interés se indexen con la meta de inflación (indexación hacia adelante). Por lo tanto, la política salarial y la política financiera, generan mayor incoherencia macro.

Una tercera causa puede estar relacionada con el hecho de que los ciudadanos colombianos no perciben la reducción de la inflación como un beneficio y tan pronto se implementan políticas desinflacionarias los gremios y los sindicatos protestan, con el fin de obtener ganancias sectoriales y presionan hasta el retroceso de las mismas. Ello es evidente en la no aceptación de una política monetaria contractiva con altas tasas de interés en el corto plazo, puesto que las tasas de endeudamiento de largo plazo están atadas a las tasas de captación de corto plazo; así, una política monetaria persistentemente restrictiva pone en peligro al sistema financiero al elevar su cartera vencida. Por lo cual, sería necesario proponer al sistema financiero un mecanismo de captación de largo plazo basado en tasas de interés reales, en donde se incorporaran las expectativas inflacionarias de largo plazo.

Incluso, algunos agentes del proceso político se oponen a una política monetaria y fiscal restrictiva que reduzca la inflación con su consecuente efecto recesivo sobre el crecimiento del producto, con el argumento de que ello empeora la situación de empleo, pobreza y violencia del país. Sin embargo, otros países más pobres que Colombia en términos de ingreso per capita y con situaciones de orden público semejantes a la de nuestra nación, como son El Salvador y Perú, han logrado inflaciones de un dígito. Luego, el argumento es exclusivamente político y de corto plazo, empeorando la situación de largo plazo de la sociedad como un todo.

Así, distintos investigadores han evaluado los efectos perversos de la inflación en el largo plazo. Uribe (1994)⁴ identifica cómo niveles de inflación moderada entre el 15-30% inciden negativamente en la productividad de los factores al originar distorsiones en los precios relativos, reduciendo la eficiencia en la asignación de recursos. Partow (1995b)⁵ también encuentra una relación directa negativa entre el crecimiento del producto y la inflación, además de un efecto negativo indirecto a través de la disminución de la inversión y el gasto público. Entonces, menores niveles de inflación podrían estar relacionados estados superiores de crecimiento e incrementos en la productividad de los factores.

A su turno, la caída de la inflación aumenta la acumulación de capital en Roldos (1994) y en Rebelo y Vegh (1995), a través de la reducción del interés nominal, dada una restricción de “cash in advance” para la adquisición de bienes de inversión.

Carrasquilla, Galindo y Patrón (1994) estiman los beneficios para Colombia de reducir la inflación a causa del aumento de la demanda de dinero. La reducción de la inflación del 25% al 5%, origina un alza del bienestar equivalente a un aumento en el consumo de

⁴ El autor estima que en Colombia una reducción de la inflación en 10% puede aumentar el crecimiento del producto en cerca de 1%.

⁵ La relación entre el crecimiento del producto y la inflación es obtenida con una estimación VAR.

11,6%. Mientras, Posada (1995) estima el límite superior del beneficio de reducir la inflación de 20% a 10% igual a un aumento del consumo de estado estable de 1,2%.

III. Experiencia Desinflacionaria de los Países:

A. Aspectos Generales

Para tratar de contestar las otras preguntas expuestas inicialmente en el caso colombiano⁶, se decidió observar la experiencia internacional, seleccionando de los 25 países que experimentaron inflaciones moderadas y lograron bajar a un dígito, 9 que tuviesen una estructura semejante a la colombiana: economías pequeñas, abiertas o semi - abiertas y vulnerables a los choques externos. Estos son, Chile, Bolivia, Grecia, España, Portugal, Irlanda, Israel, Nueva Zelandia e Islandia.

En varios de los 9 países se han enfrentado dificultades similares a las colombianas en cuanto a falta de credibilidad, a inconsistencia entre la política fiscal y monetaria, y a culturas indexatorias. Algunos han utilizado tipo de cambio con objetivos de competitividad externa y han experimentado episodios desinflacionarios largos. Sin embargo, el objetivo de reducir la inflación ha sido obtenido en la medida que las limitaciones anteriores han sido superadas, lo cual en algunos casos ha implicado el inicio de un nuevo programa desinflacionario.

Para cada uno de ellos se identifica un episodio desinflacionario⁷ y un año de quiebre en la inflación (**Cuadro 4, columnas 2 y 3**). En este trabajo se define quiebre inflacionario como el año en el cual se cumplen las siguientes características:

- a. La inflación pasa de moderada a baja o de baja a un dígito
- b. La disminución en la inflación es máxima
- c. Su nivel bajo persiste en el tiempo (no hay retroceso).

Todos bajan a inflación un dígito en el año del quiebre o en el año siguiente, con la excepción de Portugal e Israel, quienes tardan 4 y 5 años más, respectivamente, para lograr un dígito.

España es el país con el episodio desinflacionario más largo (11 años) y el que más se demora en obtener el quiebre inflacionario (8 años, entre 1977 y 1985). Según la muestra de los 9, después de iniciado el episodio desinflacionario, el quiebre se logra a los 3,5 años, en promedio. Para el caso colombiano, si nos ubicamos en la cota superior (España) y el quiebre solo estuviera determinado por la duración de la desinflación, Colombia llegaría a inflación baja 1999 (es decir, 8 años después del inicio del episodio desinflacionario) y por mucho tardaría 6 años más en lograr un dígito si la política fuera gradual, asumiendo que Colombia se comportara como el caso extremo Portugal, que es el país con la duración máxima entre año de quiebre (1986) y la obtención de un dígito (1992).

6 Específicamente, "Hemos seguido políticas equivocadas, distintas, o cual nos falta? simplemente, nos hace falta tiempo? Somos estructuralmente distintos a otros países en donde se ha logrado la meta de un dígito?"

7 según metodología Ball (1993), cuya explicación se encuentra en el Cuadro 5

Cuadro 4**EPISODIO DESINFLACIONARIO Y QUIEBRE**

	Periodo de Inflación Moderada	Últimos Episodios Desinflacionarios	Año del quiebre Inflacionario	Nivel	Año en que logran un dígito
		(1)	(2)		
GRUPO 1					
Chile	1989-1992	1990-1997	1995	8,20	1995
Bolivia **	1988-1991	1991-1994	1992	12,10	1993
Colombia	1973-1997	1991-1997	aún no	aún no	aún no
GRUPO 2					
Grecia	1979-1992	1991-1997	1994	10,90	1995
España	1975-1980	1977-1988	1985	8,80	1985
Portugal	1974-1985	1984-1987 1990-1997	1986	11,60	1992
Irlanda	1974-76/1980-82	1981-1988	1983	10,50	1984
Israel	1987-1991	1989-1993 1994-1997	1992	11,90	1997
Nueva Zelandia	1980-1982	1986-1992	1988	6,40	1988
Islandia	1986-1989	1988-1995	1991	6,80	1991

(1) Según metodología de Ball (1993). *ibid.*

(2) Se identifica Quiebre inflacionario cuando se cumplen las siguientes tres características :

- a. La inflación pasa de moderada a baja o de baja a un dígito
- b. La disminución en la inflación es máxima
- c. Su nivel bajo persiste en el tiempo (no hay retroceso).

** Bolivia presenta un segundo episodio desinflacionario que se inicia 1995 hasta hoy día. Ver cuadro 5

Al medir la Razón de Sacrificio (**Cuadro 5**) se observa que no siempre la reducción de la inflación está acompañada de pérdidas en el producto. También se percibe que los países que han vivido un segundo episodio desinflacionario pasando de inflación baja a un dígito (Israel y Portugal) y cuyo ajuste fiscal y monetario había sido logrado antes del inicio del episodio desinflacionario (Chile e Israel en el primer episodio), la disminución en la inflación ha favorecido el crecimiento en el producto. Así, para Colombia cada punto de pérdida en la inflación ha significado una caída en el crecimiento del producto de 0.40%.

En general, un programa de desinflación puede llevarse a cabo de dos formas, con la contracción de la demanda o a través del control directo de los precios. La demanda disminuye al bajar el crecimiento de los agregados monetarios, subir la tasa de interés, revaluarse el tipo de cambio, disminuir la demanda del sector público y subir los impuestos. La política alternativa es controlar directamente precios tales como los salarios, el tipo de cambio, los servicios públicos y el transporte. Por lo cual, el presente trabajo analiza las políticas monetaria, fiscal, cambiaria y de salarios de los 9 países seleccionados.

En términos de las políticas aplicadas, en el caso colombiano a partir de 1991, el ancla de la desinflación ha sido la tasa de cambio⁸, acompañada de restricción monetaria en 1991 y en 1994-96 y de restricción fiscal en 1991-94.

Al igual que en Colombia, en la mayoría de los países se aplica como ancla el tipo de cambio, pero las políticas complementarias de reducción en los salarios y de control monetario tienden a ser más fuertes; el ajuste fiscal es fundamental en la mayoría, aunque no en todos ello implica obtener superávits.

Manteniendo la definición de “año de quiebre”, este trabajo evalúa qué políticas se aplicaron y durante cuánto tiempo antes del quiebre, después del mismo y a lo largo del episodio desinflacionario.

En cuanto a la política cambiaria, de los 9 países, 7 revalúan anualmente 5 puntos reales durante 4 años, en promedio, antes del quiebre, es decir, *pierden 20 puntos reales antes del quiebre* (**Gráfico 1**); 5 de ellos continúan revaluando anualmente 3.4 puntos reales durante 3 años más, en promedio, *perdiendo 17 puntos más después del quiebre*. Colombia ha revaluado 2.7 puntos reales anualmente durante 6 años (1991-1996) y en 1997 asumió un retroceso en la política devaluando 7 puntos. Por lo tanto, si solo se requiriera política cambiaria para obtener el quiebre inflacionario, a Colombia le faltarían perder 11 puntos más en la tasa de cambio real⁹ para obtener inflación baja o de un dígito. Pero como la tasa de cambio real es una variable endógena, una política fiscal restrictiva contribuiría al logro de un dígito con menores niveles de revaluación real y con menores efectos negativos sobre la cuenta corriente.

El país cuya política revaluacionista ha sido más fuerte ha sido Nueva Zelanda perdiendo casi 50 puntos reales en tres años hasta el logro de un dígito. Israel ha sido el país que ha

8 desde 1991 hasta 1996 ha habido revaluación real

9 Entre 1991 y 1996 perdió 16.2 puntos en la TCR menos 7 puntos que ganó la TCR

Cuadro 5

RAZÓN DE SACRIFICIO

	Ultimos Episodios Desinflacionarios	Quiebre en la inflación	Duración entre el inicio del episodio y el quiebre	Inflación Inicial (TOPE del promedio móvil)	Magnitud disminución en la inflación	Pérdidas en el Producto	RAZON DE SACRIFICIO	Uso de Metas Inflacionarias
	(1)	Año (2)		%	(3)	(4)	(4)/(3)	
GRUPO 1								
Chile	1990-1997	1995	5	23,94	17,94	-4,22	-0,24	Meta puntual y hoy día de rangos
Bolivia **	1991-1994	1992	2	18,31	9,64	4,22	0,44	Meta puntual
Colombia	1991-1997	aún no	aún no	29,61	11,23	-0,38	-0,03	Meta puntual
GRUPO 2								
Grecia	1991-1997	1994	4	19,53	14,45	12,90	0,89	-----
España	1977-1988	1985	8	22,57	17,35	64,14	3,70	-----
Portugal	1984-1987	1986	2	27,63	18,05	1,94	0,11	Meta puntual
	1990-1997			10,30	11,06	-3,91	-0,35	
Irlanda	1981-1988	1983	2	19,75	17,00	24,73	1,45	Meta Puntual
Israel	1989-1993	1992	3	18,29	7,99	-1,03	-0,13	Meta puntual y hoy día de rangos
	1994-1997			11,85	3,27	-4,90	-1,50	
Nueva Zelandia	1986-1992	1988	2	15,18	14,00	14,82	1,06	rangos
Islandia	1988-1995	1991	3	23,40	21,88	22,22	1,02	rangos

(*) Según Metodología de Ball (1993) NBER 4306

(1) Identificación Episodio Desinflacionario: Se define una tendencia inflacionaria para un año como un promedio móvil de ocho trimestres centrado en el último trimestre de cada año. Se define un tope (valle) si la tendencia inflacionaria en el año t es mayor (menor) que la tendencia inflacionaria en t-1 y t+1. Un episodio desinflacionario es el periodo que media entre un tope y un valle. Se escogen únicamente los últimos episodios desinflacionarios que pasan de moderada a un dígito. En los casos en que se pasa de moderada a baja en un primer episodio y luego de baja a un dígito, se toman los dos periodos.

(2) De acuerdo con los criterios del cuadro 4

(3) Se toma la inflación promedio ponderada en el año tope menos aquella en el año valle.

(4) Calculo de pérdidas en el producto: Se selecciona un producto tendencial estimado tomando el nivel del producto en logaritmos en el año tope y el nivel del producto un año después del valle; así, se conectan linealmente los dos puntos y la pérdida en el producto es la suma de las desviaciones entre el producto tendencial y el observado.

NOTA IMPORTANTE: Es cuestionable la identificación del PIB tendencial para aquellos países en que suponemos que el episodio desinflacionario termina en 1997 pues no podemos escoger un nivel de producto un año después del valle.

** Bolivia presenta un segundo episodio desinflacionario que se inicia 1995 hasta hoy día. Sin embargo no es posible calcular la razón de sacrificio porque no está completa la información para el producto

utilizado por más largo tiempo una política de apreciación del tipo de cambio real (15 años), perdiendo 51 puntos reales en la misma hasta lograr un dígito.

Además, se observa que la tasa de cambio se revalúa durante 8 años o más, después del quiebre inflacionario en Chile, España, Israel, Grecia y Portugal, afectando de formas diferentes la evolución de la cuenta corriente. En el **Cuadro 6 se presenta la evolución de la cuenta corriente** en los países tanto en el tope como en el valle del episodio desinflacionario, al igual que su nivel en 1996. La cuenta corriente se deteriora durante la desinflación en Chile, Grecia, Portugal, Israel e Islandia. En España es necesario devaluar después del episodio desinflacionario para equilibrarla. En cambio, la revaluación no tiene grandes efectos adversos en Irlanda. En Colombia se deteriora la cuenta corriente durante el episodio desinflacionario.

En cuanto a nuestro burdo indicador de política monetaria restrictiva basado en la ecuación cuantitativa del dinero, en 5 de los 9 países se hace control monetario continuo durante 5.5 años antes del quiebre, en promedio (**Gráfico 2**). En Irlanda se continúa con el control monetario 2 años más después de lograr un dígito, con el fin de atraer capitales y mantener la tasa de cambio fija, como se verá más adelante. En Israel se aplica control monetario en el segundo episodio desinflacionario para pasar de inflación baja a un dígito. En realidad, los datos anuales utilizados en la elaboración de este indicador monetario no reflejan las políticas altamente estrictas pero aplicadas en el corto plazo, tanto en Chile como en Islandia, donde lo que resulta de nuestro indicador es una política monetaria acomodaticia. En Bolivia no se hace control monetario ni alrededor del quiebre, ni en el episodio desinflacionario. En Colombia solo se ha ejercido control monetario continuo en 1994-96.

Aunque el control del déficit fiscal no es común a todos los países, manteniéndose un alto déficit en Grecia y alrededor del 4% en Portugal, España e Israel, en la mayoría el esfuerzo fiscal es clave para la disminución de la inflación. Así, 5 de los 9 países disminuyeron el déficit fiscal en 2.6% PIB cada año durante 4.6 años, en promedio, antes de lograr el quiebre (**Gráfico 3**). Incluso en Nueva Zelanda, Israel, Grecia y Bolivia el control fiscal se ejerce antes de iniciarse el periodo desinflacionario. Por el contrario, en Colombia el déficit fiscal ha aumentado 0,3% PIB cada año, en promedio, durante el episodio desinflacionario.

En cuanto al nivel del ajuste fiscal (**Cuadro 7**), Chile, Nueva Zelanda y Bolivia realiza un ajuste total antes del quiebre y lo mantienen hasta hoy día. Incluso Chile y Nueva Zelanda mantienen una política de superávit fiscal para sostener la desinflación. Grecia, Portugal e Irlanda obtienen el quiebre inflacionario con un déficit fiscal muy alto, sin embargo, Irlanda lo ajusta totalmente al final del episodio desinflacionario, mientras que Portugal lo ajusta parcialmente y Grecia no ha realizado una política de control fiscal (**Cuadro 7, columna (6)**). Israel ajusta parcialmente el déficit y España lo ha dejado aumentar en los últimos años. En Islandia el déficit fiscal se mantiene alrededor del 4% durante el periodo desinflacionario y en el momento del quiebre, empero, es reducido posteriormente. En el caso colombiano, un ajuste total o un superávit del 1% PIB en el déficit contribuiría al logro del quiebre inflacionario con una tasa de cambio real mas alta. Así mismo, mantenerlo ajustado ayudaría al no retroceso de la política desinflacionaria.

CUADRO 6

EVOLUCIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE					
	Año de Quiebre	Últimos Periodos Desinflacionarios	Cuenta Corriente %PIB TOPE	Cuenta Corriente %PIB VALLE	Cuenta Corriente %PIB 1996
		(1)	(2)	(3)	(4)
Chile	1995	1990-1996	-1,8	-4,1	-4,1
Bolivia	1992	1991-1994	-4,9	-3,5	-4,7
Grecia	1994	1991-1996	-1,8	-3,7	-3,7
España	1985	1977-1988	-1,8	-1,1	0,3
Portugal	1986	1984-1987 1988-1996	-3,2 -2,2	1,0 -2,6	-2,6
Irlanda	1983	1981-1988	-11,8	1,9	2,1
Israel	1992	1989-1993 1994-1996	1,4 -5,0	-3,4 -6,6	-6,6
N. Zelandia	1988	1986-1992	-9,9	-3,4	-6,2
Islandia	1994	1988-1995	-0,2	3,0	3,0

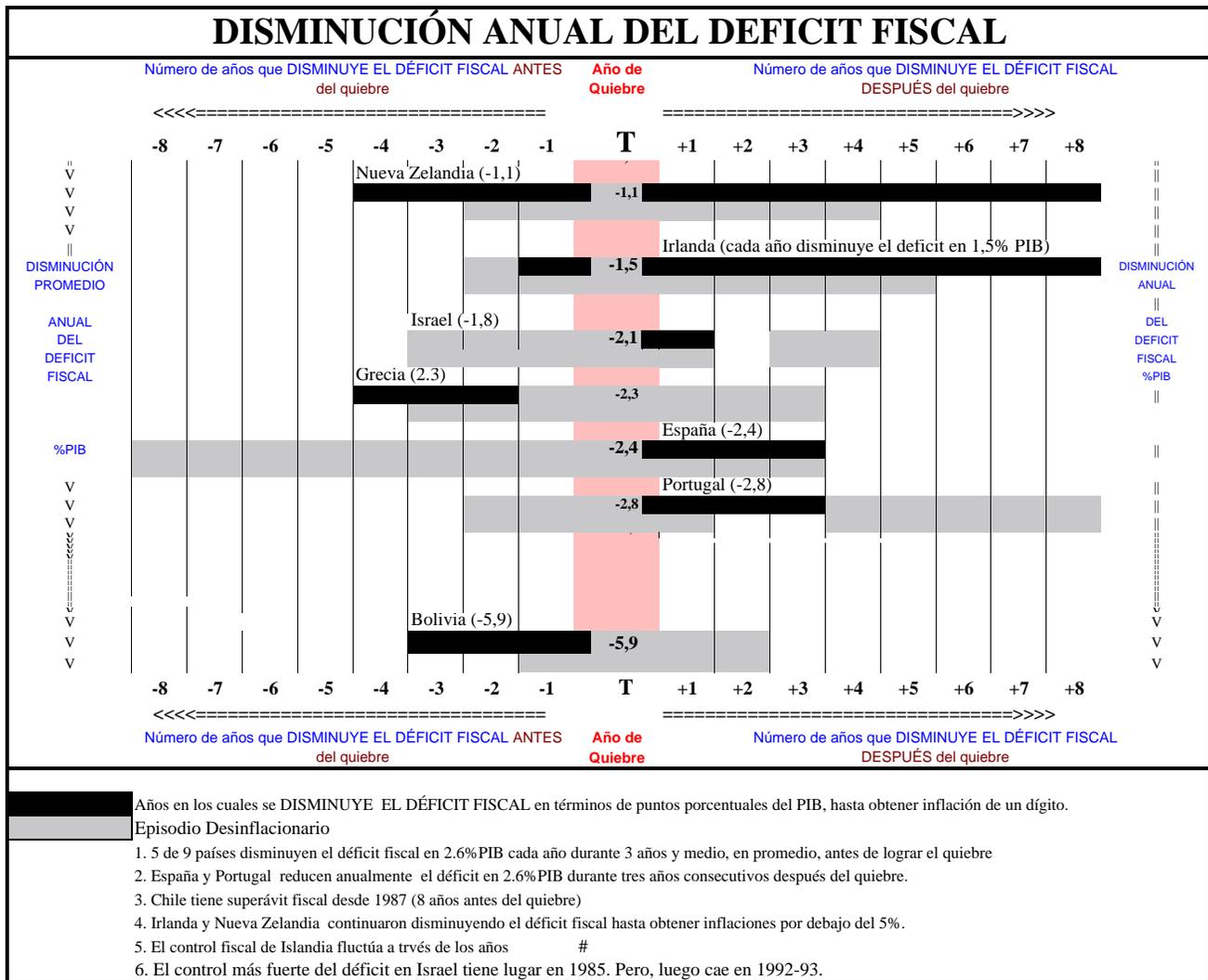
(1) Para obtener los periodos de desinflación se aplica la metodología de Ball

(2) El TOPE corresponde al máximo de la inflación, lo cual es el comienzo del periodo desinflacionario. El VALLE es el mínimo de la inflación promedio y es el final del periodo inflacionario.

(3) La cuenta corriente de Bolivia y Grecia son de 1995.

Metodología de Ball: Consiste en determinar el periodo desinflacionario estableciendo su rango entre el punto máximo y mínimo de un promedio móvil de orden 8 en observaciones trimestrales de inflación, centradas en las 4 observaciones del año, y con dos observaciones antes y después.

Gráfico 3



	Epis. Desinflacionarios	Año quiebre	Año un dígito
Chile	1990-1997	1995	1995
Bolivia	1991-1994	1992	1993
Grecia	1991-1997	1994	1995
España	1977-1988	1985	1985
Portugal	1984-1987	1986	
	1990-1997		1992
Irlanda	1981-1988	1983	1984
Israel	1989-1993	1992	
	1994-1997		1997
Nueva Zelanda	1986-1992	1988	1988
Islandia	1988-1995	1991	1991

Cuadro 7

EL AJUSTE FISCAL								
	Año de Quiebre	Año logra un dígito	Últimos Periodos Desinflacionarios	Déficit % PIB TOPE	Déficit % PIB VALLE	Déficit % PIB QUIEBRE	Déficit % PIB 1996	Tipo de ajuste
			(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Chile	1995	1995	1990-1996	0,8	2,3	2,5	2,3	superávit
Bolivia	1992	1993	1991-1994	-0,1	-3,3	-1,9	-2,1	ajuste total
Grecia	1994	1995	1991-1996	-12,4	-12,2	-21,1	-12,2	no ajuste
España	1985	1985	1977-1988	-2,7	-0,4	-7,8	-5,7	ajuste total
Portugal	1986	1992	1984-1987 1988-1996	-9,7 -7,6	-9,1 -4,3	-10,8	-4,3	ajuste parcial
Irlanda	1983	1984	1981-1988	-15,8	-2,8	-12,3	0,2	ajuste total
Israel	1992	1997	1989-1993 1994-1996	-4,3 -3,1	-2,3 -4,3	-4,3	-4,3	ajuste parcial
N. Zelandia	1988	1988	1986-1992	-3,6	-2,3	2,0	5,2	superávit
Islandia	1991	1991	1988-1995	-3,8	-4,5	-5,1	-0,9	ajuste total

(1) Para obtener los periodos de desinflación se aplica la metodología de Ball.

(5) Los déficit fiscales de Bolivia e Islandia son de 1995.

Metodología de Ball: Consiste en determinar el periodo desinflacionario estableciendo su rango entre el punto máximo de inflación (TOPE) y mínimo (VALLE) de un promedio móvil de orden 8, con observaciones trimestrales de inflación, centrado en el último trimestre de cada año.

Con respecto al crecimiento del salario real (**Gráfico 4**), en 6 de 8 países¹⁰ el salario real decrece 2,3 puntos durante 5 años, en promedio, antes del quiebre, o de otra forma, *se pierden 12 puntos reales, en promedio, antes del quiebre*. En 3 de los 8 (Nueva Zelandia, Israel e Islandia) el salario real continua decreciendo 3 años más después del quiebre *perdiendo 6 puntos reales adicionales*. En cambio, en Colombia el salario real industrial ha crecido en promedio 5.4% anual durante el episodio desinflacionario.

En Colombia el control monetario no ha sido continuo y ha estado en contravía con la política fiscal. Además los salarios no han cooperado con la reducción del crecimiento de los precios. Tal vez, la única variable que contribuyó con fortaleza a la desinflación hasta 1996 fue la revaluación del tipo de cambio, aunque con un retroceso en 1997 y 1998. En cuanto a la razón de sacrificio, la actividad económica ha permanecido relativamente invariable al proceso desinflacionario.

A continuación se analiza el contexto macro en el cual se realizaron las políticas en cada país y sus características particulares.

B. Aspectos Particulares

1. Chile

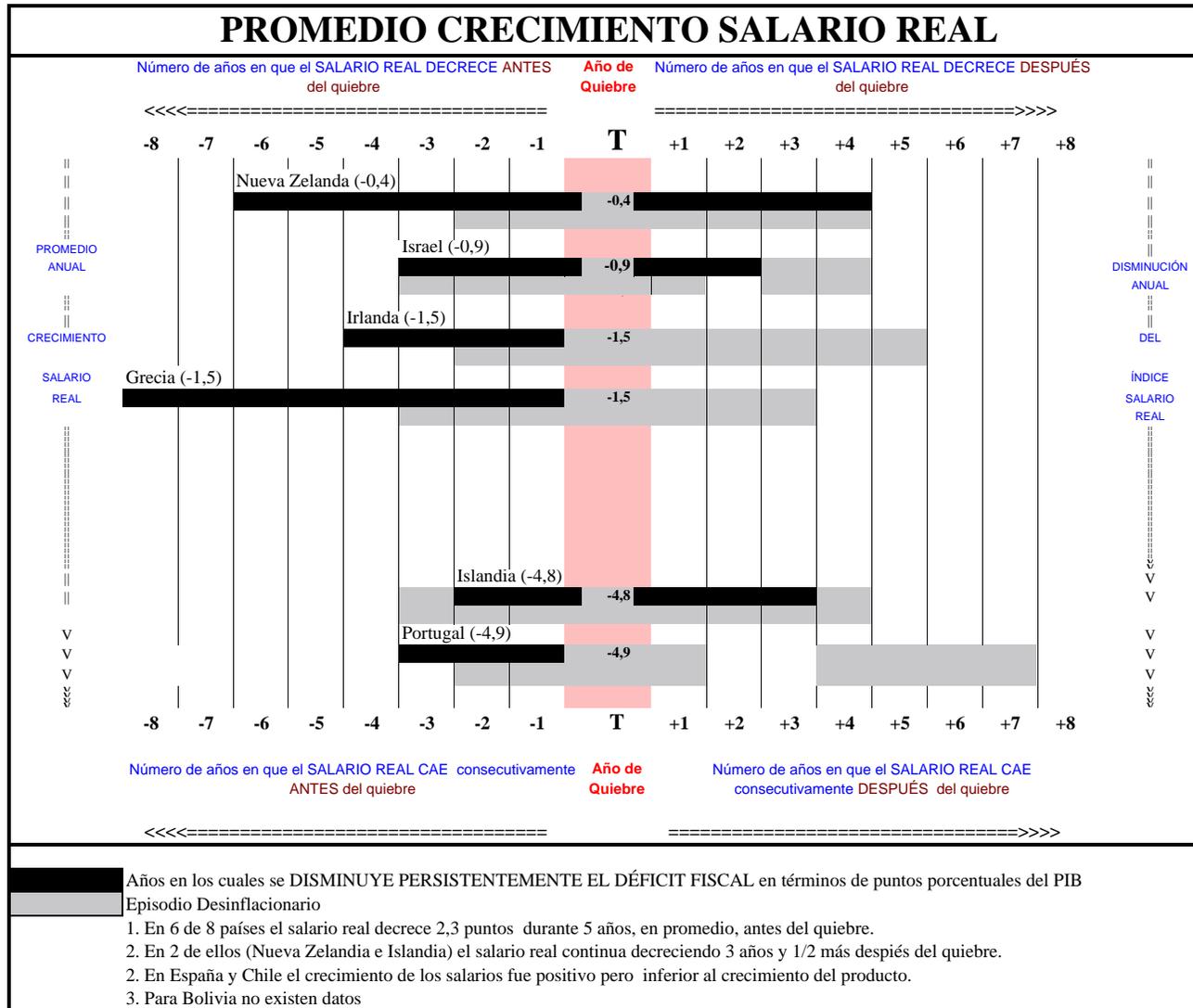
Chile implementó tanto el modelo ortodoxo de estabilización (desde 1974 hasta 1977), como aquel basado en la tasa de cambio (entre 1978 y 1982); en el periodo posterior a 1984 realizó una devaluación real para solucionar la crisis de balanza de pagos con leves impactos sobre la inflación. A partir de 1990 Chile reingresa a los mercados de capitales voluntarios y se genera una revaluación de la tasa de cambio real favoreciendo el proceso desinflacionario. La máxima duración en inflación moderada en Chile ha sido de 4 años y su último periodo fue entre 1989 y 1992, después de experimentar inflaciones altas y muy altas. Entre 1990 y 1997 Chile vive su último episodio desinflacionario y en 1995 logra inflación de un dígito.

Chile realizó enormes transformaciones estructurales entre 1974 y 1985, las cuales incluyeron desde la apertura y flexibilización de mercados (incluso el laboral), hasta grandes movimientos en términos de privatizaciones y reformas tributarias. Así mismo, durante diversos periodos se ejercieron controles monetarios y fiscales robustos.

Empero, los resultados del proceso desinflacionario chileno fueron lentos, pues tardaron 20 años en alcanzar niveles de inflación de un dígito. Una de las razones para la lentitud del proceso tiene que ver con la larga historia inflacionaria de Chile; si se observan las cifras, desde 1950 este país tiene una de inflación persistente, moderada o superior, de más de 40 años. Pero como veremos mas adelante, en el momento en que Chile obtiene un

¹⁰ Para Bolivia aún no tenemos datos de salarios.

Gráfico 4



	Epis. Desinflacionarios	Año quiebre	Año un dígito
Chile	1990-1997	1995	1995
Bolivia	1991-1994	1992	1993
Grecia	1991-1997	1994	1995
España	1977-1988	1985	1985
Portugal	1984-1987	1986	
	1990-1997		1992
Irlanda	1981-1988	1983	1984
Israel	1989-1993	1992	
	1994-1997		1997
Nueva Zelanda	1986-1992	1988	1988
Islandia	1988-1995	1991	1991

dígito su economía está tan “saneada” que durante el último periodo desinflacionario (1990-1997) el país crece por encima de su producto tendencial.

Ciertos investigadores han identificado algunas de las causas de la lentitud en el proceso desinflacionario chileno, que son relevantes para el caso Colombiano. Por ejemplo, Corbo y Solimano (1992) consideran que un error de la política anti-inflacionaria entre 1974 y 1979 fue la plena indexación de los salarios a la inflación pasada ¹¹. Ellos demuestran que para el caso de Chile, si se hubieran indexado los salarios a la tasa de cambio se habría producido una desinflación mayor y más rápida, con un crecimiento más lento en los salarios reales. Igualmente, Dornbusch (1986) comenta que el gobierno no comprendió que una indexación salarial con la inflación pasada aumentaba los costos para las empresas, sin generar alivios compensatorios en los precios. Solo a fines de 1979 se impuso una fórmula de indexación bien por debajo de aquella instituida en 1974. No obstante las reformas, el índice de salarios reales aumentó entre 1975 y 1982 en 55.4 puntos.

Cukierman y Liviatan (1990) argumentan que el proceso fue lento porque los agentes económicos no conocían qué tipo de “policymakers” estaban manejando los destinos de la economía. También contribuyó a la lentitud el hecho de que la tasa de cambio como ancla nominal entre 1978 y 1982 no fue un mecanismo creíble que disminuyera las expectativas de inflación. Igualmente, entre 1982 y 1985 Chile se dedicó a solucionar tanto la crisis de la deuda, como la crisis de balanza de pagos, por lo cual la inflación pasó a segundo lugar.

El modelo desinflacionario del último episodio desinflacionario (1990-1997) se ha basado en fuertes controles monetarios ¹², en donde el Banco Central ha incluso sustentado tasas de interés de los REPOS de 120% para el cumplimiento de la meta inflacionaria, con unas bandas cambiarias amplias que permiten que la tasa de cambio se ajuste al objetivo monetario (Vergara 1994) ¹³. Esto último ha propiciado una revaluación real de 26 puntos reales durante el episodio desinflacionario, manteniendo así mismo un déficit en cuenta corriente que no supera el 4%, el cual se considera sostenible dado el nivel de Reservas Internacionales y una tasa de cambio real de equilibrio de largo plazo más baja. Sin embargo, el objetivo primordial ha sido la inflación y no la tasa de cambio. Adicionalmente, el modelo desinflacionario se ha sostenido con una política de superávit fiscal, la cual ha logrado persistentemente desde 1987 ¹⁴.

11 A partir de 1974 los trabajadores del sector público tenían derecho a una indexación del 100% de la inflación pasada; desde fines de 1979 este tipo de indexación se generalizó para todos los trabajadores que estaban involucrados en las negociaciones colectivas. Este mecanismo se identificó como uno de los causantes de la depresión ocurrida en 1982.

12 Los cuales no se reflejan en los datos anuales que utilizamos en este trabajo.

13 La política cambiaria de Chile hoy día se basa en una paridad central que se reajusta diariamente por la inflación del mes previo menos una estimación de la inflación internacional que ha fluctuado en el tiempo en torno al 2%. La paridad central está ligada a una canasta de monedas que incluye el dólar americano, el marco alemán y el yen japonés. La banda de fluctuación se ha ido ampliando con el tiempo y desde 1992 ésta ha tenido una amplitud de 10%, favoreciendo así la política monetaria.

14 Según la conferencia del Profesor Corbo en de Mayo de 1997 en Bogotá-Colombia, desde 1987 cualquier Ministro de Hacienda chileno es incapaz de proponer ante el Congreso un nivel de gasto fiscal que no genere superávit.

Una vez se supera la crisis externa y se recuperan los balances macro en 1985, a partir de 1986 Chile logra un nuevo nivel de crecimiento estacionario alrededor del 7%, acercándose al comportamiento de los tigres asiáticos¹⁵. Este crecimiento es determinado básicamente por las exportaciones, las cuales han aumentado a tasas mayores al 12% anual.

Con el cambio a la democracia, a fines de 1989, el Banco Central pasa a ser independiente del gobierno con el objetivo explícito de la estabilidad de precios, teniendo el manejo de la política cambiaria y monetaria en sus manos. Es en este nuevo contexto donde la inflación pasa a ser el objetivo líder de la política macroeconómica del emisor.

A partir de 1990 Chile reingresa a los mercados de capitales voluntarios al presentar un carta de país estable, capitales que además se vieron atraídos por una política monetaria restrictiva que hizo aumentar significativamente las tasas de interés domésticas; además, la entrada de capitales facilitó la revaluación.

En cuanto a las particularidades de la política monetaria, desde 1984 se ha implementado una política de tasas reales de interés de corto plazo. Así, el banco central fija la tasa de interés real de sus instrumentos de captación de corto plazo (OMAS a 90 días), dejando libertad al mercado para que adquiera la cantidad que desee de estos instrumentos. Como se mencionó antes, también utiliza la tasa REPO de muy corto plazo.

Hoy día, con un nivel de desempleo de 4.7% las principales presiones inflacionarias provienen más por el lado de los salarios y no del tipo de cambio.

15 Por supuesto, semejanza aplicada antes de la crisis asiática de fines del 1997.

2. Bolivia

Bolivia experimenta inflación moderada por 4 años consecutivos, entre 1988 y 1991, luego de un periodo de inflaciones muy altas vividas entre 1982 y 1986. Entre 1991 y 1994 se desarrolla su último episodio desinflacionario y en 1993 logra inflación de un dígito, la cual se volvió a recuperar en 1997, después de dos años de inflación baja entre 10% y 13%

El régimen militar fue expansivo en términos monetarios y fiscales, y el gobierno democrático de Siles Suazo recibió al país con una fuerte recesión, una enorme crisis en la balanza de pagos y en el pago de la deuda y con inflaciones muy altas. En 1985 se adelantan las elecciones e ingresa al poder un nuevo gobierno de centro-derecha el cual adopta el programa de estabilización y ajuste denominado “Nueva Política Económica”. Las líneas de acción acogidas son de corte ortodoxo: corrección en las distorsiones de precios relativos causadas por los controles de precios del gobierno anterior, apertura de flujos comerciales y financieros, reducción del déficit fiscal, estabilidad del tipo de cambio y atenuación de las expectativas inflacionarias.

Así, en 1986 ocurre el mayor ajuste macroeconómico: el déficit fiscal disminuye en 40 puntos porcentuales del PIB¹⁶, la tasa de cambio real se devalúa 18% y el crecimiento de la cantidad de dinero se restringe fuertemente. Como consecuencia, la inflación finalmente baja en 1987 y desde entonces hasta 1991 presenta tasas moderadas.

Sin embargo, después de cinco años consecutivos de decrecimiento del producto, en 1987 fue necesario implementar un programa de reactivación el cual hizo crecer la economía de nuevo. Desde entonces, sigue un periodo de recuperación, hasta llegar a crecer más de 5% en 1991. Aunque se mantiene estricto control fiscal entre 1987-1991, la política monetaria es acomodaticia (a excepción de 1989) y la tasa de cambio real se devalúa 6.2% más.

La crisis económica durante 1980-1986 fue particularmente negativa para los trabajadores. Sin embargo, el salario real se recupera a partir de 1987.

Bolivia pasa a inflación baja en 1992 y se sostiene entre un dígito y 13% en los años siguientes, lo que significa que el nivel de un dígito alcanzado en los años 1993, 1994 y 1997, aún no es estable, pues en lo corrido de 1998 su inflación es ya del 9% y en los últimos años se ha ido liberando el control de algunas variables macro. Así, el déficit fiscal se incrementó al 3% del PIB y el control monetario no ha sido estricto. Igualmente, la tasa de cambio real aumentó 4% en los últimos cuatro años aunque la posición de las reservas internacionales mejoró y la deuda externa se mantiene estable. Por lo cual, se considera que el proceso desinflacionario a un dígito de Bolivia puede no ser sostenible en el largo plazo, aunque hasta ahora no ha ocurrido un retroceso a inflación moderada.

16 En 1985 el déficit fiscal es de 41.2% del PIB y en 1986 pasa a ser 1.4% del PIB.

3. Grecia

Entre 1979 y 1992 Grecia experimenta inflación moderada, con una duración máxima de 9 años y de 14 años si se incluyen 1988 y 1989, años en los cuales la inflación fue de 13.5% y 13.7%, respectivamente. Su episodio desinflacionario se inicia en 1991 hasta hoy día, logrando inflación de un dígito en 1995.

Entre 1979 y 1992 hay un deterioro notorio en el crecimiento de la actividad económica, cuyo incremento anual promedio para estos años fue de 1.8%. Paralelamente, el déficit fiscal promedio fue de -9.4% y el déficit en cuenta corriente subió de -2.1% PIB a -4.5% PIB.

En cuanto a la política cambiaria, en los 70's el dracma dejó de fijarse con el dólar y en 1981 se adoptó el "crawling peg", devaluando la tasa de cambio real entre 1981 y 1985 con respecto al dólar y manteniéndose constante con el marco. Sin embargo, en el período 1986-1992 revalúa con respecto a ambas monedas.

Adicionalmente, en el período de inflación moderada el consumo del gobierno es elevado con respecto al resto de los países europeos¹⁷, aumentan las expectativas inflacionarias al pasar de tasa de cambio fija a "crawling peg", y los salarios reales suben entre 1975 y 1985 en 66%. De otro lado, se intenta disminuir la inflación con una política heterodoxa con fuertes controles a los precios.

Dado el pobre desempeño de las variables macroeconómicas, las autoridades implementan varias medidas a comienzos de los noventa cuando efectivamente se inicia su último episodio desinflacionario (1991-1997). El modelo fundamentalmente se basó en un control monetario persistente durante tres años consecutivos antes de lograr el quiebre inflacionario (1994) y en una política cambiaria revaluacionista frente al dólar¹⁸ y al marco. Igualmente, favoreció la desinflación la disminución del déficit fiscal de 7 puntos del PIB antes de lograr el quiebre.

La política salarial logró consolidar negociaciones de contratos a dos años con incrementos moderados, que hicieron que el salario real decreciera durante cuatro años seguidos (1990-1993). Las reformas estructurales han sido las aplicadas en casi todos los países de nuestra muestra: liberación financiera, desregulación en el mercado de bienes y servicios, privatización de algunas empresas y liberalización parcial del mercado laboral.

17El consumo del gobierno de Grecia era de 17.1% del PIB en el período 1979-1992 .

18 15 puntos reales frente al dólar.

Sin embargo, sigue siendo extraño el caso de Grecia porque en el momento del quiebre inflacionario el déficit fiscal volvió a aumentar a niveles del 21% del PIB y dos años después, 1996, el déficit sigue siendo del 12%. También existe hoy día un desequilibrio en cuenta corriente cercano al 4%. Aunque la revaluación continua dos años después del quiebre (1994) y un año después de un dígito (1995) en 1997 se devalúa levemente.

4. España

La inflación es moderada en los primeros seis años de transición hacia la democracia, entre 1975 y 1980, sin embargo, el episodio desinflacionario se inicia en 1977 y se logran inflaciones de un dígito en 1985, mismo año en el cual identificamos el quiebre inflacionario.

El primer gobierno democrático presidido por Suárez (*UCD*, partido de centro-derecha), no implementó medidas de choque, sino graduales. La justificación para ello eran los graves problemas sociales causados por el choque petrolero, los cuales se agravarían con una política desinflacionaria de choque. La inflación fue combatida con política monetaria levemente restrictiva y revaluando el tipo de cambio real 25% frente al dólar y 17% frente al marco. No obstante, en el periodo 1975-1980 el déficit fiscal y los salarios reales crecieron considerablemente. Además, este primer periodo democrático se caracterizó por el estancamiento económico con crecimiento del PIB de 1.6% anual.

Sólo con los *Pactos de la Moncloa* de 1978¹⁹, se tomaron medidas más ortodoxas que contribuyeron a la reducción la inflación a un promedio de 13.1% entre 1981 y 1984, saliendo así del rango de inflación moderada. Entre las medidas propuestas en los *Pactos*, cabe destacar la reforma fiscal y la disminución del gasto del gobierno, así como la desindexación de los salarios, la cual hace posible la disminución del crecimiento de los salarios reales.

La respuesta a la segunda crisis petrolera de 1979 fue más efectiva en términos de control de la inflación, pues el control monetario fue más restrictivo. Sin embargo, el déficit fiscal se acercó al 7% del PIB. También, se liberalizaron los mercados para incrementar la competencia. Adicionalmente, el proceso desinflacionario es favorecido por la continuación de la recesión.

En 1982 sube al poder el Partido Socialista Obrero Español (*PSOE*) en cabeza de Felipe González, el cual realizó políticas de corte ortodoxo basadas en el control monetario y la revaluación real. Cabe resaltar el gran fortalecimiento durante 1980-84 del dólar frente al marco y la devaluación real de la peseta frente a las dos monedas, sin que esto tuviera mayor impacto sobre la inflación. En cambio, el ajuste fiscal no anticipa la desinflación

19 Acuerdos entre sindicatos, partidos, gobierno e industriales.

pero sí la sostiene en los años siguientes. Así, aunque logra un dígito con un déficit fiscal alto, 7.85% del PIB en 1985, en los tres años siguientes lo reduce hasta lograr un balance, el cual coincide con el valle de su episodio desinflacionario en 1988. Empero hoy día nuevamente presenta un déficit de 5.7% del PIB, relacionado con leves incrementos de la inflación, la cual aun sigue siendo de un dígito.

Igualmente, hubo reformas de tipo estructural en el mercado laboral y los sectores financiero e industrial. En concordancia con las políticas ortodoxas, se prohibió el señoraje y se otorgó independencia al Banco Central. Todo este proceso estaba encaminado hacia el ingreso a la *Comunidad Económica Europea* (hoy *Unión Europea*), a la cual España pertenece formalmente desde 1986 y para cumplir con las exigencias del Sistema Monetario Europeo (EMS) y del Mecanismo de Tasa de Cambio (*ERM*).

En la segunda mitad de la década de los ochenta, se presentó un buen desempeño de la actividad económica, impulsado por altas tasas de inversión nacional y extranjera, lo cual redujo el desempleo. No obstante, si se miden los efectos de la desinflación sobre el producto, según la metodología de Ball (1993), durante el episodio desinflacionario (1977-1988) se observa una gran caída del producto frente a su tendencia. De forma semejante, en la primera mitad de los noventa, la actividad económica se frenó y hoy día España tiene la tasa de desempleo mas alta de la *Unión Europea* (en promedio 20% en el período 1985-1995), lo cual no ha sido solucionado por el actual gobierno de José María Aznar del *Partido Popular* de orientación derechista.

5. Portugal

Portugal experimentó 12 años de inflación moderada entre 1974 y 1985 y alcanzó inflación de un dígito en 1992 durante su segundo episodio desinflacionario (1990-1997).

En respuesta a los desequilibrios generados durante 1974-77, los cuales eran el aumento de la inflación, la recesión económica y los déficits internos y externos, se aplicaron políticas de estabilización. La política macroeconómica en el período de inflación moderada estaba orientada a equilibrar el sector externo vía un sistema de “crawling peg” y altas tasas de interés para atraer capitales externos; la disminución de la inflación era secundaria y sus niveles moderados no se veían como una amenaza.

A mediados de la década del ochenta, después del restablecimiento de la estabilidad política²⁰, se inicia el primer episodio desinflacionario (1984-1987) en el cual se logra inflación baja y se obtiene el quiebre inflacionario en 1986. La política desinflacionaria básica es de corte ortodoxo : control monetario muy fuerte incluso antes de que se inicie el primer episodio desinflacionario y una política revaluacionista frente al dólar y al marco

²⁰ Entre 1974 y 1985 hay un periodo de transición a la democracia con dos golpes militares, el primero conocido como la Revolución de las Margaritas en 1974.

persistente durante los dos episodios. El manejo del déficit fiscal es semejante al de España, alto en el momento del quiebre inflacionario (10.8% PIB), pero se disminuye en los tres años siguientes; el segundo episodio desinflacionario se enfrenta con un déficit del 4% PIB, y con ese nivel se obtiene inflación de un dígito en 1992.

Con respecto a la política salarial, la flexibilización del mercado laboral permite una reducción del salario real de 15 puntos reales antes de lograr el quiebre en 1986. Otro factor importante en los resultados fue el ingreso de Portugal a la Comunidad Económica Europea (CEE) en 1986. A partir de este año se realizaron reformas estructurales adicionales como la privatización parcial o total de las empresas públicas, las cuales pasaron de 20% a 10% del total. Además, la recomposición del gasto público fue considerable, destinando mayor proporción a la inversión y al gasto social. En 1989 el déficit fiscal se redujo a 3.5% del PIB, aunque esta tendencia se revierte un poco en los noventa.

En el segundo episodio desinflacionario (1990-1997), Portugal obtiene inflación de un dígito en 1992²¹. En este segundo episodio desinflacionario las autoridades se comprometieron seriamente con el programa de desinflación cumpliendo con la meta de inflación desde 1992, otorgándole así, reputación al Banco Central. Los salarios se han ajustado por debajo de la inflación pasada y la evolución de la tasa de cambio se ha adscrito al convenio del Tratado de Maastricht de 1992, en el cual se establecieron ciertos criterios de convergencia para todos los países miembros²².

Dentro de un mercado libre, el control del tipo de cambio se logró con la compra y venta de divisas, empero hoy día la balanza comercial sigue significativamente desequilibrada. En cuanto a las tasas de interés han convergido a los niveles internacionales y sus menores fluctuaciones han disminuido la movilidad de capitales.

El ajuste se logró gracias a la formulación de políticas coherentes en el largo plazo, las cuales no hubieran sido posibles sin el reestablecimiento de la estabilidad política de la década del ochenta. Al igual que España e Irlanda, la necesidad de ingresar a la Unión Europea, generó la obligación de realizar ajustes, incrementando la credibilidad del programa desinflacionario.

6. Irlanda

Irlanda presenta dos episodios de inflación moderada, cada uno de tres años de duración, el primero entre 1974 y 1976, y el segundo entre 1980 y 1982. Su inflación más alta en la

21Rebelo (1992) argumenta que la reducción de la inflación fue lenta porque la inflación de los bienes no transables permaneció alta.

22Los criterios de convergencia son: disminuir las presiones inflacionarias, tener déficits fiscales hasta del 3% y deuda pública menor al 60% del PIB.

segunda mitad del siglo XX fue de 20.9%, ocurrida en 1975 y luego en 1981 de 20.3%. Es claro que Irlanda no ha sido un país de tradición inflacionaria y su último episodio desinflacionario ocurre entre 1981 y 1988, logrando el quiebre inflacionario en 1983 e inflación de un dígito en 1984.

En marzo de 1979 rompe su paridad con Gran Bretaña, la cual se mantenía desde el siglo pasado y a fines de dicho año entra a la CEE. Ante este proceso Irlanda se vio obligada a diseñar políticas fiscales y monetarias para solucionar su déficit interno y externo. Afectado por el segundo choque petrolero, Irlanda alcanza su segundo periodo de inflación moderada entre 1980 y 1982 (18.6%) y aunque realizó el mayor control monetario de su historia, también obtuvo el mayor déficit fiscal. En éste periodo se deteriora su crecimiento anual al 2.9% e incrementa su nivel de desempleo al 9.5%.

A fines de 1982 inicia un ajuste en sus variables macro con el fin de obtener nuevas bases de credibilidad en su política anti-inflacionaria y ser aceptado en el Sistema Monetario Europeo (EMS). A principios de 1983 ejerce un fuerte control monetario, el cual luego relaja dada la creciente recesión económica. Igualmente, en este mismo año reduce su déficit fiscal en 2.9 puntos y realiza una gran devaluación frente al dólar, con el objetivo de equilibrar sus déficits en cuenta corriente y balanza comercial. El resultado del ajuste al final del año, fue una disminución de la inflación de 6.6 puntos porcentuales y la obtención del equilibrio externo, a cambio de un decrecimiento en el PIB de 0.2% y una tasa de desempleo que llegó a 14%. Empero, Walsh (1983) considera que los préstamos provenientes del extranjero jugaron un papel muy importante en la estabilización macroeconómica en el caso de Irlanda.

En 1984 la tasa de inflación bajó a un dígito y desde entonces hasta hoy día, ha ido disminuyendo hasta alcanzar 2% en los últimos cuatro años. La política ha consistido en anclar la tasa de cambio nominal sostenida con control monetario y una fuerte restricción fiscal²³; así mismo, ha disminuido el déficit en cuenta corriente a un promedio de 0.4% en el periodo 1984-1996, presentando superávit en los últimos cinco años.

Ante el alto desempleo, en 1987 el gobierno, los empleados y las uniones comerciales acordaron un programa de recuperación para un horizonte de tres años (Programme for National Recovery). Con estas medidas se enfatizaba la estabilización fiscal y monetaria y el desarrollo sectorial con base en un consenso general sobre los beneficios de pertenecer al EMS; así, Kremers (1990) considera que la inclusión de Irlanda en el EMS contribuyó en reducir las expectativas inflacionarias. Igualmente, el cumplimiento por parte de las autoridades monetarias, permitió a los diferentes agentes económicos crear expectativas consecuentes con las intenciones del gobierno.

El comportamiento de las tasas de interés de corto y largo plazo en Irlanda es muy llamativo en términos de expectativas inflacionarias. Cuanto más fuerte era el control

23 se disminuyó el déficit hasta alcanzar 0.67% del PIB en 1995

monetario y las tasas de interés de corto plazo aumentaban, atrayendo capitales externos y permitiendo sostener la tasa de cambio fija, más clara era la disminución de las tasas de interés de largo plazo (15 años), otorgando el sector privado validez al esfuerzo desinflacionario (Dornbusch 1989).

Con el quiebre de la inflación en 1983, el desempleo alcanza tasas superiores al 15%, originando fuertes procesos emigratorios hacia Estados Unidos y Gran Bretaña, amortiguando la presión política por parte de los afectados²⁴. El principal costo del modelo de desinflación irlandés ha sido su alto nivel de desempleo (15.7% en promedio para 1984-96). De igual manera, el modelo también ocasiona la reducción del crecimiento del producto a comienzos y mediados de lo 80's ; no obstante, éste vuelve a ser alto desde 1985 hasta la actualidad.

7. Israel

Israel prevalece en inflación moderada durante 5 años consecutivos, entre 1987 y 1991, pero solo logra inflación de un dígito en 1997, después de su segundo episodio desinflacionario (1994-1997).

Entre 1974 y 1985 Israel enfrenta tanto inflaciones altas, como muy altas, ligadas a las guerras²⁵ y a los consecuentes desequilibrios fiscales y de deuda externa. Después de un ajuste muy fuerte²⁶ la inflación cede a niveles moderados durante el ya mencionado periodo e 1987- 1991. No obstante, se mantuvo un déficit fiscal de 5.7% del PIB, el cual financió el conflicto de “La Intifada”²⁷, que se prolongó durante el mismo período. Probablemente, el conflicto bélico impidió disminuir la inflación a niveles más bajos. Debe tenerse en cuenta que la reducción del déficit fiscal no fue mayor porque se mantuvo el financiamiento externo proveniente de los Estados Unidos. Mientras, en el período de inflación baja (1992-96), el déficit fiscal promedio fue 3% anual.

La segunda fase de estabilización comienza en 1991 y continúa hasta el presente, basada en un fuerte control monetario y en los últimos años, en la ampliación del sistema de bandas cambiarias²⁸, lo cual ha permitido una fuerte revaluación real. El problema de la

24 Sin embargo, la emigración ha sido un proceso común dentro de la historia de Irlanda, tanto por sus tierras poco fértiles como por su inestabilidad política.

25 Las guerras experimentadas por Israel entre 1967 y 1985 años han sido : Guerra de los Seis Días (1967), entre 1970 y 1973 se desarrolla una “guerra de desgaste” con Egipto que culmina con el Yomkipur, en la cual Israel obtiene ayuda de Estados Unidos y en represalia los países árabes incrementan el precio del petróleo. Entre 1982 y 1985 Israel invade al Líbano y llega hasta Beirut.

26 En julio de 1985 se realiza un plan de estabilización ante la alta inflación, el cual se basó en un conjunto de medidas fiscales y monetarias con el debido congelamiento de los salarios y de los precios de algunos bienes de la economía (Agénor (1996) plantea que el 90% de los precios de los bienes de la economía se congelaron), mientras la tasa de cambio se mantuvo fija. La adopción de tasa de cambio fija y restricción fiscal (En 1986 se revaluó la moneda en términos reales frente al dólar en 13.2% y se obtuvo un superávit fiscal de 0.75%) facilitó reducir la inflación a 48.2% en 1986.

27Rebelión de los palestinos, que se inicia en 1987 y finaliza con los Acuerdos de Paz de 1991 y 1992.

28 El sistema de bandas cambiarias es similar al utilizado en Colombia. Para una explicación de la adopción del sistema de bandas cambiarias, ver Bufman, Leiderman y Sokoler (1994).

apreciación real es que últimamente ha generado un incremento en el déficit en cuenta corriente. Aunque se ha tratado de disminuir el déficit fiscal, en los últimos años se ha regresado a niveles del 4% en 1997. Igualmente, los salarios decrecen durante seis años consecutivos, perdiendo en total 56 puntos reales antes de obtener inflación de un dígito.

El proceso desinflacionario en Israel ha sido exitoso en no afectar la actividad económica. cuyo crecimiento promedio fue 4.7% durante el período de ajuste 1986-1991²⁹ y 5.8% en 1992-1996. A medida que disminuye la inflación, el desempeño económico ha mejorado, obteniendo una relación de sacrificio negativa, es decir, no ha habido sacrificios en términos de producto.

Otro aspecto importante es que se han presentado algunos inconvenientes por falta de credibilidad en la política desinflacionaria. En 1992, la inflación proyectada y la observada al final del período fueron similares, no afectando la credibilidad en el Banco Central. Sin embargo, en 1994, el desfase fue grande, puesto que la meta de inflación para ese año era 8% y la observada alcanzó 14%. Para solucionar esa inconsistencia, las autoridades fijan la meta inflacionaria en un rango de (8-11%) en 1995, y en efecto la inflación observada fue 10%, otorgándole credibilidad y demostrando su compromiso con la estabilización inflacionaria.

8. Nueva Zelanda

Al igual que Irlanda, Nueva Zelanda no ha sido un país con tradición inflacionaria y sus inflaciones más altas han sido de niveles moderadas obtenidas después del segundo choque petrolero en el periodo 1980-1982 y con altibajos de un dígito a moderada hasta 1987. Solo a partir de 1988 disminuye 9 puntos, obteniendo niveles de un dígito, situación que permanece hasta la actualidad. Entre 1986 y 1992 se desarrolla su último episodio desinflacionario.

El modelo desinflacionario de Nueva Zelanda se ha basado en el gran ajuste fiscal, el cual se inició en 1985 hasta el punto de lograr superávits persistentes y sostenibles desde 1987. También fue importante la revaluación de 32 puntos reales en la tasa de cambio en los dos años anteriores al logro de inflaciones de un dígito. Adicionalmente, los salarios reales decrecieron durante seis años seguidos antes de 1988 y cuatro años más para sostener la inflación de un dígito, perdiendo en total 44 puntos reales hasta 1992. Mientras la política monetaria se ha acomodado a la inflación.

Desde 1988 hasta 1996 la inflación promedio ha sido 3.4% anual, con tasas de interés real de 5.4%, superávits en la balanza comercial de 3% y déficits en cuenta corriente de -4%. Empero, la política desinflacionaria y la recesión en la mayoría de las economías

29 El crecimiento más bajo durante 1985-89 fue de 1.26% en 1989.

industrializadas afectaron el crecimiento del PIB, el cual tuvo cuatro años consecutivos de pérdidas reales comenzando 1989.

Según Fischer (1993), el anuncio del programa desinflacionario produjo un quiebre en las expectativas inflacionarias; sin embargo, el descenso de ellas fue lento, permaneciendo la inflación esperada por encima de la efectiva hasta un año después de puesto en vigor el plan. Igualmente, el autor asegura que se hubiera evitado la recesión si las expectativas del público hubiesen reaccionado a los anuncios de la autoridad monetaria.

En Nueva Zelanda se han diseñado diversas reformas institucionales para controlar la inflación y especialmente se ha vuelto famosa por su mecanismo de diseño y cumplimiento de la meta inflacionaria. En la actualidad existe una negociación explícita entre el Ministerio de Finanzas y el Banco Central para comprometer a las autoridades fiscales con el programa de estabilización. Cuando hay cambio de gobierno, el consejo del Banco Central negocia con el Ministro de Hacienda una trayectoria de inflación para el nuevo período presidencial. Así, el diseño de la política fiscal debe tener una perspectiva de mediano plazo, evitando que sea pro-cíclica.

Desde la reforma del Banco Central en 1989, el incumplimiento de la meta inflacionaria debe ser rigurosamente justificado por el presidente de la Reserva Federal, pudiendo llegarse al despido del mismo en la medida en que estas justificaciones no fuesen satisfactorias (Rosende 1995). Además, en 1994 se implementó un Acta de Responsabilidad Fiscal, para fortalecer la disciplina fiscal en forma consistente con la política monetaria. Así, tanto la autoridad monetaria como la fiscal deben responder por sus metas al Congreso.

Adicionalmente, el Banco Central se compromete a informar periódicamente sobre la política económica que se está adoptando, con lo cual las expectativas inflacionarias de los diversos agentes económicos se ajustan más rápidamente.

Específicamente, la política monetaria se desarrolla a través del establecimiento de rangos de metas inflacionarias para dos y tres años³⁰, basados en un IPC que excluye la compra de vivienda y el costo de las hipotecas. También existe un mecanismo de corrección a la meta inflacionaria cuando hay alteraciones en los impuestos indirectos, variaciones en los términos de intercambio y desastres naturales.

30 Desde 1992 la meta ha estado entre 0% y 2%, cumpliéndose para tres años consecutivos y en los últimos años se ha incrementado el rango entre 0% y 3%, con un desfase en su cumplimiento en 1995.

IV. Conclusiones

Un programa de desinflación puede llevarse a cabo de dos formas, con la contracción de la demanda o a través del control directo de los precios. La demanda disminuye al bajar el crecimiento de los agregados monetarios, subir la tasa de interés, revaluarse el tipo de cambio, disminuir la demanda del sector público y subir los impuestos. La política alternativa es controlar directamente precios tales como los salarios, el tipo de cambio, los servicios públicos y el transporte.

En el presente artículo se escoge una muestra de 9 países con una estructura semejante a la colombiana, en los cuales se ha tenido éxito en disminuir la inflación de moderada a baja o a un dígito. Además, para cada uno de ellos se escoge un año de quiebre de la inflación, entendiendo éste como el momento cuando se cumplen conjuntamente tres criterios: la inflación pasa de moderada a baja o de baja a un dígito, la caída en la inflación es máxima y su nivel bajo persiste en el tiempo (no hay retroceso). También, en cada uno se identifica un episodio desinflacionario utilizando la metodología de Ball (1993).

Por medio de esta comparación internacional se busca resolver los siguientes interrogantes: Cuales han sido las causas por las cuales Colombia no ha podido disminuir la inflación a un dígito? Hemos seguido políticas equivocadas, distintas, o cual nos falta? simplemente, nos hace falta tiempo? Somos estructuralmente distintos a otros países en donde se ha logrado la meta de un dígito?

Con respecto a las causas que han impedido lograr un dígito en Colombia, se puede identificar primero, la indexación en distintos campos como en el salarial, el financiero y el cambiario. La segunda causa está relacionada con problemas de credibilidad de los agentes con respecto a la inconsistencia de las políticas implementadas. Una tercera causa puede estar asociada con el hecho de que los ciudadanos colombianos no perciben la reducción de la inflación como un beneficio y tan pronto se implementan políticas desinflacionarias los gremios, los sindicatos y participantes del proceso político protestan hasta lograr el retroceso de las mismas; así, los colombianos perciben la inflación moderada como una forma de vida natural y no visualizan sus perjuicios de largo plazo.

Con relación a la experiencia internacional, en varios de los 9 países se han enfrentado dificultades similares a las colombianas en cuanto a falta de credibilidad, a inconsistencia entre la política fiscal y monetaria, y a culturas indexatorias. Algunos han utilizado tipo de cambio con objetivos de competitividad externa y han experimentado episodios desinflacionarios largos. Sin embargo, el objetivo de reducir la inflación ha sido obtenido en la medida que las limitaciones anteriores han sido superadas, lo cual en algunos casos ha implicado el inicio de un nuevo programa desinflacionario.

Este trabajo evalúa qué políticas se aplicaron y durante cuánto tiempo antes del quiebre, después del mismo y a lo largo del episodio desinflacionario. Todos países seleccionados bajan a inflación de un dígito en el año del quiebre o en el año siguiente, con la excepción de Portugal e Israel, quienes tardan 4 y 5 años más, respectivamente, para lograr un dígito.

Las políticas evaluadas para la reducción de la inflación son el control monetario, la revaluación del tipo de cambio, la disminución del déficit fiscal y la contracción de los salarios reales.

En cuanto a la política monetaria, en 5 de los 9 países se hace control monetario durante 5.5 años antes del quiebre, en promedio utilizando datos anuales y en general, en 8 se aplica política monetaria para controlar la inflación (todos menos Bolivia -Cuadro 8-).

Refiriéndose a la política fiscal, en 5 de los 9 países se disminuye el déficit durante 4.6 años, en promedio, antes de lograr el quiebre inflacionario. Incluso en 4 de los 9 el control fiscal se ejerció antes de iniciarse el episodio desinflacionario; en Irlanda e Islandia el ajuste fiscal se realizó después del quiebre; en Chile y en Nueva Zelanda utilizaron el superávit fiscal como instrumento para sostener la inflación baja; en el 60% de los casos, altos niveles de déficit estuvieron relacionados con altas inflaciones.

Refiriéndose a la política cambiaria, la revaluación con respecto al dólar se implementó antes del quiebre en 7 países y después del quiebre se utilizó en 5, con el fin de sostener la desinflación. Bolivia e Islandia no utilizaron la revaluación como instrumento desinflacionario (Cuadro 8).

Considerando el comportamiento de los salarios reales, el crecimiento negativo de estos precedió la reducción de la inflación en 6 países; en los 3 restantes (Chile, Bolivia y España) la disminución en los salarios ocurrió de manera muy fuerte antes o al inicio del episodio desinflacionario.

La incidencia, efectividad y uso de las políticas anteriores difiere entre los países. Además, la política monetaria se utiliza como instrumento de choque para ocasionar el quiebre en la inflación, mientras, el equilibrio fiscal y la revaluación real se relacionan con el objetivo de mantener baja la misma en el mediano plazo. Finalmente, una vez se estabiliza el proceso inflacionario es posible devaluar para ajustar el sector externo; en cambio, tener una política de déficit fiscal sostenible es una condición de largo plazo para respaldar la inflación baja.

La mayoría de los países aplican como ancla el tipo de cambio, pero las políticas complementarias de reducción en los salarios y de control monetario tienden a ser más

Cuadro 8

Aplicación de Políticas para Obtener Quiebre de Inflación

	Restricción Monetaria	Reducción Déficit fiscal	Ancla cambiaria y revaluación real	Política Salarios
Chile	SI	SI	SI	Anterior/ desindexación NO
Bolivia	Currency Board NO	SI	NO	Anterior NO
España	SI	SI	SI	Anterior/ desindexación NO
Israel	SI	SI	SI	SI
Grecia	SI	NO	SI	SI
Portugal	SI	SI	SI	SI
Irlanda	SI	Posterior SI	SI	SI
Nueva Zelandia	SI	SI	SI	SI
Islandia	SI	posterior SI	NO	SI

fuerzas que en Colombia; el ajuste fiscal es fundamental en la mayoría, aunque no siempre se realiza en el momento del quiebre.

Al medir la Razón de Sacrificio se observa que no siempre la reducción de la inflación está acompañada de pérdidas en el producto. También se percibe que los países que han vivido un segundo episodio desinflacionario pasando de inflación baja a un dígito (Israel y Portugal) o cuyo ajuste fiscal y monetario había sido logrado antes del inicio del episodio desinflacionario (Chile e Israel en el primer episodio), la disminución en la inflación ha favorecido el crecimiento en el producto. En 7 de los 9 países se observaron pérdidas en producto (Bolivia, Grecia, España, Portugal, Irlanda, Nueva Zelandia y Islandia) para reducir la inflación. En cuanto al costo de la desinflación en términos del producto, el 58% de los episodios desinflacionarios estuvieron relacionados con pérdidas en el producto, luego, no siempre la reducción de la inflación está acompañada de recesiones.

El desarrollo institucional en el caso europeo ha sido un factor determinante en la consecución de una inflación inferior al 10%. Tanto el compromiso de cada país de ser aceptado en la Unión Europea, como las exigencias de convergencia para el logro de un Sistema Monetario Europeo (EMS), incrementaron la credibilidad del programa anunciado y contribuyeron a disminuir las expectativas inflacionarias. Igualmente, en Nueva Zelandia, Chile y Argentina las reformas en Independencia de la Banca Central y la responsabilidad fiscal ante el Congreso facilitaron el cumplimiento de las metas de inflación.

En Colombia el control monetario no ha sido continuo y ha estado en contravía con la política fiscal. Tal vez, la única variable que contribuyó con fortaleza a la desinflación hasta 1996 fue la revaluación del tipo de cambio, aunque con un retroceso en 1997 y 1998. En cuanto a la razón de sacrificio, cada punto de inflación perdido entre 1991 y 1997 ha implicado una pérdida del producto de 0.4%, siendo ésta una de las razones de sacrificio más baja de la muestra.

El programa desinflacionario ha sido equivocado en cuanto a la inconsistencia entre políticas monetaria, fiscal y de indexación salarial. Dada la experiencia internacional nos falta mayor control monetario y si el ajuste fiscal es fuerte no tendríamos que asumir una revaluación tan fuerte para el logro de un dígito.

¿Nos hace falta tiempo? si las políticas son consistentes, probablemente, en pocos años tendríamos inflación de un dígito, si el nuevo gobierno aprovecha el ambiente de credibilidad que hay frente a él.

En realidad, Colombia no es tan distinto estructuralmente a estos países, por cuanto en el país también se adelantaron reformas en la Independencia del Banco Central y en la liberación de la economía y del sistema financiero. Sin embargo, en la experiencia

internacional se obtuvo consenso desinflacionario, rompimiento de la indexación hacia atrás y abandono -por lo menos temporalmente- del ajuste del tipo de cambio real con objetivos de competitividad.

V. Bibliografía

Agénor, Pierre-Richard y Montiel, P.J. (1996), *Developments Macroeconomics*, Princeton University Press, Princeton USA.

Backus, David, y Driffill, John (1985), “Inflation and Reputation”, The American Economic Review, Vol. 75, No. 3 (junio), pg 530-537.

Ball, L. (1991), “The Genesis of Inflation and the Costs of Disinflation”, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 23 No. 3 (agosto).

_____ y Cecchetti S.G.(1991), “Wage Indexation and Discretionary Monetary Policy”, The American Economic Review, Vol. 81 (diciembre), pg 1310-29.

_____, Mankiw N.G. y Romer D.(1988), “The New Keynesian Economics and the Output - Inflation Trade-off”, Brookings Papers in Economic Activity, pg 1-65.

_____ y Romer D. (1990), “Real Rigidities and the Nonneutrality of Money” Review of Economic Studies , No 57 (abril).

_____ (1992), “Disinflation with Imperfect Credibility”, NBER Working Paper, No. 3983 (febrero).

_____ (1993), “What Determines the Sacrifice Ratio?”, NBER Working Paper, No. 4306 (marzo).

_____ (1994), “Credible Disinflation with Staggered Price-Setting”, The American Economic Review, Vol. 84, No. 1 (marzo), pg 282-289.

Blanchard, Olivier (1983), “Price Asynchronization and Price-Level Inertia”, En : *Inflation, Debt, and Indexation*, MIT Press.

_____ y Muet, P. (1993), “Competitiveness through Disinflation: An Assessment of the French Macroeconomic Strategy”, Economic Policy, (abril) , pg 12-55.

Bogdanowicz-Bindert, Christine (1983), “Portugal, Turkey and Peru: Three Successful Stabilization Programmes under the Auspices of the IMF”, World Development, Vol. 11, No. 1, pg 65-70.

Brash, Donald (1996), “Reducing Inflation in New Zealand: some Practical Issues”, Federal Reserve Bank of Kansas City, pg 123-138.

Bufman G. , Leiderman L., y Sokoler M. (1994), “Israel’s Experience with Explicit Inflation Targets: a First Assessment”, IMF Working Paper, (noviembre).

Calvo, G y Végh C. (1991), “Exchange -Rate Based Stabilization under Imperfect Credibility”, IMF Working Paper, (agosto).

Carlton D. (1986), “The Rigidity of Prices”, American Economic Review, No 76, pg 637-658.

Carrasquilla A. (1989), “Estabilización y Credibilidad con Manejo Cambiario : un Enfoque Empírico”, Ensayos de Política Económica, No 15 (junio).

_____ y Salazar N. (1992), “Sobre la Naturaleza del Ajuste Fiscal en Colombia”, Ensayos sobre Política Económica, No 21 (junio).

Cooley T. y Hansen G. (1991), “The Welfare Costs of Moderate Inflation”, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 23, No. 3 (agosto), pg 483-503.

Corbo V. y Solimano Andrés (1992), “Chile’s Experience with Stabilization Revisited,” En: *Lessons of Economic Stabilization and its Aftermath*, eds. Bruno y Fischer. Cambridge : MIT Press

Cukierman, Alex, y N. Liviatan (1990), “Optimal Accommodation by Strong Policymakers under Incomplete Information”, Journal of Monetary Economics, No.27 , pg 99-127.

Cukierman, Alex, y N. Liviatan (1992), *Lessons of Economic Stabilization and its Aftermath*, eds. Bruno y Fischer. Cambridge : MIT Press

_____ (1995), “La Economía de la Banca Central”, En: *La Banca Central en América Latina*, Ernesto Aguirre, R. Junguito y Geoffrey Miller. Coordinadores. Tercer Mundo Editores, Bogotá, Colombia. Primera Edición.

De Haan, J. , Knot K., y, Sturm J. (1993), “On the Reduction of Disinflation Costs: Fixed Exchange Rates or Central Bank Independence?”, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, No. 187 (diciembre), pg 429-443.

Dornbusch, R., y Mario H. Simonsen (1987), “Estabilización de la Inflación con el Apoyo de una Política de Ingresos”, El Trimestre Económico, Vol. 54, No. 214 (abril-junio), pg 225-281.

_____ (1989), “Ireland’s Disinflation”, Economic Policy, (abril), pg 174-209.

_____ y Fischer S. (1992), “Inflación Moderada,” Ensayos sobre Política Económica, No. 21 (junio).

Echeverry, J.C. (1996), “The Rise and Perpetuation of a Moderate Inflation, Colombia 1970-91”, Borradores Semanales de Economía, No 50.

Edwards, Sebastian (1993), “Exchange Rates, Inflation and Disinflation: Latin American Experiences”, NBER Working Paper Series, No. 4320 (abril).

Eijffinger, Sylvester, y Martijn van Keulen (1995), “Central Bank Independence in Another Eleven Countries”, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, No. 192 (marzo), pg 39-83.

Fischer, Stanley (1991), “Long Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply”, *New Keynesian Economics*, Vol 1, Segunda Edición, MIT Press.

Fuhrer, J. C (1995), “The Persistence of Inflation and the Cost of Disinflation”, New England Economic Review : Federal Reserve Bank of Boston, (febrero), pg 3-16.

Giavazzi, F., y Spaventa Luigi (1989), “Italy: The Real Effects of Inflation and Disinflation”, Economic Policy, (abril), pg 135-171.

Hall, R. (1991), “Market Structure and Macroeconomic Fluctuations”. *New Keynesian Economics*, Vol 1, Segunda Edición, MIT Press.

Hess, Gregory D., y Morris Charles (1996), “The Long-Run Costs of Moderate Inflation”, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City (second quarter), Vol. 81, No. 2, pg 71-88.

Imrohorglu, A., y Prescott E. C. (1991), “Seignorage as a Tax : A Quantitative Evaluation”, Journal of Money Credit and Banking, (agosto), pg 462-475.

Junguito, R., y Vargas H. (1996), “Independencia de los Bancos Centrales y Políticas Cambiarias en América Latina”, En: *La Banca Central en América Latina*, Ernesto Aguirre, R. Junguito y Geoffrey Miller. Coordinadores. Tercer Mundo Editores, Bogotá, Colombia. Primera Edición (enero 1997).

Katseli, Louka T. (1983), “Macroeconomic Adjustment and Exchange-Rate Policy in Middle-income Countries: Greece, Portugal and Spain in the 1970's”, En: *International Economic Adjustment*, ed. Marcello de Cecco, pg 189-211.

King, Mervyn (1996), “How Should Central Banks reduce Inflation ? Conceptual Issues”, En : *Achieving Price Stability*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pg 53-91.

Kydland, F., y Prescott E. (1977), “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, Journal of Political Economy, Vol. 85, No. 3, pg 35-55.

Marty, Alvin, y Thornton Daniel (1995), “Is There a Case for Moderate Inflation?”, Economic Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, Vol. 77, No. 4 (julio/agosto), pg 27-37.

McNelis, Paul D. (1988), “Indexation and Stabilization”, The World Bank Research Observer, Vol. 3, No. 2 (julio), pg 157-169.

Meisel, Adolfo (1996a) “Why no Hyperinflation in Colombia ? On the Determinants of Stable Economic Policies”, Borradores Semanales de Economía, No. 54.

_____ (1996b) “Autonomía de la Banca Central e Inflación: La Experiencia Colombiana, 1923-95”. Borradores Semanales de Economía, No 49.

Partow, Zeinab (1995), “Una Investigación Empírica sobre el Impacto de la Inflación en el Crecimiento Económico de Colombia”, Borradores Semanales de Economía, No 17.

_____ (1995b) “Una Revisión de la Literatura sobre los Costos de la Inflación”, Borradores Semanales de Economía, No 32.

Razin, A., y Sadka (1995), “Disinflation and Taxation: The Case of Israel”, International Journal Finance Economics, Vol. 1, pg 37-46.

Rebelo, Sergio , “Inflation in Fixed Exchange Rate Regimes: The Recent Portuguese Experience”, En: *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, eds. Torres y Giavazza, pg 128-146.

_____ y Végh C. (1995), “Real Effects of Exchange Rate Based Stabilization : an Analysis of Competing Theories”, National Bureau of Economic Research, Working Paper # 5197, (julio).

Roldos, J. (1994), “Supply-Side Effects of Disinflation Programs”, IMF Working Paper, (julio).

Santillán, Javier (1996), “Política Cambiaria y Autonomía del Banco Central”, CEMLA, Vol. 19, No. 3 (julio/ septiembre), pg 207-232.

Suescún, Rodrigo (1992), “Inflación y Devaluación como un Fenómeno Fiscal: la Financiación Optima del Gobierno a Través de la Tributación, el Señoraje y las Utilidades de Compra-venta de Divisas”, Ensayos de Política Económica, (diciembre), No 22.

Uribe, J. D. (1994) , “Inflación Inercial, Tasa de Cambio y Anclas”, Borradores Semanales de Economía, No 10.

_____ (1995). “Inflación y Crecimiento Económico en Colombia”, *Crecimiento Económico*, Banco Mundial-Banco de la República.

Végh, Carlos (1992), “Stopping High Inflation: An Analytical Overview,” IMF Staff Papers, Vol. 39, No. 3 (septiembre), pg 626-695.

Vergara, Rodrigo (1994), “Política Cambiaria en Chile: La Experiencia de una Década (1984-1994)”, Estudios Públicos, No 56.

Walsh, Brendan M. (1983), "Ireland in the European Monetary System: the Effects of a Change in Exchange Rate Regime", En: *International Economic Adjustment*, ed. Marcello de Cecco, pg 160-185.

Zuleta, Hernando (1995), "Impuesto Inflacionario y Señoraje", Borradores Semanales de Economía, No 38