

**EL RÉGIMEN BAJO PRESIÓN:
LOS ESQUEMAS DE METAS DE INFLACIÓN
EN BRASIL, CHILE, COLOMBIA Y PERÚ
DURANTE EL BOOM EN LOS PRECIOS
INTERNACIONALES DE MATERIAS PRIMAS**

*Martín Abeles y Mariano Borzel

Documento de Trabajo N° 31 - Septiembre de 2010





Director

Guillermo Wierzba

Investigadores

Jorge Gaggero
Claudio Golonbek
Romina Kupelian
Rodrigo López
Pablo Mareso
María Andrea Urturi
María Agustina Zelada

Investigadores Invitados

Enrique Arceo
Mariano Borzel

Consejo Académico

Juan José Deu Peyres
Roberto Frenkel
Alfredo T. García
Matías Kulfas

Las opiniones vertidas en el trabajo son exclusivas de los autores y no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.

*Martín Abeles. CEPAL-Naciones Unidas, Buenos Aires. El presente trabajo refleja la opinión del autor y no necesariamente la de la institución de pertenencia.

Para comentarios, favor dirigirse a: informacion@cefid-ar.org.ar

1.	Introducción.....	4
2.	Regímenes de metas de inflación: Lógica de funcionamiento e implicancias.....	7
2.1.	Aspectos conceptuales.....	7
2.2.	De la teoría a la práctica: Implicancias para los países en desarrollo.....	10
3.	Estudio de Casos.....	14
3.1.	Brasil.....	14
3.2.	Chile.....	26
3.3.	Colombia.....	37
3.4.	Perú.....	48
4.	Síntesis y reflexiones finales.....	58

1. Introducción

Luego de “media década perdida” (1998-2002), entre 2003 y 2008 la región de América Latina y el Caribe (ALyC) experimentó el período de más rápido crecimiento desde la década de los setenta, expandiéndose a un ritmo superior al de la media mundial y de los países avanzados, aunque aún por debajo del promedio de las economías emergentes. Se trató, asimismo, de un período de relativamente baja inflación, en particular entre 2003 y 2006 (Tabla No. 1.1).

Tabla No. 1.1

Crecimiento e inflación en América Latina y el mundo

	PIB (crecimiento anual %)				Inflación (anual %)			
	1998-2002	2003-2006	2007	2008	1998-2002	2003-2006	2007	2008
Mundo	3,2	4,5	5,2	3,0	4,7	3,7	4,0	6,0
Economías Avanzadas	2,7	2,7	2,7	0,6	1,8	2,1	2,2	3,4
Economías Emergentes	4,1	7,2	8,3	6,0	9,8	6,0	6,4	9,3
ALyC	1,6	4,6	5,7	4,2	8,5	7,1	5,4	7,9

Fuente: FMI, World Economic Outlook Database (Octubre, 2009).

La situación excepcional que atravesó la economía mundial en dicho período—precios elevados de las materias primas y condiciones extraordinarias para el financiamiento externo—explica una parte considerable de tan notable desempeño (Ocampo, 2007; Izquierdo *et al.*, 2007). Durante este sexenio las balanzas de pagos de varios países de la región registraron saldos positivos en su cuenta corriente y de capital simultáneamente, dando lugar a un importante proceso de acumulación de reservas internacionales y permitiendo una reducción significativa en su grado de endeudamiento externo.

Semejantes condiciones de contexto plantearon, a su vez, desafíos interesantes para la política económica, en particular en el terreno de las políticas monetaria y cambiaria, dada la multiplicidad de efectos que contribuyeron a generar. Por un lado, la suba prolongada en los precios internacionales de las materias primas, sobre todo en el campo de los hidrocarburos y la minería, pero también de gran relevancia—por su impacto directo en el costo de los bienes-salario—en el rubro alimentos, ejerció una fuerte presión alcista sobre los precios internos, especialmente en el bienio 2007-2008.

El *boom* de los precios internacionales de las materias primas contribuyó inicialmente a mejorar los saldos de cuenta corriente en las balanzas de pagos. La afluencia de divisas comerciales ejerció cierta presión hacia la apreciación cambiaria, lo que tendió a disminuir o compensar la presión alcista proveniente de la “inflación importada”, especialmente entre 2003 y 2006. A partir de entonces, como resultado del proceso de apreciación cambiaria previo—reforzado, como se comenta más abajo, por el fuerte

flujo de capitales externos hacia la región—las cuentas corrientes de la balanza de pagos de varios países importantes de la región tendieron a deteriorarse de manera persistente.

Por otro lado, la masiva afluencia de capitales hacia la región, interrumpida por algunos episodios puntuales de *stress* (previos a la debacle de septiembre de 2008)¹, detonó el tipo de dinámica pro-cíclica asociada al funcionamiento del “acelerador financiero” en los períodos de auge en la entrada de capitales, que aumenta el crédito interno y el valor de los activos locales, alimenta mayores expectativas de apreciación cambiaria y ejerce, a la postre, una fuerte presión sobre el tipo de cambio (CEPAL, 2002).

Mientras el efecto riqueza derivado del aumento del crédito interno y la inflación en los activos locales ejercía una influencia expansiva, sobre todo en los sectores productores de bienes y servicios no transables, incluyendo alguna presión alcista sobre dichos precios, el proceso de apreciación cambiaria generaba el efecto contrario en los sectores productores de bienes transables, especialmente en el caso de los productos no tradicionales, con un impacto contractivo en su nivel de actividad (al desviar una porción considerable de la demanda interna hacia el exterior) y un sesgo deflacionario en los precios de tales productos.

El rezago cambiario que sigue al ingreso de fondos del exterior, al dificultar el acceso a los mercados externos y exacerbar la competencia importada, en particular en los productos no tradicionales, suele dar lugar a pérdidas de capacidad productiva y de redes de comercialización, en muchos casos de manera irreversible, lo que tiende a desacelerar la tasa de crecimiento en el largo plazo. De hecho, varios estudios identificaron durante este período síntomas de enfermedad holandesa en varios países de la región que aplican metas de inflación (Bernat, 2009; Mulder, 2006).

El presente documento de trabajo se propone analizar la política monetaria y cambiaria durante la vigencia de los esquemas o regímenes de metas de inflación (RMI), durante el bienio 2007-2008, cuando se produce el mayor alza en los precios internacionales de las materias primas exportadas por Brasil, Chile, Colombia y Perú, cuatro países que han adoptado este tipo de régimen monetario. Estas economías, además de caracterizarse por poseer canastas exportadoras relativamente concentradas en productos primarios, tienen en general una elevada participación de los alimentos en las cestas de consumo de su población. Este rasgo las convierte en

¹ En el segundo trimestre de 2006, con epicentro en Asia, y en el tercer trimestre de 2007, en Estados Unidos.

un caso interesante para el análisis del funcionamiento de los RMI bajo situaciones de inflación “importada”. Al analizar los distintos casos hemos procurado identificar puntos en común y resaltar los matices existentes en las posturas y respuestas de las diferentes autoridades monetarias frente a acontecimientos exógenos comunes y reflexionar sobre sus implicancias para el desarrollo productivo de la región. El documento se estructura como una sucesión de estudios de casos (sección 3) basados en las experiencias de Brasil, Chile, Colombia y Perú, en los que se describen los principales hechos estilizados de cada economía asociados con la dinámica de la inflación, el ciclo económico y la evolución de sus respectivos sectores externos. A partir de allí se analizan las acciones y repercusiones más relevantes en materia de política monetaria y cambiaria. Antes de ello, en la sección 2 se pasa revista a las principales características e implicancias de los regímenes de metas de inflación. Las conclusiones se resumen en la sección 4.

2. Regímenes de metas de inflación: Lógica de funcionamiento e implicancias²

2.1. Aspectos conceptuales

Los RMI se caracterizan por el anuncio oficial de una meta inflacionaria para uno o más periodos consecutivos, con el reconocimiento explícito de que la inflación baja y estable es el objetivo primordial de la política monetaria (Bernanke y Mishkin, 1997). Se supone que bajo condiciones normales y con autoridades monetarias abocadas fundamentalmente a contener la inflación la economía transitará por su sendero de equilibrio de largo plazo, en el que el PIB efectivo tiende a coincidir con el PIB potencial y la tasa de inflación observada con la meta oficial de inflación.

Bajo los RMI la principal herramienta para la estabilización de situaciones de desequilibrio es la tasa de interés de corto plazo, mediante la cual se procura incidir en las decisiones de cartera de los agentes económicos y los distintos componentes de la demanda agregada a fin de mantener el producto lo más cerca posible de su nivel potencial, que depende de la capacidad instalada de la economía y del nivel máximo de ocupación que no propicia una aceleración inflacionaria.³

La efectividad de un RMI depende en buena medida de la credibilidad de las autoridades monetarias en relación con su compromiso con la meta oficial de inflación; es decir, de su firmeza para actuar decididamente ante la aparición de desvíos con respecto a dicha meta. Ante una autoridad monetaria poco creíble el público podría proyectar una mayor tasa de inflación ante la aparición de desequilibrios o desvíos circunstanciales, afectando los niveles de inflación efectiva por la vía de la formación de expectativas. En contraste, una autoridad monetaria creíble—es decir, decidida a operar sobre la demanda agregada ante el menor signo de desequilibrio—podría ejercer su rol estabilizador con un mínimo costo en relación con el nivel de actividad.

Suele recomendarse que los países que opten por la utilización de RMI respeten ciertos equilibrios macroeconómicos para evitar que el cumplimiento de la meta inflacionaria se vea obstaculizado por la persecución de otros objetivos de política:

- El requisito de que no haya “dominancia fiscal”, por ejemplo, remite precisamente a la necesidad de que la política monetaria no se vea condicionada por las decisiones de gastos e ingresos públicos adoptadas por

² El contenido de la presente sección se basa fundamentalmente en Abeles y Borzel (2004; 2005).

³ Convencionalmente denominada NAIRU, por sus siglas en inglés (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*).

los gobiernos, evitando de esta forma la posibilidad de monetización de los déficit fiscales;⁴

- El requisito de que no se presenten situaciones de “dominancia financiera” en relación con la solvencia del sistema bancario permite al banco central operar libremente sin preocuparse por el impacto de eventuales variaciones en las tasas de interés en la situación patrimonial del sistema, o de alguna entidad particular de importancia sistémica;
- La conveniencia de que no exista “dominancia externa” permite el mantenimiento de un régimen cambiario de flotación libre en el que el tipo de cambio nominal pueda fluctuar sin necesidad de considerar el impacto de dichas variaciones en la solvencia del sector privado y/o público (de esta manera los movimientos en el tipo de cambio pueden contribuir a amortiguar los *shocks* externos e incidir en el nivel de precios internos a través del impacto de los movimientos de la tasa de interés en las paridades cambiarias—el llamado canal cambiario).

En términos operativos, los RMI descansan en la utilización de algún índice de precios minorista relevante para la determinación de la meta oficial. En ciertos ámbitos se apoya la utilización de índices ampliamente difundidos, como los de precios al consumidor, mientras que en otros se defiende la construcción de índices más específicos, que tengan en cuenta, por ejemplo, los impactos de *shocks* provenientes del lado de la oferta que puedan redundar en desvíos circunstanciales respecto de la meta inflacionaria. En este caso se suele recurrir a la utilización de índices de inflación “subyacente” (*core inflation*), que excluyen aquellos precios sujetos a la influencia de factores de tipo estacional, de oferta, o que dependan directamente de la regulación estatal, como puede ser el caso de algunos servicios públicos. Se apunta de esta forma a transparentar el accionar de las autoridades monetarias, evitando su reacción apresurada ante posibles *shocks* (como los de oferta) que no estén asociados directamente a la evolución de la demanda agregada y que no necesariamente motiven modificaciones en la tasa de interés.⁵ La órbita de influencia de la política monetaria se restringiría, en casos de inflación desencadenada por aumento de

⁴ Véase Fraga *et al.* (2003).

⁵ En la práctica han tendido a prevalecer los índices de precios al consumidor como guía de funcionamiento de los RMI, en virtud de su mayor conocimiento para la población en general, aunque igualmente se elaboran índices de inflación subyacente para reforzar la comprensión de los procesos que guían la determinación de los precios de la economía y colaborar con el administración de la política monetaria.

costos, a prevenir posibles efectos indirectos (o de “segunda ronda”) sobre los precios asociados a dichos *shocks*.⁶

Complementariamente, a los fines de generar una mayor transparencia de la autoridad monetaria casi todos los países con RMI publican con distinta periodicidad sus respectivos “informes de inflación” y poseen mecanismos de rendición de cuentas frente a la sociedad. Ello incluye la posibilidad de explicar los motivos que puedan haber llevado a posibles incumplimientos de la meta, a cambios en la conducta de la autoridad monetaria, o a modificaciones respecto de las metas estipuladas. En algunos casos, y bajo condiciones preestablecidas, pueden incorporarse cláusulas de escape que permitan tolerar ciertos desvíos respecto de la meta.

Los países con RMI suelen utilizar, al menos implícitamente, algún tipo de “regla” de política que orienta la postura de las autoridades monetarias ante distintos tipos de escenarios. En general, los cambios en la tasa de interés de referencia se encuentran asociados a los desvíos de la inflación observada o proyectada respecto de la meta oficial, así como a la evolución del nivel de actividad. La dirección del cambio de la tasa de interés de política tenderá a la suba (baja) cuanto mayor (menor) sean la inflación y el ritmo de crecimiento de la economía y su magnitud estará vinculada a la sensibilidad de los parámetros del modelo y a los rezagos con que los cambios de la tasa afectan al resto de las variables económicas.

Cabe advertir, no obstante, que en la práctica tiende a revelarse una dosis importante de incertidumbre con respecto al impacto final de los cambios en las tasas de referencia, derivada de los márgenes de error involucrados en la estimación de los parámetros utilizados y de la dificultad para predecir con exactitud la importancia relativa de cada uno de los canales de transmisión de la política monetaria. Más aun, en contextos de apertura irrestricta de la cuenta capital ni siquiera puede predecirse con precisión el efecto final de una suba de tasas, dado que dicho aumento, al propiciar el ingreso de capitales del exterior, puede estimular el crédito interno y la demanda agregada (efecto “acelerador financiero”; ver CEPAL, 2002) en lugar de contraer el nivel de actividad. Si bien este tipo de incertidumbre caracteriza a la praxis de la política económica en general, con independencia del régimen monetario adoptado, su relevancia suele verse amplificada en los RMI en virtud de la supremacía del objetivo anti-inflacionario *vis-à-vis* otros objetivos (como el sostenimiento del nivel de actividad).

⁶ Como se muestra más adelante, estas consideraciones son relevantes en algunos de los casos analizados, en los que pareciera haberse recurrido a subas preventivas de la tasa de interés de referencia ante aumentos de precios internacionales no asociados a situaciones de exceso de demanda agregada.

2.2. De la teoría a la práctica: Implicancias para los países en desarrollo

El eje de la credibilidad

Bajo un RMI la meta oficial de inflación se constituye en la práctica en el *ancla nominal* de la economía. Es por ello que la credibilidad de la autoridad monetaria asume una importancia crucial. Si el público estima que el banco central actuará enérgicamente ante el menor desvío de la inflación observada respecto de la meta, o incluso preventivamente ante el mero riesgo de que ello ocurra, tenderá a internalizar la meta en su proceso de formación de expectativas y toma de decisiones. De allí la importancia que en el marco de este tipo de régimen monetario se le suele asignar a la independencia de los bancos centrales⁷: el compromiso de la autoridad monetaria con la meta oficial resultará más verosímil si ésta resulta independiente de las autoridades electas y es por tanto capaz de resistir potenciales presiones de los gobiernos para la implementación de políticas “cortoplacistas” destinadas a incrementar el producto y el empleo por encima de los niveles compatibles con el equilibrio de las variables fundamentales.

En este tipo de esquemas, en los que la reputación del banco central resulta determinante para la efectividad de la política monetaria, la búsqueda de credibilidad puede convertirse en uno de los objetivos perseguidos por la autoridad monetaria—o incluso en un fin en sí mismo—desnaturalizando el “esquema de incentivos” que guía su accionar.⁸

Por ejemplo, el afán por fortalecer la credibilidad e imagen de independencia puede llevar a la autoridad monetaria a reaccionar de manera apresurada ante la ocurrencia de un *shock* de oferta (como, por ejemplo, un incremento de los precios internacionales de materias primas) mediante la utilización de un instrumental concebido para la estabilización de la demanda. Esto se vincula, más profundamente, con las tensiones o contradicciones que surgen al abordar un fenómeno “multicausal” (Vernengo, 2005), como es la inflación, desde una perspectiva de tipo “monocausal”,

⁷ Para una crítica a esta noción, véase Abeles y Borzel (2004).

⁸ Algunos partidarios de los RMI sostienen que la credibilidad del gobierno (ausencia de dominancia fiscal) refuerza la credibilidad del banco central y disminuye la severidad de la política monetaria (Fraga *et al.*, 2003). En la práctica, casi todos los países con RMI tienden a utilizar algún tipo de regla fiscal que complementa el accionar de la política monetaria (ver sección 3).

que parte de la presunción de que la inflación es un fenómeno eminentemente asociado a situaciones de exceso de demanda.⁹

La búsqueda de credibilidad puede también conducir a la sobreactuación del compromiso antiinflacionario y traducirse, por ejemplo, en el establecimiento de niveles innecesariamente bajos de la meta inflacionaria y/o en una amplitud muy acotada del rango de tolerancia establecido. La fijación de metas oficiales más estrictas puede contribuir a incrementar la credibilidad del banco central en tiempos de escasas presiones inflacionarias aunque, en contextos más comprometidos, los incumplimientos tienden a quedar más expuestos y pueden generarse presiones exageradas para la implementación de políticas monetarias contractivas.

Sesgo a la apreciación cambiaria

En este marco, y dadas las dificultades que pueden existir para situar la inflación observada en línea con el punto medio del rango oficial, pueden revelarse espontáneamente funciones de reacción “asimétricas”, con una mayor tolerancia por los defectos que por los excesos respecto del valor medio establecido. Esta asimetría adquiere particular interés en nuestra región en relación con la evolución del tipo de cambio nominal: dada la primacía del objetivo anti-inflacionario por sobre otros objetivos posibles la autoridad monetaria tiende a ofrecer más resistencia a las depreciaciones que a las apreciaciones cambiarias.

En economías pequeñas y abiertas, y con bajos niveles de intermediación financiera, el canal cambiario tiende a prevalecer como principal correa de transmisión de los impulsos monetarios a precios. Bajo regímenes de tipo de cambio flexible y apertura irrestricta de la cuenta capital, la suba (disminución) de la tasa de interés interna atrae (expulsa) capitales del (al) exterior, tendiendo a apreciar (depreciar) el valor de la moneda doméstica. Ello repercute directamente sobre el precio interno de los bienes transables y, en consecuencia, sobre el nivel de la inflación, y de forma menos inmediata sobre la evolución del crédito (cuyo ritmo de expansión puede incluso acelerarse de operar el mecanismo de “aceleración financiera”). De esta manera, en países con bajos niveles de intermediación financiera, una política monetaria contractiva (aumento de la tasa de interés de referencia) tiende a generar una reducción en la tasa de inflación vía apreciación cambiaria y no a través del canal de crédito.

⁹ Arestis *et al.* (2008) señalan que los países de América Latina suelen ser relativamente más susceptibles a *shocks* de oferta que a perturbaciones de demanda y que ello puede volver particularmente infructuosos a los RMI.

Precisamente debido a esta mayor eficacia del canal cambiario las autoridades suelen reaccionar rápidamente ante la más mínima posibilidad de aumento en el tipo de cambio nominal—aumentando la tasa de referencia, interviniendo directamente en el mercado cambiario, o alguna combinación de ambas—a fin de evitar su traspaso a precios, y no tanto ante su disminución. De allí se deriva de hecho cierta asimetría en la gestión cambiaria de los bancos centrales en países en desarrollo o con bajo grado de intermediación financiera—una asimetría que está inscrita en el propio esquema de incentivos de los RMI. Lo importante es que la prevalencia del canal cambiario (en comparación con el canal de crédito) y el sesgo resultante hacia la apreciación cambiaria van en detrimento de la economía real (“enfermedad holandesa”) y/o de la estabilidad financiera de la economía, al aumentar la exposición a reversiones súbitas en los flujos de capitales externos (*sudden stops*).

Lo anterior no implica que bajo los RMI no se produzcan intervenciones tendientes a evitar la apreciación cambiaria. De hecho, a diferencia de lo planteado convencionalmente en relación con la necesidad de contar con un “régimen de flotación pura”, como se advierte en algunos de los casos analizados en este documento la realidad muestra que en el marco de los RMI se acepta la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario en determinadas situaciones; por ejemplo, bajo situaciones de fuerte volatilidad en el mercado de cambios que puedan afectar la dinámica de formación de precios y/o la estabilidad financiera.¹⁰ Sin embargo, y en línea con el principio de que el tipo de cambio real de equilibrio constituye un precio que, como tal, debe ser determinado por el mercado, las autoridades deberán garantizar y hacer explícito que la intervención se presenta como una respuesta ante la emergencia de un *shock* de carácter “temporario”, sin mayores pretensiones respecto de potenciales influencias sobre la determinación del tipo de cambio que

¹⁰ En un documento del Banco Central de Chile (2007) se sostiene que “*bajo el esquema de flotación cambiaria, el BCCh se reserva la opción de intervenir en circunstancias excepcionales en el mercado cambiario, mediante operaciones cambiarias y/o proporcionando instrumentos de cobertura cambiaria (...). Una sobre-reacción de la paridad cambiaria se produce cuando, sin mayor variación en sus determinantes fundamentales, el tipo de cambio tiene fuertes alzas o bajas, que pueden ser seguidas de movimientos en la dirección opuesta, en un período acotado. Este fenómeno de apreciación o depreciación excesiva puede mermar la confianza de los agentes económicos (al producir efectos sobre la inflación que requieran de acciones de política monetaria), aumentar la volatilidad en los mercados financieros o entregar señales equívocas de precios para la asignación eficiente de los recursos. El Consejo del BCCh puede intervenir en el mercado de divisas en estos episodios cambiarios excepcionales, en que el tipo de cambio experimenta una sobre-reacción con potenciales efectos adversos sobre la economía*”.

resulta consistente con las características fundamentales (*fundamentals*) de economía.¹¹

Pre-Keynesianismo después de Keynes

La expresión corresponde a un texto de Joan Robinson de 1964 (“*Pre-Keynesian Theory after Keynes*”) y cobra relevancia ante la concepción del papel que el llamado Nuevo Consenso Macroeconómico—la corriente de pensamiento macroeconómico que informa los RMI¹²—le asigna a la demanda agregada en la determinación del ritmo de crecimiento de largo plazo. Uno de los supuestos fundamentales de los modelos en que se basan los RMI es el de determinación del producto de largo plazo de la economía desde el lado de la oferta (básicamente de la tasa de crecimiento de la población y del progreso técnico). Bajo dicha concepción el ciclo económico de corto plazo representa desviaciones, por exceso o por defecto, respecto de dicho sendero de equilibrio. La política monetaria (o cualquier otra política que afecte el lado de la demanda en el corto plazo) puede ejercer alguna influencia sobre la intensidad o modulación de dichas desviaciones, pero no sobre la tendencia de largo plazo, con lo cual se desecha toda influencia de la demanda agregada en la formación de capital a mediano/largo plazo.¹³ En este sentido, se presenta cierta tensión, no dirimible en el marco de un esquema macroeconómico diseñado para combatir de manera prácticamente excluyente la inflación, entre el corto y el largo plazo; es decir, entre el apremio por evitar la pérdida de credibilidad de la autoridad monetaria y las necesidades vinculadas al desarrollo económico. Así, bajo este tipo de enfoques, el costo de una autoridad monetaria creíble puede ser un ritmo de crecimiento subóptimo y/o un conjunto de precios relativos bajo el que sólo pueden subsistir los sectores tradicionales (primarización).

¹¹ Como se verá en los casos analizados en este documento, las intervenciones compradoras han resultado habituales en momentos de fuertes ingresos de fondos del exterior (tal como se observó recientemente en el período de *boom*), como forma de evitar excesivas apreciaciones cambiarias (motivo “neo-mercantilista”: véase Levy Yeyati y Sturzenegger (2007)) y/o para atesorar mayores volúmenes de reservas internacionales con fines de autoaseguramiento (“motivo precaución”), aunque no apuntaron a impedir la apreciación cambiaria.

¹² Para una interpretación crítica, véase Arestis y Sawyer (2003).

¹³ Según la concepción ortodoxa de los partidarios de los RMI las fluctuaciones constituyen ciclos prácticamente simétricos en que el producto observado converge espontáneamente hacia el producto potencial. En contraposición, desde una perspectiva keynesiana, el producto observado afecta al producto potencial futuro, por lo que una mayor utilización de la capacidad instalada presenta efectos dinámicos (duraderos) en términos de formación bruta de capital, productividad y empleo, que pueden influir sobre la trayectoria de largo plazo del producto.

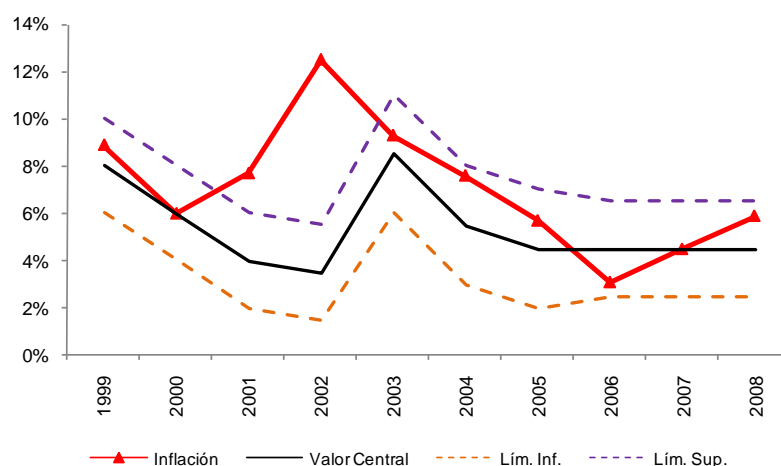
3. Estudio de Casos

3.1. Brasil

El RMI entró formalmente en vigencia en Brasil en junio de 1999, pocos meses después del reemplazo del anterior esquema de tipo de cambio semifijo por uno de libre flotación, en medio de una fuerte devaluación del Real. Desde entonces la inflación, medida a través del Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA), tendió a mantenerse dentro de los márgenes establecidos por las autoridades, con excepción de los años 2001 y 2002, cuando estuvo cerca de duplicar y triplicar, respectivamente, a la meta oficial (Gráfico No. 3.1.1). Este salto inflacionario generó una readecuación de las metas a los efectos de incorporar en lo sucesivo el componente de inflación inercial. Así, en enero de 2003 las autoridades del Banco Central de Brasil (BCB) resolvieron modificar la meta para ese año (del 4% al 8,5%) y para el 2004 (del 3,75% al 5,5%). También incrementaron el rango de tolerancia inflacionaria medio punto porcentual, llevándolo de manera transitoria del 2% al 2,5% (2003-2005). Estos ajustes se realizaron en paralelo a una fuerte suba de la tasa de interés y contribuyeron a garantizar el cumplimiento de los objetivos inflacionarios. Nótese que de no haberse flexibilizado las metas los incumplimientos habrían llegado, inclusive, hasta el año 2005. Hacia el final de la serie la meta central se encontraba en el 4,5%, con un intervalo de tolerancia de 2 puntos porcentuales.

Gráfico No. 3.1.1

Brasil: Metas e inflación efectiva (var. i.a., diciembre)



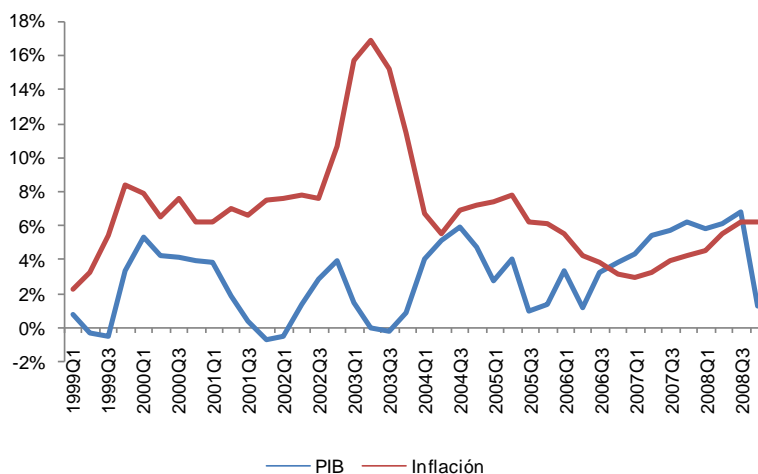
Fuente: elaboración propia en base a Banco Central de Brasil

3.1.1. Desempeño macroeconómico

La dinámica de las principales variables macroeconómicas (inflación y crecimiento del PIB) permite identificar tres períodos relevantes a partir de la entrada en vigencia del RMI (Gráfico No. 3.1.2). El primero (1999-2003) estuvo enmarcado en un contexto de

importantes tensiones en los mercados cambiario y monetario. Se destacan los mayores—y más volátiles—índices de inflación, así como también los relativamente bajos—y también más volátiles—niveles de crecimiento del producto. La inflación alcanzó un valor promedio del 8,4%, mientras que el PIB creció al 1,8%.

Gráfico No. 3.1.2
Inflación y crecimiento (var. i.a.)



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL y CEI

El segundo (2004-2005) coincidió con la consolidación de la tendencia alcista de los precios internacionales de las materias primas. Aquí se verificó una inflación inferior a la de la etapa anterior (6,7% promedio), una tasa de crecimiento del PIB moderada (3,6%), y menor volatilidad en ambas variables.

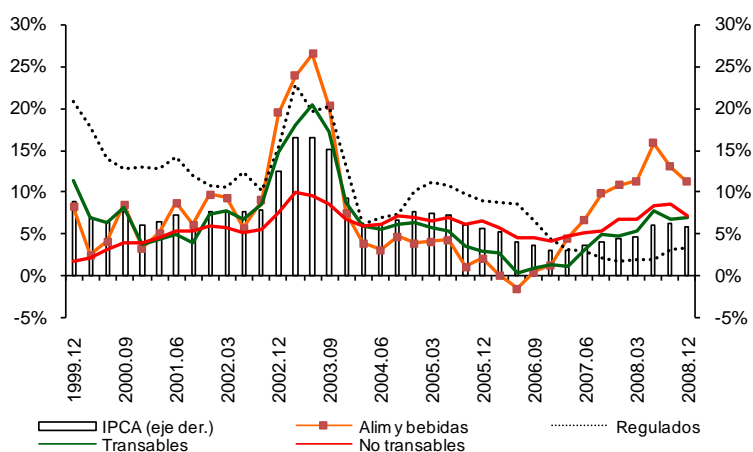
En la tercera etapa (2006-2008) se observa una significativa aceleración del crecimiento económico, explicada no sólo por el *boom* en los precios de los productos básicos y la elevada disponibilidad de liquidez a nivel internacional, sino también por el accionar del propio gobierno brasileño a través del Programa de Aceleración del Crecimiento (PAC) vigente desde 2007 (Barbosa, 2010).¹⁴ Entre el tercer trimestre del 2007 e idéntico período de 2008, por caso, la tasa de crecimiento del PIB fue la más alta del período (6,1% anual). La inflación promedio de esta tercer etapa se ubicó en línea con el valor central del RMI (4,5%), aunque se vio sensiblemente afectada por la aceleración registrada desde mediados de 2007, que la situó en sus valores máximos

¹⁴ En este período el PIB mostró un crecimiento promedio del 4,4%. La inversión se constituyó en el principal componente de absorción doméstica, con un incremento del 14,1%, seguida por el consumo de los hogares (6,2%). En este lapso las importaciones aumentaron el 18,8%, mientras que el aporte de las exportaciones fue escaso (3,5%). El crecimiento de la inversión coincidió con la implementación del PAC. Así, entre el 2007 y el segundo trimestre de 2008 la inversión como porcentaje del producto pasó del 16,5% al 18,3% (considerando medias móviles de cuatro trimestres). A pesar de ello Brasil no ha dejado de ser el país con menor tasa de inversión de los aquí analizados.

hacia el tercer trimestre de 2008 (6,2%), sin llegar a sobrepasar el límite superior establecido por las autoridades. Brasil ha sido el único país de los analizados en este documento que no traspasó los límites de su meta oficial en este lapso, aunque también es el que posee las metas menos estrictas. Este aspecto parece haber contribuido a descomprimir ciertas presiones inflacionarias en momentos de suba del precio internacional de los alimentos.

Considerando la evolución de los principales rubros del IPCA queda de manifiesto el rol jugado por los bienes “Transables” en lo que concierne al cumplimiento de la meta de inflación. Por caso, entre principios de 2004 y mediados de 2006 su aporte antiinflacionario fue destacado, incluso en un contexto de fuerte incremento de los precios mundiales de los productos básicos no alimentarios (metales y minerales y energía). Aquí la inflación mostró una sistemática desaceleración, en paralelo con una persistente apreciación del tipo de cambio nominal. Luego, el repunte de la inflación de los alimentos redundó en un fuerte crecimiento de la incidencia de este segmento y del de “Transables” en general. A partir del segundo trimestre de 2007 el rubro “Alimentos y Bebidas” se transforma en el componente más dinámico del IPCA, llegando a explicar cerca de la mitad de su aumento, seguido por el de “no Transables”, que en 2007 se acelera al mismo tiempo que aumenta el nivel de actividad económica (Gráficos No. 3.1.3 y No. 3.1.4).¹⁵

Gráfico No. 3.1.3
IPCA y principales rubros (var. i.a.)*

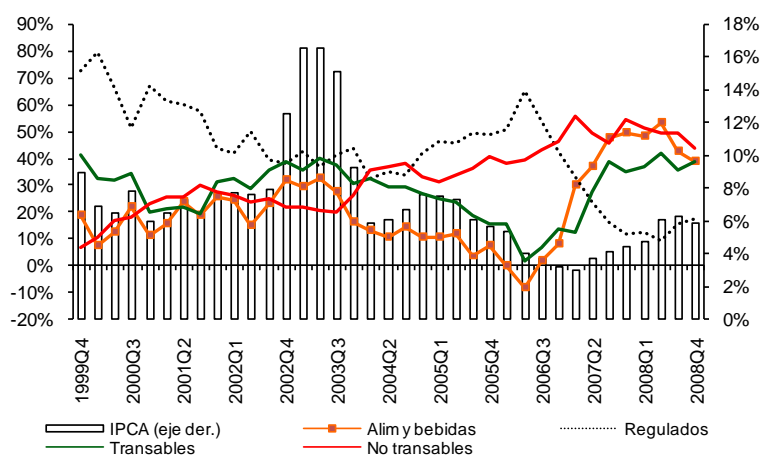


Fuente: elaboración propia en base a IPEADATA y BCB
*Los bienes transables incluyen Alimentos y Bebidas

¹⁵ La participación en el IPCA de los “No transables”, los “Transables” y los “Regulados” alcanza al 36,18%, 32,81% y 31%, respectivamente. El rubro “Alimentos y bebidas” posee por su parte una ponderación del 20,42% en el IPCA.

Gráfico No. 3.1.4

IPCA y principales rubros (contribución a la variación)*

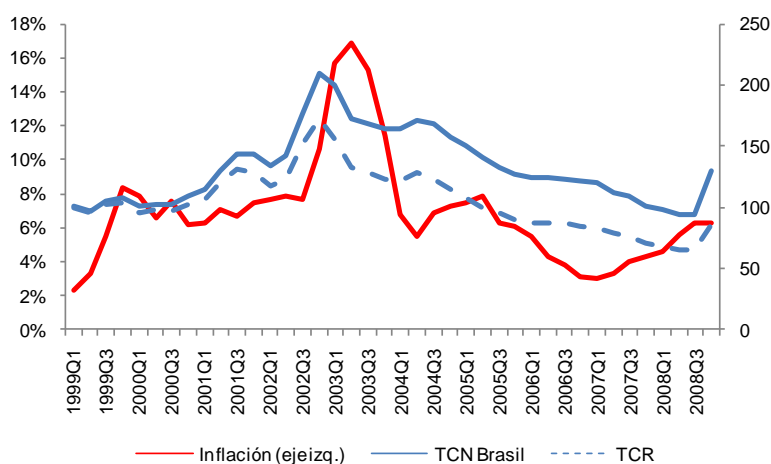


Fuente: elaboración propia en base a IPEADATA y BCB
 *Los bienes transables incluyen Alimentos y Bebidas

El principal hecho estilizado del caso brasileño radica en la existencia de una estrecha relación entre la evolución del tipo de cambio nominal y los precios domésticos: los episodios de depreciación cambiaria han tendido a correlacionarse con mayores niveles de inflación y viceversa (Gráfico No. 3.1.5).¹⁶

Gráfico No. 3.1.5

Tasa de cambio bilateral USD (1999=100) e inflación

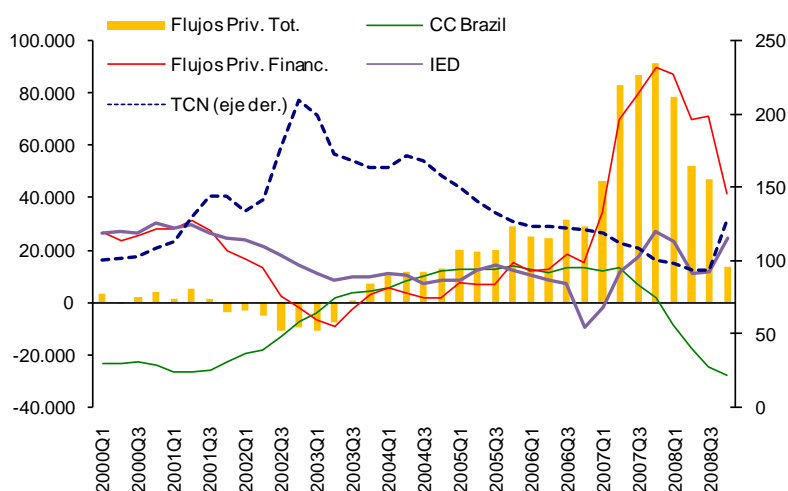


Fuente: elaboración propia en base a CEPAL y CEI

¹⁶ La relación entre apreciación cambiaria y reducción de la tasa de inflación sólo se vio interrumpida en dos ocasiones. La primera (finales de 2004-segundo trimestre de 2005) estuvo motivada principalmente por el salto de los precios monitoreados por el gobierno. La segunda obedeció al impacto de la suba de las materias primas alimenticias de mediados del período 2007-tercer trimestre de 2008. El mayor ritmo inflacionario de ese período obedeció al fuerte salto de los precios mundiales de los alimentos *vis-à-vis* la tasa de apreciación nominal y, en menor medida, a la aceleración de los “No transables” (rubro que no se ve directamente afectado por las variaciones del tipo de cambio).

La evolución del tipo de cambio parece haber estado asociada fundamentalmente a la evolución del saldo neto de los flujos privados con el exterior¹⁷ (Gráfico No. 3.1.6). Hasta 2002, la tendencia continua hacia la depreciación cambiaria se explicaba por los recurrentes déficits de la cuenta corriente, que apenas llegaban a ser contrarrestados por la evolución de la cuenta de capital.

Gráfico No. 3.1.6
Componentes de la Balanza de Pagos (millones USD, acumulado 4 trimestres)
y TCN (2000=100)



Fuente: elaboración propia en base a CEI, CEPAL e IFS

*Flujos Priv. Totales = Saldo Cuenta Corriente + Flujos Netos Priv. Financieros (incluyen IED)

Luego primó una tendencia continua a la apreciación cambiaria, sostenida inicialmente por la mejora de la cuenta corriente¹⁸ (que se revierte en 2007, en cierta forma como consecuencia de la apreciación que ella mismo había contribuido a gestar), así como por los importantes ingresos de capitales privados del exterior, que en un comienzo estuvieron vinculados a la Inversión Extranjera Directa (IED) y desde fines de 2005 a los flujos de portafolio (corto plazo) que, a diferencia de los de cuenta corriente, tendieron a retroalimentarse como consecuencia de las expectativas de apreciación del tipo de cambio. De hecho, durante todo este lapso la postura del Banco Central de Brasil (BCB) pareció alentar el ingreso de divisas del exterior, ya que si bien intervino en el mercado de cambios con fines de auto-aseguramiento y para disminuir la volatilidad cambiaria, en ningún momento pretendió influir sobre la tendencia del tipo

¹⁷ Se considera los flujos corrientes y de capital.

¹⁸ Dicha mejora estuvo asociada a los mayores niveles de competitividad cambiaria derivados de la depreciación de años anteriores y de la suba de los precios de las materias primas de exportación de Brasil.

de cambio (a pesar de que trató de atenuar el ritmo de la apreciación, en particular a través de operaciones a la vista y en el mercado de derivados (Prates *et al.*, 2009)).

3.1.2. Política monetaria

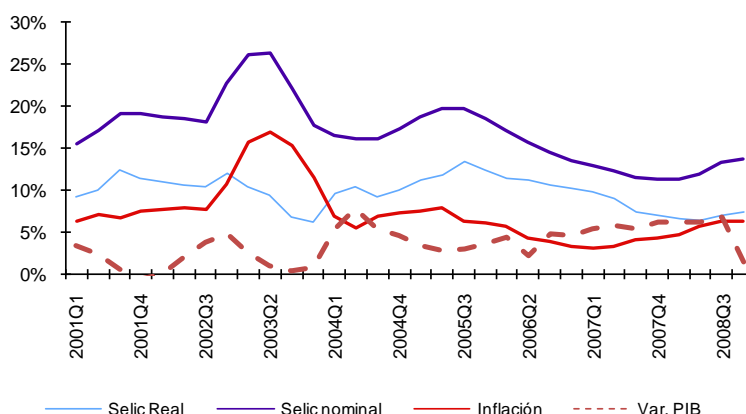
La gestión de la política monetaria estuvo estrechamente ligada a la evolución del tipo de cambio nominal. En particular, durante la etapa de auge de los precios de las materias primas la apreciación cambiaria constituyó la herramienta más eficaz para alcanzar niveles de inflación compatibles con las metas.¹⁹ De hecho, durante el lapso 2004-2008 la tasa SELIC sólo fue aumentada en siete de los veinte trimestres contabilizados. No obstante ello, siempre se mantuvo en niveles relativamente elevados, otorgando fuertes incentivos para la colocación de fondos en activos financieros locales. En consonancia con ello, la revalorización cambiaria parecería haberse constituido en una condición necesaria para la disminución de las tasas de política, puesto que todas las disminuciones de la tasa SELIC se llevaron a cabo en momentos de apreciación sostenida del tipo de cambio.²⁰

La relativa rapidez con que las variaciones en el tipo de cambio nominal se trasladan a los precios domésticos hizo posible que los ajustes de la tasa SELIC fueran prácticamente contemporáneos a—no anticipatorios de—los movimientos de la inflación, lo que redundó en una dinámica muy diferente a la de las economías avanzadas con RMI, donde resultan bastante más relevantes los rezagos asociados a las acciones de política monetaria. Ello puede ilustrarse a partir de la fuerte correlación de la tasa de inflación con la tasa SELIC, que redundó en una tasa real de interés de corto plazo relativamente estable en el tiempo y que tendió a ubicarse en un nivel promedio bastante elevado, alrededor del 10% entre 2004 y 2008, y nunca inferior al 6% anual (Gráfico No. 3.1.7).

¹⁹ La política fiscal apuntó a mantener el equilibrio establecido por la Ley de Responsabilidad (2000), que persigue la obtención de equilibrios corrientes compatibles con la sostenibilidad de la deuda pública y establece límites para el aumento de los salarios públicos. En este marco, se registraron superávits primarios generalmente crecientes (de entre el 3,5% y 4,5% entre 2002 y 2008), aunque una vez contemplados los intereses, en todos los años se observaron déficits de las cuentas públicas. En términos de impulso fiscal, sólo en 2005 y 2006 la política fiscal resultó expansiva (Ministerio de Hacienda de Brasil, 2008).

²⁰ Aunque cabe aclarar que la apreciación cambiaria no constituyó una condición suficiente para la baja de las tasas, como se observa durante 2008, un año de significativa aceleración de los precios internacionales y domésticos.

Gráfico No. 3.1.7
Tasa SELIC, crecimiento del PIB e inflación



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL

Uno de los pocos momentos en los que se visualiza nítidamente el impacto de la suba de tasas en el ciclo económico y la inflación es entre mediados de 2004 y de 2005. Se trató, al menos en su comienzo, de un lapso caracterizado por cierta estabilidad del tipo de cambio nominal y por una mayor inflación—generada por la suba de los precios de los “Regulados” y de los “No transables”—en un marco de crecimiento más acelerado del PIB. El incremento de la tasa de política de aquel momento derivó en menores niveles de actividad económica y en fuertes incentivos para el ingreso de fondos del exterior, los que inauguraron una nueva ronda de apreciación cambiaria hacia el primer trimestre de 2005. La respuesta monetaria resultó eficaz, ya que se registraron menores niveles de inflación (tercer trimestre de 2005), aunque los efectos no fueron inocuos para otras variables, como el gasto de inversión, que terminó cayendo un 2,5% durante 2005.

Esta postura contractiva recién se revierte en el cuarto trimestre de 2005. Con una tendencia a la apreciación cambiaria como telón de fondo, se observa una etapa relativamente prolongada de sucesivas disminuciones de la tasa de política hasta fines de 2007, en un contexto de inflación ligeramente creciente—pero aún por debajo de la meta central—y de fuerte dinamismo del PIB (segundo semestre de 2007).

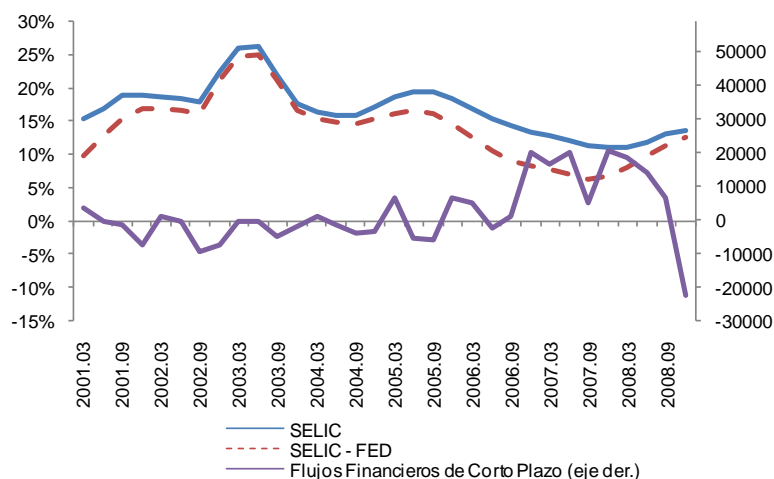
Las autoridades del BCB dieron por finalizado el período de reducción de tasas a principios de 2008, una vez superado el punto central del intervalo (la inflación alcanzó al 4,6% en el primer trimestre). En este momento quedó en evidencia la preeminencia del objetivo inflacionario por sobre otros objetivos posibles, particularmente si se tiene en cuenta que la presión ejercida por los “No transables” no parecía ser excesiva y que el aumento del IPCA estaba asociado fundamentalmente al alza de los precios internacionales de los alimentos. Los incrementos de las tasas observados entre abril

y finales de 2008, el peor momento de la crisis internacional, intentaron anclar las expectativas inflacionarias y limitar efectos de segunda ronda (Habermeier *et al.*, 2009).²¹ Esta postura se mantuvo incluso cuando, ya avanzado el año 2008, se verificaba cierta estabilización de la inflación y una evidente caída de la actividad económica y de los precios internacionales de productos básicos.

En esta última fase la suba de tasas también trató de apuntalar el ingreso de capitales del exterior. En rigor, los flujos más volátiles ya se habían multiplicado en 2007, compensando con creces el déficit de cuenta corriente que comenzaba a surgir a fines de ese año, en parte como consecuencia de la apreciación cambiaria anterior. Como se pudo advertir en el cuarto trimestre de 2008, se trataba, efectivamente, de flujos de rápida reversibilidad (Gráficos No. 3.1.7 y 3.1.8).

Gráfico No. 3.1.8

Tasa SELIC y flujos privados especulativos (millones USD)



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL e IFS
 *Flujos de Capitales expresados en términos trimestrales
 **SELIC – FED expresa los puntos porcentuales diferenciales con la tasa de la Reserva Federal

La persistencia de un nivel relativamente elevado en la tasa SELIC (tanto en términos absolutos como relativos a la tasa de la FED) y las expectativas de apreciación cambiaria verificadas hasta la agudización de la crisis *subprime* parecen haber sido un incentivo importante para el ingreso de capitales externos (Ocampo, 2007), en un

²¹ En general las medidas se enfocaron en el frente macroeconómico sin demasiado espacio para la aplicación de políticas sectoriales de control de la inflación. Sólo se registraron algunas modificaciones de política arancelaria, puntualmente para el caso del trigo (febrero de 2008). Tampoco se aprovecharon ciertos grados de libertad contemplados en el esquema, como la posibilidad de flexibilizar las metas, postura que prevaleció en la mayoría de los países que utilizan RMI (sólo Guatemala y Turquía revisaron sus metas en respuesta al aumento de la inflación importada).

contexto de irrestricta entrada y salida de capitales que coincidió durante gran parte del período con una extraordinaria liquidez mundial.^{22 23}

La explicación de la fuerte afluencia de capitales de corto plazo hacia Brasil no está asociada sólo a factores internos. Además de la influencia ejercida por la rentabilidad esperada de los instrumentos expresados en moneda local, existen factores exógenos, relacionados con la oferta de liquidez internacional, que refuerzan o restringen el flujo de capitales del exterior, y que incluso pueden desbaratar las acciones de política monetaria. Nótese, por ejemplo, que el momento de mayor auge en el ingreso de capitales financieros se produce en el marco de una reducción de las tasas de interés en Brasil—precisamente cuando, producto de los primeros síntomas de la crisis *subprime* en los centros financieros internacionales tiende a aumentar el apetito por el “riesgo emergente”.²⁴ De manera similar, siguiendo la dinámica de los flujos a nivel regional, la fuerte suba de la tasa de política de 2008 estuvo acompañada por un menor—aunque sustancial—ritmo de ingreso de capitales y, ya hacia el último trimestre, por una caída neta. Este punto ilustra uno de los límites que puede enfrentar una autoridad monetaria a la hora de incidir en el ciclo económico en contextos de apertura irrestricta de la cuenta capital. Como ocurriera en la primera parte de 2008, el fuerte ingreso de capitales contribuyó a alimentar comportamientos contrarios a los perseguidos por las autoridades, tal como se manifiesta en la dinámica del crédito privado (“acelerador financiero”) en momentos de subas en las tasas de interés (Gráfico No. 3.1.9), que pese a reducir su ritmo continuó creciendo a tasas elevadas.²⁵

26

²² Cabe recordar que Brasil obtiene la categoría *Investment Grade* en el segundo trimestre de 2008, meses antes de la quiebra de *Lehman Brothers*.

²³ Recién en octubre de 2009, ante una nueva ola de apreciación cambiaria, el gobierno implementaría controles al ingreso de capitales. Se trató de un impuesto del 2% sobre los fondos asociados a acciones e instrumentos de renta fija. Un mes más tarde las autoridades establecieron un impuesto sobre las operaciones con acciones de empresas brasileñas que cotizan en los mercados internacionales (ADRs).

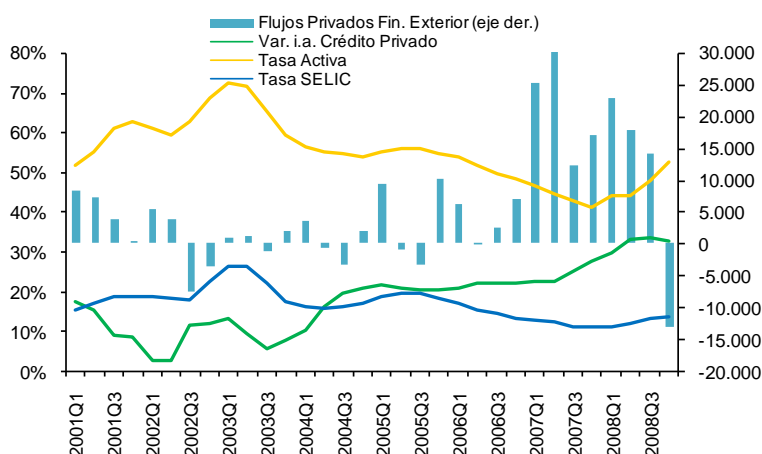
²⁴ Ello quedó particularmente en evidencia en 2007, cuando los flujos financieros hacia Latinoamérica prácticamente se triplican (crecen un 204%) respecto de los ingresos de 2006.

²⁵ No obstante estos impulsos, el canal del crédito no se presenta en Brasil como uno de los más relevantes para la gestión de la política monetaria. A fines de 2008 el crédito respecto del PIB representaba un 41%, y cerca de la tercera parte era explicada por créditos direccionados (en gran medida por el Banco Nacional de Desarrollo, BNDES).

²⁶ A los fines de desacelerar el crecimiento de los préstamos bajo la modalidad de *leasing*—uno de los puntales del segmento de créditos con recursos “libres”—, a principios de 2008 se introdujeron requerimientos de reservas para las operaciones de repo llevadas a cabo por compañías especializadas

Gráfico No. 3.1.9

Flujos de capitales (millones USD), crédito y tasas de interés



Fuente: elaboración propia en base a BCB e IFS.

* * *

En síntesis, la política monetaria llevada a cabo en Brasil logró estabilizar de manera bastante eficaz el nivel general de precios entre 2003 y mediados de 2007, con tasas de inflación decrecientes, y en línea con la meta oficial. Luego la inflación se acelera, hasta alcanzar su pico en el tercer trimestre de 2008, cuando comienzan a observarse los primeros síntomas de desaceleración económica. Se trata de un período de continua apreciación cambiaria, explicada tanto por el superávit de cuenta corriente— que, no obstante, se encontraba en franca retracción debido precisamente a la tendencia a la apreciación cambiaria—como, sobre todo, por el ingreso neto de capitales del exterior.

El costo inicial de dicha estrategia de estabilización fue la pérdida de competitividad y la ulterior desaparición del superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, así como una tasa de crecimiento económico relativamente baja. En una segunda instancia se acelera el ritmo de crecimiento, alimentado por el fuerte ingreso de capitales y la implementación de la PAC, pero se agrava el déficit de cuenta corriente y el grado de apreciación cambiaria.

La administración de la política monetaria en Brasil no parece haber ponderado el nivel de actividad en su “función de reacción”; dicho papel parece haber sido asignado con exclusividad al Ministerio de Hacienda, que de hecho tendió a asumir una actitud

en dicha operatoria, que incrementaban sus fondos con la emisión de debentures y luego los transferían al sistema financiero.

proactiva, o quizás reparadora, mediante la implementación del PAC. El BCB modificó la tasa de política tanto en momentos de aceleración del crecimiento como en contextos de ritmo moderado, en línea con la evolución de la inflación, y con la mirada puesta en lo que aconteciera con el tipo de cambio, su principal herramienta para la consecución de la meta de inflación.

Como consecuencia de la elevada correlación que tienden a mostrar la tasa de política y la de inflación, la tasa de interés real, además de permanecer en niveles elevados, se mantuvo relativamente constante a la largo de todo el período. El uso de una función de reacción de estas características parecería reflejar, en parte, que las acciones de política monetaria del BCB otorgaron gran importancia a la búsqueda de credibilidad, procurando brindar la imagen de una postura férrea en el combate contra la inflación, con relativa independencia de los factores (de oferta o demanda) que afectaban la evolución de los precios.²⁷

Tampoco parece haber tomado nota de las consecuencias derivadas del proceso de excesiva apreciación cambiaria sobre la actividad económica. Es probable que este tipo de proceder haya dificultado el despegue del PIB en la etapa 2004-2006 (un período de relativa estabilidad de precios).

El caso de Brasil deja en evidencia cómo los grados de libertad de la política monetaria pueden verse seriamente restringidos en contextos de apertura irrestricta de la cuenta capital. La existencia de altas reales de interés y una economía de crecimiento moderado son una consecuencia de ello.

En tal sentido, resulta relevante considerar la respuesta del RMI brasileño en contextos como los verificados a partir de 2007, de significativos *shocks* provenientes del exterior. El incremento de la tasa de inflación al consumidor registrado desde ese momento—que en ese año no llegó a excederse de la meta central—fue una consecuencia directa del aumento de los precios internacionales de las materias primas, sobre todo en el rubro alimentos, en un marco de mayor crecimiento del PIB. Este mayor dinamismo de la economía estuvo impulsado de manera conjunta, además de lo ocurrido con los precios de los productos de exportación, por la elevada liquidez internacional y por el propio PAC, y coexistió con cierta presión sobre los precios de los bienes y servicios no transables. En realidad, durante 2007 y parte de 2008 la autoridad monetaria pudo contener la inflación, no tanto como consecuencia directa

²⁷ Según Bresser-Pereira y Gomes (2007) el BCB cayó en una “trampa de la tasa de interés/tipo de cambio”, que se caracteriza por la imposibilidad de reducir la tasa de interés por debajo de determinado nivel, ya que ello redundaría en una depreciación cambiaria y en una aceleración de la inflación.

del aumento de la tasa de interés (que el BCB elevó recién en el mes de abril de 2008) sino gracias al efecto de la apreciación del tipo de cambio nominal, fenómeno que en este caso estuvo totalmente explicado por el formidable ingreso de capitales del exterior. Cabe subrayar que en dicho período Brasil constituía una de las mejores alternativas de inversión en virtud de las expectativas de apreciación cambiaria—expectativas que, en buena medida, la propia abundancia de liquidez contribuía a generar.

La suba de la tasa SELIC que se verifica desde abril de 2008—luego de que en el anterior trimestre la tasa de inflación llegara al 4,6%, apenas por encima del centro del intervalo—, se extendió hasta finales de 2008, a pesar de que ya comenzaban a verificarse las primeras señales de desaceleración económica. La virtual inexistencia de medidas alternativas para combatir la inflación, salvo alguna baja puntual de aranceles a la importación (como en el caso del trigo), redundó en que la responsabilidad del manejo de la coyuntura recayera exclusivamente en el accionar del BCB, que aumentó la tasa de referencia, sosteniendo—o incluso fomentando—el ingreso de capitales externos en un contexto internacional más incierto, pero todavía líquido. Paradójicamente, el impacto expansivo del ingreso de capitales (“acelerador financiero”) aminoró el pretendido impacto contractivo del aumento de la tasa de interés. De hecho, el crédito continuó creciendo a tasas significativas a pesar del aumento en las tasas de interés impulsado por la suba de la SELIC. Luego de semejante ingreso de capitales de corto plazo, que alcanzó en los tres primeros trimestres de 2008 los USD 39.400 millones (apenas por debajo de los USD 42.000 millones de idéntico período de 2007), no es casual que el sistema financiero brasileño haya sido el que más padeció la reversión del ciclo de liquidez con la caída de *Lehman Brothers*.

3.2. Chile

“Finalmente, algunos Consejeros hicieron presente que el mercado espera un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base. Aunque ésta no es una razón en sí misma para las decisiones del Banco Central de Chile, ante información mixta, lo esperado por el mercado puede ser una buena indicación de la acción más adecuada, mientras que el actuar de forma inesperada podría llevar a expectativas erradas de un cambio de estrategia en política monetaria” (Banco Central de Chile, 2004).

La implementación del RMI en su versión plena (*full fledged*) data de septiembre de 1999. En ese momento Chile adopta un régimen de metas y libre flotación, sustituyendo el anterior esquema (1991-1999) de doble ancla nominal, basado en el uso de bandas cambiarias y objetivo de inflación (Pérez Caldentey, 2009).²⁸ Esta decisión fue acompañada por la virtual eliminación de los controles a los flujos de capitales, al reducirse a cero la alícuota del encaje al ingreso de capitales especulativos (1998).²⁹

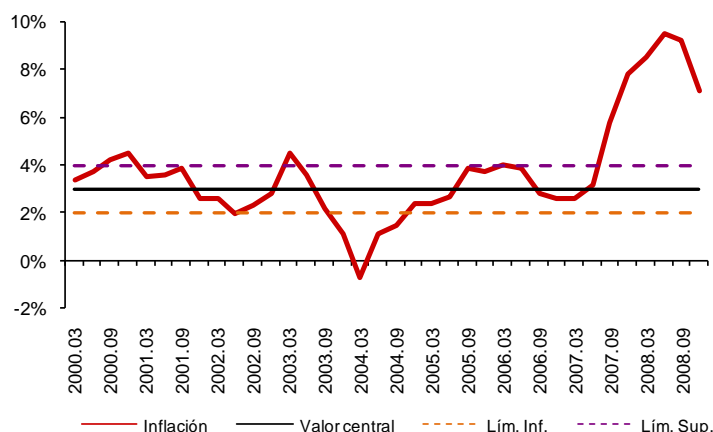
Durante los años de vigencia del RMI “pleno” la meta se estableció en torno al 3% anual, con un rango de tolerancia que, más allá de la introducción de ciertas modificaciones formales, se estableció en +/- 1% (Gráfico No. 3.2.1). Bajo condiciones normales de liquidez mundial y relativa estabilidad de los precios internacionales de los alimentos la inflación tendió a mantenerse en línea con la meta anunciada. Se verificaron algunos desvíos ocasionales al alza que fueron rápidamente corregidos, como los de fines de 2000 y principios de 2006. Otros desvíos, más persistentes, se orientaron en la dirección contraria, en particular los registrados entre octubre de 2003 y octubre de 2004, con caídas mensuales consecutivas y algunos lapsos de deflación de precios (Gráfico No. 3.2.1).

²⁸ En 2001 Chile adopta una estricta regla fiscal contracíclica. Bajo la regla de “balance estructural” el nivel de gasto público surge como diferencia entre los ingresos estructurales y una meta teórica de superávit fiscal (que hasta el 2008 era del 1% del PIB). Los ingresos fiscales estructurales o permanentes son proyectados en función del producto potencial estimado y de la tendencia de mediano plazo del precio internacional del cobre. Cuando los ingresos del cobre superan el valor de referencia se activa el mecanismo contracíclico y se incrementa el ahorro fiscal (Ministerio de Hacienda, 2007). En cuanto al manejo posterior de los fondos, la Ley de Responsabilidad Fiscal de septiembre de 2006 estableció que los mismos tendrían que ser depositados obligatoriamente en el exterior, para lo cual se crearon el Fondo de Reserva de Pensiones y el Fondo de Estabilización Económica y Social (que reemplazó al Fondo de Estabilización del Cobre).

²⁹ Esta postura fue refrendada formalmente en ocasión del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos (2002).

Gráfico No. 3.2.1

Chile: Metas e inflación efectiva (var. i.a., mes a mes)



Fuente elaboración propia en base a Banco Central de Chile.

Al igual que en los restantes casos que se analizan en este documento, los sucesos extraordinarios asociados a la suba de los precios internacionales de los alimentos y combustibles de 2007 y 2008 aceleraron la inflación hacia el final de la serie. En Chile ello llevó a incumplir la meta por un lapso de veintiún meses consecutivos, incluyendo los primeros cuatro meses de 2009, tras lo cual se observó una fuerte desaceleración inflacionaria, con posterior deflación.

3.2.1. Desempeño macroeconómico

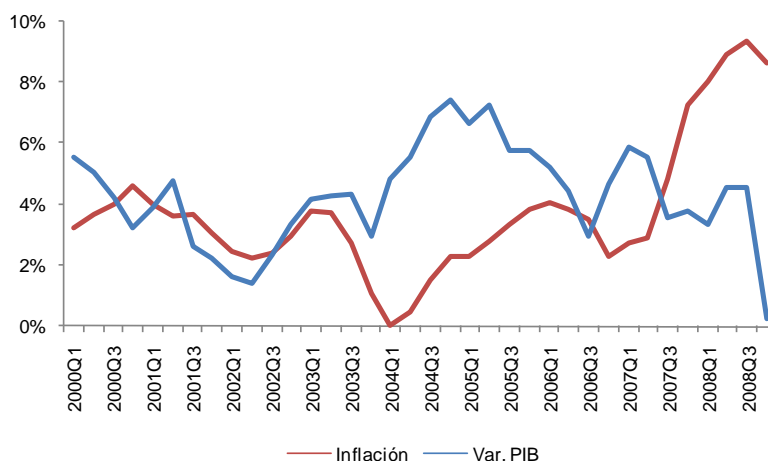
Desde el punto de vista de la dinámica del PIB se distinguen tres etapas relevantes entre los años 2000 y 2008 (Gráfico No. 3.2.2). En la primera (2000-2002), el crecimiento fue moderado (3,4%), aunque mayor al promedio de ALyC, con una clara tendencia a la desaceleración de la actividad económica (en un contexto en que el bajo nivel de actividad constituía un fenómeno generalizado en la región). La evolución de la inflación (3,3%) mostró una estrecha correlación con el ritmo de variación del producto. En virtud del bajo dinamismo económico observado, la devaluación del peso chileno que prevaleció en este lapso—influenciada por diversos *shocks* externos, como la crisis argentina, los atentados a las “torres gemelas” y la incertidumbre por el recambio presidencial en Brasil—no dio lugar a mayores niveles de inflación.

La segunda etapa (2003-segundo trimestre de 2005) se presenta como la de mayor dinamismo del PIB (5,4%) y menor inflación (2,1%). El ritmo de crecimiento del producto alcanzó sus valores máximos entre el tercer trimestre de 2004 y el segundo trimestre de 2005 (7%),³⁰ mientras que la inflación se mantuvo baja, aunque se aceleró

³⁰ La evolución de la demanda interna resultó crucial en esta etapa. En un principio estuvo motorizada por el consumo de los hogares (desde el segundo trimestre de 2003 hasta el cuarto del 2004 su incidencia en

ligeramente respecto del nivel (cercano a cero) de comienzos de 2004. En este lapso se observó una significativa correlación—con algunos rezagos—entre ambas variables.

Gráfico No. 3.2.2
Inflación y crecimiento



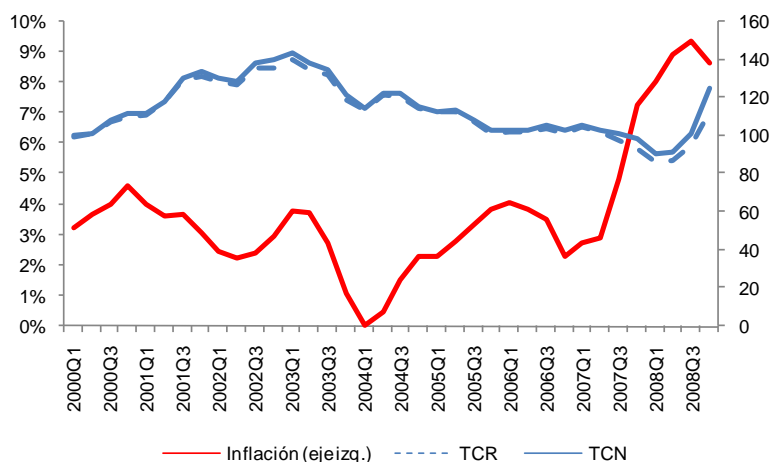
Fuente: elaboración propia en base a CEPAL y CEI

La última etapa (tercer trimestre de 2005-cuarto trimestre de 2008) incluyó un primer momento de desaceleración significativa en el ritmo de expansión del nivel de actividad, que tendió a estabilizarse entre el 3,5% y 4,5% anual, con un promedio del 4,3%. Producto de dos rondas sucesivas de aceleración, la inflación promedió el 5,2% anual. La primera ronda se vio antecedida por una fuerte expansión del PIB, en tanto la segunda, más exacerbada, se presentó desde mediados de 2006 y llegó a alcanzar un pico del 9,3% (tercer trimestre de 2008), en el marco de una relativamente baja tasa de crecimiento económico y de una fuerte suba de los precios internacionales de las materias primas. En el último trimestre de 2008 la inflación cae como consecuencia de la abrupta desaceleración del producto y de la caída de los precios internacionales de las materias primas, aunque no se reduce significativamente, en buena medida como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio nominal, asociada a la mayor incertidumbre que atravesaba la economía mundial en ese momento (Gráfico No. 3.2.3).

el crecimiento del producto crece sostenidamente y partir de allí su tasa de crecimiento se estabiliza en valores cercanos al 4% anual). Luego se destaca la formación bruta de capital fijo (generalizada en términos de sectores de actividad), cuya incidencia llegó a superar a la del consumo privado hacia el segundo trimestre de 2005 (Banco Central de Chile, 2009).

Gráfico No. 3.2.3

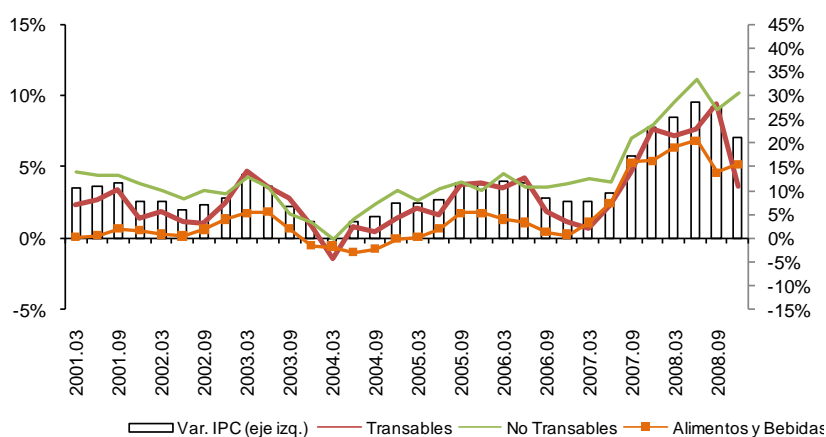
Tasa de cambio bilateral USD (1999=100) e inflación



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL y CEI

Gráfico No. 3.2.4

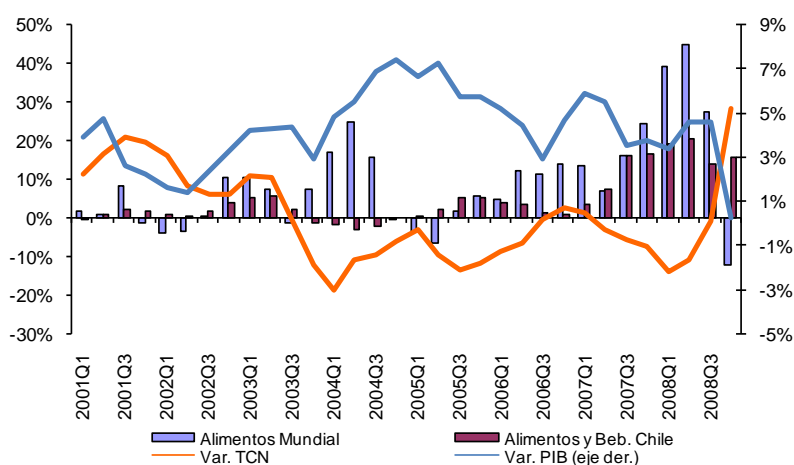
IPC y principales rubros (var. i.a.)



Fuente: elaboración propia en base a Banco Central de Chile

A simple vista el vínculo entre apreciación cambiaria y control de la inflación no resulta tan lineal como en el caso de Brasil y, como se verá en la próxima sección, el de Colombia. Tanto Brasil como Colombia mostraron entre 2003 y 2006 una fuerte desaceleración de la inflación en forma concomitante con un intenso proceso de apreciación nominal de sus tipos de cambio. En el caso chileno la intensidad del canal cambiario pareciera verse limitada por la mayor sensibilidad de los precios a la dinámica del ciclo económico y por el elevado grado de intermediación financiera, que hace más efectivo al canal de crédito.

Gráfico No. 3.2.5
Alimentos, tipo de cambio y PIB (var. i.a.)



Fuente: elaboración propia en base a Banco Central de Chile
 *PIB y TC expresados en valores trimestrales

Ello no implicó que el canal cambiario no haya desempeñado un papel importante en el proceso de determinación de los precios internos. En el caso de los alimentos—de estrecha relación con la dinámica del IPC (Gráfico No. 3.2.4)³¹— la apreciación cambiaria generó cierto desacople entre la inflación interna y la internacional, dada la dinámica del PIB (Gráfico No. 3.2.5).³² Por ejemplo, entre el último trimestre de 2003 y el tercero de 2004, de significativos incrementos en la cotización internacional de los alimentos, los precios domésticos decrecieron fundamentalmente como resultado del proceso de apreciación cambiaria, aunque también debido al moderado crecimiento del PIB de los trimestres previos. Algo similar ocurrió durante el excepcional incremento registrado entre el cuarto trimestre de 2007 y el segundo de 2008, un período no demasiado destacado desde el punto de vista del crecimiento económico de Chile.

3.2.2. Política monetaria

En la primera etapa, de escaso dinamismo del PIB y desaceleración de la inflación, el Banco Central de Chile (BCCh) optó generalmente por reducir las tasas de interés,

³¹ El rubro “Alimentos y Bebidas” posee una ponderación elevada en el IPC (17,8%). La asociación también se presenta, aunque en menor medida, en el caso de los combustibles, que representan el 6% de dicho índice.

³² Ante episodios de mayor crecimiento el desacople tiende a reducirse en función del mayor dinamismo de los bienes y servicios no transables que componen el rubro “Alimentos y bebidas”. También existen otros factores (por ejemplo, de tipo estacional) que pueden incidir en la evolución de los precios domésticos de este rubro.

salvo en momentos de mayor incertidumbre externa, como en el tercer y cuarto trimestre de 2001 (Gráfico No. 3.2.6). Con el repunte económico posterior, y un entorno externo cada vez más vigoroso, fue adquiriendo mayor relevancia el manejo del tipo de cambio nominal y la tasa de interés para evitar la aceleración de la inflación. En el primer caso, tolerando cierta apreciación del tipo de cambio nominal, aunque interviniendo en el mercado cambiario ante sucesos “excepcionales” a los fines de evitar posibles daños económicos asociados con la sobre-reacción del tipo de cambio.³³ En el segundo, apuntando a mantener el crecimiento del PIB en niveles moderados, entre 4 y 4,5%.³⁴ Para ello no sólo se descansó en la política monetaria sino también en el impacto de la “regla fiscal estructural”, que incrementó considerablemente el superávit primario, del 0,7% del PIB en 2003 al 3,1% en 2004, hasta alcanzar su máximo valor en 2007 (9,4%), año en que la economía creció al 4,6%.

El alza en las tasas de interés verificado entre fines de 2004 y de 2006 contribuyó a morigerar el fuerte crecimiento verificado entre el tercer trimestre de 2004 y el segundo de 2005.³⁵ La transmisión de la suba de la tasa de interés a la de inflación operó de forma rezagada, tal como se prevé en las economías avanzadas. En particular, el crecimiento del PIB se desaceleró tres trimestres luego del cambio de la tasa de interés, mientras que la inflación—que se mantuvo siempre en niveles bajos—reaccionó una vez transcurridos seis trimestres de la modificación de aquella.³⁶ Como se observa (Gráfico No. 3.2.7), el ciclo alcista de las tasas de políticas se trasladó a las tasas activas y, de allí, al crédito privado, cuya tasa de crecimiento disminuyó rápidamente a comienzos de 2005. Como se dejara entrever anteriormente, a diferencia de los restantes casos tratados en Chile la política monetaria descansó en

³³ Entre 2000 y 2007 el BCCh intervino en dos ocasiones en el mercado de cambios, en 2001 y 2002 (Valdés, 2007). Como se menciona más adelante, también hubo una importante intervención cambiaria entre abril y diciembre de 2008. En realidad, Chile logró aminorar la apreciación cambiaria derivada de la suba del cobre en buena medida por la vía de la constitución de activos externos, asociados a los excedentes derivados de su “regla fiscal estructural”.

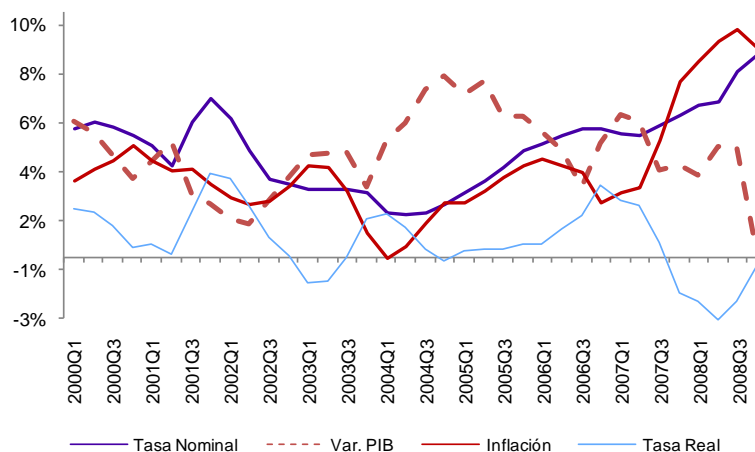
³⁴ Las tasas de interés reales se mantienen en niveles bajos durante toda la serie, similares a los de Perú, e inferiores a los de Colombia y Brasil (país en el que, por lejos, se observaron las tasas de interés reales más altas).

³⁵ El mismo estuvo motorizado por una combinación de factores, entre los que aparecen la baja en la tasa de interés previa, un mayor nivel de competitividad alcanzado a raíz de la depreciación cambiaria 2000-2002 y la suba excepcional de los precios del cobre verificada desde el año 2003.

³⁶ Las acciones de política monetaria colaboraron para mantener la inflación de los bienes “no transables” en niveles más o menos estables, mientras que fueron los “transables” los que más influyeron en la dinámica del IPC, fundamentalmente por lo ocurrido con los alimentos (Gráfico No. 3.2.4).

mayor medida en la efectividad del canal crediticio, en un marco de elevada intermediación financiera. El cociente de préstamos al sector privado sobre PIB del 78,9% (2008) es el más alto de los cuatro países considerados.

Gráfico No. 3.2.6
Tasa de política, PIB e inflación



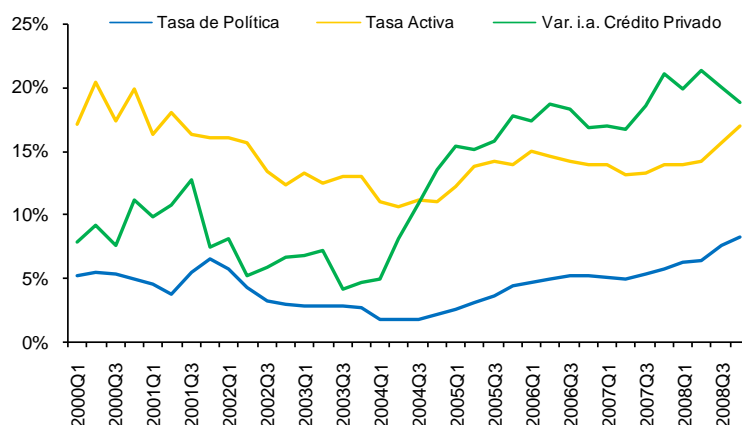
Fuente: elaboración propia en base a CEPAL

La última etapa (tercer trimestre de 2005-cuarto trimestre de 2008) se caracterizó por la tendencia creciente en las tasas de interés de política. El ritmo de crecimiento del producto se estabiliza en niveles más bajos (de hecho, Chile muestra el crecimiento menos vigoroso de los países analizados, en un período caracterizado por un buen desempeño generalizado en la región), aunque la inflación se acelera hacia mediados de 2007 como consecuencia de la suba mundial de los precios de alimentos y combustibles. Los incrementos de la tasa de política registrados a partir de ese momento apuntaron a impedir efectos de segunda ronda y a mantener las expectativas de inflación alineadas con la meta.³⁷ A la postre, la inflación afectó a casi

³⁷ El Informe de Inflación de enero de 2008 resume los motivos de la suba de tasas del mes de diciembre de 2007: “Frente a anteriores sorpresas producidas también por shocks de oferta, la actitud del Consejo había sido de cautela, centrandó la preocupación en los eventuales efectos de segunda vuelta y posibles consecuencias sobre las expectativas de la inflación de mediano plazo (...). El Consejo señaló que no podía permitir que las expectativas se alejaran de la meta de inflación y, por tanto, la política monetaria no debía descartar cierto grado de ajuste fino, lo que implicaba reaccionar con prontitud a la información que se recibía y admitir la posibilidad de modificar la orientación de la política e incluso revertir decisiones previas en un lapso de tiempo algo más breve que lo usual. Un alza de la TPM permitía reafirmar el compromiso del Consejo con la meta inflacionaria y así cautelar el capital de credibilidad que había acumulado la Institución, mientras mantenerla aumentaba el riesgo de que, en el caso que el panorama inflacionario se deteriorara, fuera necesario realizar un ajuste de la TPM bastante más severo y costoso en el futuro. Así, el Consejo decidió por unanimidad aumentar la TPM en 25 puntos base, ubicándola en 6,0%” (Banco Central de Chile, 2008a, pp. 16). Cuando se analiza la Reunión de Política Monetaria se deja ver que el consenso para la suba de tasas no era absoluto. En contraposición a la postura preventiva

todos los rubros del IPC y el nivel de actividad finalizó de manera anémica la serie, en un contexto turbulento desde el plano internacional y restrictivo desde el punto de vista de la política económica interna.

Gráfico No. 3.2.7
Crédito y tasas de interés

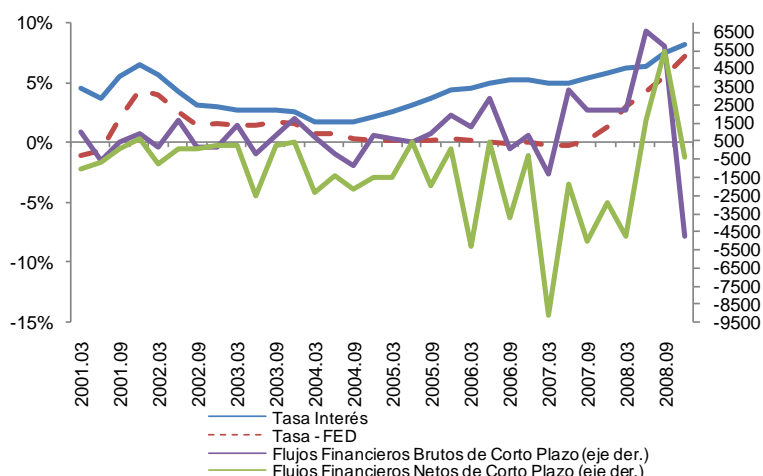


Fuente: elaboración propia en base a Banco Central de Chile

A pesar del aumento de las tasas de interés de política que caracterizó a esta etapa, hacia el final (segundo y tercer trimestre de 2008) se observa cierta aceleración del crédito al sector privado, en un contexto de tasas activas estables. Esta dinámica coincide con un fuerte ingreso de capitales del exterior observado entre mediados de 2007 y de 2008, en línea con el “apetito” por riesgo emergente que caracterizó este lapso. Paradójicamente, este ingreso de capitales externos parecería haber sido convalidado por la propia suba de la tasa de interés doméstica (Gráficos No. 3.2.7 y 3.2.8).

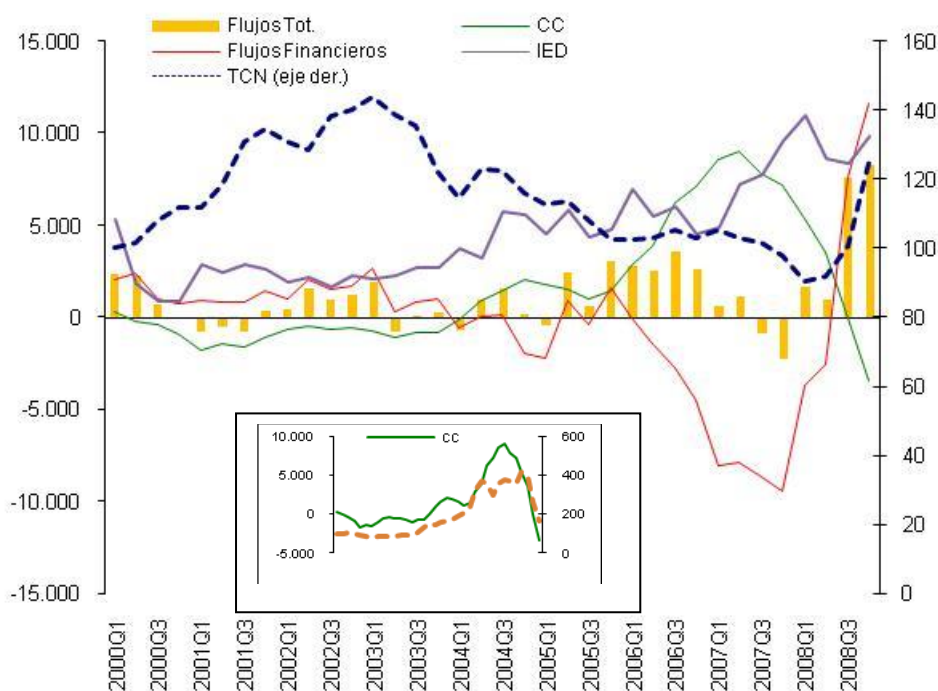
que terminó prevaleciendo, algunas voces mencionaban que las expectativas continuaban ancladas cerca del 3% en todos los horizontes relevantes y que no se observaban presiones por el lado de los salarios. También existían dudas respecto de la conveniencia de la suba de tasas dadas las proyecciones de desaceleración de la economía mundial (Banco Central de Chile, 2007).

Gráfico No. 3.2.8
Tasa de interés de política y flujos de corto plazo (millones USD)



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL e IFS
 *Flujos de Capitales expresados en términos trimestrales

Gráfico No. 3.2.9
Componentes de la Balanza de Pagos (millones USD, acum. 4 trim.), TCN (2000=100) e IPMP (2000=100)



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL, CEI e IFS
 *Flujos Priv. Totales = Saldo Cuenta Corriente + Flujos Netos Priv. Financieros (incluyen IED)

Hasta ese entonces los ingresos de fondos de corto plazo habían sido relativamente escasos. En realidad, una de las principales características de la cuenta financiera chilena radica en la persistente y creciente—al menos hasta mediados de 2008—salida neta de capitales de corto plazo, en buena medida vinculada con la colocación en el exterior de los cuantiosos excedentes fiscales resultantes del uso de la regla fiscal estructural. La formación de activos externos asociada a dicha regla permitió que

Chile pudiera morigerar (pero no evitar) la apreciación cambiaria que se gestó en dicho período.³⁸ De hecho, sólo en una ocasión, coincidente con el contexto de significativa apreciación cambiaria de 2007 y principios de 2008, las autoridades monetarias adoptaron una actitud compradora en el mercado cambiario, cuando se dispuso de manera extraordinaria la compra (esterilizada) de 8 mil millones de dólares para el período abril-diciembre de 2008, para engrosar el stock de activos externos, casi la mitad del saldo de reservas contabilizado a fines de 2007.³⁹ Semejante intervención, que fue justificada por la autoridad monetaria como una forma de afrontar futuros riesgos derivados del contexto internacional, también apuntó a evitar una mayor apreciación cambiaria (e incluso a revertirla parcialmente), dado el fuerte apetito de los inversores especulativos por activos asociados con las materias primas.^{40 41} Los objetivos de evitar la apreciación cambiaria y al mismo tiempo reducir la tasa de inflación mediante la suba de tasas resultaron bastante contradictorios (Pérez Caldentey, 2009). En todo caso, la caída del nivel de actividad económica y el fuerte aumento de la inflación a lo largo de 2008 (cuando la tasa de inflación llega a cerca del 8% anual, un valor bastante alejado de la meta) pone de manifiesto las dificultades que enfrentan los RMI para controlar la inflación ante *shocks* originados del lado de la oferta (Arestis *et al.*, 2008).

* * *

Durante la mayor parte del período analizado se cumplieron las metas establecidas, con excepción del año 2008, cuando la inflación llegó a alcanzar un pico del 9,3%, más del triple del valor central de la meta. La administración del esquema monetario se basó en una activa utilización de la tasa de interés como mecanismo para coordinar las expectativas inflacionarias y morigerar la amplitud del ciclo económico. Ello fue posible debido a la elevada sensibilidad de la inflación chilena ante cambios en el nivel

³⁸ En particular, la presión sobre el tipo de cambio estuvo asociada al ingreso de IED y a la sustancial mejora (desde 2004) de la cuenta corriente derivada del fabuloso incremento en los precios internacionales de las materias primas (Gráfico No. 3.2.9).

³⁹ El estallido de la crisis financiera internacional en septiembre de 2008 llevó a la suspensión de esta medida.

⁴⁰ Las razones de dicho accionar se describen en Banco Central de Chile (2008b, pp. 13). Allí se menciona, entre otras cuestiones, que “*este incremento de las reservas modifica, además, la posición en moneda extranjera del Banco Central, lo que es congruente con la evaluación de que el tipo de cambio real se ubicaba al momento de la intervención por debajo del nivel que prevalecería una vez que las condiciones reales y financieras globales se normalizaran. Tampoco se puede descartar que el tipo de cambio haya sobre-reaccionado*”.

⁴¹ Los precios de los principales productos de exportación de Chile crecieron casi un 30% durante el primer trimestre del año.

de actividad y por el elevado nivel de intermediación del sistema financiero chileno. El rol del tipo de cambio fue importante aunque no tan relevante como en otros casos (Brasil y Colombia), en buena medida como producto de la utilización de una estricta regla fiscal, que no sólo complementó la postura contracíclica del esquema monetario sino que, al exigir la inversión de los excedentes fiscales en activos externos, atenuó el proceso de apreciación cambiaria, en comparación con otros países de la región.

La sensibilidad que parece reflejar la inflación con respecto a la evolución del nivel de actividad le otorgó a este último un rol central dentro de este esquema. A través de la política monetaria—y fiscal—las autoridades consiguieron desactivar el proceso de fuerte crecimiento verificado entre el tercer trimestre de 2004 y el segundo de 2005, quedando reflejado el interés por mantenerlo en niveles cercanos al 4-4,5%. La consecuencia de ello se tradujo en un impacto negativo en la dinámica de la inversión y, en última instancia, en la reducción de la tasa de crecimiento tendencial del PIB.

La colocación externa de los fondos excedentes del cobre fue la opción elegida para atemperar la apreciación cambiaria derivada de la suba excepcional del precio del principal producto de exportación de Chile. Es por ello que durante el *boom* prácticamente no se observaron intervenciones cambiarias por parte del Banco Central, con excepción de la anunciada para el período abril-diciembre de 2008, cuando se dispuso de manera extraordinaria la compra (esterilizada) de 8 mil millones de dólares para engrosar el stock de activos externos, casi la mitad del saldo de reservas contabilizado a fines de 2007. Los flujos de corto plazo no jugaron un papel tan relevante como en otros casos, básicamente por la existencia de tasas de interés relativamente bajas y menores expectativas de apreciación cambiaria.⁴² Paradójicamente, a finales de 2007 la suba de tasas generó el primer ingreso importante de capitales de todo el período, en un momento en que las autoridades trataban de desacelerar la inflación asociada a la suba de los precios internacionales de los alimentos y combustibles. Aquí queda en evidencia, al igual que en el caso de Brasil, la existencia de límites para la política monetaria en contextos de apertura irrestricta de la cuenta capital.

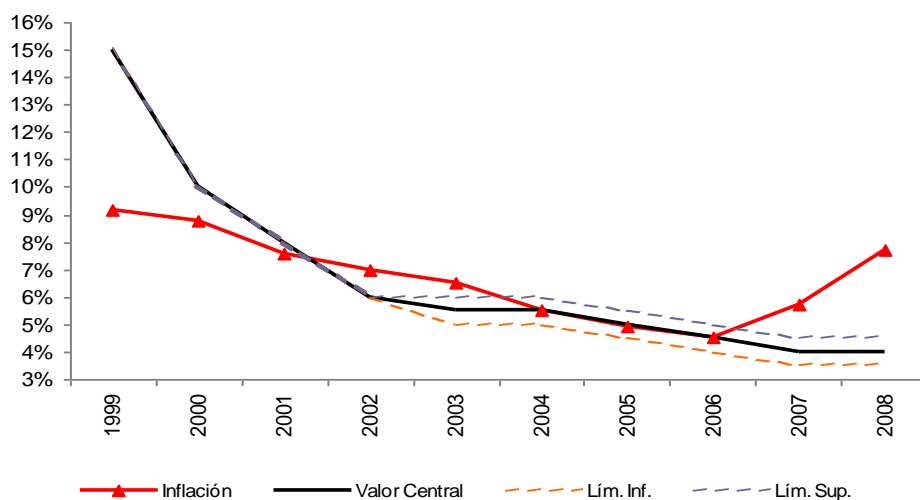
⁴² Este último punto es particularmente relevante a luz del anuncio cambiario de 2008. De hecho, mientras que en el segundo trimestre de este año los demás países revalorizaron sus monedas, Chile fue el único que registró una ligera depreciación cambiaria (1,3%). En ese lapso la compra de divisas alcanzó los 2,7 mil millones de dólares.

3.3. Colombia

“Como es bien conocido, una excesiva apreciación del peso compromete la sostenibilidad del crecimiento al reducir la competitividad de las exportaciones y someter la producción interna a una severa competencia internacional. Esto hace a la economía colombiana más vulnerable a choques externos negativos en el futuro. La autoridad monetaria es plenamente consciente de dicho riesgo y ha actuado de manera coherente para prevenirlo (...). La intervención descrita ha sido un factor determinante para moderar el ritmo de apreciación en un entorno internacional de debilitamiento del dólar, sin que para ello se haya comprometido el logro de las metas de inflación”. (Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, marzo de 2006a, pp. 10.)

La implementación del RMI en Colombia (1999) fue concebida como una manera de garantizar la convergencia a valores más reducidos de inflación.⁴³ Para alcanzar este objetivo el Banco de la República de Colombia (BanREP) se embarcó en una agresiva reducción de las metas. Hacia el 2007 el valor central de la meta, que había comenzado en los dos dígitos, se encontraba en el 4%, con un margen de tolerancia de sólo medio punto porcentual (Gráfico No. 3.3.1).⁴⁴ En líneas generales, bajo la órbita del RMI Colombia consolidó una dinámica inflacionaria decreciente, con excepción de los años 2007 y 2008, cuando se aceleró y traspasó el límite superior del intervalo a raíz del aumento de los precios internacionales.

Gráfico No. 3.3.1
Colombia: Metas e inflación efectiva (var. i.a., diciembre)



Fuente: elaboración propia en base a Banco de la República

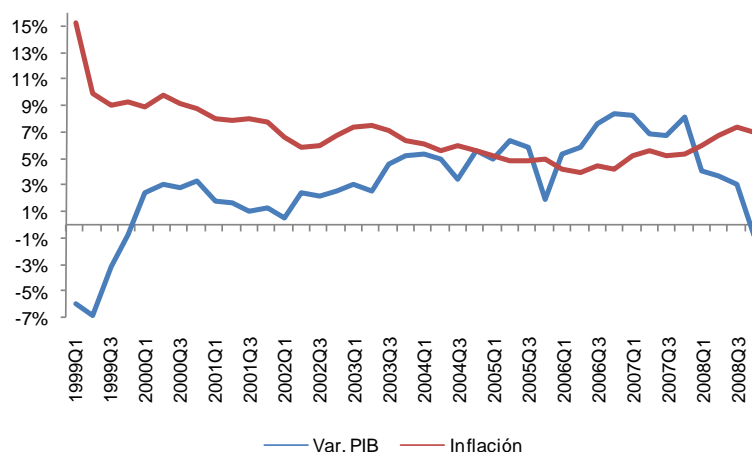
⁴³ En ello contrasta con la experiencia de los demás países, incluyendo la de Perú, que adoptaron el RMI como una estrategia de consolidación de los niveles—ya reducidos—de inflación (*lock in*). En rigor, en Colombia se buscó profundizar lo hecho en la etapa (1990-1998), cuando la inflación se redujo a la mitad, partiendo de niveles del orden del 30%.

⁴⁴ En este aspecto el RMI de Colombia se muestra *ex ante* menos flexible que el de los otros casos considerados, que poseen un límite superior (inferior) de por lo menos un punto porcentual por encima (debajo) de la meta.

3.3.1. Desempeño macroeconómico

El desempeño colombiano también puede ser analizado sobre la base de lo ocurrido en tres diferentes etapas (Gráfico No. 3.3.2). La primera de ellas (1999-primer semestre de 2003) se caracterizó por una desaceleración constante de la inflación en un contexto de bajo crecimiento, combinada inicialmente con algunos momentos de recesión. El escaso dinamismo económico resultó clave para amortiguar el traspaso a precios de la depreciación cambiaria que acompañó a este lapso, que registró los mayores niveles de volatilidad de la serie, tanto en relación con la tasa de crecimiento del PIB como con la de inflación.

Gráfico No. 3.3.2
Inflación y crecimiento



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL y CEI

La siguiente etapa (tercer trimestre 2003-fines de 2005) mostró, en contraste, un desempeño macroeconómico particularmente robusto, con niveles de crecimiento en aumento e inflación bajo control (los promedios alcanzaron el 5,1% y 5,8%, respectivamente). La dinámica del crecimiento estuvo motorizada fundamentalmente por la demanda interna, en particular por el significativo aporte de la inversión, que creció a tasas de entre el 15% y el 20% anual, y por el consumo de los hogares, el segundo rubro de mayor incidencia en el crecimiento del PIB. Luego, en una tercera etapa (2006-2007), el crecimiento del PIB se acelera significativamente (7,1% promedio), situándose algo por encima del potencial (Banco de la República, 2006b). La inversión y el consumo continuaron creciendo a ritmos mayores, aunque aquella disminuyó su intensidad hacia 2007, transformando al consumo en el principal factor de expansión de la economía. La inflación se acelera sobre el final, y se finaliza la etapa con el incumplimiento de las metas.

Por último, el 2008 se presenta como un año de pálido crecimiento (2,25%), con claros signos de estancamiento hacia el último trimestre, ya en la fase más aguda de la crisis

internacional. La desaceleración económica alcanza a todos los componentes del PIB, aunque afecta con mayor énfasis al consumo de los hogares,⁴⁵ mientras que la inflación registra los mayores valores de la serie.

Durante la fase de aumento significativo de los precios de productos básicos se observaron dos dinámicas contrapuestas en materia de inflación. En un primer momento, que abarca a la segunda etapa (tercer trimestre de 2003-fines de 2005) y parte de la tercera (2006), se observó una constante desaceleración de la inflación, explicada por la evolución de los precios de los bienes “Transables” (excluyendo los alimentos), que mostraron un aumento muy inferior a la meta inflacionaria prevista. La dinámica de este rubro permitió incluso compensar el ligero incremento en el rubro “No transables”, asociado al mayor ritmo de actividad económica. En cambio, la suba de los años 2007 y 2008 se explica por el vigoroso aumento de los precios mundiales de los alimentos y de sus sucedáneos internos, dada la elevada participación de este segmento en la canasta de precios al consumidor (Gráficos No. 3.3.3 y 3.3.4).^{46 47}

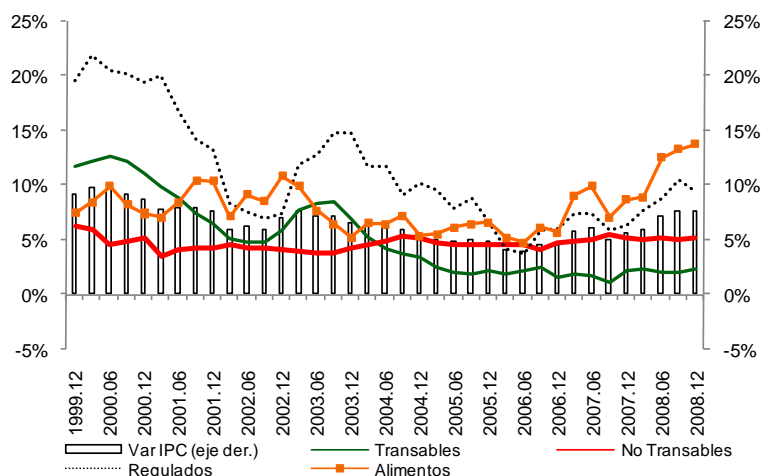
⁴⁵ La desaceleración del PIB colombiano fue la más significativa de los países considerados. Según el Banco Central de Colombia (2009), la merma del nivel de actividad en 2008 estuvo asociada a diversos factores; algunos de origen externo, como la desaceleración de la actividad mundial y la consecuente caída de la demanda externa y del ingreso por remesas; otros de carácter interno, tales como la postura contractiva de la política monetaria, la apreciación cambiaria de la primera parte del año 2008—que afectó la producción transable—, así como la propia caída en el ingreso real disponible de los hogares derivada del incremento en el precio de los alimentos.

⁴⁶ Los precios de los “No transables”, “Transables” y “Regulados” explican el 36,7%, 24,6% y 9% de la canasta del IPC, respectivamente. La ponderación de los alimentos, por su parte, alcanza al 29,5%, la mayor luego de Perú (47,5%).

⁴⁷ Durante este lapso los combustibles no afectaron significativamente la dinámica del IPC. Ello se explica, en parte, por la baja ponderación de este rubro (1,1%), pero también por la utilización de un esquema de subsidios que morigeró las presiones inflacionarias derivadas de los incrementos de sus precios internacionales.

Gráfico No. 3.3.3

IPC y principales rubros (var. i.a.)*

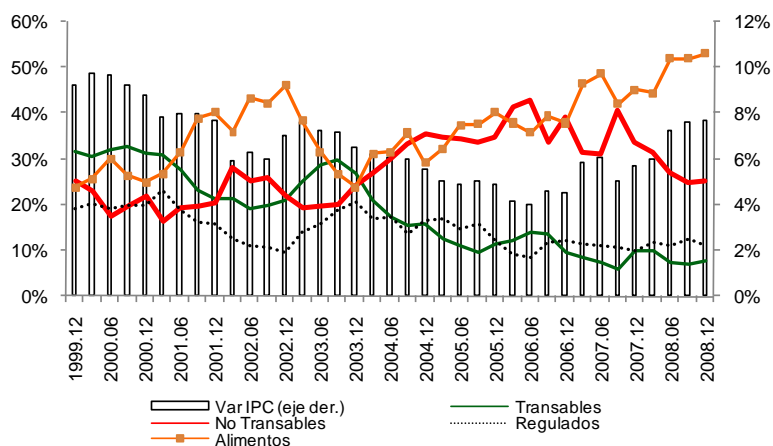


Fuente: elaboración propia en base a Banco de la República

*Los bienes transables no incluyen Alimentos y Bebidas

Gráfico No. 3.3.4

IPC y principales rubros (contribución a la variación i.a.)*



Fuente: elaboración propia en base a Banco de la República

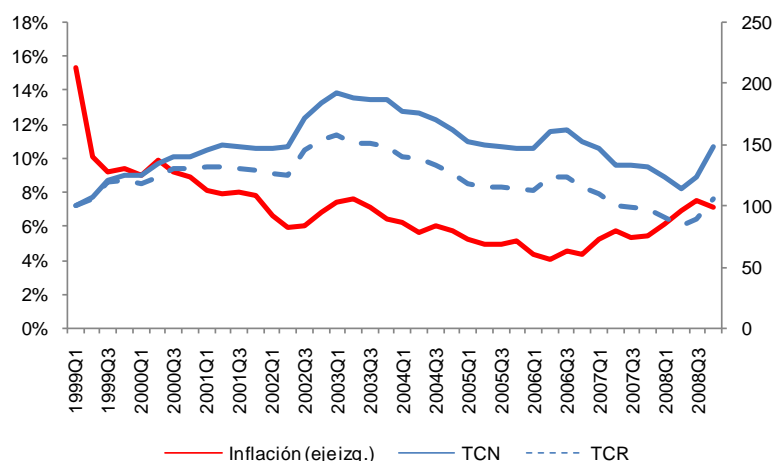
*Los bienes transables no incluyen Alimentos y Bebidas

Al igual que en el caso de Brasil, también en Colombia se registró una clara relación entre la evolución del nivel general de precios y el tipo de cambio, particularmente en momentos de caídas en la cotización de la divisa (Gráfico No. 3.3.5). Durante el lapso que trascurre entre el segundo trimestre de 2003 y el segundo de 2008, de significativa apreciación tanto nominal como real (40% y 47%, respectivamente),⁴⁸ la dinámica de la inflación tendió a mostrar una tendencia claramente decreciente. Sólo entre el 2007 y mitad de 2008 la caída del tipo de cambio no se combinó con una desaceleración inflacionaria, básicamente por el inusitado aumento de los precios internacionales de

⁴⁸ En idéntico período fue similar a la de Chile (36%) aunque inferior a la de Brasil (53%). La menor tasa de apreciación, como se verá más adelante, correspondió a Perú (21%).

los alimentos. Igualmente la apreciación cambiaria jugó un rol clave en el proceso de determinación de los precios internos, al desacoplar parcialmente su evolución de la de los externos (esto incluye, claro está, a los restantes “Transables”).⁴⁹

Gráfico No. 3.3.5
Tasa de cambio bilateral USD (1999=100) e inflación



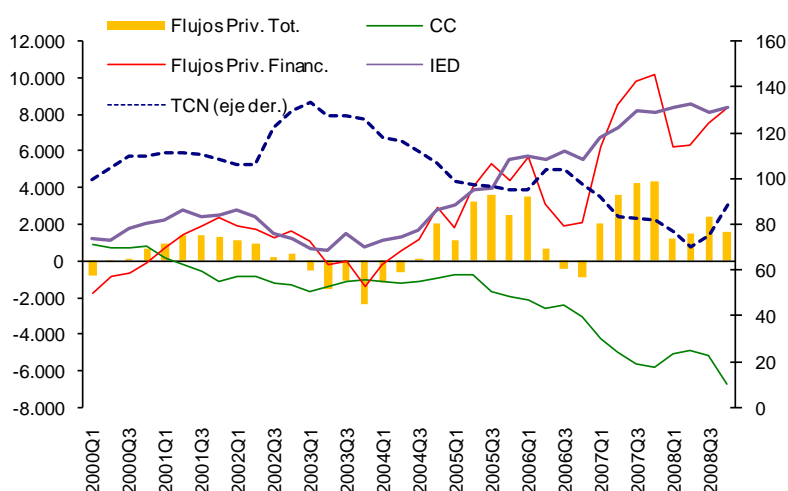
Fuente: elaboración propia en base a CEPAL y CEI

Entre las fuerzas que impulsaron la apreciación del tipo de cambio sobresale el significativo y creciente ingreso de capitales, particularmente los correspondientes a Inversión Extranjera Directa (IED). En paralelo se verificó un persistente déficit de la cuenta corriente, cuyo deterioro tiende a acelerarse a partir de 2006, en parte como consecuencia del propio proceso de apreciación cambiaria impulsado desde la cuenta capital (Gráfico No. 3.3.6).

⁴⁹ También resultaron evidentes los vínculos entre depreciación e incremento de la inflación, por ejemplo entre el tercer trimestre de 2003 y el primero de 2004. Antes de ello la relación se ve desdibujada por el escaso dinamismo de la actividad económica, que limitó el traspaso a precios de la suba del tipo de cambio.

Gráfico No. 3.3.6

**Componentes de la Balanza de Pagos (millones USD, acumulado 4 trimestres)
y TCN (2000=100)**

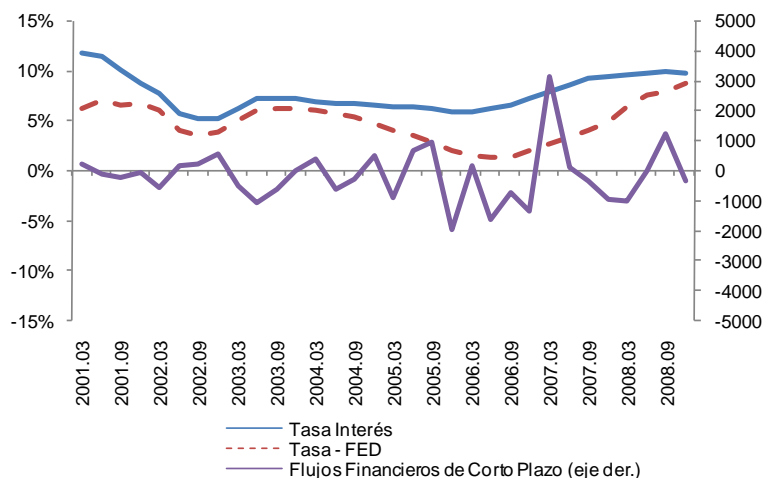


Fuente: elaboración propia en base a CEPAL, CEI e IFS

*Flujos Priv. Totales = Saldo Cuenta Corriente + Flujos Netos Priv. Financieros (incluyen IED)

Gráfico No. 3.3.7

**Tasa de interés de política
y flujos privados especulativos (millones USD)**



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL e IFS

*Flujos de Capitales expresados en términos trimestrales

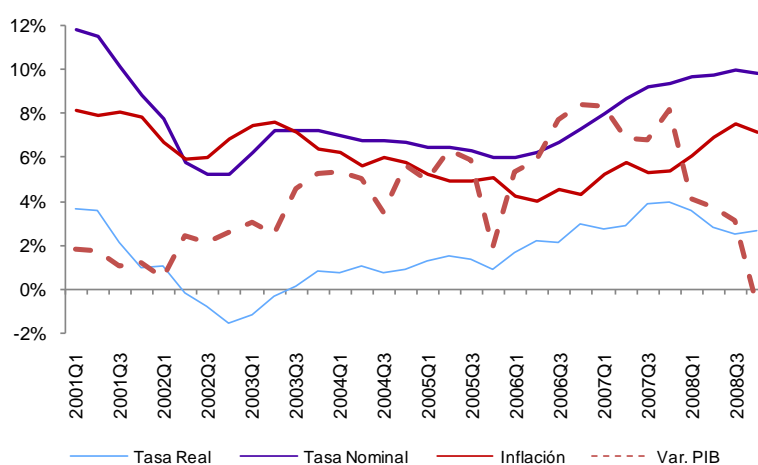
El aporte de los flujos financieros de corto plazo fue en general escaso, observándose sólo dos episodios de ingresos relevantes (Gráfico No. 3.3.7), con diferentes impactos sobre el tipo de cambio. En el primero caso (segundo y tercer trimestre de 2005) el Banco Central pudo moderar la apreciación del tipo de cambio mediante su intervención compradora, mientras que en el segundo (primer trimestre de 2007) la

adquisición de divisas resultó insuficiente dada la magnitud de los flujos de capital involucrados (Banco de la República, 2007).

3.3.2. Política monetaria

Para dar cumplimiento de su mandato, durante el período de auge de los precios de las materias primas el Banco Central monitoreó de forma constante la evolución del tipo de cambio y el nivel de actividad; en un caso mostrando cierta tolerancia por la revalorización de la moneda, en el otro convalidando tasas de crecimiento no superiores a las del PIB potencial.⁵⁰

Gráfico No. 3.3.8
Tasa de política, crecimiento del PIB e inflación



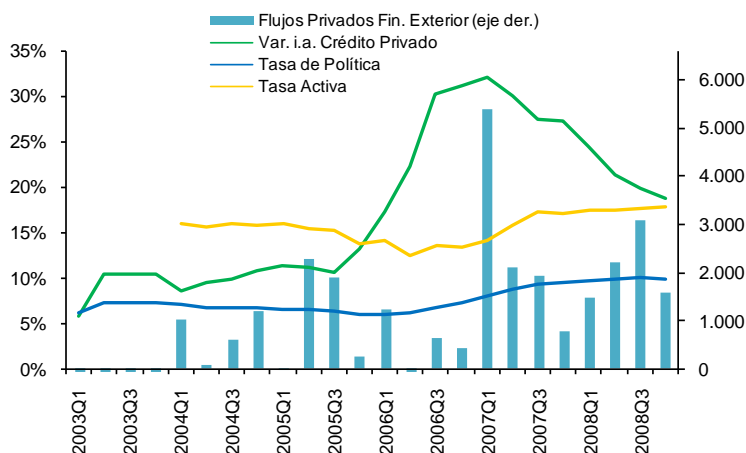
Fuente: elaboración propia en base a CEPAL

En los hechos se destaca un primer momento (2004-2005) de desaceleración inflacionaria y apreciación cambiaria en el que las acciones de política monetaria involucraron una pauta expansiva caracterizada por sucesivas reducciones en las tasas de política. Las mismas convalidaron un mayor crecimiento del PIB (Gráfico No. 3.3.8) y, en particular, un fuerte despegue de la inversión. Nótese que la caída en la tasa de política se transmitió a la tasas activas, dando lugar a una aceleración

⁵⁰ En el plano fiscal el gobierno siguió los criterios de la Ley de Responsabilidad Fiscal, que establece, entre otras cuestiones, metas de superávits primarios del sector público no financiero que permitan “garantizar la sostenibilidad de la deuda y el crecimiento económico” (Ley 819 del 2003). El balance del sector público se mantuvo en línea con las metas fiscales propuestas, con sobrecumplimientos en la mayoría de los años (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2009), pero sin llegar a alcanzar los niveles de Chile o Perú.

importante del crédito al sector privado, que terminó de consolidarse a principios de 2006 (Gráfico No. 3.3.9).⁵¹

Gráfico No. 3.3.9
Flujos de capitales (millones USD), crédito y tasas de interés



Fuente: elaboración propia en base a BCB e IFS.

En el segundo trimestre de 2006 la autoridad monetaria adoptó una postura de política con un claro carácter preventivo. El puntapié inicial estuvo dado por un episodio de depreciación cambiaria del 9,2%, aunque las modificaciones apuntaron en realidad a atenuar el elevado dinamismo económico que acompañó a la tercera etapa (2006-2007).⁵² Las herramientas utilizadas para ello fueron la tasa de interés de política y los encajes bancarios. Estas acciones se llevaron cabo en momentos en los que no se avizoraban incrementos importantes en el ritmo de crecimiento de los precios más relevantes. De hecho, a pesar de un muy ligero incremento del IPC verificado en el mes de julio, la inflación cerró el año 2006 por debajo del nuevo límite superior establecido para el 2006 (que, por cierto, había sido llevado del 5% al 4,5% como una muestra de mayor compromiso con el esquema de metas de inflación). La inflación se aceleró de manera más decidida recién en febrero de 2007, un episodio que no estuvo relacionado directamente con el elevado crecimiento del PIB sino más bien con el formidable aumento de los precios mundiales de los alimentos.

La suba de las tasas de 2006 parece haber influido marginalmente sobre la dinámica del PIB. Su crecimiento se desaceleró, es cierto, pero lo hizo de forma ligera y tardía (se visualizó recién en el primer trimestre de 2007, casi un año después del cambio de

⁵¹ El grado de intermediación financiera es relativamente bajo en Colombia. En base a datos del Banco de la República, a fines de 2005 la relación entre el crédito al sector privado y el PIB alcanzaba al 20,2%.

⁵² Según la autoridad monetaria, desde el 2006 la brecha del producto se había vuelto positiva (véase Banco de la República, 2008a).

postura). Esta aparente baja sensibilidad del producto a los tipos de interés se dio en un contexto de auge crediticio y de significativa apreciación cambiaria. Ambos factores pueden haber generado una dosis importante de inercia en el ritmo de crecimiento económico. Igualmente los efectos sobre la calidad del crecimiento no parecen haber sido inocuos, al menos por el hecho de que el principal factor expansivo pasó a ser el consumo de los hogares, en detrimento de la inversión. Recién en el año 2008 el PIB se desacelera con fuerza, en parte por los efectos de la política monetaria, aunque obviamente también por el empeoramiento del contexto mundial. Esta situación no permite discriminar con claridad el grado de influencia de las políticas del banco central en el ciclo económico local.

La gestión de la política de tasas enfrentó desafíos interesantes durante el 2007, un año de abundante liquidez internacional. En particular, porque la convalidación de altas rentabilidades relativas para los instrumentos financieros locales, sumada a las expectativas de apreciación cambiaria, incentivaba el ingreso de capitales de corto plazo y, tendía a retroalimentar el proceso de revalorización cambiaria y la entrada de fondos del exterior.⁵³ La mayor liquidez doméstica podía dinamizar el crédito bancario y la demanda interna, escenario que se encontraba en las antípodas del perseguido por las autoridades monetarias. En dicho contexto, en el mes de mayo de 2007 se establecieron limitaciones al ingreso de capitales de corto plazo y se intensificó la política de intervención cambiaria (acumulación de reservas) tendiente a reducir la volatilidad nominal y atenuar la apreciación cambiaria (Banco Central de Colombia, 2008b). Los controles al ingreso buscaron también reducir la fragilidad financiera asociada a tales ingresos y reforzar la efectividad de la política de tasas.⁵⁴ Finalmente, la suba de tasas se tradujo en una marcada desaceleración del crédito a partir del segundo trimestre de 2007 (Gráfico No. 3.3.9).

* * *

Desde que se rige por un RMI Colombia mostró tasas de crecimiento crecientes y niveles de inflación controlados, al menos hasta la etapa de aceleración de los precios internacionales de los alimentos. La dinámica de los precios estuvo asociada en gran medida a la evolución del tipo de cambio, que se constituyó en un soporte clave del RMI por la vía de la contención de los precios de los bienes “Transables”. En los momentos finales el tipo de cambio también jugó un papel relevante para morigerar el

⁵³ En marzo de 2007 *Standard and Poors* subió la nota de la deuda colombiana de BB a BB+, todavía en grado especulativo, sólo un escalón por debajo del *Investment Grade*.

⁵⁴ Según las propias autoridades, dichos controles resultaron exitosos al contener el ingreso de fondos de corto plazo (Banco Central de Colombia, 2008b).

impacto de la suba de los precios mundiales de los alimentos. No obstante, en este caso el desacople fue parcial, dada la menor variación relativa del tipo de cambio *vis-à-vis* los precios de dichos bienes. Naturalmente, en un contexto de inusitado incremento de los precios de los productos básicos, alentar una apreciación similar en magnitud a la suba de los precios internacionales de los alimentos hubiera significado un profundo daño para aquellos sectores transables no beneficiados por el *boom* de las materias primas.

Con el aval antiinflacionario provisto por la apreciación cambiaria, la política monetaria tendió a mostrar una postura expansiva durante los tres primeros años del período de auge de las materias primas (2003-2005) que contribuyó a generar mayores niveles de inversión y de consumo. Luego (2006) el Banco de la República adoptó un sesgo contractivo en un contexto de significativo crecimiento del PIB. Ello ocurrió a pesar de que en ese momento no se avizoraban señales de aceleración preocupantes en el frente de los principales precios internos.

En cuanto a los efectos de la política monetaria, la escasa influencia de la suba de tasas sobre el nivel de actividad da cuenta de la existencia de algunas limitaciones de la política monetaria para incidir en el ciclo económico local, fenómeno que también parece advertirse en Brasil, una economía caracterizada por niveles de intermediación financiera bastante superiores a los de Colombia. Esta y otras cuestiones, como la demora con que operan los impulsos monetarios a través de los diversos canales de transmisión, o la incertidumbre que rodea a los escenarios futuros, son particularmente relevantes en este tipo de esquemas. Nuevamente, la búsqueda de reputación puede llevar a un banco central a tomar medidas preventivas o subas de tasas más agresivas de lo que sería necesario, que pueden afectar negativamente el nivel de crecimiento en el largo plazo. El incremento de la tasa de política del segundo trimestre de 2006, momento en el que no se evidenciaban signos evidentes de aceleración de la inflación, parecería ser una muestra evidente de la existencia de este tipo de tensiones.

Hacia el año 2007 se empezaron a sentir los primeros efectos negativos del nuevo contexto local, en particular sobre la formación de capital. Una parte de ello puede ser explicada por el accionar de la política monetaria. La otra por los efectos del tipo “enfermedad holandesa” vinculados a la apreciación del tipo de cambio real. Respecto de este último punto, resulta ilustrativa una encuesta del Banco de la República

(Nigrinis Ospina, *et al.*, 2005) donde se deja constancia de los perjuicios generados por la apreciación cambiaria sobre el sector manufacturero local.⁵⁵

Todos estos efectos se vieron reflejados en la dinámica de la cuenta corriente bajo la forma de crecientes déficits, que fueron financiados casi exclusivamente por flujos de IED. Por lo demás, Colombia presentó una baja dependencia respecto de los capitales de corto plazo. La misma se expresó, por ejemplo, en la temprana reacción de las autoridades colombianas—por la vía de la implementación de controles sobre la cuenta capital—ante la amenaza de un fuerte ingreso de fondos especulativos.⁵⁶ La intención de evitar el ingreso de capitales de corto plazo incrementó los grados de libertad de la política monetaria e implicó, sin escapar a la tendencia general de la región, una menor reversión de capitales, así como también una depreciación del tipo de cambio más moderada que la evidenciada, por ejemplo, en Brasil a fines de 2008, en medio de la crisis internacional.

⁵⁵ Allí se señala que el 50% de las empresas consultadas manifestó que el efecto neto de la apreciación fue desfavorable, mientras que un 28% lo consideró positivo (la parte restante lo consideró neutral). Las más afectadas fueron las empresas exportadoras y las competitivas de productos del exterior. Cuando se considera el destino económico se observa que las firmas productoras de bienes de capital resultaron ser las más perjudicadas. Nótese que la encuesta se corresponde con el período agosto de 2003-agosto de 2005; aún restaba un lapso prolongado de apreciación cambiaria adicional.

⁵⁶ El hecho que Colombia, al igual que Chile, ya había aplicado este tipo de controles en la década de los noventa, seguramente contribuyó a su reimplantación (aunque con la agudización de la crisis financiera a fines de 2008 se decidió nuevamente su remoción).

3.4. Perú

El esquema de metas de inflación comienza a implementarse en 2002, tras verificarse una etapa de sostenida desinflación de precios durante la década previa.⁵⁷ Originalmente la meta central se estableció en el 2,5% interanual, a diciembre de cada año,⁵⁸ con un intervalo de tolerancia de +- 1% (Gráfico No. 3.4.1). En el 2007 las autoridades disminuyeron este valor al 2%, a pesar de las fuertes presiones inflacionarias provenientes del exterior. Según el Banco Central de la Reserva del Perú (BCRP), esta medida apuntó a reforzar el compromiso con el RMI, al establecer niveles de inflación de mediano plazo similares a los de los principales socios comerciales de Perú. Esta reafirmación del compromiso con la regla no resultaría suficiente para controlar la inflación, que perforó el límite superior a partir de octubre de 2007, ante el fuerte aumento de los precios internacionales de alimentos y combustibles.⁵⁹

Salvo por lo ocurrido en 2007/2008, la inflación se mantuvo en niveles bajos y relativamente estables, llegando a verificarse incluso algunos momentos puntuales de deflación de precios (abril de 2007). La inflación promedió un 2% hasta mediados de 2007, y un 2,4% si se considera el período completo, que incluye la suba excepcional de los precios de los alimentos y combustibles hacia el final del período considerado. En términos comparados al resto de las economías analizadas, Perú posee las metas más bajas y los menores niveles de inflación observada. Cuenta, además, con los mayores índices de crecimiento económico entre los casos considerados, con un promedio del 6,7% anual (Gráfico No. 3.4.2), llegando a superar los dos dígitos hacia el final de la serie.

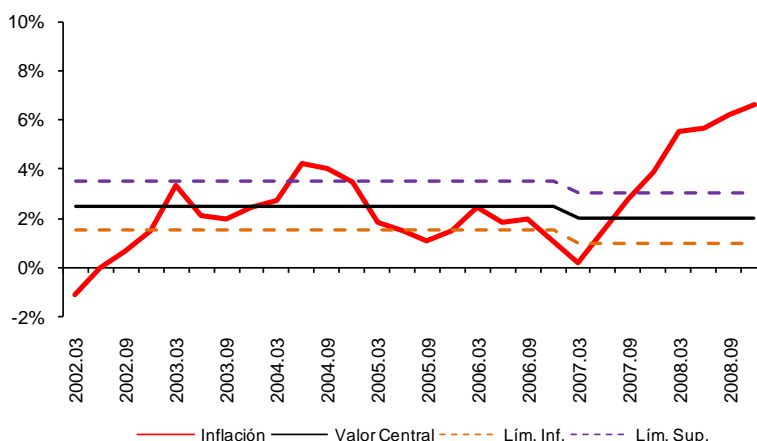
⁵⁷ El esquema se complementó con la utilización de una regla fiscal introducida en el año 1999 y modificada en el año 2006, tras el recambio presidencial. La regla, que tendió a ser cumplida parcialmente, combinaba un límite al déficit fiscal (1% del PIB en 2002, 2% en 2003, 1,5% en 2004 y 1% desde 2005), con un tope al crecimiento real del gasto público no financiero (2% anual en 2002 y 3% desde 2003) y al endeudamiento de los gobiernos subnacionales. Desde 2007 se excluye del segundo ítem a los gastos de capital, por lo que la regla pierde en gran medida su componente contracíclico y pasa a enfocarse exclusivamente en el déficit fiscal (Montoro y Moreno, 2007). Así se eliminó un escollo clave para incrementar la inversión pública. Desde 2003 se ha cumplido con la meta de déficit. Según los cálculos del BCRP (2009), hasta el año 2007 el impulso fiscal (que muestra el efecto expansivo neto de la política fiscal sobre la demanda interna) fue nulo o negativo. En contraposición, en 2008 el efecto alcanzó al 1,9% del PIB, explicado por la fuerte expansión de la inversión pública.

⁵⁸ Desde 2006 se utiliza una meta puntual para cada mes, al igual que ocurre en Chile.

⁵⁹ Este rubro explica el 47,5% de la canasta del IPC, la mayor ponderación de los países analizados. Los combustibles, por su parte, tienen una participación del 3,9% en el IPC.

Gráfico No. 3.4.1

Perú: Metas e inflación efectiva (var. i.a., mes a mes)



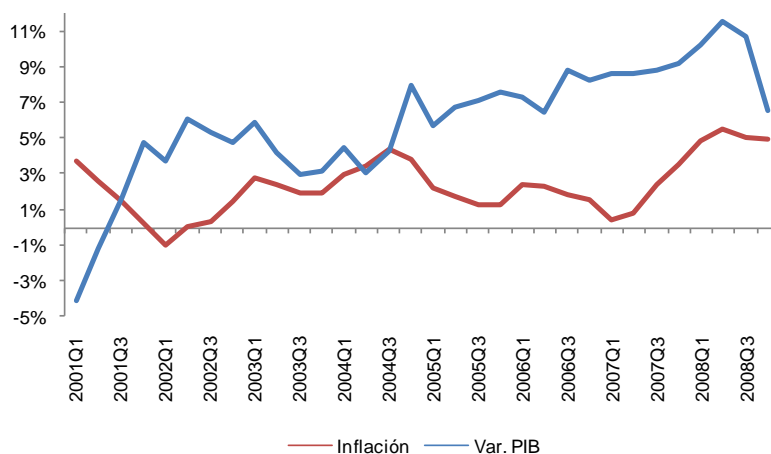
Fuente elaboración propia en base a BCRP

3.4.1. Desempeño macroeconómico

Tomando en cuenta la evolución de las principales variables se observa un primer período (primer trimestre de 2002-cuarto trimestre del 2003), en el que el PIB creció un 4,5% impulsado inicialmente por el aumento de las exportaciones y por el consumo de los hogares. En este contexto de moderado crecimiento y bajo arrastre inflacionario el aumento de los precios promedió el 1,2% (Gráfico No. 3.4.2).

Gráfico No. 3.4.2

Inflación y crecimiento



Fuente: elaboración propia en base a CEI y CEPAL

En el segundo período (primer trimestre de 2004-segundo trimestre de 2006) el crecimiento y la inflación se sitúan en niveles superiores (6,1% 2,6%, respectivamente). La aceleración del crecimiento del PIB se debió fundamentalmente al salto de las exportaciones de los años 2004 y 2005, en un contexto de elevado dinamismo de los precios de los productos primarios, que en ese lapso acumularon

una suba del 66%. A partir del tercer trimestre de 2005 comienzan a verificarse signos de despegue de la inversión privada, que se dispara en la primera mitad de 2006, al igual que ocurre con el consumo de los hogares. Los impulsos del crecimiento comienzan a mutar de las exportaciones hacia la demanda interna. El ligero aumento de la inflación obedeció, en gran medida, a la suba de los precios internacionales de los alimentos de los tres primeros trimestres de 2004 (Gráfico No. 3.4.3). Luego retorna los niveles anteriores, pero ahora en un marco de mayor crecimiento económico.

En el tercer período (tercer trimestre de 2006-cuarto trimestre de 2008) el crecimiento del PIB se sitúa en un nivel aún más elevado (9,1%) y la inflación alcanza al 3%, apenas por encima del nivel de la etapa anterior, y superando la meta oficial.⁶⁰ El consumo privado siguió creciendo a tasas elevadas (rondando el 8,5% en 2007 y 2008), aunque la inversión constituyó el componente más dinámico, explicando casi por completo el proceso de aceleración del crecimiento respecto de 2006.⁶¹ En 2008 la inversión privada (con un aporte importante de la minería e hidrocarburos) y pública contribuyeron con 5,5 pp. y 1,8 pp. del crecimiento del PIB (9,8%), respectivamente.

Las importaciones crecieron a un ritmo bastante significativo durante las dos últimas etapas, aumentando un 20% y 26% anual, respectivamente, en buena medida debido al fuerte crecimiento de las importaciones de bienes de capital y de consumo (47% y 29%, respectivamente). En este marco, a partir de 2007 comienza a reducirse gradualmente el saldo de la cuenta corriente.

En este contexto de fuerte dinamismo del consumo privado y de continuo incremento de la inversión⁶² la inflación comienza a acelerarse (tercer trimestre de 2007), principalmente como consecuencia del salto en los precios internos de los alimentos y bebidas. Hacia el final de la serie se observan aumentos más generalizados (Gráfico No. 3.4.3) y una ligera aceleración de la inflación subyacente. Tal como ocurriera con los restantes casos analizados, la suba de los precios internacionales de productos

⁶⁰ Los valores máximos fueron del 11,6% y 5,5% a mediados de 2008, respectivamente.

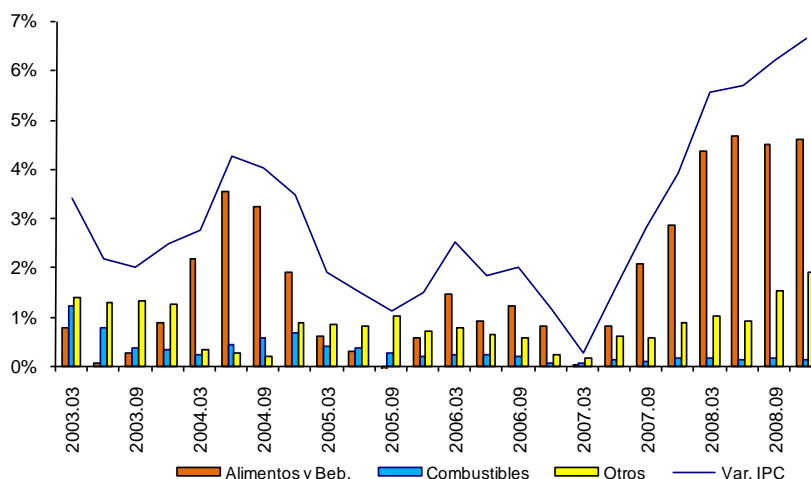
⁶¹ La inversión privada aumentó cerca del 25% en 2007-2008, y la inversión pública, sólo en 2008, se destacó con un incremento de 42%.

⁶² A principios de 2008, y sin incluir la última fase de crecimiento de la inversión, el Banco Central situaba la tasa de crecimiento del producto potencial entre el 6% y 7% (BCRP, 2008).

básicos fue el factor determinante del aumento inflacionario verificado entre 2006 y mediados de 2008 (Salas, 2009).⁶³

Gráfico No. 3.4.3

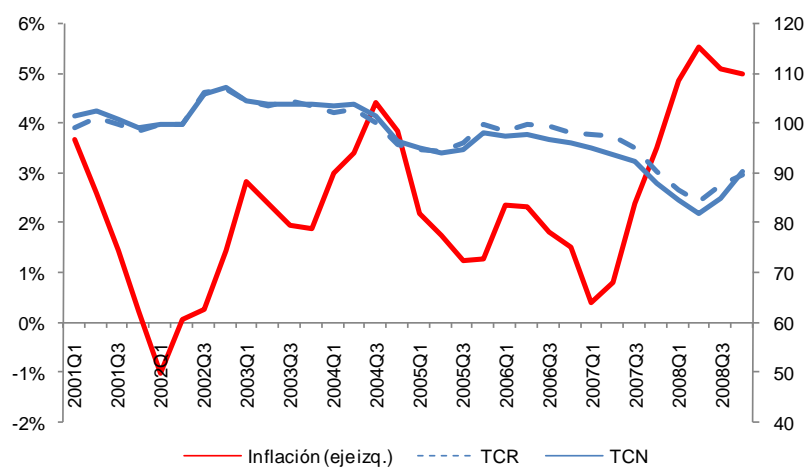
IPC y principales rubros (contribución a la variación pp.)



Fuente: elaboración propia en base a BCRP

Gráfico No. 3.4.4

Tasa de cambio bilateral USD (1999=100) e inflación



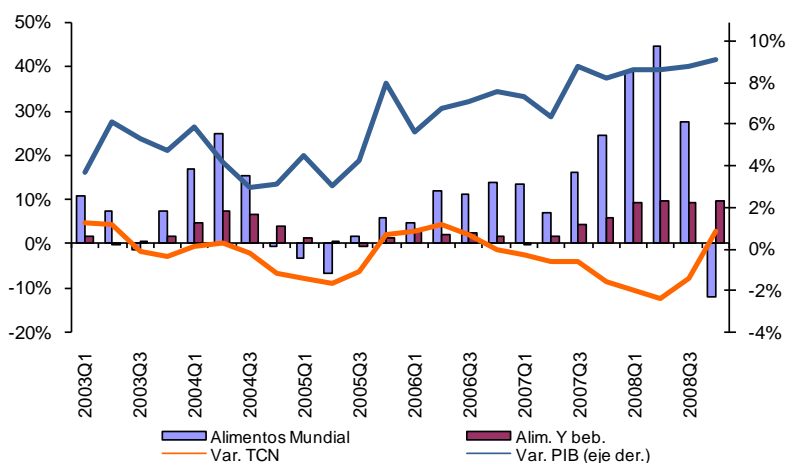
Fuente: elaboración propia en base a CEPAL y CEI

Al igual que en Chile, aquí tampoco se percibe a simple vista la relación entre la evolución de los precios y el tipo de cambio nominal (Gráfico No. 3.4.4). No obstante, si se considera el rubro de mayor relevancia (alimentos) se observa una contribución significativa del tipo de cambio para desacoplar los precios internacionales de los

⁶³ Esto se encuentra en línea con los hallazgos de Canales Krijlenko *et al.* (2008), quienes en base a un modelo de descomposición histórica de la inflación anual llegan a resultados similares, aunque para el período 2004-2008.

internos (Gráfico No. 3.4.5).⁶⁴ Este efecto fue particularmente notable entre fines de 2007 y mediados de 2008. Amén de ello, en este lapso también se utilizaron herramientas de contención de precios—naturalmente, no gestionadas por el BCRP—, como la baja y eliminación de tasas arancelarias a determinadas importaciones.⁶⁵ En el caso de los combustibles ello involucró el otorgamiento de subsidios y reducciones impositivas.⁶⁶

Gráfico No. 3.4.5
Evolución alimentos, tipo de cambio y PIB (%)



Fuente: elaboración propia en base a BCRP y CEPAL
*Inflación alimentos expresada en valores de finales de trimestre

3.4.2. Política monetaria

En Perú la apreciación nominal fue menos abrupta y sostenida que en los restantes países. Cierta reticencia a la apreciación cambiaria estaría relacionada con la existencia de un sistema financiero caracterizado por su elevado grado de dolarización, que tiende a incrementar los habituales temores a la libre flotación y afecta las prácticas usualmente observadas en los RMI.⁶⁷ A diferencia del temor a la

⁶⁴ Estudios recientes del FMI (Habermeier *et al.*, 2009) confirman el importante rol de la apreciación nominal para reducir el traspaso de la inflación importada en una serie de países, entre los que se encuentra Perú.

⁶⁵ Fueron reducidos los aranceles aplicados al trigo (17%) y harina de trigo (25%) a 0% y también se derogó la sobretasa arancelaria adicional de 5% a 301 partidas (BCRP, 2007b).

⁶⁶ Los subsidios se hicieron efectivos a través del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles creado en 2004. A ello se suma, en 2005, la reducción de impuestos al consumo de combustibles y la eliminación de aranceles del gas licuado de petróleo.

⁶⁷ De hecho, Perú es el único país que utiliza un esquema de metas de inflación en contextos de este tipo. En 2001, la dolarización de los pasivos del sistema bancario alcanzaba al 67%, mientras que la de los créditos al sector privado era del 80%. Si bien desde el 2002 estos coeficientes han disminuido, aún se

flotación popularizado por Calvo y Reinhart (2002), en que dicha aprensión implicaba una política cambiaria claramente asimétrica en la que se evidenciaba una mayor dosis de prevención con respecto a las depreciaciones que a las apreciaciones cambiarias, en el caso peruano también parece manifestarse de manera intensa el temor a la apreciación. En efecto, en un esquema “bimonetario” como el peruano surge la necesidad, por un lado, de evitar las alzas abruptas del tipo de cambio que amenacen con incrementar la inflación y, sobre todo, que pongan en tensión a la economía real y financiera al derrumbar el patrimonio neto de las firmas endeudadas en moneda extranjera.⁶⁸ Por el otro, resulta necesario moderar la apreciación cambiaria para desestimular la toma de crédito en moneda extranjera, pero también para reducir burbujas de activos (tipo de cambio), y los riesgos de correcciones abruptas asociadas a dichos fenómenos.

Este tipo de precauciones, propias de una situación de dominancia financiera y externa, se tradujo en una sostenida intervención en el mercado de cambios y en una intensa acumulación de reservas⁶⁹ por parte del Banco Central durante toda la etapa de ingreso sostenido de divisas.⁷⁰ Dichos fondos estuvieron motorizados inicialmente (2004-2006) por el ingreso de IED y por la mejoría de la cuenta corriente derivada del aumento de los precios internacionales y, más adelante (2007-primer semestre de 2008), por un cuantioso ingreso de capitales externos (Gráfico No. 3.4.6).⁷¹

mantienen en niveles elevados. Para un análisis de los vínculos entre RMI y dolarización financiera véase Armas *et al.* (2006).

⁶⁸ Esto supone que en el corto plazo las exportaciones netas no responden al cambio de los precios relativos o que, sí lo hacen, no llegan a compensar los efectos negativos sobre las hojas de balance.

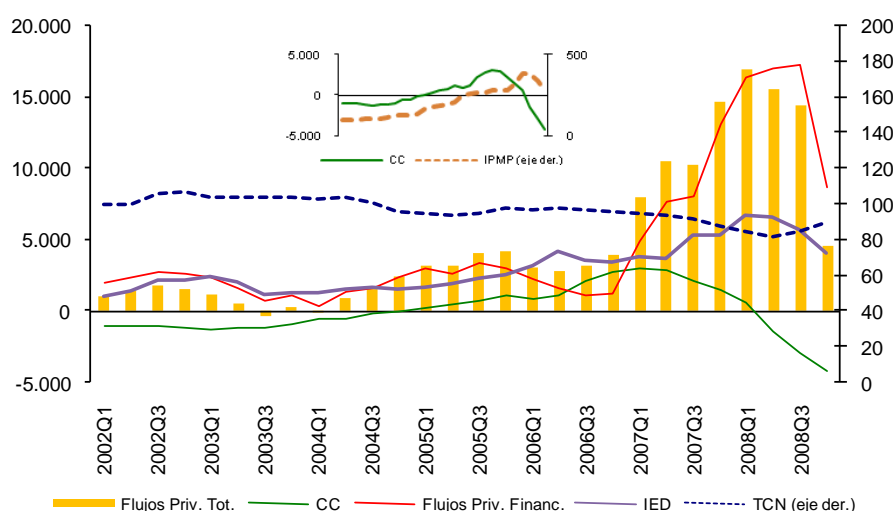
⁶⁹ Considerando el tamaño de las economías, los flujos anuales promedio del período 2002-2008 alcanzaron en Perú al 3,3% del PIB, superiores a los del segundo mayor acumulador del período, Brasil (2%), y muy por encima de los de Colombia (0,9%) y Chile (0,1%). En el momento de mayor ingreso de capitales a la región (2007), la acumulación fue del 9% del PIB, superior a la de Brasil (6,6%), Colombia (2,3%) y Chile (-2%). Cuando se considera el crecimiento del stock de reservas, sobresale Brasil, fundamentalmente por lo ocurrido en el año 2007, cuando la variación fue del 110%, mientras que Perú aparece en segundo lugar (en este año las reservas crecieron un 60%).

⁷⁰ La acumulación también posee un componente preventivo, al reforzar la capacidad de respuesta ante probables escenarios adversos ligados al frente externo.

⁷¹ Poco antes de la caída de Lehman Brothers, en pleno auge del ingreso de capitales, Perú recibió el grado de inversión (segundo trimestre de 2008).

Gráfico No. 3.4.6

Componentes de la Balanza de Pagos (millones USD, acum. 4 trim.), TCN (2002=100) e IPMP (2002=100)



Fuente: elaboración propia en base a CEI, CEPAL e IFS

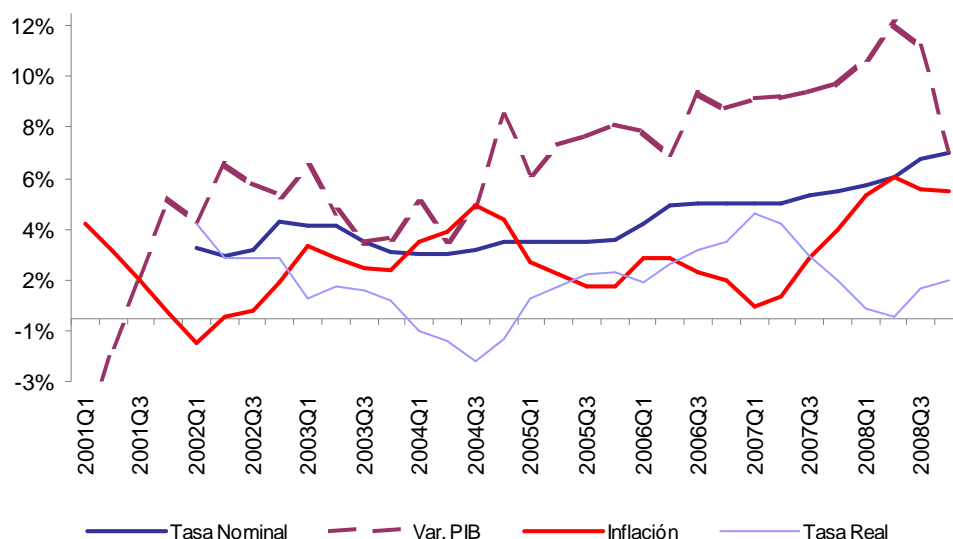
*Flujos Priv. Totales = Saldo Cuenta Corriente + Flujos Netos Priv. Financieros (incluyen IED)

El celo por evitar la depreciación del tipo de cambio quedó en evidencia durante la fase más aguda de la crisis internacional, particularmente en el último trimestre de 2008, cuando Perú registró la menor tasa de depreciación de los países aquí considerados. Como contrapartida se observó, al igual que en el resto, una baja significativa de las reservas (10%), que superó a la de Brasil (6,1%), Colombia (5,5%) y Chile (4,3%).

La existencia de importantes efectos de “hoja de balance” puede afectar los grados de libertad para el uso de la política monetaria, al alterarse el funcionamiento habitual de sus mecanismos de transmisión e incrementarse la incertidumbre acerca del impacto de los cambios en las tasas de interés sobre el nivel de actividad y la inflación. Por ejemplo, si las autoridades buscaran desacelerar el crecimiento de la demanda agregada, y para ello recurrieran a una suba de tasas que busque apreciar el tipo de cambio y disminuir las exportaciones netas, no debiera descartarse un aumento del nivel de actividad, o una menor caída del producto que la pretendida, como consecuencia del incremento del patrimonio neto de aquellos individuos o empresas que posean deudas en dólares e ingresos en moneda local. En estos casos el resultado final resulta *a priori* indeterminado.⁷²

⁷² Un estudio del BCRP afirma que la efectividad de la política monetaria puede verse reducida cuando el efecto de hoja de balance es relevante, por lo que se reconoce que en la práctica no existe un conocimiento acabado de este efecto dado que la evidencia empírica no es concluyente (Rossini *et al.*,

Gráfico No. 3.4.7
Tasa de política, crecimiento del PIB e inflación



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL

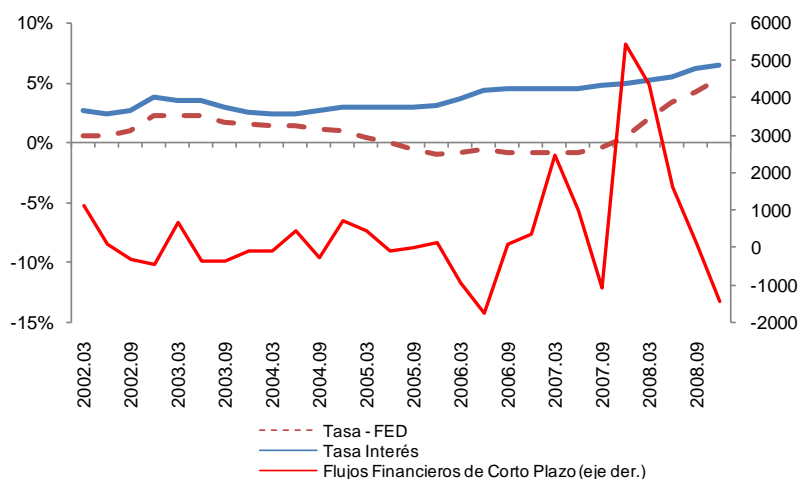
La suba transitoria de las tasas durante el tercer y cuarto trimestre de 2002 obedeció a las presiones observadas en el mercado de cambios (Gráfico No. 3.4.7). En cambio, los incrementos de finales de 2004 se asociaron más bien con la aceleración de la inflación y el quiebre de la meta derivado de la suba de los precios internacionales, principalmente de los alimentos. El año 2005, por su parte, se caracterizó por el mantenimiento de tasas estables en un contexto de fuerte desaceleración de la tasa de inflación y moderada apreciación del tipo de cambio. Las estadísticas dan cuenta de que durante estos tres primeros años la política monetaria mostró una postura relativamente expansiva, luego del período recesivo que precedió a la implementación del RMI.

Durante los dos primeros trimestres de 2006 se observó una reducción más agresiva y permanente de las tasas de política. Según las autoridades monetarias las subas posteriores apuntaron a evitar las presiones inflacionarias derivadas de la volatilidad del tipo de cambio (asociada a las elecciones presidenciales de 2006) y del mayor dinamismo de la economía, aunque en la práctica el PIB continuó creciendo a tasas significativas, lo cual deja en evidencia su baja sensibilidad a las contracciones monetarias. Igualmente la inflación se desaceleraría entre el segundo semestre de

2007). Respecto de los otros canales dicho estudio señala que el del tipo de cambio no es significativo (cerca del 10% en un año) y que la evidencia respecto del canal de crédito es menos sólida. Para dichos autores, la profundización del proceso de desdolarización reciente debiera contribuir a fortalecer éste canal y el de la tasa de interés en Perú.

2006 y el primero de 2007, pero ello sería una consecuencia de la caída en la inflación doméstica de los alimentos.⁷³

Gráfico No. 3.4.8
Tasa de interés de política
y flujos privados especulativos (millones USD)



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL e IFS

Resulta más complejo el análisis de lo ocurrido entre finales de 2007 y mediados de 2008, en gran medida porque la suba de tasas verificada en un marco de creciente inflación de alimentos y fuerte dinamismo de la demanda interna coincidió con una etapa de fuerte ingresos de fondos especulativos del exterior, que aceleraron la tendencia a la apreciación del tipo de cambio y redujeron, en parte, las presiones sobre los precios; no obstante también se disparó el crédito bancario,⁷⁴ con los consiguientes efectos sobre el nivel de actividad (Gráficos No. 3.4.8 y 3.4.9).⁷⁵ Dado el

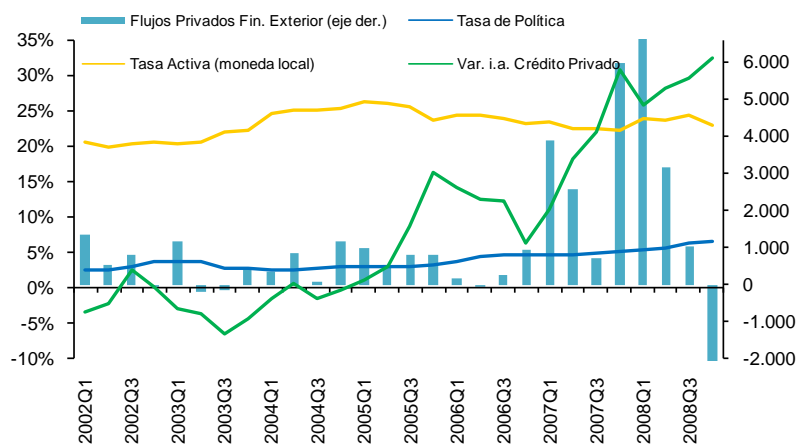
⁷³ Con un PIB creciendo un 8,6% anual promedio, durante estos dos semestres las tasas de interés se mantuvieron inalteradas. Respecto de esta postura, en el informe de inflación de septiembre de 2006 se menciona que “la decisión de mantener la tasa de interés de referencia se sustentó en la ausencia de presiones inflacionarias, a pesar del incremento de la demanda interna, situación que se explica por el sostenimiento de bajas expectativas de inflación, la elevación de la productividad de la economía y por la apreciación del Nuevo Sol” (BCRP, 2007a).

⁷⁴ A fines de 2008 el crédito bancario bimonetario al sector privado alcanzaba al 21,1% del PIB, un porcentaje relativamente bajo.

⁷⁵ En paralelo con la suba de tasas, la política del BCRP se concentró desde el primer trimestre de 2008 en restringir la liquidez por la vía de mayores encajes en moneda local y dólares, incrementar aún más los encajes para las transacciones con no residentes, y restringir la operatoria de certificados de depósitos del BCRP, buscando neutralizar el ingreso de capitales de corto plazo. Otra de las medidas consistió en aplicar una comisión de 0,10 por ciento sobre el valor de la transferencia, con excepción de las efectuadas entre las instituciones vinculadas a la actividad financiera nacional.

entorno de dolarización financiera, no debe descartarse la ocurrencia de efectos riqueza positivos asociados a la apreciación del tipo de cambio durante esta etapa.

Gráfico No. 3.4.9
Flujos de capitales (millones USD), crédito y tasas de interés



Fuente: elaboración propia en base a BCRP e IFS

* * *

En base a lo anterior, puede inferirse que el BCRP se guió por una regla de política monetaria simple, que consistió en incrementar las tasas de interés tanto en aquellos momentos en los que la inflación se encontraba por encima de la meta—tratando de señalar la postura del BCRP e influir en las expectativas del público⁷⁶—como cuando se verificaban presiones al alza del tipo de cambio, sin demasiadas consideraciones respecto de la existencia de posibles rezagos de la política monetaria; más bien se tendió a reaccionar “en tiempo real” ante los movimientos de la inflación y el tipo de cambio. No se observa que el nivel de actividad haya jugado un papel relevante en la función de reacción de la política monetaria, ni que haya sido demasiado sensible a los movimientos de las tasas de interés.⁷⁷ Esta escasa sensibilidad tal vez obedezca a las limitaciones asociadas con el funcionamiento de los mecanismos de transmisión en entornos de elevada dolarización financiera. Así y todo el elevado ritmo de crecimiento de la economía no parece haber influido de manera determinante en la aceleración de la tasa de inflación.

⁷⁶ Bajo esta lógica se inserta la modificación de las metas durante los años 2006 (pasan a ser de evolución mensual) y 2007 (la meta pasa de 2,5% a 2% en un contexto de suba de precios).

⁷⁷ Frenkel (2008) y los trabajos allí citados (en particular, Barbosa (2008) y Galindo y Ros (2008)), señalan que la baja elasticidad de la demanda agregada a la tasa de interés es un rasgo característico de la región.

En comparación con los demás países Perú muestra una política de tasas relativamente relajada. Sólo en algunos casos las autoridades justificaron la suba con el argumento de aplacar la inflación subyacente. Probablemente, dicho accionar refleje los límites a los que debió enfrentarse la autoridad monetaria para incrementar considerablemente las tasas de referencia, en parte por sus potenciales efectos sobre el tipo de cambio y, a partir de allí, sobre la economía real y el sistema financiero, pero también por la incertidumbre relacionada con el funcionamiento de los canales de transmisión. En tal sentido, las particulares condiciones impuestas por un entorno dolarizado parecen haber limitado el tipo de acciones preventivas o sobrerreacciones identificadas en otros casos.

4. Síntesis y reflexiones finales

En el presente trabajo se abordó el estudio de los RMI de Brasil, Chile, Colombia y Perú, con especial atención al período de auge en los precios internacionales de materias primas (2003-2008), y se procuró analizar el desempeño de las principales variables macroeconómicas y las respuestas adoptadas por las autoridades monetarias ante los diferentes contextos. En el análisis se vieron reflejadas importantes similitudes y diferencias o matices en lo que respecta al desempeño y gestión de la política monetaria en cada caso particular.

En los cuatro casos analizados los niveles de inflación se mantuvieron dentro de los rangos establecidos, excepto en la última etapa de significativa aceleración de los precios internacionales de los alimentos, cuando tres de los cuatro países considerados mostraron incumplimientos de la meta oficial.

Varían bastante, sin embargo—sobre todo considerando que se trata de un período de bonanza generalizada—los desempeños relativos en materia de crecimiento, así como los costos en materia de pérdida de competitividad cambiaria en los que incurrió cada economía para coordinar y moderar las expectativas de inflación.

Brasil fue el único de los cuatro países que cumplió en todo momento con las metas de inflación, aunque también fue uno de los que mostró, junto con Chile, las tasas de crecimiento del PIB más bajas (Tabla No. 4.1). El brasileño constituye el caso de mayor apreciación cambiaria durante el *boom* en los precios internacionales de productos básicos y el auge de liquidez internacional, provocada por un formidable ingreso de capitales del exterior, que condujo el saldo de cuenta corriente a terreno deficitario—un caso evidente de enfermedad holandesa provocado por el influjo de capitales del exterior (Palma, 2005).

Tabla No. 4.1
Crecimiento PIB

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Prom. 2003-08
Brasil	1,1%	5,7%	3,2%	4,0%	5,7%	5,1%	4,1%
Chile	3,9%	6,0%	5,6%	4,6%	4,7%	3,2%	4,7%
Colombia	4,6%	4,7%	5,7%	6,9%	7,5%	2,4%	5,3%
Perú	4,0%	5,0%	6,8%	7,7%	8,9%	9,8%	7,0%

Fuente: CEPAL

No casualmente Brasil constituye, a su vez, el país que mayor fragilidad financiera enfrentó durante la fase más aguda de la crisis a fines de 2008 y comienzos de 2009, cuando se registra una muy abrupta depreciación del real.⁷⁸ No obstante, la existencia de un banco de desarrollo de una gran eficacia y alcance contribuyó a contrarrestar las elevadas tasas de interés y el retraso cambiario del período, aunque no parece haber sido suficiente para apuntalar las relativamente bajas tasas de inversión (Tabla No. 4.2).

Tabla No. 4.2
Tasa de inversión (IBIF/PIB)

	Prom. 1998-2002	Prom. 2003-2008
Brasil	16,6%	16,6%
Chile	21,1%	20,6%
Colombia	15,1%	20,1%
Perú	20,3%	20,2%

Fuente: CEPAL

Chile presenta el RMI que más se asemeja a los esquemas de “libro de texto”, en que la política monetaria opera más a través del canal de crédito que del cambiario, en buena medida debido al muy elevado peso de la intermediación financiera en el PIB (superior al 75%). De todas formas el tipo de cambio jugó un papel relevante para contener los precios de los bienes transables, lo cual a su vez se expresó en algunos síntomas de enfermedad holandesa, como parecería reflejar la fuerte reducción en su coeficiente de industrialización (Tabla No. 4.3).

⁷⁸ De hecho, Brasil es el caso que muestra el más elevado rango de variación en el tipo de cambio nominal.

Tabla No. 4.3**Coeficiente de industrialización (PIB manufacturero/PIB)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Brasil	15,6%	16,5%	15,5%	14,9%	14,9%	13,5%
Chile	16,4%	15,9%	14,9%	13,5%	13,2%	12,8%
Colombia	15,1%	15,6%	15,6%	15,9%	16,2%	14,8%
Perú	14,2%	14,9%	14,9%	14,6%	14,5%	14,5%

Fuente: CEPAL

En Chile las tasas de interés se mantuvieron en niveles bajos y fueron modificadas con la finalidad de moderar la amplitud del ciclo económico, generalmente con fines preventivos. No obstante, desde mediados de 2007, en ocasión de la fuerte aceleración de la inflación, particularmente de la originada en el aumento de los precios internacionales, el banco central adoptó una postura sumamente agresiva en materia de tasas, la más determinada de los países aquí analizados. La regla de balance estructural y la obligatoriedad de invertir el ahorro fiscal en activos externos constituyó a su vez un reaseguro espontáneo (una suerte de “estabilizador automático”) contra los riesgos de excesiva apreciación cambiaria ante mejoras en los términos del intercambio. Además, en períodos de exceso de influjos de capital, como a mediados de 2008, la autoridad monetaria chilena intervino activamente en el mercado cambiario a fin de contrarrestar la tendencia a la apreciación cambiaria. Lo curioso del caso chileno es su exiguo desempeño en materia de crecimiento en este período (Tabla No. 4.1), algo llamativo en un contexto de auge internacional y bonanza regional. Si bien la solidez fiscal del Estado chileno amplió de manera considerable el espacio fiscal durante la crisis internacional de 2008-09, viabilizando uno de los esfuerzos contracíclicos más enérgicos de la región, es probable que el relativamente reducido ritmo de crecimiento en los tiempos de bonanza conduzca al algún tipo de recalibración de la regla fiscal (Ffrench Davis, 2010), habida cuenta de la experiencia de otros países de la región (ej. Perú), cuya administración macroeconómica hizo posible el sostenimiento de tasas de crecimiento significativamente más elevadas, con mejoras igualmente significativas en los términos del intercambio (Tabla No. 4.4), sin que ello redundara en mayores tasas de inflación.

Tabla No. 4.4**Términos del intercambio (base 1990-1997 = 100)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Brasil	102,9	103,9	105,3	110,8	113,2	117,2
Chile	116,0	140,9	157,7	206,7	213,8	185,9
Colombia	114,3	122,8	133,3	138,3	149,4	165,8
Perú	97,4	106,0	113,7	144,8	150,1	130,1

Fuente: CEPAL

El caso colombiano se asemeja en buena medida al de Brasil, con una fuerte apreciación cambiaria en la fase alcista del ciclo de liquidez internacional (Tabla No. 4.5), aunque se advierte una preocupación más temprana por los efectos del exceso de divisas en el mercado de cambios resultante del ingreso de capitales de corto plazo, lo que llevó a la reintroducción de regulaciones en la cuenta de capital a partir de 2007 (luego removidos con la agudización de la crisis financiera internacional a partir del tercer trimestre de 2008). En comparación con Brasil, Colombia presenta un mejor desempeño relativo en materia de crecimiento y formación de capital (Tablas No. 4.1 y 4.2). El control de la inflación dependió, al igual que en Brasil, de una sostenida apreciación cambiaria, con posibles síntomas de enfermedad holandesa. En un contexto de baja intermediación financiera y escasa relevancia del canal de crédito, la política monetaria apuntó a señalar la postura de las autoridades respecto del objetivo inflacionario a través de acciones preventivas. No obstante, las autoridades de Colombia parecen haber estado dispuestas a convalidar mayores niveles de actividad que en el resto de los países considerados.

Tabla No. 4.5
Tipo de cambio real (base 1990-1997 = 100)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Brasil	115,0	105,1	88,9	82,5	73,3	66,6
Chile	112,3	102,5	95,9	88,9	86,0	81,0
Colombia	127,7	117,8	108,2	110,6	101,0	97,9
Perú	119,9	118,7	120,3	121,2	118,4	111,6

Fuente: CEPAL

Por último, Perú es el caso que menos se ciñe al “libro de texto”, con una fuerte intervención en el mercado de divisas que redundó en una muy reducida volatilidad en el tipo de cambio nominal. Esta decidida intervención en el mercado de cambios, una respuesta comprensible frente a los riesgos inherentes a la fuerte dolarización del sistema financiero peruano, no impidió mantener las expectativas inflacionarias—y la inflación misma—bajo cierto control durante los momentos del auge de precios y redundó en tasas de crecimiento muy significativas, incluso en relación con el propio desempeño extraordinario de la región. El caso de Perú resulta por demás paradójico: se trata del país con menos grados de libertad para el ejercicio de la política monetaria entre el grupo de los casos analizados debido a la elevada dolarización de su sistema financiero y—quizás precisamente debido a los riesgos asociados a dicha dolarización—el que mejor lidió contra la aparición de síntomas de enfermedad holandesa, siendo uno de los países en que más mejoraron los términos del intercambio (Tabla No. 4.4), como se refleja en el extraordinario saldo positivo de la cuenta corriente de su balanza de pagos. Además, el caso peruano pone de

manifiesto que existe más margen de maniobra que el convencionalmente aceptado para coordinar expectativas inflacionarias sin alentar—por acción u omisión—la apreciación cambiaria. El recurso a instrumentos no convencionales ante *shocks* de oferta (como la reducción de aranceles a la importación de determinados alimentos y la introducción de determinados subsidios) puede resultar de interés en contextos de fuerte presión de costos como la padecida en 2007-08. Sin embargo, como se aprecia en la Tabla No. 4.6, es probable que este aparentemente buen desempeño macroeconómico haya estado emparentado con un sustrato negativo en materia salarial y distributiva: se trata del único caso entre los cuatro considerados en que los salarios reales permanecen virtualmente estancados durante el período de auge (2003-2008).

Tabla No. 4.6
Salarios reales

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Var. 2003-2008
Brasil	100,0	100,7	100,4	103,9	105,4	107,7	7,7%
Chile	100,0	101,8	103,7	105,7	108,7	108,5	8,5%
Colombia	100,0	101,7	103,2	107,2	106,9	104,8	4,8%
Perú	100,0	101,1	99,15	100,4	98,58	100,8	0,8%

Fuente: CEPAL

* * *

En general, los RMI analizados en este trabajo fueron bastante eficaces para coordinar las expectativas inflacionarias y mantener la inflación observada en línea con las metas. Sin embargo, no parecen particularmente apropiados para generar un ambiente macroeconómico que permita alcanzar otros objetivos de política económica igualmente deseables asociados al del desarrollo, como pueden ser el crecimiento de los sectores no tradicionales (típicamente, aunque no únicamente, manufactureros) y los mayores niveles de empleo de calidad y crecimiento de la productividad asociados a su expansión.

Un esquema monetario que suele incurrir en situaciones de apreciación cambiaria, que tiende a actuar bajo el presupuesto de que el aumento de la tasa de inflación siempre es producto del exceso de demanda—incluso cuando resulta ostensible que las presiones se originan del lado de la oferta—y que frecuentemente realiza acciones preventivas al solo efecto de preservar la credibilidad de la autoridad monetaria, puede afectar severamente los niveles y calidad de las decisiones de inversión, restringiendo el potencial de crecimiento con incalculables costos a mediano y largo plazo.

Para avanzar en el diseño e implementación de una “política macroeconómica para el desarrollo” (en el sentido planteado en CEPAL (2010))⁷⁹ será preciso idear esquemas que resguarden la coordinación de expectativas pero que al mismo tiempo—a diferencia de los RMI—sean compatibles con un mayor dinamismo económico y permitan configuraciones de precios relativos que incentiven la formación de capital en los sectores más dinámicos desde el punto de vista tecnológico y del potencial crecimiento de la productividad. Solo a los sectores que gozan de ventajas competitivas naturales, cuya demanda proviene predominantemente del exterior y que no suelen enfrentar problemas de competitividad-precio, les resulta indiferente un contexto macroeconómico de crecimiento moderado del nivel de actividad interno y con frecuente propensión a la apreciación cambiaria. Pero esos sectores no han sido, en general, los portadores del cambio estructural y el desarrollo.

⁷⁹ Una “política macroeconómica... [que]...dé un salto hacia adelante y adopte un enfoque que priorice de manera explícita el desarrollo productivo y nivele hacia arriba las capacidades y oportunidades sociales... Esto requiere una concepción de la estabilidad que, más allá del control de la inflación, sea funcional para el desarrollo y que la visión excesivamente compartimentada de la micro y la macroeconomía sea sustituida por un enfoque integrado que preste adecuada atención a las interrelaciones entre ambas” (CEPAL, 2010).

Referencias

Abeles, M. y M. Borzel (2004), "Metas de Inflación: Implicancias para el Desarrollo", CEFID-Ar, Documento de Trabajo No. 1, junio.

Abeles, M. y M. Borzel (2005), "Política Monetaria y Desarrollo", ponencia presentada en: "El Plan Fénix en Vísperas del Segundo Centenario", Universidad de Buenos Aires, agosto 2005.

Arestis, P. y M. Sawyer (2003), "Inflation Targeting: A Critical Appraisal," Levy Economics Institute, Working Paper No. 388. New York.

Arestis, P., de Paula, L. y F. Ferrari-Filho (2008), "Inflation Targeting in Brazil", The Levy Economics Institute of Borrad College, Working Paper No. 544.

Armas, A. y F. Grippa (2006), "Metas de inflación en una economía dolarizada: La experiencia del Perú", en *Dolarización Financiera: la Agenda de Política*, Armas, Ize y Levy Yeyati (Eds.), IMF-BCRP.

Banco Central de Brasil (2006), Informe de Inflación, septiembre.

Banco Central de Chile (2004), Reunión de Política Monetaria, noviembre.

Banco Central de Chile (2007), "La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación", enero.

Banco Central de Chile (2007), Reunión de Política Monetaria, diciembre.

Banco Central de Chile (2008a), Informe de Política Monetaria, enero.

Banco Central de Chile (2008b), Informe de Política Monetaria, mayo.

Banco Central de Chile (2009), Antecedentes de Política Monetaria, enero.

Banco de la República (2006a), Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, marzo.

Banco de la República (2006b), Informe sobre Inflación, diciembre.

Banco de la República (2007), Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, julio.

Banco de la República (2008a), Informe sobre Inflación, diciembre.

Banco de la República (2008b), Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, marzo.

Banco de la República (2009), Resumen del Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, marzo.

- Barbosa, N. (2008), "Inflation targeting in Brazil: 1999-2006", en Epstein, G. y E. Yeldan (Eds.), *Beyond Inflation Targeting: Central Bank Policy for Employment Creation, Poverty Reduction and Sustainable Growth*, Edward Elgar.
- Barbosa, N. (2010), "Counter-Cyclical Policy in Brazil: 2008-09", *Journal of Globalization and Development*, Volume 1, Issue 1.
- BCRP (2007a), Reporte de Inflación, enero.
- BCRP (2007b), Reporte de Inflación, septiembre.
- BCRP (2008), Reporte de Inflación, enero.
- BCRP (2009), Reporte de Inflación, marzo.
- Bernanke, B. y F. Mishkin (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 11, No. 2, pp. 97-116.
- Bernat, G. (2010), "Baja inflación o diversificación de la estructura productiva: Dilema de política económica para Latinoamérica", mimeo.
- Bresser-Pereira, L. y C. Gomes (2007), "Inflation Targeting in Brazil: a Keynesian Approach", FGV-EESP, Texto para Discusión No. 158/07.
- Calvo, G. y C. Reinhart (2002), "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, v107(2, May), 379-408.
- Canales-Kriljenko, J., C. Freedman, R. García-Saltos, M. Jonson y D. Laxton (2008), "Adding Latin America to the Global Projection Model", mimeo.
- CEPAL (2002), Globalización y Desarrollo, (LC/G.2157(SES.29/3)), Santiago de Chile.
- CEPAL (2006), Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe.
- CEPAL (2010), La Hora de la Igualdad. Brechas por Cerrar, Caminos por Abrir. (LC/G.2432(SES.33/3)), Santiago de Chile.
- Ffrench-Davis, R. (2010), "Latin America: The Structural Fiscal Balance Policy in Chile: A Move Toward Counter-Cyclical Macroeconomics", *Journal of Globalization and Development*, Vol. 1, Iss. 1, Article 14.
- Fraga, A., I. Goldfajn y A. Minella (2003), "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", NBER, Working Papers Series, No. 10019.
- Frenkel, R. (2008), "Tipo de cambio competitivo, inflación y política monetaria", *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, Año 2, Vols. 3 y 4.

Galindo, L. y J. Ros (2008), "Alternatives to Inflation Targeting in Mexico", en Epstein, G. y E. Yeldan (Eds.), *Beyond Inflation Targeting: Central Bank Policy for Employment Creation, Poverty Reduction and Sustainable Growth*, Edward Elgar.

Habermeier, K., İ. Ötker-Robe, L. Jacome, A. Giustiniani, K. Ishi, D. Vávra, T. Kışınbay y F. Vazquez (2009), "Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective", IMF Working Paper 09/01.

Izquierdo, A., R. Romero y E. Talvi (2007), "Business Cycles in Latin America: The Role of External Factors", Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo/Ceres, septiembre.

Levy-Yeyati, E. y F. Sturzenegger (2007), "Fear of Appreciation", KSG Working Paper 07-047, Harvard University.

Ministerio de Hacienda (2007), "Compromisos Fiscales y la Meta de Superávit Estructural", Estudios de Finanzas Públicas, mayo.

Ministerio de Hacienda de Brasil (2008), "Análise da Inflação: Evolução, Cenários e Medidas", junio(www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/2008/marco/p190608.pdf).

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2009), Marco Fiscal de Mediano Plazo 2009, junio, (www.irc.gov.co/irc/es/publicacionesespecialesaudio/MFMP2009.pdf).

Montoro, C. y E. Moreno (2007), "Regla Fiscal Estructural y el Ciclo del Producto", Documentos de Trabajo 2007-011, Banco Central de Reserva del Perú, agosto.

Mulder, N. (2006), "Aprovechar el auge exportador de productos básicos evitando la enfermedad holandesa", Serie Comercio Internacional No. 80, CEPAL, Santiago de Chile.

Nigrinis Ospina, M. y A. Velasco Martínez (2005), "Cómo ha Afectado la Apreciación a la Industria Manufacturera", Banco de la República, Informe sobre Inflación, septiembre.

Ocampo, J. A. (2007), "La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana", Revista de la CEPAL, No. 93, diciembre de 2007.

Palma, Gabriel (2005), "Four sources of deindustrialization and a new concept of the Dutch disease", en *Beyond reforms: structural dynamics and macroeconomic vulnerability*, J. A. Ocampo (Ed.), Banco Mundial-CEPAL.

Pérez Caldentey, E. (2009), "Can balance-of-payments constrained economies pursue inflation targeting? A look at the case of Chile", *Investigación Económica*, vol. LXVIII, 2009, pp. 103-146.

Prates, D, Cunha A. y M. Lélis (2009), "La gestión del régimen cambiario en Brasil", *Revista de la CEPAL* No. 99, diciembre.

Robinson, J. (1964), "Pre-Keynesian theory after Keynes", *Australian Economic Papers*, 3, 25-35.

Rossini, R. y M. Vega (2007), "El mecanismo de transmisión de la política monetaria en un entorno de dolarización financiera: El caso del Perú entre 1996 y 2006", *Documentos de Trabajo* 2007-017, Banco Central de Reserva del Perú, noviembre.

Salas, J. (2009), "¿Qué explica las fluctuaciones de la inflación en el Perú en el periodo 2002–2008? Evidencia de un análisis VAR estructural", *Revista Estudios Económicos* No. 16, Banco Central de Reserva del Perú, marzo.

Valdés, R. (2007), "Inflation Targeting in Chile: Experience and Selected Issues, Banco Central de Chile, *Economic Policy Papers*, No. 22, noviembre.

Vernengo, M. (2005), "Money and Inflation: A Taxonomy", *Working Paper* No. 14, Department of Economics, University of Utah.