

NOTA EDITORIAL

POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA*

La política monetaria del Banco de la República tiene dos objetivos:

- Alcanzar y mantener tasas de inflación bajas y estables, de acuerdo con el mandato constitucional de preservar el poder adquisitivo de la moneda. Esto es posible porque la inflación, en el mediano y largo plazos, depende de la cantidad de dinero en circulación que el Emisor administra.
- Estabilizar la tasa de crecimiento del producto alrededor de sus niveles sostenibles en el largo plazo; lo cual se da porque, en períodos cortos (pocos trimestres), el gasto agregado determina el nivel de producción de la economía y la política monetaria influye en dicho gasto. Con esto se pretende, por un lado, evitar expansiones insostenibles del gasto que resulten en mayor inflación, endeudamiento excesivo de los hogares y las firmas, y, eventualmente, crisis financieras. Por otro lado, se trata de evitar caídas pronunciadas de la producción y el empleo, por los costos que éstas entrañan para el bienestar de la población.

El logro simultáneo de estos objetivos es posible cuando las expectativas de inflación de las empresas y de los trabajadores se encuentran ancladas

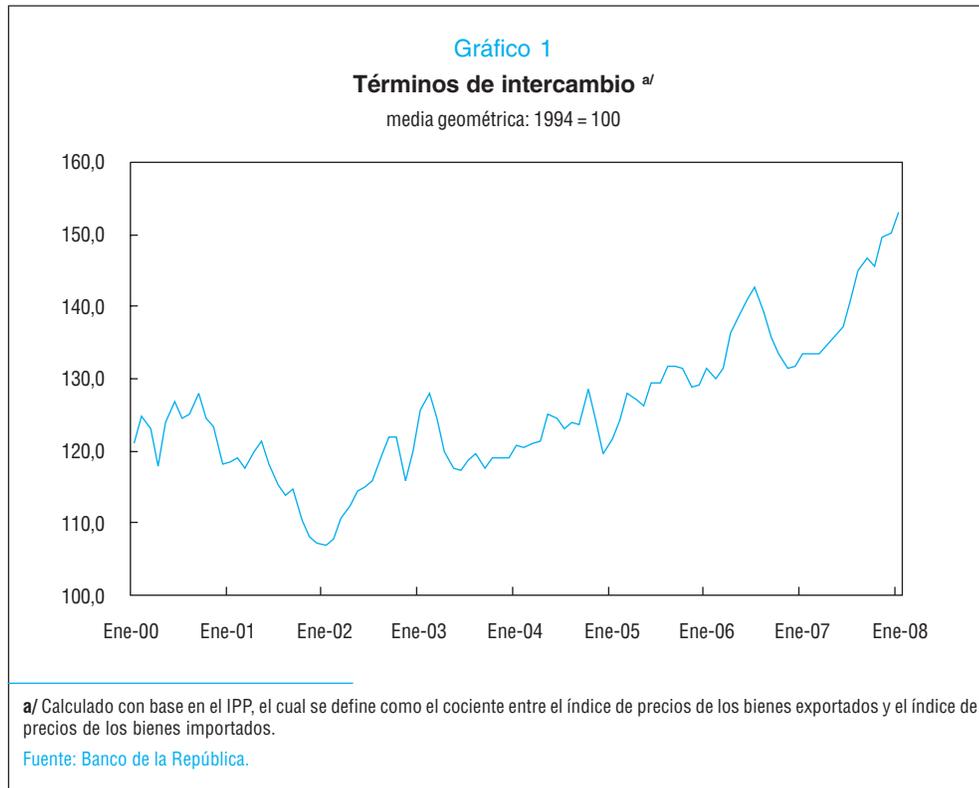
* Documento preparado para la reunión del Gerente General con los miembros del Consejo Gremial que se realizará en Bogotá en marzo de 2008.

a las metas de inflación definidas por el Banco. Esto se desprende de una teoría simple de la inflación, según la cual los aumentos del nivel general de precios responden a las expectativas de inflación y al balance entre la producción potencial y el gasto agregado. Si las expectativas de inflación coinciden con la meta, los precios y salarios de la economía se determinarán de forma coherente con la misma; en estas condiciones, la inflación tiende a subir cuando el gasto de la economía supera el nivel de producción sostenible en el largo plazo. Si la política monetaria reduce el crecimiento del gasto, podrá alcanzar la meta de inflación y atenuar las fluctuaciones económicas simultáneamente. De igual forma, cuando las expectativas de inflación están en línea con la meta, y el gasto agregado es menor que la producción potencial de la economía, la inflación tenderá a bajar. La política monetaria podrá, entonces, elevar el crecimiento del gasto para mantener la inflación en la meta e impulsar el producto y el empleo simultáneamente.

En el lenguaje de los bancos centrales lo anterior significa que la política monetaria puede ser contracíclica (por ejemplo, atacar de una manera efectiva una caída futura de la demanda y el empleo), siempre y cuando las expectativas de inflación no se distancien significativamente de las metas. De hecho, la situación más complicada que enfrenta un banco central se produce cuando la economía entra en recesión y la política monetaria no puede ser utilizada para estimularla, debido a que la inflación es alta por cuenta de elevadas expectativas de inflación. De allí la reiterada afirmación de la autoridad monetaria en cuanto a que la credibilidad es el principal activo del banco central. En la actualidad esta discusión es particularmente relevante en Colombia, por cuanto la inflación y las expectativas de inflación se han venido distanciando de las metas anual y de largo plazo.

I. HISTORIA RECIENTE

Durante estos años las condiciones externas de la economía colombiana han sido especialmente favorables para el crecimiento del producto y del gasto. Los términos de intercambio han venido en continuo ascenso, reflejando el buen comportamiento de los precios de nuestros productos de exportación (Gráfico 1). Pero no sólo los precios, sino también las cantidades exportadas han registrado aumentos considerables debido a una fuerte demanda de nuestros principales socios comerciales, en especial Venezuela. Como resultado, el ingreso de los colombianos ha mejorado y



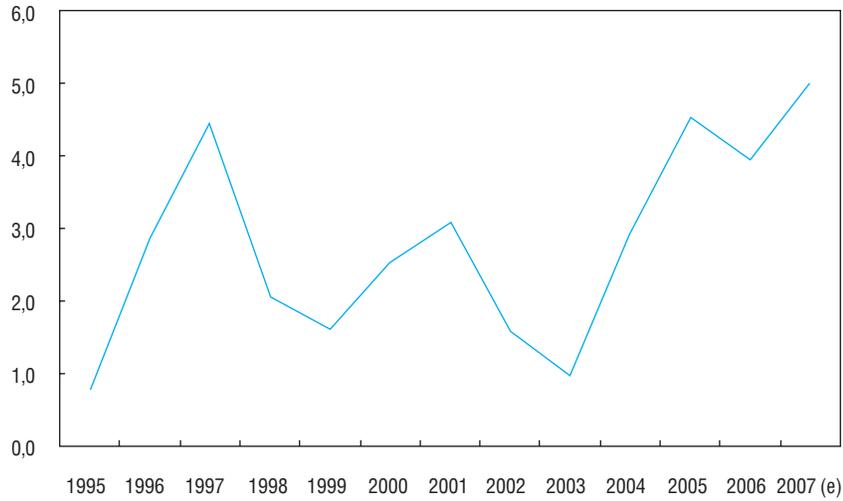
el gasto agregado ha crecido. La amplia liquidez de los mercados internacionales de capitales ha implicado bajas primas de riesgo y menores tasas de interés externas, estimulando la demanda de activos locales y la expansión del crédito. La mejora en las condiciones de seguridad y el aumento de los precios de nuestras exportaciones han impulsado la inversión extranjera directa a máximos históricos (Gráfico 2).

La combinación de estos factores externos, las mejoras en los niveles de confianza y una política monetaria expansiva en lo corrido de la década indujeron una aceleración del crecimiento de la demanda interna (Gráfico 3), el cual se ha situado por encima del crecimiento del PIB en los últimos cuatro años (Gráfico 4). Por esta razón, los defectos en la utilización de la capacidad productiva de la economía desaparecieron y empezaron a detectarse excesos, a pesar del notable aumento de la inversión en maquinaria y equipo. La expansión del gasto se ha manifestado en la ampliación del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (que mide la diferencia entre el ingreso y el gasto de la economía, o entre el ahorro y la inversión) observada desde 2004 (Gráfico 5), y en la elevación de las medidas de inflación básica y de inflación de no transables sin alimentos ni regulados desde niveles mínimos históricos en 2006 (Gráfico 6).

Gráfico 2

Inversión extranjera directa bruta

(porcentaje del PIB)



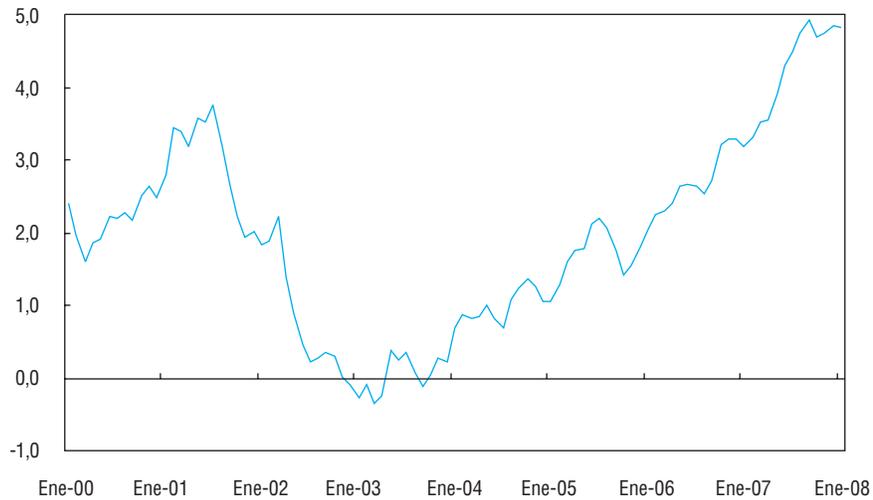
(e) estimado.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3

Tasa de interés de referencia del Banco de la República^{a/}

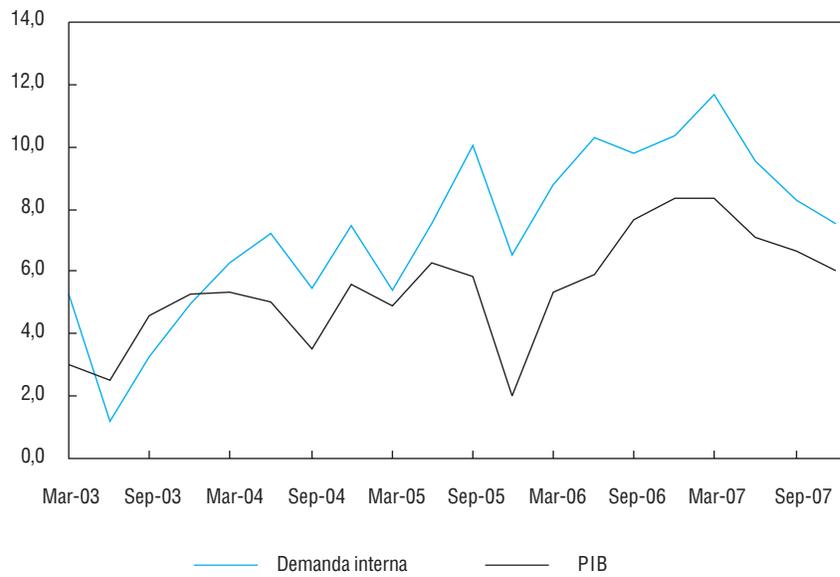
(porcentaje)



a/ Para la tasa de interés de referencia del Banco de la República, la tasa mensual se calculó como el promedio diario de días hábiles y se deflactó utilizando el IPC sin alimentos.

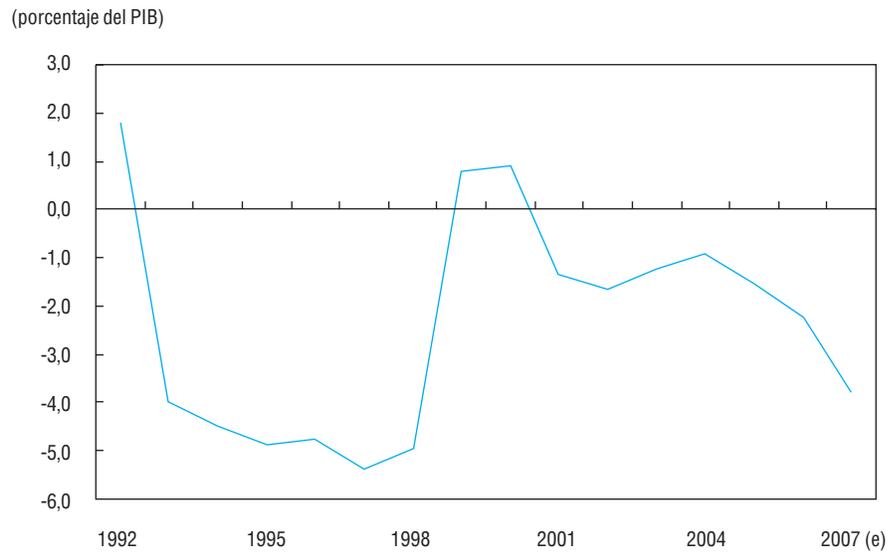
Fuente: Banco de la República y DANE.

Gráfico 4
Crecimiento anual de la demanda interna y del PIB



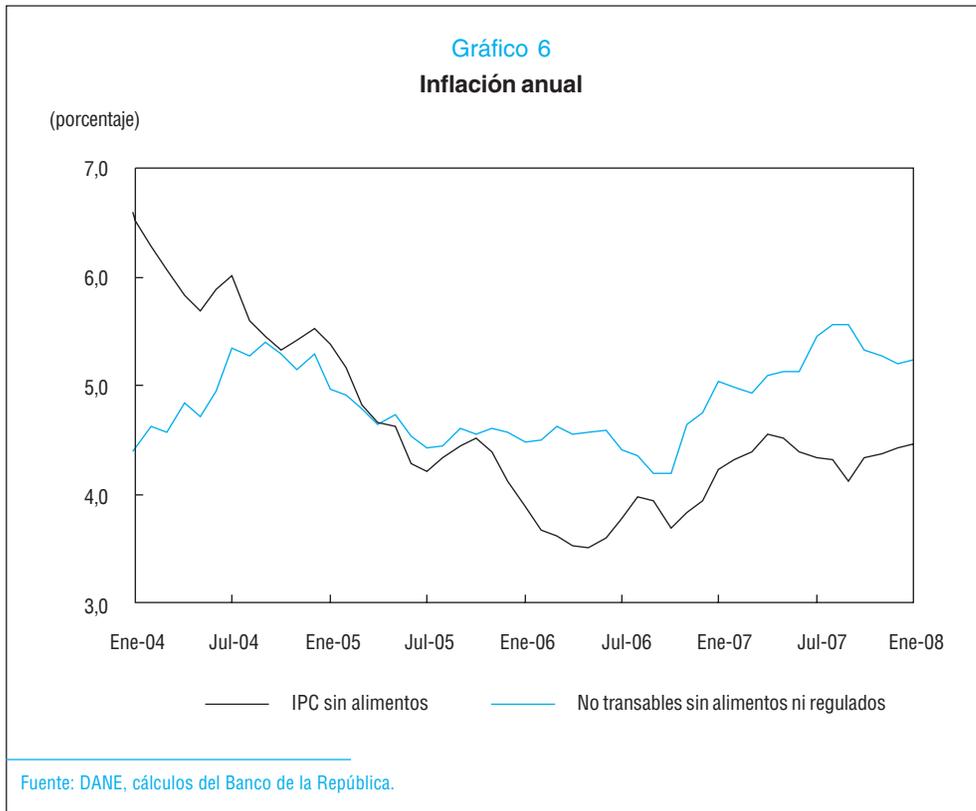
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5
Cuenta corriente



(e) estimado.

Fuente: Banco de la República.

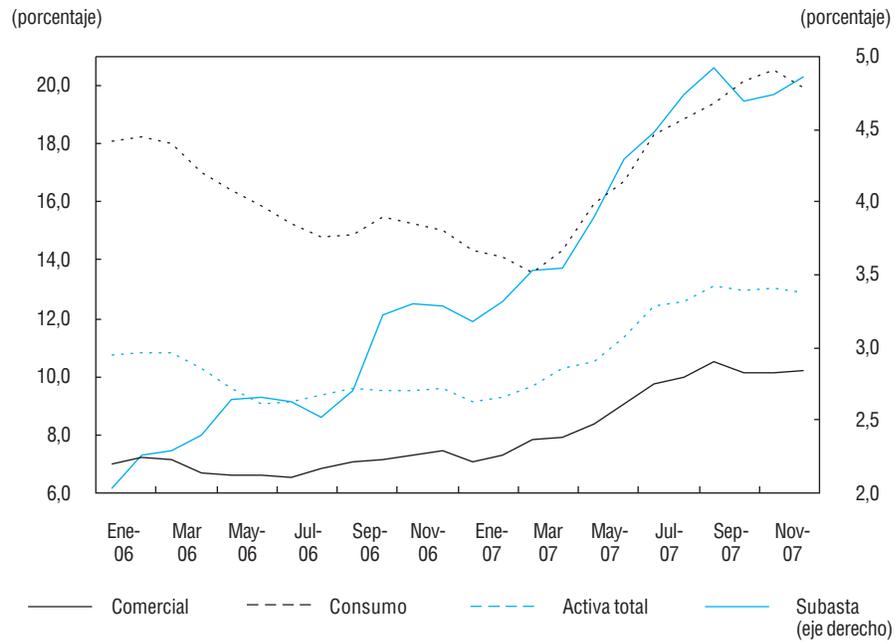


En la primera parte de 2006 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) identificó estas presiones y previó que, de mantenerse su tendencia, se comprometería el logro de tasas de inflación anual gradualmente decrecientes hacia la meta de largo plazo (entre 2% y 4%). Por esta razón, inició un proceso de aumento de tasas de interés desde niveles reales históricamente bajos (Gráfico 3). La transmisión de estos aumentos a las tasas del mercado fue casi inexistente en 2006 debido a un choque sustancial de la oferta de crédito en el segundo semestre de dicho año, cuando los intermediarios financieros habían acumulado cantidades importantes en títulos de deuda pública, asumiendo un riesgo de mercado no despreciable. La turbulencia externa de corto plazo en 2006 desvalorizó estos títulos y, como resultado, los intermediarios redujeron su exposición a los mismos y ampliaron la oferta de préstamos de la economía. En consecuencia, por varios meses las tasas de interés activas reales permanecieron constantes o cayeron al tiempo que las del Banco de la República subían (Gráfico 7, eje derecho), y el crecimiento real de la cartera se aceleraba sustancialmente (Gráfico 8).

Tanto el impulso renovado sobre la demanda agregada como la lenta transmisión de su política indujeron a la JDBR a elevar aún más sus tasas de

Gráfico 7

Tasas de interés reales activas por tipo de cartera y de las subastas de expansión del Banco de la República

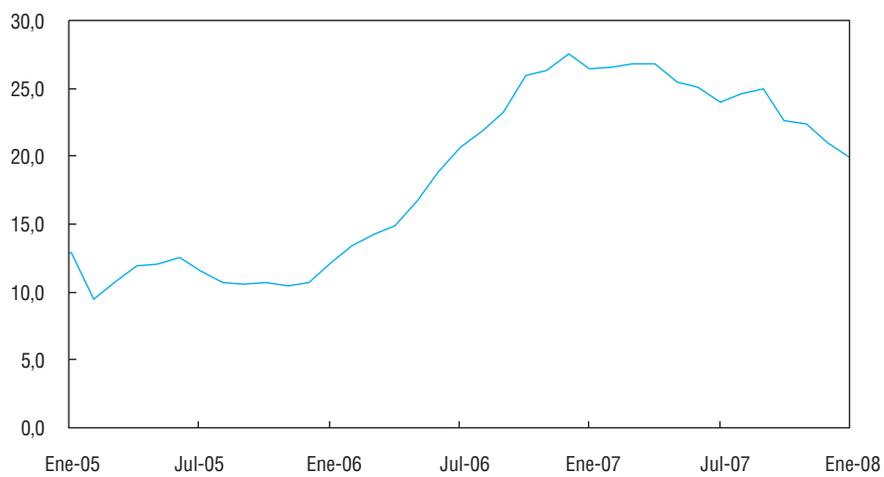


Nota: Para el cálculo real se utilizó la variación del IPC sin alimentos

Fuente: Banco de la República, Superintendencia financiera de Colombia y DANE.

Gráfico 8

Cartera bruta total^{a/}
variación real (IPC sin alimentos)



a/ Sin IFI.

Fuente: Banco de la República.

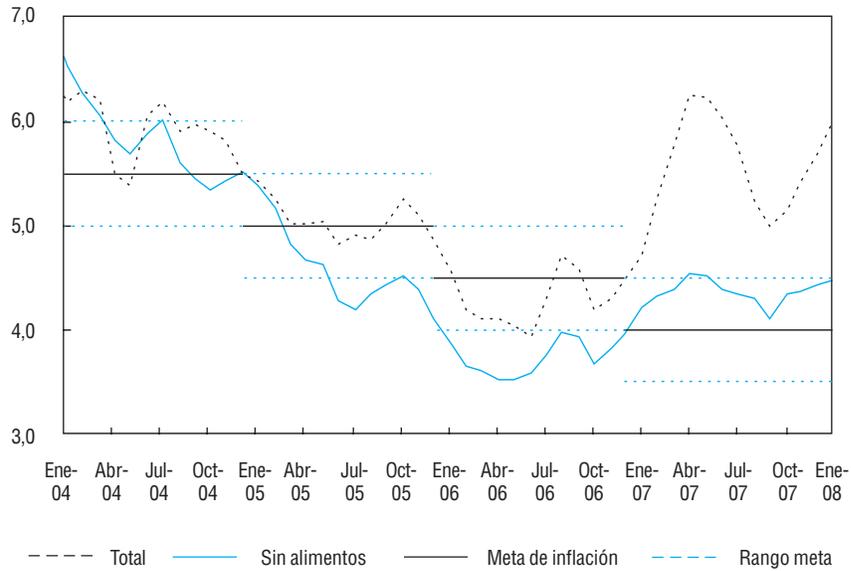
interés a lo largo de 2007 y a establecer encajes marginales sobre los depósitos de las entidades financieras en mayo y junio. Con esta última medida se pretendió desestimular la creación de crédito y encarecer los préstamos bancarios por medio de un aumento del margen de intermediación financiera.

Con el tiempo, las medidas de política monetaria empezaron a mostrar efectos en las tasas de interés activas y pasivas del mercado, así como en la desaceleración del crecimiento del crédito. La demanda interna también se desaceleró en los últimos trimestres (Gráfico 4); no obstante, tanto los agregados crediticios como los componentes de gasto siguen mostrando tasas de crecimiento reales altas: por ejemplo, el crédito crece a tasas cercanas al 15% real anual, es decir, más de dos veces el crecimiento de la economía.

En este contexto, algunos precios relativos clave han sufrido fuertes choques por diversas razones. El alza de los precios internacionales del petróleo ha impactado los precios de los combustibles y el transporte; además, dicho comportamiento de los precios del petróleo ha estimulado la demanda por biocombustibles y, por consiguiente, elevado los precios de los cereales y los aceites vegetales. El crecimiento de la demanda mundial por alimentos, impulsada por las economías asiáticas, también ha incidido en los precios internacionales de varios alimentos. Todos estos factores han impactado los precios locales de los alimentos, los cuales han sido afectados, adicionalmente, por la demanda de Venezuela (en el caso de la carne y otros productos) y por factores climáticos transitorios (en el caso de la papa y las legumbres).

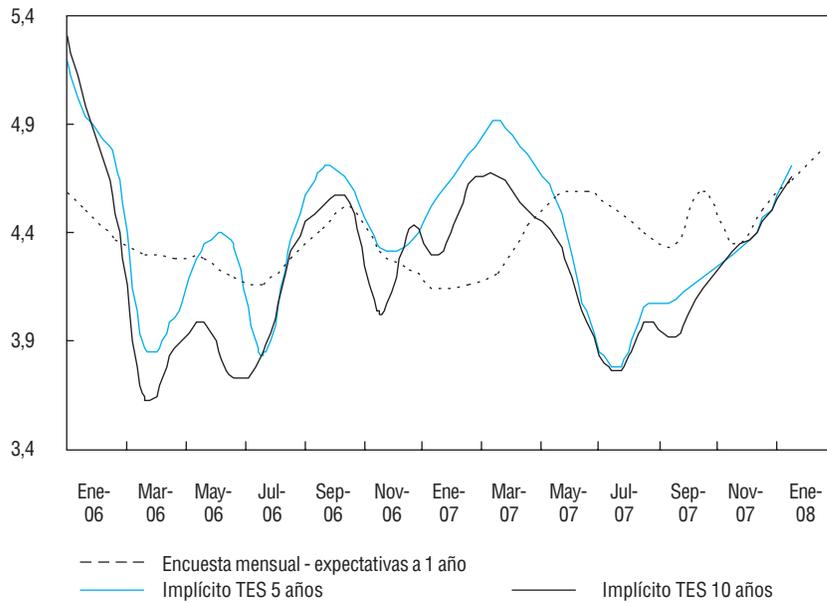
Se ha configurado, entonces, una situación en donde la economía enfrenta presiones de demanda y sufre choques de precios relativos de diversa duración. El resultado ha sido un aumento de la inflación al consumidor por encima del rango meta de 2007 (entre 3,5% y 4,5%) (Gráfico 9) y, más recientemente, un aumento de las expectativas de inflación, que se han manifestado en mayores tasas de interés de los TES (Gráfico 10). La apreciación del peso ha mitigado en alguna medida las presiones inflacionarias, como se refleja en el incremento de los precios de los bienes transables del IPC, que ha oscilado entre 1,5% y 2,5% durante los últimos trimestres. Sin embargo, el traspaso de la apreciación a la inflación ha sido bastante bajo, como lo demuestra el hecho de que el comportamiento de los precios de bienes transables coincide con una apreciación nominal superior al 12%. Esto puede explicarse porque los precios de los bienes transables obedecen no solo al tipo de cambio, sino

Gráfico 9
Inflación anual al consumidor
 (Variación porcentual)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 10
Expectativas de inflación desde enero de 2006



Fuente: Banco de la República.

también a condiciones internas, tales como las expectativas de inflación y la demanda agregada.

Si los choques de precios relativos se revirtieran rápidamente sin afectar las expectativas de inflación, el trabajo de la política monetaria sería sencillo; no obstante, las expectativas de inflación ya han aumentado por encima de las metas del año y de las del largo plazo. Este cambio es preocupante porque se ha producido en el trimestre en el cual se fija buena parte de los precios del IPC y en el contexto de un mercado laboral relativamente apretado. En un escenario de aumento de la inflación y baja credibilidad de la política monetaria se afecta negativamente la competitividad de la producción nacional y aumentan los costos de la desinflación futura en términos de crecimiento del producto y del empleo.

II. PRONÓSTICOS, RIESGOS Y DECISIONES RECIENTES

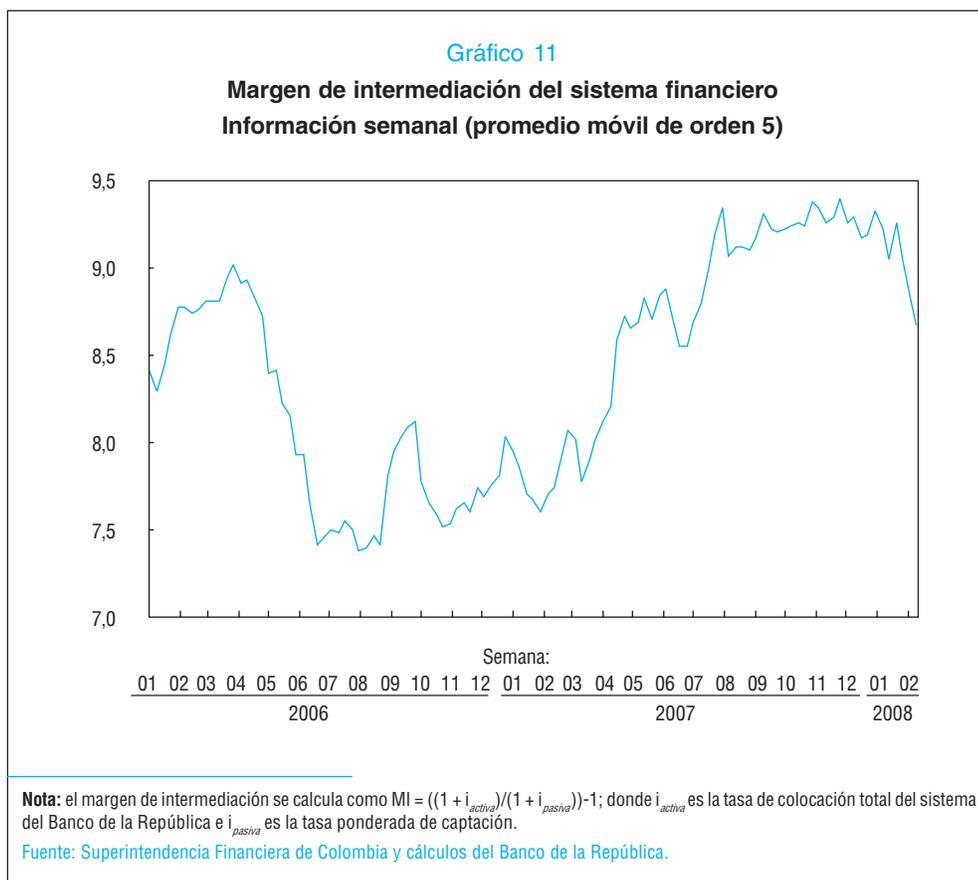
No sobra aclarar que la política monetaria del Banco de la República siempre mira hacia adelante para establecer su postura: en particular, condiciona los ajustes de las tasa de interés a la discrepancia entre la inflación proyectada y las metas de inflación. El recuento anterior sugiere una combinación riesgosa de presiones de demanda, choques de precios relativos (algunos de los cuales pueden ser duraderos) y aumentos en las expectativas de inflación. Además de esta descripción del estado de la economía, el pronóstico de inflación requiere especificar tres puntos importantes:

- ¿En qué grado se han transmitido las medidas de política ya adoptadas a los mercados financieros y de bienes?
- ¿Ha sido esta transmisión suficiente para el logro de las metas de inflación de mediano y largo plazos?
- ¿Cuáles son los riesgos en el panorama externo y qué implican para la demanda agregada y la inflación?

En cuanto al primer punto, la reacción de las tasas de interés del mercado a las políticas del Banco ha sido en la dirección apropiada y, como se mostró en el Gráfico 7, la tasa real activa promedio se ha estabilizado a la par con la tasa del Emisor. Por su parte, el efecto de los encajes sobre las tasas de interés y el crédito pareciera haberse dado en una parte importante, si

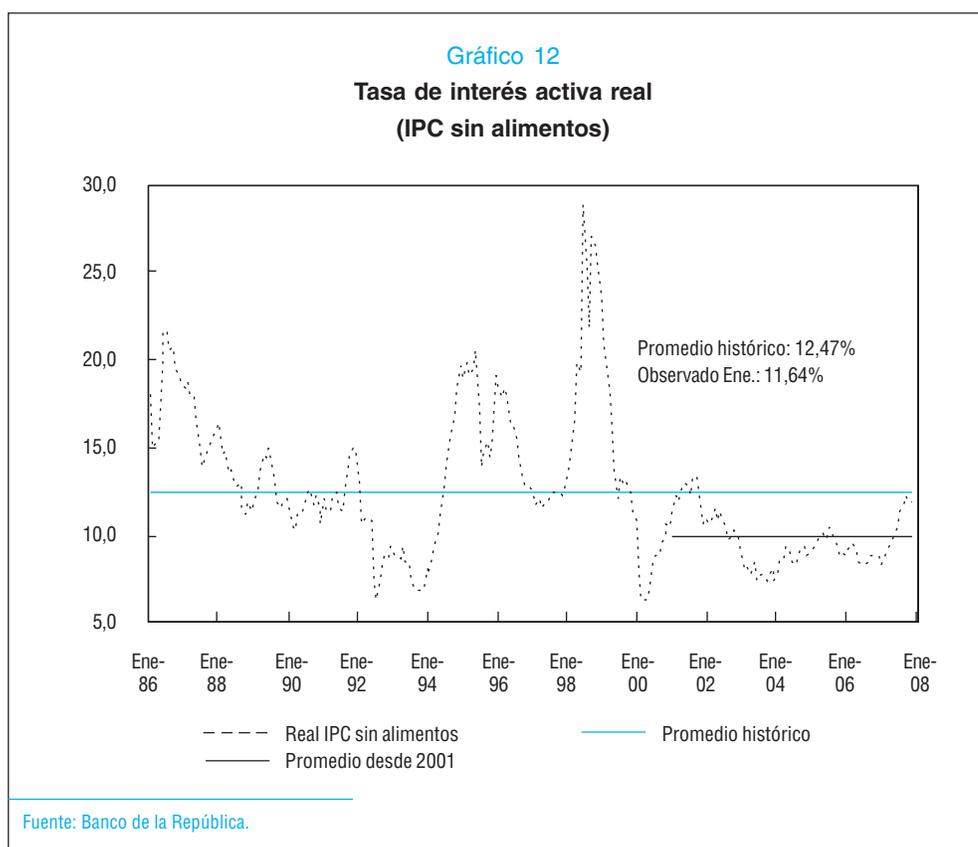
se tiene en cuenta la estabilidad del margen de intermediación desde octubre de 2007 (Gráfico 11).

Con respecto al segundo punto, como se mencionó, ya se ha observado una desaceleración del crédito y del gasto; sin embargo, las tasas de crecimiento actuales continúan siendo altas, e indicadores recientes, tales como las encuestas de confianza del consumidor, la producción industrial, el empleo y las cifras de comercio exterior, apuntan hacia una demanda agregada sólida. A esto debe añadirse no sólo el fuerte incremento de la inversión extranjera directa en lo corrido del año, sino también la mejora de los términos de intercambio en las últimas semanas, la cual, de mantenerse, implica una elevación del ingreso y un impulso al gasto. Por otra parte, la inflación del IPC sin alimentos y el crecimiento de los precios de los bienes y servicios no transables sin alimentos ni regulados se han estabilizado (Gráfico 6), interrumpiendo la tendencia creciente que traían desde el segundo semestre de 2006, pero lo han hecho en niveles altos, en relación con las metas de inflación de este año y los del largo plazo.



En conclusión, las medidas de política tomadas por la JDBR han elevado el costo del crédito, reducido el crecimiento del mismo, contribuido a desacelerar el gasto y estabilizado la inflación básica, pero su efecto ha sido acotado y la economía todavía exhibe presiones de demanda. Que los aumentos en las tasas de interés reales no han sido desproporcionados se confirma cuando se observa que la tasa de interés real activa no supera, hasta el momento, su promedio desde los años ochenta (Gráfico 12).

En cuanto al tercer punto, es muy probable que la economía de los Estados Unidos haya entrado en una recesión, que se manifestaría en un bajo crecimiento de su PIB en 2008. Esto, a su vez, afectaría negativamente varias de las economías europeas, no tanto por la disminución de las exportaciones como por el efecto en el mercado de crédito y la confianza. Esto, naturalmente, reducirá la demanda de exportaciones colombianas hacia esos destinos; no obstante, debe tenerse en cuenta que Asia ha contribuido de manera importante al crecimiento de la economía mundial y al alza en los precios internacionales de los productos básicos. De hecho, para 2008 se espera un crecimiento alto en esa región. Entonces, parece razonable suponer que la economía mundial mantendrá un crecimiento



tal que los precios internacionales de nuestros principales productos de exportación se sostendrán en niveles altos.

Por su parte, los recientes eventos políticos y diplomáticos con Venezuela y Ecuador introducen un alto grado de incertidumbre en el panorama macroeconómico y el pronóstico de inflación. Si no se interrumpe de manera significativa el comercio con esos países, la demanda agregada mantendría un crecimiento fuerte: de hecho, pronósticos del Banco con base en el supuesto de un crecimiento de los Estados Unidos de 0,8%, restricciones a algunas exportaciones colombianas a Venezuela (automóviles principalmente), altos términos de intercambio y fuertes entradas de inversión extranjera directa sugieren que el crecimiento de la economía colombiana en 2008 estaría alrededor de 5%, y que podrían persistir presiones inflacionarias.

Sin embargo, restricciones fuertes al comercio con Venezuela y Ecuador tendrían un impacto apreciable en la demanda agregada, dado el tamaño de las exportaciones colombianas a esos destinos (cerca de US\$6.000 millones). Por la misma razón, dichas restricciones implicarían presiones al alza sobre el tipo de cambio, lo cual podría ser reforzado si la situación política y económica desestimula algunos flujos de capitales. El ajuste de la tasa de cambio es saludable siempre y cuando no agrave las presiones inflacionarias, situación que es probable si las expectativas de inflación están ancladas en las metas. En estas condiciones, no solo la depreciación aliviaría el golpe a los sectores transables de la economía, sino que, como se explicó inicialmente, el Banco podría adoptar una política monetaria contracíclica que atenúe los efectos de la desaceleración de la demanda.

III. CONCLUSIÓN

Recientemente la economía colombiana ha tenido un período de expansión, no observado desde comienzos de los años setenta. La política monetaria ha contribuido a hacer sostenible ese crecimiento subiendo las tasas de interés cuando las proyecciones de inflación superan las metas y la economía exhibe excesos de demanda. La información disponible más reciente sugiere que aún persisten presiones de demanda y que la inflación y las expectativas de inflación están superando las metas. No obstante, es evidente que el crecimiento de la demanda y del crédito ha venido moderándose, y que parte del aumento en los precios al consumidor corresponde a un choque de precios relativos en Colombia y en el exterior.

El curso futuro de la política monetaria dependerá, en buena parte, de la evolución del contexto externo.

Como se ha visto, los choques externos están afectando a Colombia en direcciones opuestas. Por una parte, el aumento en los precios internacionales de los alimentos y los combustibles están presionando al alza la inflación. Desde el punto de vista de la política monetaria, el reto principal es evitar que esos aumentos se conviertan en incrementos generalizados de precios, para lo cual es fundamental un crecimiento balanceado de la oferta y la demanda y unas expectativas de inflación ancladas a las metas definidas por la autoridad monetaria. La experiencia de varios países en la década de los setenta contiene importantes lecciones en este sentido (tal como se discute en el Anexo 2).

Por otra parte, la caída en el crecimiento de los Estados Unidos y de Europa, junto con los problemas políticos y diplomáticos con Venezuela y Ecuador, pueden llevar a una disminución importante en la demanda de productos colombianos. En este caso, el reto de la política monetaria es contribuir a que la economía crezca a una tasa que sea sostenible y a que la inflación se dirija a las metas. Como se puede esperar, en un escenario de fuerte caída de la demanda externa de productos colombianos, la política monetaria podrá reaccionar de mejor manera en favor del crecimiento económico en un contexto en el cual la autoridad monetaria es creíble y las expectativas de inflación convergen hacia las metas. De ahí la importancia de la flexibilidad cambiaria y de las acciones de política monetaria iniciadas en abril de 2006, así como de un banco central comprometido con el logro de las metas de inflación.

El esquema de inflación objetivo es flexible y permite responder a choques en la economía, como los descritos antes. Con todo, cabe resaltar que la Junta Directiva del Banco de la República se reúne mensualmente y basa sus decisiones en un análisis detallado de toda la información y evidencia disponible al día de la reunión. Esta dinámica ha servido en el pasado y servirá también en el futuro.

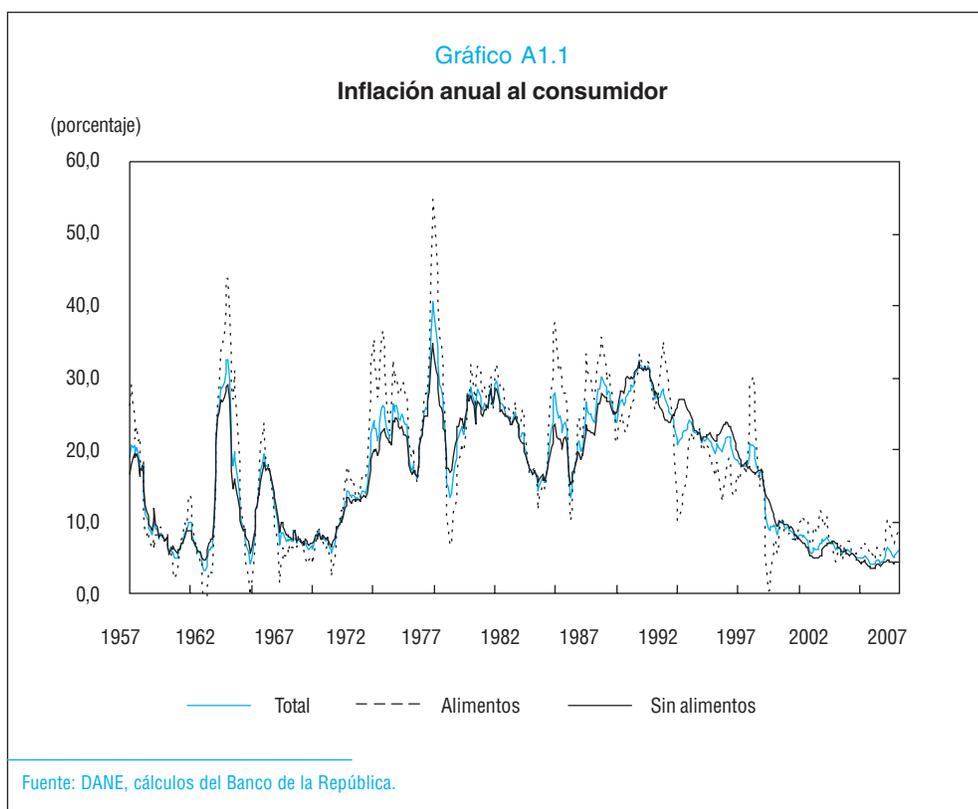
*Por: José Darío Uribe
Gerente General**

* Esta Nota Editorial fue elaborada con la colaboración de Hernando Vargas Herrera, Gerente Técnico del Banco de la República. Las opiniones son de la exclusiva responsabilidad del Gerente General y, por tanto, no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República. Se agradecen de manera especial los comentarios y sugerencias de Lavan Mahadeva.

Anexo 1*

La política monetaria y el precio de los alimentos

Los precios de los alimentos en Colombia y en el resto del mundo son muy volátiles; pero en el largo plazo la inflación de alimentos responde a las acciones de política monetaria. Como se aprecia en el Gráfico A1.1, la inflación de alimentos en Colombia ha descendido a la par con la inflación general. La política monetaria incide en los precios de los alimentos (y de todos los bienes y servicios) por medio de su impacto en el nivel general de precios.

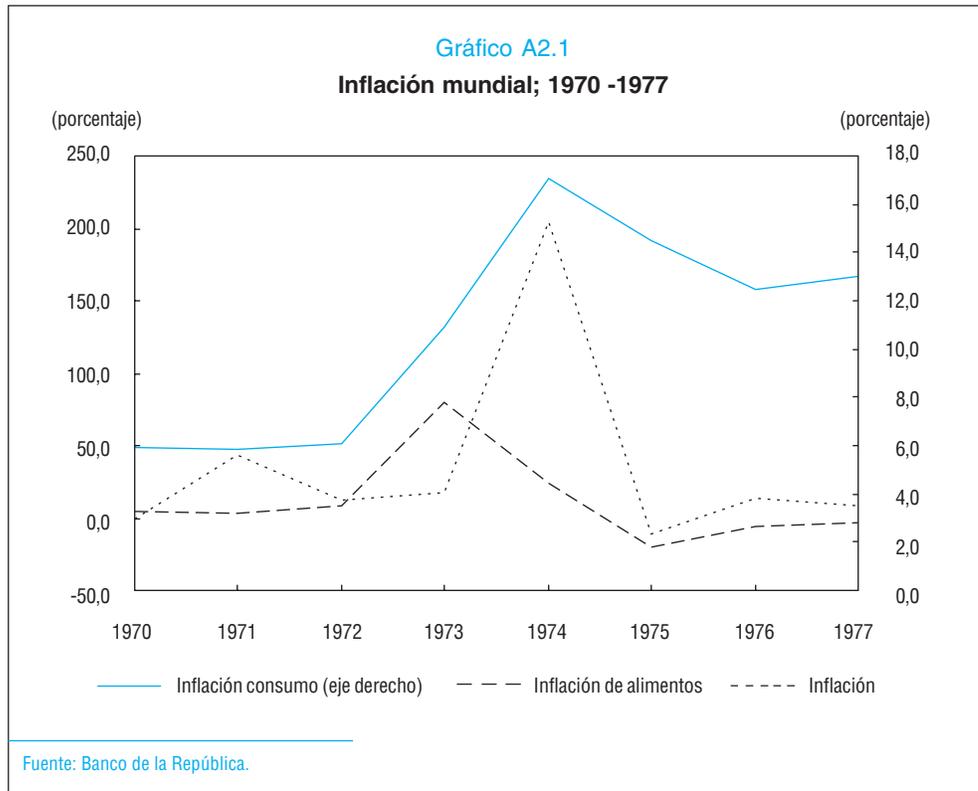


* Este y el siguiente anexo hacen uso extensivo de un documento que sobre el tema elaboró Lavan Mahadeva (2007).

Anexo 2

El riesgo de aceptar mayores expectativas de inflación

Cuando un banco central justifica y acepta mayores niveles de inflación con el argumento de que provienen de choques externos que no están bajo su control, asume un riesgo importante en presencia de expectativas de inflación altas y crecientes. En los años setenta las autoridades monetarias de Colombia y varios países del mundo reaccionaron de esta forma ante los choques petroleros de la época (Gráficos A2.1 a A2.4), cuyo resultado fue un aumento permanente de la inflación, en la medida en que las mayores expectativas se incorporaron en los precios y en los salarios. Los esfuerzos posteriores para reducirla desembocaron en alta volatilidad del producto y el empleo, junto con fuertes recesiones orquestadas por los bancos centrales para retomar el control de la inflación y reconquistar la credibilidad perdida.



Por último, debe recordarse que el crecimiento de largo plazo de la economía y el bienestar de la población se resienten en presencia de una inflación alta y volátil; con lo que los recursos productivos se asignan de forma ineficiente y se producen redistribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza. La relación inversa de largo plazo entre el crecimiento del producto por habitante y la inflación en Colombia ilustra este hecho (Gráfico A2.4); de allí la importancia que el Banco de la República le asigna al anclar la inflación y sus expectativas en unos niveles bajos.

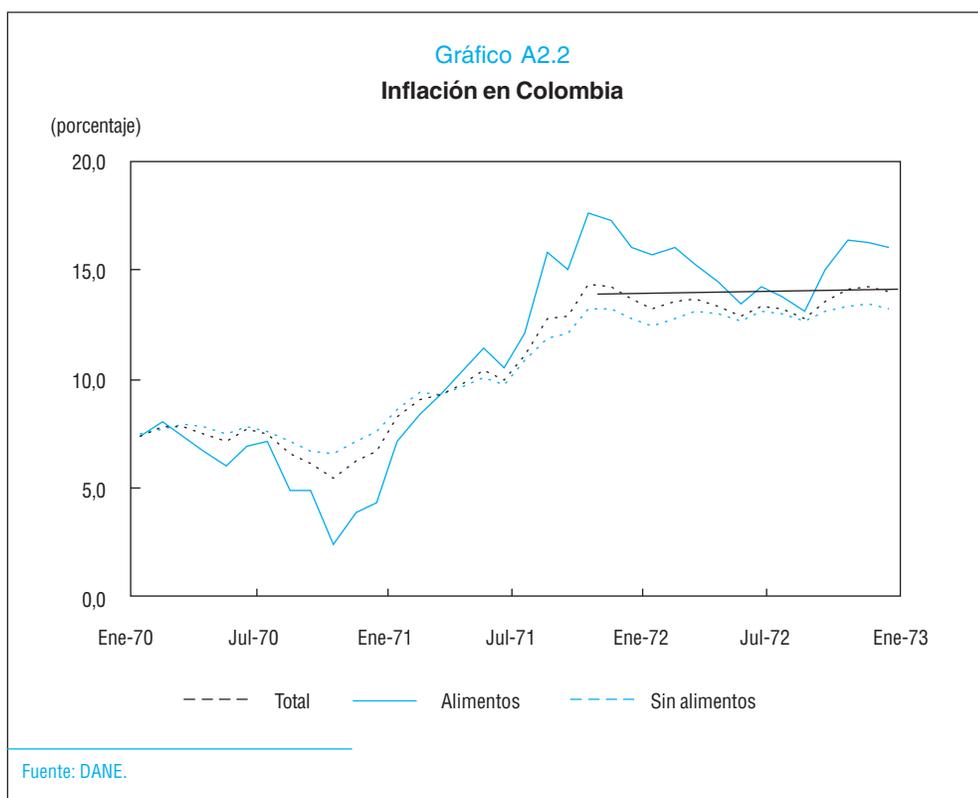
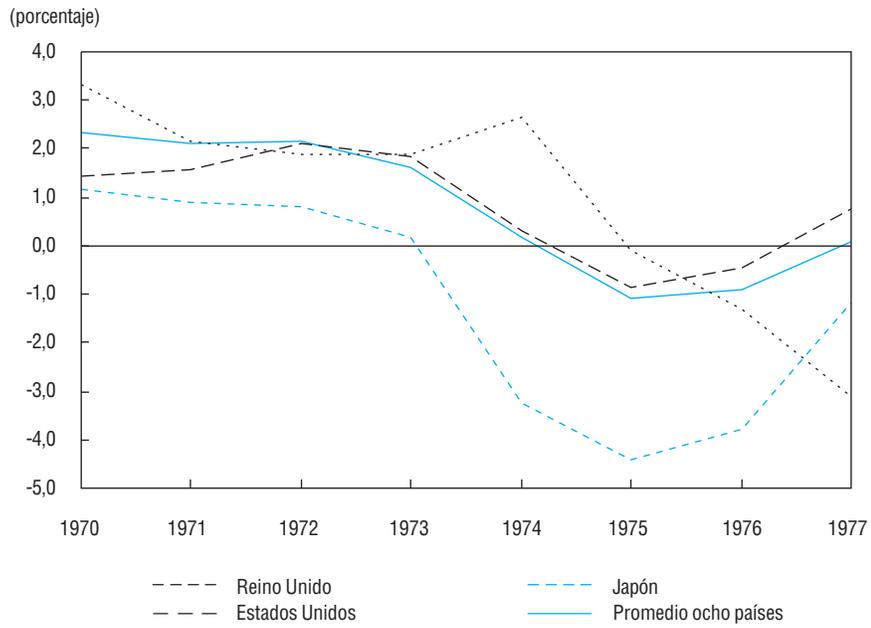


Gráfico A2.3

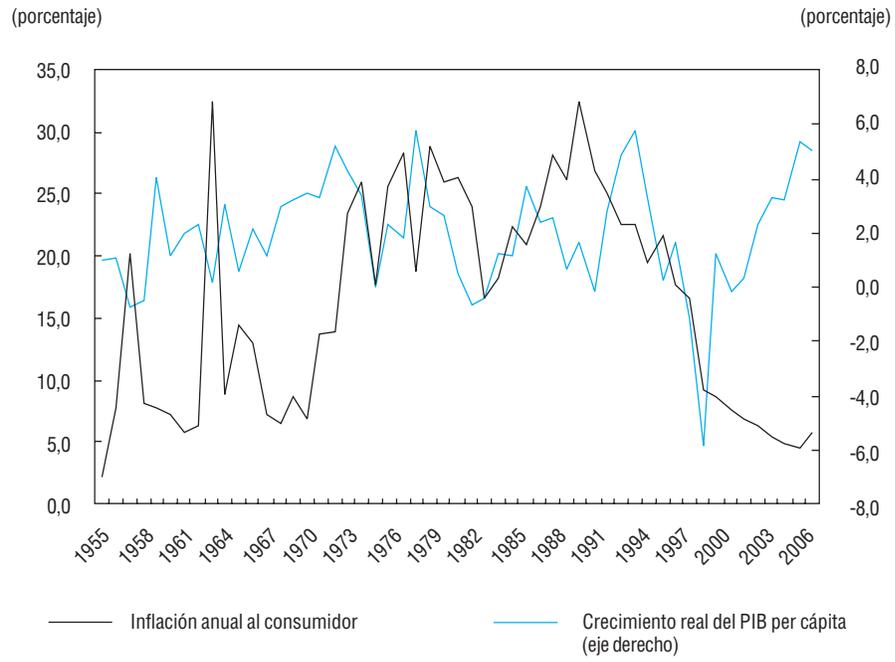
Tasa de interés real; 1970-1977



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico A2.4

Crecimiento per cápita e inflación



Fuente: DANE y Banco de la República.