

NOTA EDITORIAL

SITUACIÓN MACROECONÓMICA: HECHOS Y RESPUESTAS DE POLÍTICA MONETARIA

En esta nota se presenta una síntesis de los eventos más importantes que han caracterizado a la situación macroeconómica actual y las medidas que ha tomado la autoridad monetaria en dichas situaciones.

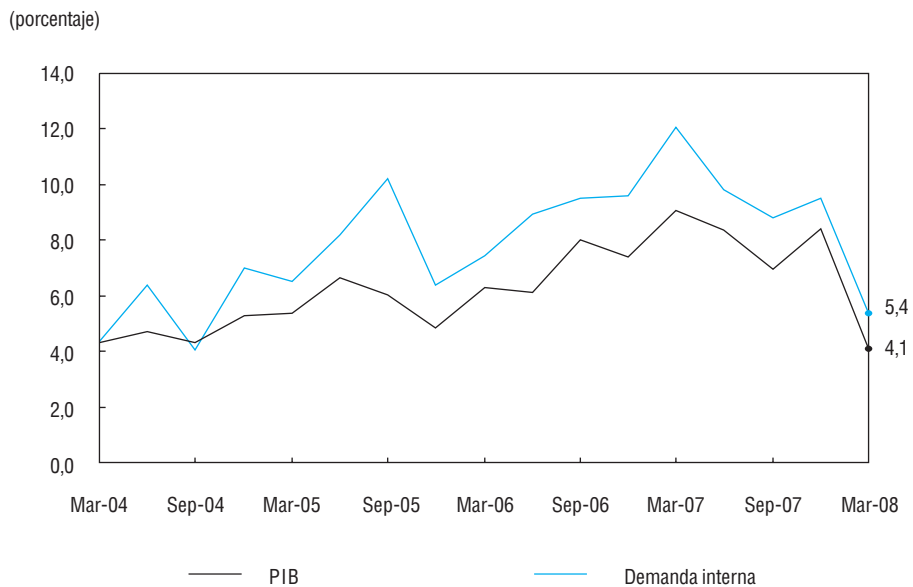
I. LOS HECHOS

La demanda agregada y el PIB se han desacelerado desde el nivel históricamente alto alcanzado en 2007, y después de cuatro años de crecimiento promedio cercano al 6%. La demanda interna en 2006 y 2007, la cual creció por encima del 9%, superó por un amplio margen cualquier estimación razonable del aumento de la capacidad productiva del país (Gráfico 1). Varias fuerzas internacionales contribuyeron al crecimiento de la economía en esta fase de expansión, pero tal vez la principal ha sido la mejora en los términos de intercambio (Gráfico 2).

Por su lado, la inflación muestra una tendencia creciente desde mediados de 2006, superando las metas de este año y las de largo plazo (Gráfico 3). En su comportamiento reciente, tres hechos son para destacar:

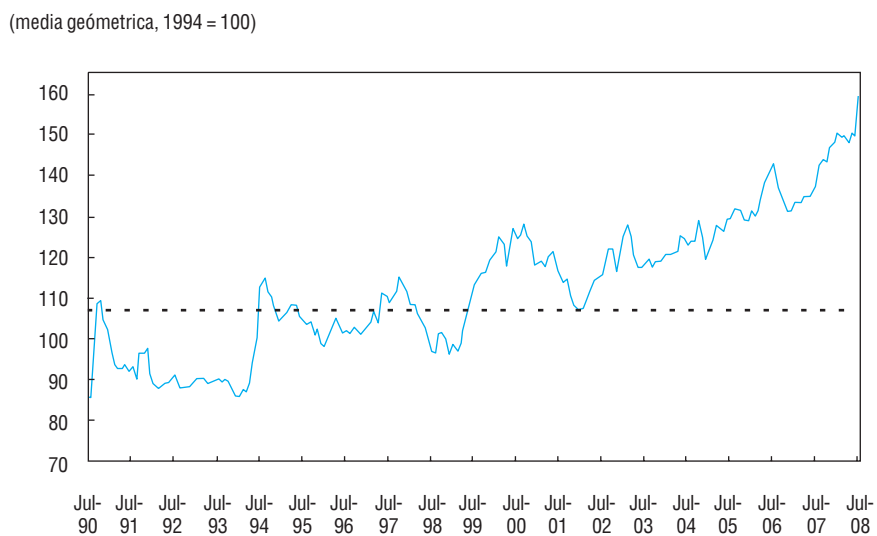
- El incremento en la inflación comenzó antes de que los aumentos en los precios de los alimentos y el combustible presionaran al alza el índice de precios al consumidor (IPC) (Gráfico 4).

Gráfico 1
PIB y demanda interna



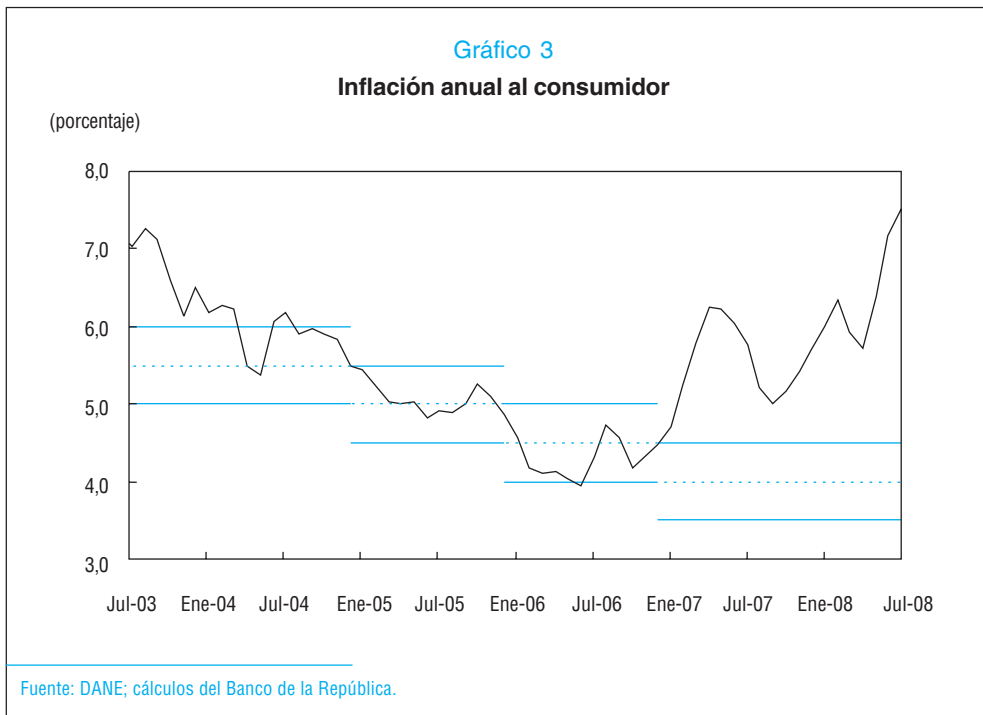
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2
Términos de intercambio^(a)



(a) Calculado con base en el índice de precios al productor, IPP. Se define como el cociente entre el índice de precios de los bienes exportados y el índice de precios de los bienes importados

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.



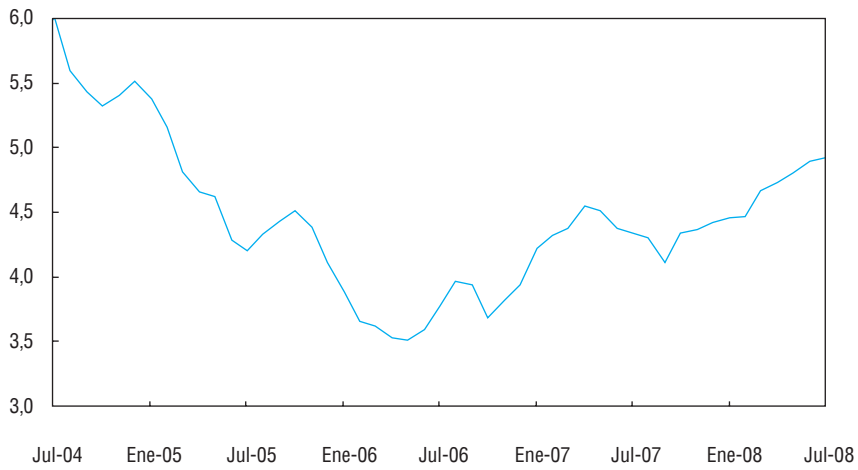
- En el último año y medio, además, la mayor inflación no refleja el aumento en los precios de algunos pocos bienes o servicios; de hecho, en la actualidad cerca del 70% de los precios que conforman la canasta familiar están creciendo por encima de las metas de inflación (Gráfico 5).
- La aceleración mencionada no obedece solamente a una ‘inflación importada’. El incremento en los precios de los bienes y servicios no transables ha sido fuerte, incluso si se le excluye alimentos y regulados (Gráfico 6).

El aumento de la inflación a partir del segundo semestre de 2006 se explica, entonces, por factores de demanda (crecimiento muy alto del gasto en relación con la capacidad productiva) (Gráfico 7) y por los aumentos en los precios de los alimentos y los combustibles por encima del resto de los de la canasta familiar (incrementos en los precios relativos de estos bienes) (Gráfico 8). Hasta 2007 este último efecto fue moderado por la apreciación cambiaria. En 2008 el aumento en los precios internacionales del petróleo y los alimentos ha sido tan fuerte que, incluso con la apreciación del peso, los incrementos de los precios en pesos de estos productos han presionado al alza la inflación.

Gráfico 4

**Inflación sin alimentos primarios,
combustibles ni servicios públicos**

(porcentaje)

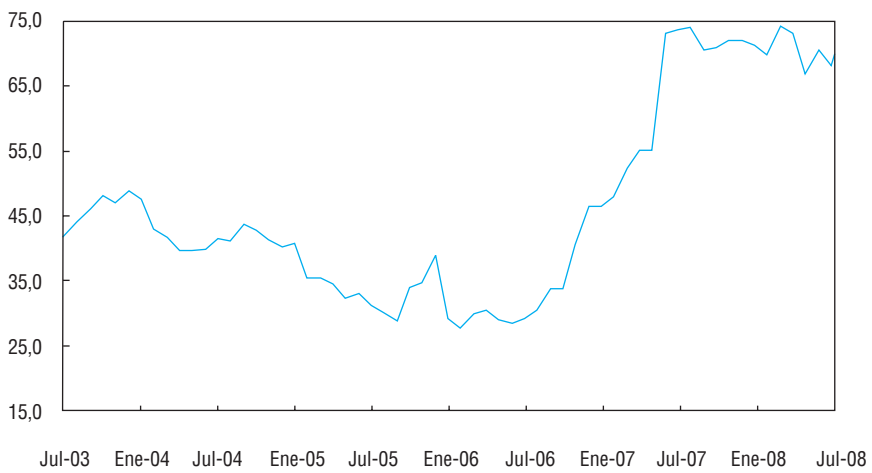


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 5

Índice ponderado de difusión de la inflación

(porcentaje)

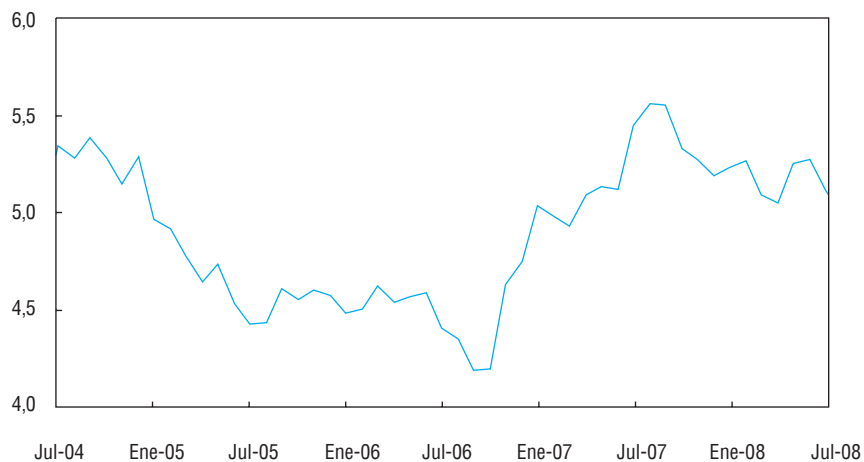


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 6

IPC de no transables sin alimentos ni regulados, variación anual

(porcentaje)

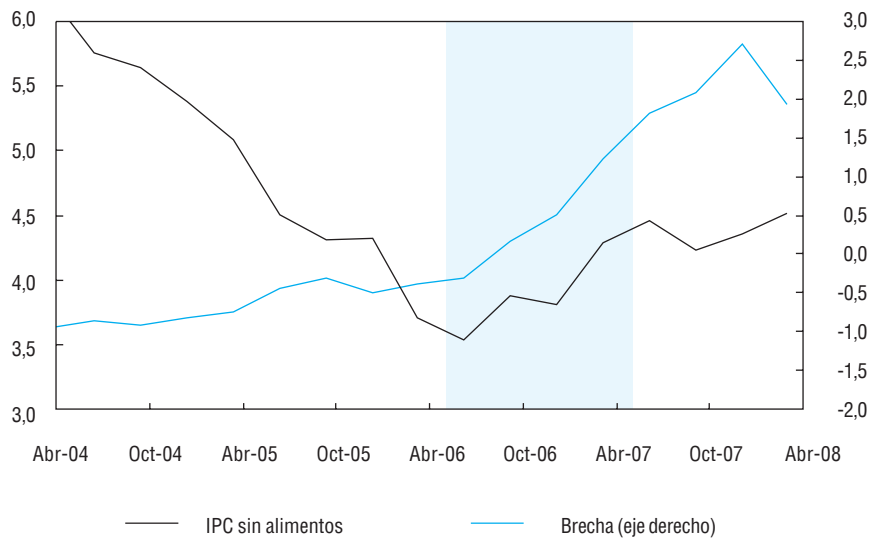


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

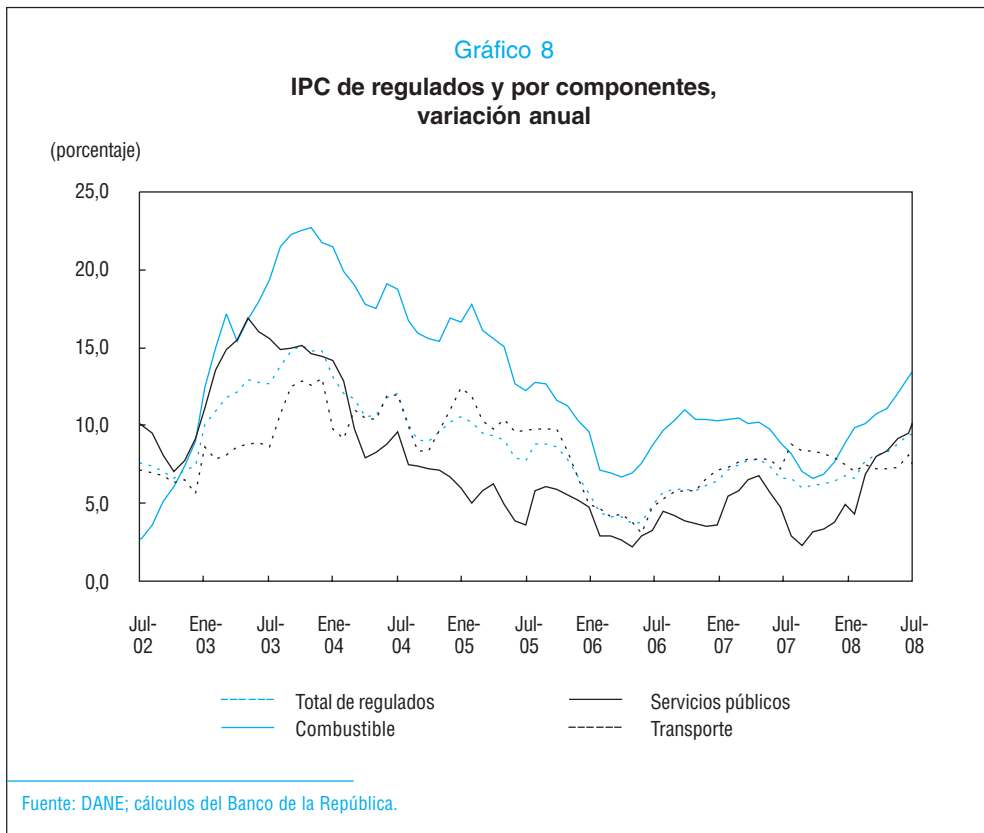
Gráfico 7

Brecha del producto y variación anual del IPC sin alimentos

(porcentaje)



Fuentes: DANE y Banco de la República.



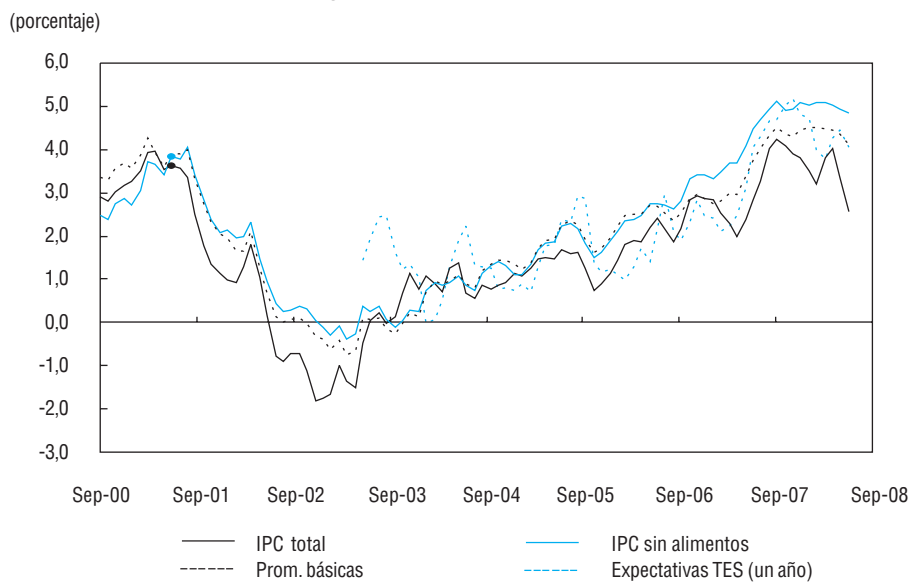
Ante este panorama, y junto con el riesgo de entrar en sendas insostenibles de gasto, crédito y déficit externo, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) reaccionó desde 2006. En algunos trimestres la expansión de la demanda interna llegó a superar el 12%; el crédito de consumo creció a tasas anuales superiores al 50%, y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se duplicó en un par de años. Por ello, la JDBR elevó sus tasas de interés desde niveles reales bajos en 2006, y estableció encajes marginales sobre los depósitos del sistema financiero en 2007. Las tasas de interés de intervención del Banco de la República, medidas en términos reales, han subido de manera gradual y moderada (Gráfico 9).

Los efectos de las medidas de la JDBR se han sentido, especialmente, en la desaceleración del crédito bancario; no obstante, éste mantiene tasas de crecimiento por encima de las del PIB, y sus tasas de interés reales se sitúan cerca de niveles promedio históricos (Gráfico 10).

En este contexto, ¿se puede entonces atribuir toda la desaceleración observada de la actividad económica a las medidas de la JDBR? Claramente no. Si bien es cierto que el país tenía que moderar el gasto y el endeudamiento

Gráfico 9

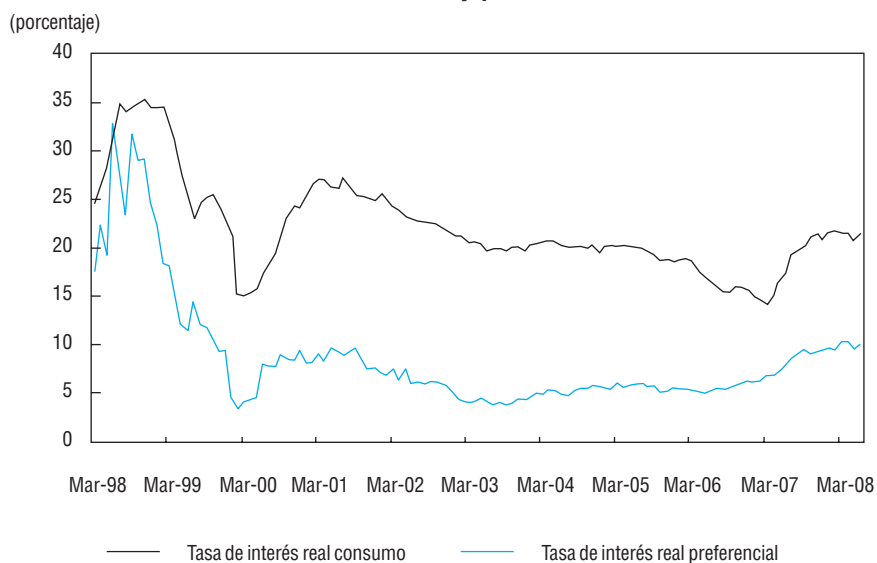
Tasa de interés real de intervención del Banco de la República según diferentes deflatores



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 10

Tasas de interés real de las carteras de consumo y preferencial



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

para evitar un crecimiento insostenible, atribuir toda la desaceleración del crecimiento a la política monetaria sería un diagnóstico incompleto y sesgado de la situación macroeconómica colombiana. Por una parte, como se vio, los niveles de las tasas de interés reales y el crecimiento del crédito no reflejan una situación de 'ahogo monetario'. Por otra, los choques de precios relativos no sólo han afectado la inflación, sino que también han tenido un fuerte impacto en la oferta agregada y la producción por medio de, al menos, dos canales.

El primero es el efecto sobre los ingresos reales de los hogares. Los precios relativos que han aumentado corresponden a bienes y servicios cuya demanda es inelástica (alimentos, combustibles, transporte y servicios públicos); por ende, el gasto total en estos bienes aumenta con sus precios, dejando menos recursos disponibles para ser gastados. Esto ha afectado la demanda y la producción de otros productos, en especial los industriales y los servicios. A manera de ejemplo, el salario mínimo real (deflactado con el IPC de ingresos bajos) muestra una caída anual del 3% en julio de 2008, después de registrar crecimientos positivos desde 2003. El menor aumento de consumo de bienes industriales y de servicios, debido a un incremento de los precios de los alimentos y los combustibles, es mayor que la caída en el consumo de dichos bienes debido a la existencia de condiciones crediticias más restrictivas (Gráfico 11).

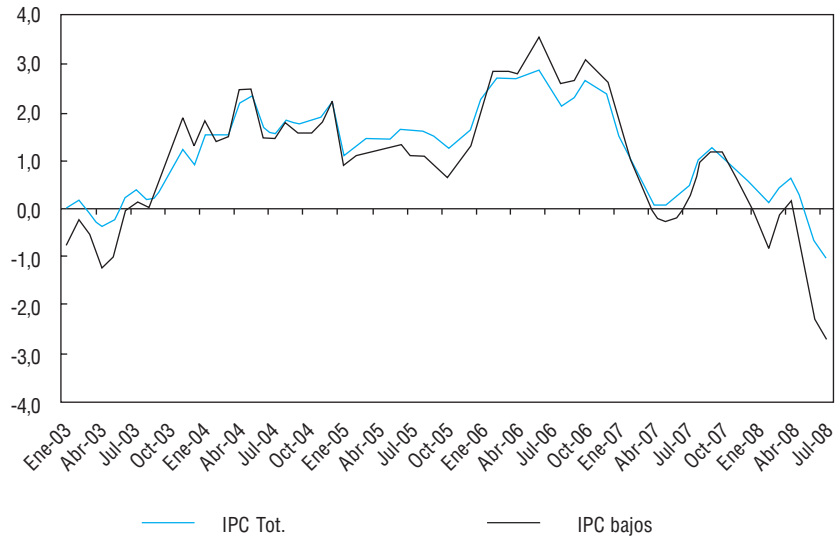
El segundo canal es el de los costos de las empresas. Los precios de las materias primas nacionales e importadas han aumentado fuertemente, no sólo las de origen agrícola y petrolero, sino también los de los metales. Hasta 2007 los precios en pesos de las materias primas importadas cayeron por la apreciación del peso. Hoy el crecimiento anual de estos precios es cero. Por su parte, los precios de las materias primas nacionales pasaron de crecer cerca de 3% hace un año, a pasar alrededor de 9% en la actualidad (Gráfico 12). No sobra señalar que muchas de estas materias primas tienen un impacto fuerte en los costos de producción de algunos sectores productivos. Si a esto se suma el mayor ritmo de crecimiento de los salarios nominales (Gráfico 13), resulta una fuerte presión sobre los costos de las firmas, que se ha hecho manifiesta en el rápido aumento de la inflación del índice de precios al productor (IPP) (Gráfico 14).

Las presiones de costos de las empresas implican recortes en sus márgenes, desestimulan su producción y se traducen en aumentos presentes y futuros de precios. Junto con el impacto directo de los choques de precios regulados y de alimentos en el ingreso de los hogares (primer canal) constituyen lo que se conoce en economía como un choque de oferta, el cual

Gráfico 11

Salario mínimo real,
variación anual

(porcentaje)



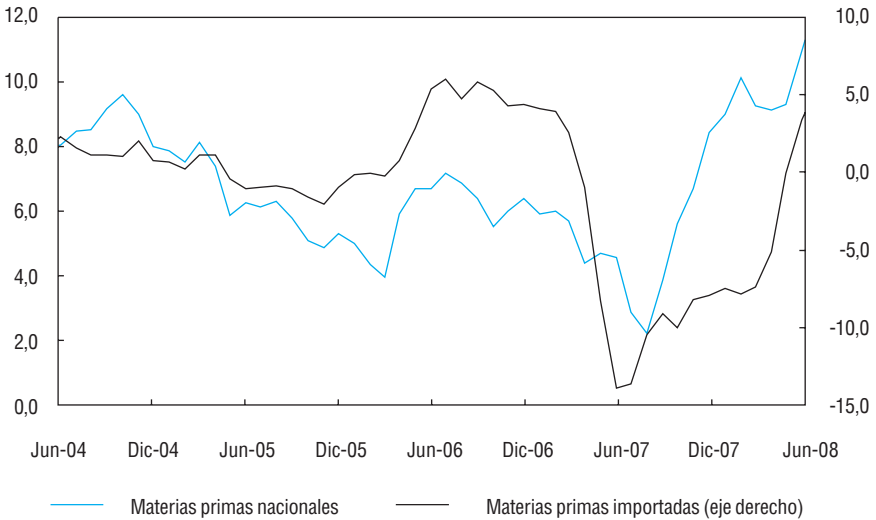
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 12

Índices de costos de las materias primas
variación anual

(porcentaje)

(porcentaje)

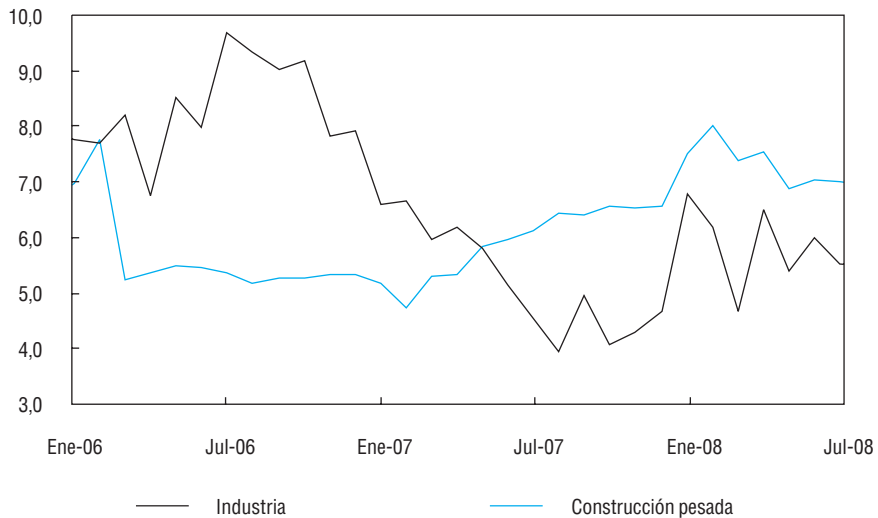


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 13

**Índice de salarios nominales,
variación anual**

(porcentaje)

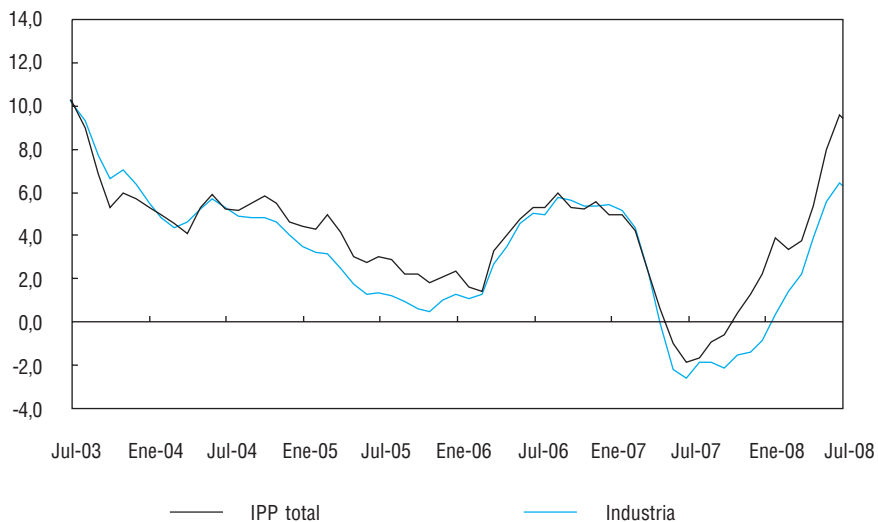


Fuente: DANE-MMCP-MMM.

Gráfico 14

**IPP total y por destino económico,
variación anual**

(porcentaje)



Fuentes: antes de diciembre de 2006: Banco de la República; a partir de diciembre de 2006: DANE y cálculos del Banco de la República.

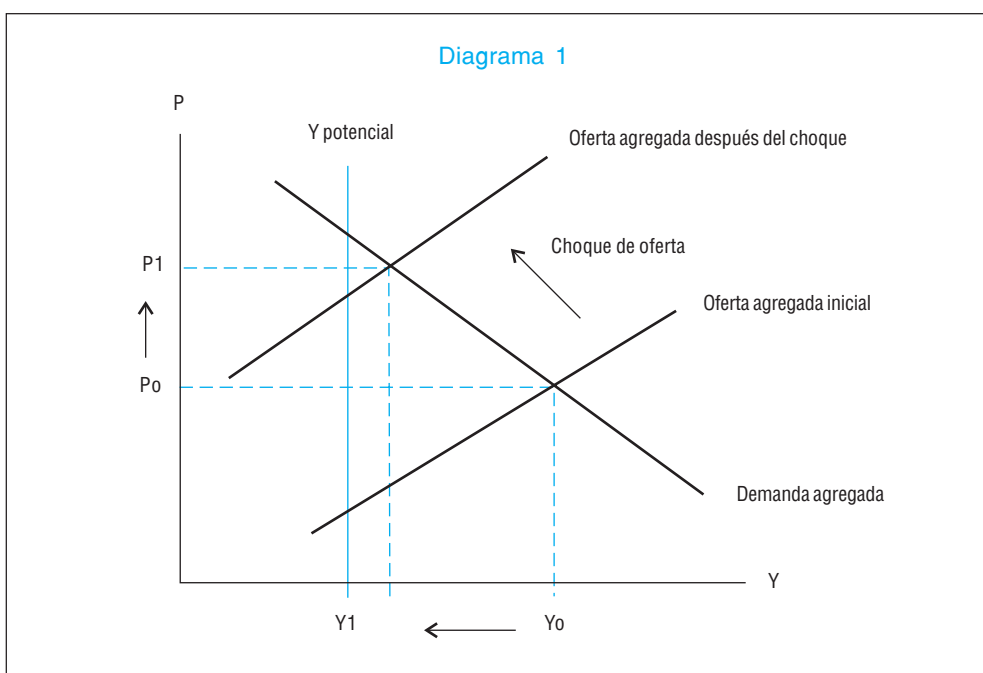
explica simultáneamente el incremento de la inflación y la desaceleración de la actividad económica —el Diagrama 1 ilustra este fenómeno con base en el conocido modelo de oferta y demanda agregada—.

En síntesis, un diagnóstico completo de la situación macroeconómica explica el aumento de la inflación por presiones de demanda y choques de precios relativos (oferta), y atribuye la desaceleración de la economía no sólo al efecto de la política monetaria, sino también al impacto de los choques reseñados.

II. RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Como se mencionó, la respuesta de la política monetaria ante las presiones de demanda detectadas en 2006 fue el incremento de las tasas de interés y el establecimiento del encaje marginal. La respuesta ante los choques de oferta reseñados debe guiarse por los siguientes criterios:

- *El estado inicial de la economía:* la economía ha recibido los choques de oferta justo cuando el gasto agregado y el producto probablemente superan la capacidad productiva de largo plazo. Esto es relevante porque afecta el balance de riesgos y el costo de la respuesta de política. No es lo mismo controlar un brote inflacionario de



oferta en medio de una recesión, que hacerlo en una economía con excesos de gasto agregado.

- *La naturaleza de los choques y su impacto en las expectativas de inflación:* aumentos de precios temporales y repentinos que usualmente no requieren respuesta alguna de política monetaria, pues ocurren tan rápido que, de todas formas, no hay manera de responder, suelen ser tan cortos que no alcanzan a tener mayor efecto desestabilizador en la economía. Este es el caso, por ejemplo, de choques climáticos de corta duración; así, la gente reconoce que el repunte de la inflación es temporal, y al momento de ajustar sus precios y sus salarios no lo toman en cuenta.

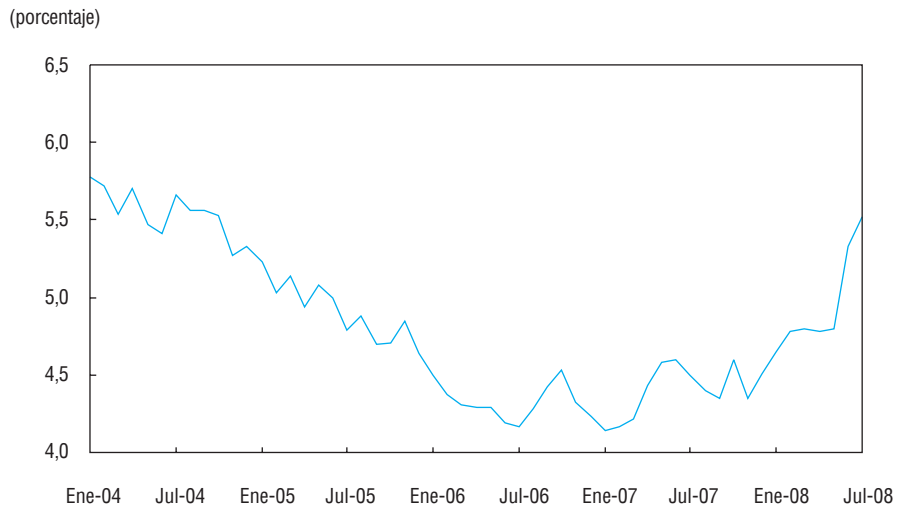
Ya cuando los choques de precios son persistentes, o se espera que duren varios años, la respuesta de política monetaria es particularmente compleja. En estos casos, es posible que la gente interprete los incrementos de precios como choques permanentes, especialmente si perciben que la autoridad monetaria los va a validar, permitiendo aumentos sostenidos en el nivel general de precios (inflación). También en estos casos los mecanismos automáticos de indexación (v.g. en los precios de los servicios públicos y en algunos salarios) transmiten el choque de precios de los alimentos y los combustibles a otros precios. En consecuencia, un cambio *temporal* de algunos precios en relación con otros amenaza con generar un aumento *permanente* de la inflación.

Un síntoma de esto último ocurre cuando las expectativas de inflación de plazos largos aumentan con la inflación observada. En estas circunstancias, los ajustes de precios y salarios incorporan las mayores expectativas de inflación, complicando así la labor de la autoridad monetaria. En Colombia los datos recientes muestran alzas importantes de las expectativas de inflación a todos los plazos (gráficos 15 y 16). Señales adicionales de posibles contagios del aumento en los precios de los alimentos y los combustibles al resto de rubros de la canasta familiar es el indicador de difusión mostrado anteriormente (Gráfico 5), junto con el alza de algunas medidas de la inflación básica en lo corrido de 2008 (Gráfico 17).

Con esto, la respuesta apropiada del banco central frente a un incremento persistente, pero temporal, en los precios de los alimentos y los combustibles, es mantener una política monetaria que desaliente el contagio al resto de precios, así como a las expectativas. De esta manera, las decisiones futuras de precios y salarios no le darán una importancia excesiva a la inflación observada, evitando así que un fenómeno que ahora tiene un componente externo y localizado se convierta en una inflación generalizada e interna. En contraste, si

Gráfico 15

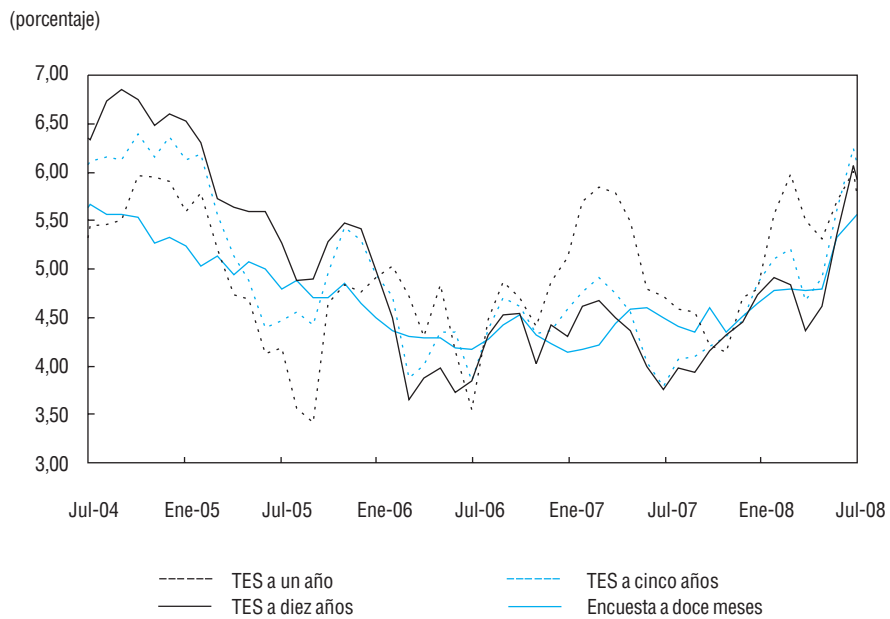
Expectativas de inflación a un año



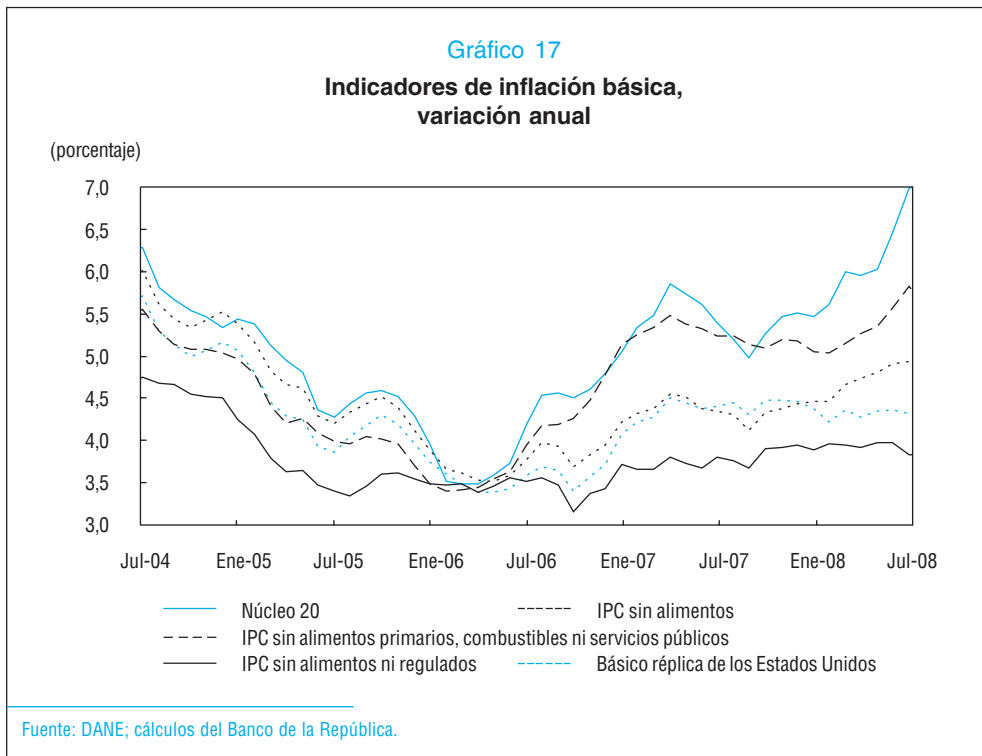
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 16

Expectativas de inflación derivadas de los TES (tasa fija frente a UVR)



Fuente: Banco de la República.



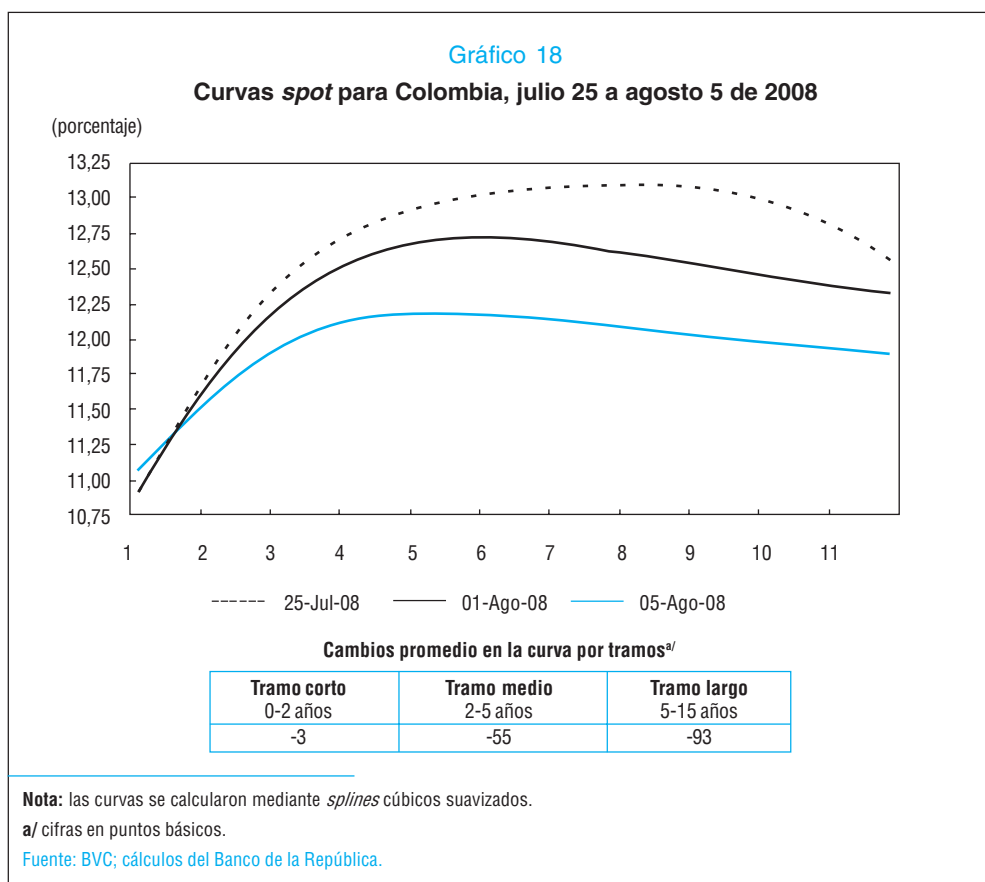
las expectativas de inflación suben y la credibilidad del banco central baja, lo más probable es que la inflación se incremente y permanezca en niveles altos.

Por último, es importante tener en cuenta que es improbable que el elevado *ritmo de crecimiento* en los precios de los alimentos y los combustibles se mantenga indefinidamente. Como resultado, la contribución de esos precios a la variación anual del índice de precios al consumidor debe reducirse en algún momento.

Con base en las anteriores consideraciones, es claro que la mejor opción de política monetaria es contener lo antes posible la transmisión de los choques de precios relativos a los demás precios. Hacerlo ahora, cuando la demanda y el PIB se encuentran en niveles históricamente altos, y los choques no se han transmitido completamente, es mejor que dejarlo para después, cuando la transmisión se haya completado, el PIB no se encuentre en niveles tan altos y las condiciones externas se hayan debilitado. En dicho momento la reducción de la inflación requerirá fuertes aumentos de tasas de interés y un período prolongado de bajo crecimiento y alto desempleo. Por tanto, no sobra señalar que el control de la inflación es una condición necesaria para crecer a una tasa sostenida. Esa fue la lección aprendida por los bancos centrales en los últimos cincuenta años.

Este análisis explica el aumento de las tasas de interés del Banco de la República decidido el pasado 25 de julio por la Junta Directiva. La reacción de las curvas *spot* de los TES muestran la respuesta favorable de los mercados ante esta medida, en términos de las expectativas de inflación a largo plazo (Gráfico 18). La señal de la autoridad monetaria en el sentido de impedir aumentos permanentes de la inflación y retomar una senda convergente hacia la meta de largo plazo (entre 2% y 4%) parece haber sido recibida con credibilidad.

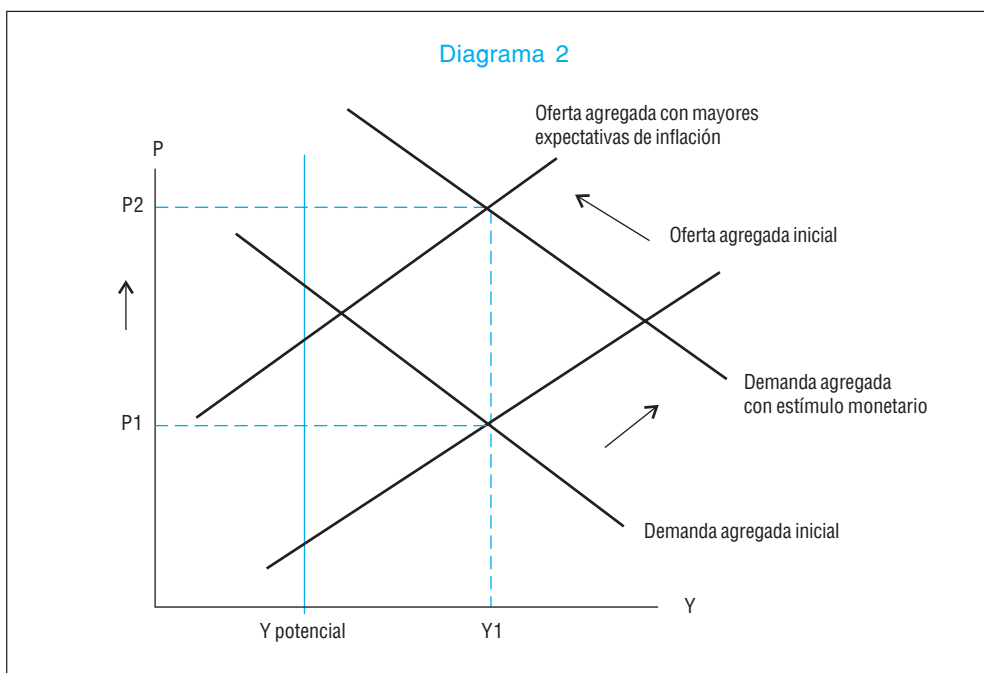
Sin embargo, varios analistas han reclamado del Banco de la República una reducción de las tasas de interés para confrontar la desaceleración de la actividad económica. Dado el análisis aquí presentado, esta propuesta sería una medida inconveniente para los colombianos, en especial para los más pobres y vulnerables. Una baja de las tasas de interés enviaría una señal de despreocupación sobre el comportamiento de la inflación y el logro de las metas a futuro. Además, aceleraría la transmisión de los choques de precios relativos a los demás precios, una vez empresas y trabajadores reconocan que el Banco tolerará una inflación mayor en un nivel incierto. El



estímulo a la economía duraría lo que tarde la gente en ajustar sus precios y salarios nominales, y, al final, tal postura produciría un resultado altamente costoso para el país, con un aumento de la inflación que pudo haber sido de corta vida, convirtiéndose en un incremento sostenido y con ganancias nulas (o de muy corta duración) en términos de actividad económica.

Al observar el diagrama de oferta y demanda agregada, esta política se puede representar por un desplazamiento hacia arriba de la demanda agregada (debido al estímulo monetario) y de la oferta agregada (gracias al ajuste de expectativas, precios y salarios), lo cual redundaría en mayores precios y ninguna ganancia de producto (Diagrama 2).

Por otro lado, se suele afirmar que las condiciones externas del país se pueden deteriorar y así afectar negativamente la actividad económica, particularmente por la caída de la demanda de nuestros productos de exportación. Esto es cierto, y amerita un comentario sobre las implicaciones que tiene sobre la política monetaria. Lo primero que debe precisarse es que un cambio en el contexto internacional que golpee fuertemente a Colombia se verá reflejado en varios frentes, y no sólo en la demanda de exportaciones. Por ejemplo, un alza de las tasas de interés externas, que genere una desaceleración global mayor, puede redundar en reducciones de los términos de intercambio, caída de la inversión extranjera directa (IED) (especialmente en materias primas) y aumentos de las primas de riesgo país.



La respuesta de la política monetaria dependerá de las condiciones de la economía en el momento del cambio. Si la inflación y las expectativas de inflación están ancladas en torno a las metas, no hay excesos notables de gasto interno y el sector financiero es sólido, la autoridad monetaria podrá permitir un ajuste de la economía por medio de una depreciación nominal y real sin traumatismos. Por el contrario, si la economía presenta presiones de inflación no controladas, exceso de gasto o vulnerabilidad financiera, los grados de libertad de la autoridad monetaria se reducen considerablemente: por ejemplo, frente a fuertes presiones inflacionarias la flotación cambiaria enfrentaría límites. Ante vulnerabilidad financiera, la flotación cambiaria y el uso de la tasa de interés tendrían restricciones.

Por estas razones, la mejor respuesta sería mantener una economía estable y sostenible antes de que llegue el choque. Esto implica controlar la inflación, encauzar la demanda agregada en una senda sostenible y evitar la exposición excesiva (directa e indirecta) del sistema financiero a los riesgos de crédito, mercado, liquidez y cambiario. Esto es precisamente lo que ha perseguido el Banco de la República al tratar de moderar el crecimiento de la demanda agregada, controlar la inflación y limitar la expansión excesiva del crédito del sistema financiero. Esto último es particularmente importante, e implica que resulte provechoso un ajuste de los balances de los intermediarios financieros en condiciones favorables de la economía y del sector externo, y no en circunstancias críticas en dichos frentes.

Adicionalmente, buscando minimizar la vulnerabilidad externa del país, el Banco de la República ha venido aumentando preventivamente el saldo de las reservas internacionales del país, y ha mantenido la flexibilidad cambiaria, lo cual es clave, ya que la defensa de un nivel determinado de la tasa de cambio habría implicado una gran expansión monetaria y crediticia, con graves consecuencias sobre la inflación y la fragilidad de la economía.

Por todo lo anterior, coincidimos con el profesor Rogoff en cuanto a que en las actuales condiciones Colombia estaría bien preparada para enfrentar un choque externo, sobre todo desde el punto de vista de las políticas monetaria y cambiaria.

José Darío Uribe Escobar
*Gerente general**

* Presentación de José Darío Uribe, gerente general del Banco de la República, en el panel Perspectiva económica mundial, dentro del marco de la LXIV Asamblea General ordinaria de afiliados de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI), Cartagena, 8 de agosto de 2008. Las opiniones contenidas en este documento son de la exclusiva responsabilidad del Gerente General y, por lo tanto, no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República.