

# NOTA EDITORIAL

## POLÍTICA MONETARIA Y SOSTENIBILIDAD DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO\*

**E**l objetivo de la presente Nota Editorial es explicar la racionalidad de las decisiones más recientes de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Para comenzar, es necesario recordar un par de lecciones que surgen del estudio de la experiencia de diferentes países. La primera radica en que la inflación es una enfermedad progresiva y degenerativa creada por el hombre, que reduce el potencial de la economía para crecer y generar empleo productivo. Cuando los países tienen presiones inflacionarias duraderas el desempleo sube y el crecimiento de la economía se debilita. Las sociedades deben contar, entonces, con el buen juicio y el compromiso inequívoco de luchar contra la inflación si realmente desean alcanzar un crecimiento alto y sostenido de la producción y el empleo.

---

\* Intervención del Gerente General del Banco de la República en la LXIII Asamblea general ordinaria de afiliados de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), que tendrá lugar en Cartagena el 9 de agosto de 2007.

La segunda lección radica en que la transición de una economía excesivamente recalentada a otra de inflación baja y mercados estables siempre es un proceso difícil y costoso. La primera etapa en toda restauración de la estabilidad macroeconómica es la de eliminar el exceso de demanda en la economía, período que usualmente viene acompañado por una actividad económica débil, bajo crecimiento y aumento en las tasas de desempleo. Cabe anotar que algunas veces el proceso de ajuste macroeconómico termina en crisis.

En consecuencia, cuando se presente el riesgo de que la economía tenga una inflación alta y volátil la política económica debe concentrarse en evitar que se materialice; así mismo, los costos de corto plazo de la estabilización se elevan en la medida en que los excesos de demanda y las expectativas de inflación también lo hacen. Por tanto, los beneficios de la estabilidad no podrán ser alcanzados si las sociedades evaden decisiones difíciles y piensan a partir de horizontes cortos de tiempo.

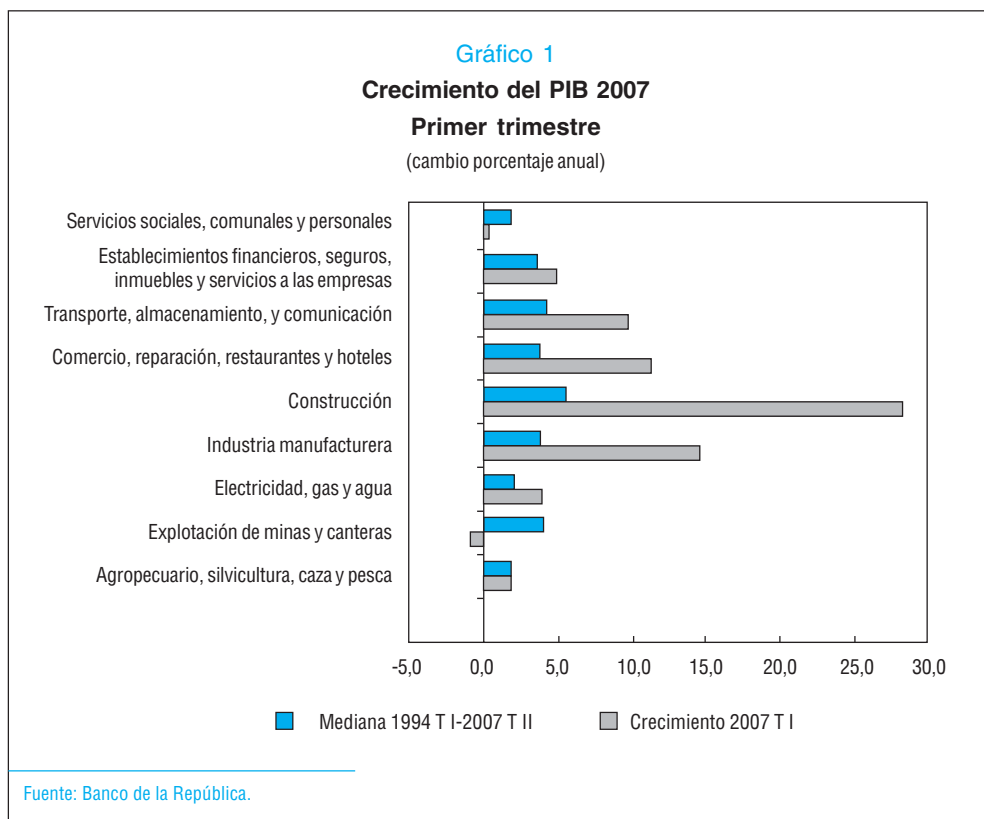
Estas consideraciones cobran importancia porque es necesario entender que un buen juicio de la realidad contribuye al diseño y ejecución de mejores políticas. Una característica central de la actual situación económica colombiana es que la demanda interna crece por encima de la expansión de la capacidad productiva, financiada, en parte, con un fuerte aumento del crédito interno. De igual manera, la aceleración de la inflación en 2007, si bien se explica parcialmente por factores aparentemente puntuales, se ha generado en un ambiente de presiones inflacionarias moderadas, pero generales. En estas circunstancias, la autoridad monetaria debe actuar con decisión, elevando las tasas de interés y conformando unas condiciones monetarias coherentes con el logro de las metas de inflación y con el crecimiento sostenido del producto y del empleo.

En lo que resta de la exposición se revisarán algunos de los desarrollos principales de la economía colombiana que conducen a esta conclusión. Inicialmente, se hará un breve recuento del comportamiento de la actividad productiva y de la sostenibilidad del crecimiento; luego se analizarán las fuentes de la aceleración de la inflación en 2007; a continuación se expondrá la relación entre tasas de interés e inflación y, por último, se concluirá con unos comentarios sobre las decisiones recientes de política monetaria.

## I. CRECIMIENTO ECONÓMICO

Para resumir la historia, concentrémonos en el comportamiento del producto en los doce meses más recientes. Desde el segundo semestre de 2006 la actividad económica general se ha acelerado; en efecto, los aumentos en la producción han sido tan altos como en los mejores años de las cuatro o cinco décadas pasadas.

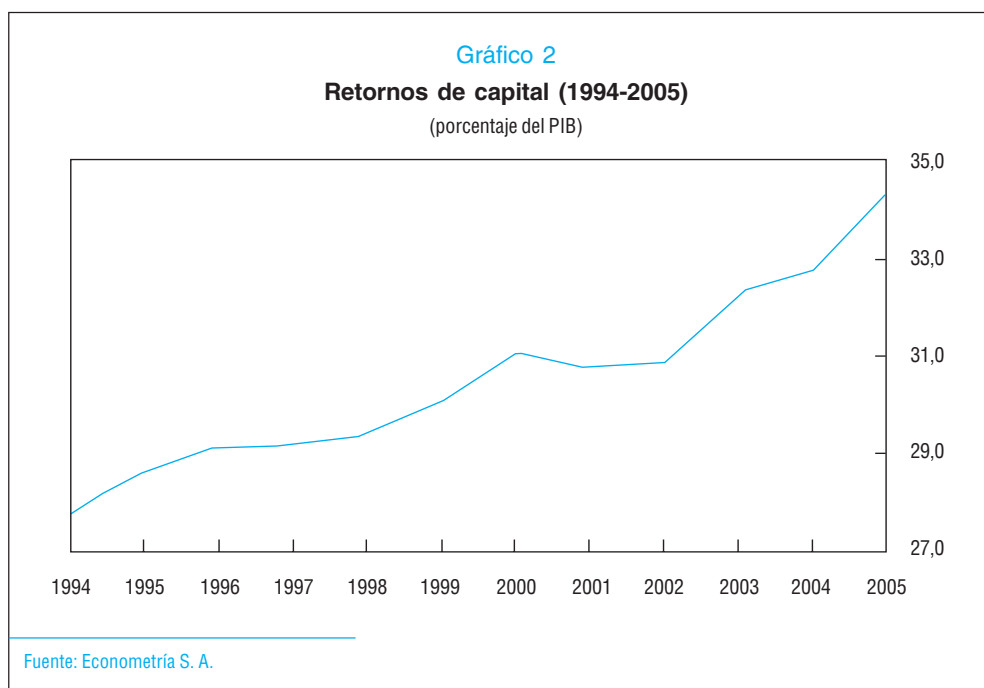
La expansión del producto interno bruto (PIB) en cada uno de los trimestres de la segunda mitad de 2006 y la primera de 2007 superó el 7%. Los incrementos del primer trimestre de este año han sido particularmente altos para la construcción de vivienda y las obras públicas, pero también sustanciales para la gran mayoría de las ramas de la industria manufacturera y el comercio. Todos estos sectores crecen a un ritmo que supera ampliamente su media histórica. La información disponible sugiere, además, que la misma tendencia ha continuado en los meses siguientes. Unos pocos sectores, como la minería y la agricultura, crecen a bajas tasas (Gráfico 1).



Como ocurre a menudo en períodos de bonanza, la demanda de automotores, electrodomésticos y otros bienes durables ha crecido fuertemente. La venta de carros durante el primer semestre fue de 123.000, más del 80% de lo vendido en conjunto con los bienes de consumo no durables y con los servicios. Desde mayo de 2006 hasta el mismo mes de 2007 el total de ventas del comercio ha crecido más del 10% real. El comportamiento de la industria es admirable y contrasta con lo que está ocurriendo en muchos otros países del mundo, donde la producción manufacturera se ha debilitado por la fuerte competencia de países con abundante mano de obra como China e India.

Adicionalmente, los retornos del capital han sido altos hasta 2005, según las cifras disponibles más recientes; y todo parece indicar que también lo han sido en 2006 y 2007 (Gráfico 2). Aunque el peso se ha apreciado fuertemente frente al dólar, las exportaciones continúan expandiéndose a tasas de dos dígitos, en especial las no tradicionales. Esto último refleja el efecto de condiciones externas particularmente favorables en Venezuela y otros socios comerciales, las presiones generalizadas a la depreciación del dólar, y los esfuerzos que ha hecho el sector privado colombiano por aumentar su productividad.

Por otra parte, el componente de tasa de interés real del costo de capital ha estado en un nivel históricamente bajo, aunque recientemente ha



subido de manera moderada (Uribe, 2007). La apreciación del peso abarata la importación de bienes de capital y el Gobierno ha ofrecido incentivos tributarios a la inversión.

Naturalmente, las empresas colombianas, en especial las manufactureras, han respondido a los factores descritos, aumentando la inversión en maquinaria y equipo, lo cual amplía su capacidad productiva.

## ***II. LA SOSTENIBILIDAD DEL CRECIMIENTO***

Es un hecho, entonces, que la actividad productiva en lo corrido de 2007 mantiene un ritmo similar al que tuvo a finales de 2006: la gran mayoría de los sectores productivos atraviesan por un momento excelente. Para mejorar el nivel de vida de los colombianos es fundamental que las empresas crezcan e inviertan a tasas que sean sostenibles.

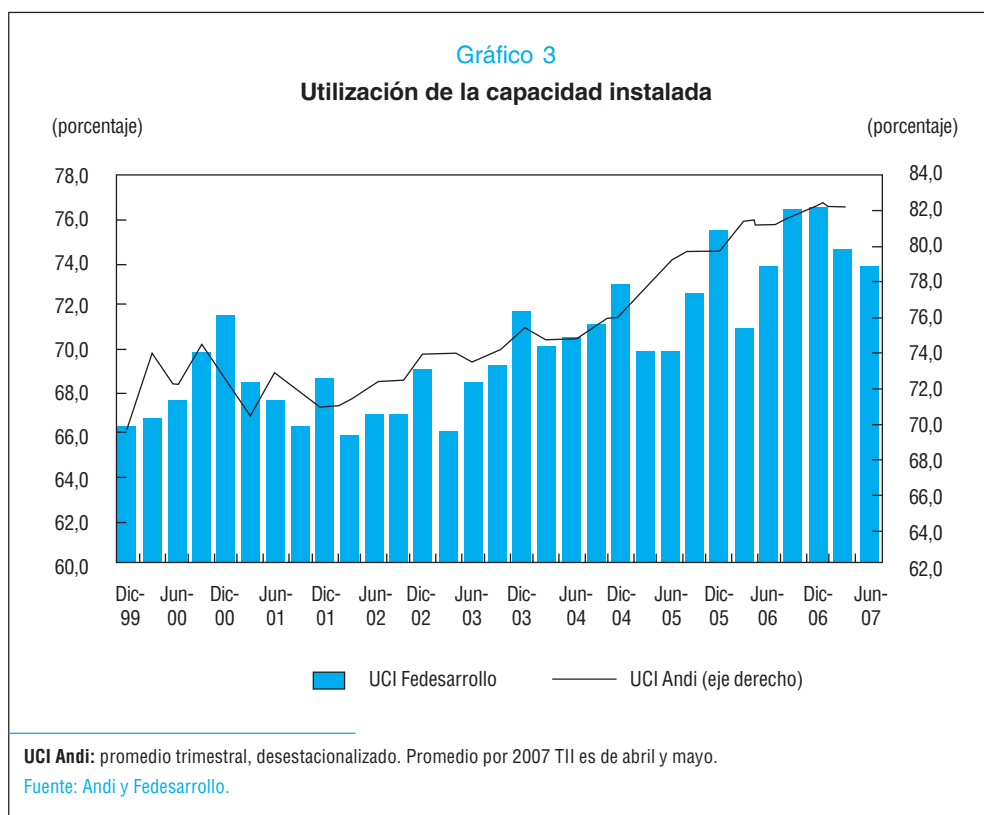
¿Cuándo puede el crecimiento económico ser insostenible? Esto ocurre cuando la demanda crece muy por encima de la capacidad productiva por un tiempo prolongado. Si existe exceso de gasto en la economía, y las tasas de interés se mantienen bajas, las empresas tienen el estímulo a invertir en proyectos de baja calidad, y los hogares el de gastar y endeudarse en exceso. Las inversiones de baja calidad inicialmente expanden la demanda, pero no ofrecen el incremento en la capacidad productiva requerido para satisfacer esa misma demanda; por ende, los precios de los bienes, servicios y activos aumentan. Si una situación de ese tipo se mantiene, la inflación se acelera de manera continua y las burbujas en los precios de los activos incrementan la vulnerabilidad del sistema financiero. Tarde o temprano, estas tendencias aumentan las primas de riesgo y las tasas de interés.

Luego, cuando las tasas de interés suben, las inversiones de baja calidad realizadas en el período de bonanza resultan poco rentables, lo cual a futuro puede drenar las ganancias de las empresas durante un buen tiempo. Similarmente, las familias que tomaron préstamos a tasas de interés variables se dan cuenta de que no fue sabio gastar y endeudarse tanto porque no pueden pagar la deuda cuando la tasa de interés supera la tasa vigente al momento de haber tomado sus préstamos. Eso también frena la capacidad de consumo futuro y golpea negativamente los balances del sistema financiero.

Lo anterior es evidente en el caso de la propiedad raíz, donde la inversión está motivada más por las ganancias de capital que por el flujo corriente de ingresos. Aunque también puede suceder en otros sectores. No podemos olvidar lo que pasó en Colombia después del fuerte crecimiento del gasto en los años noventa. La repetición de ese tipo de experiencias debe evitarse al máximo.

¿Cómo saber si el actual crecimiento de la economía y del gasto es insostenible? Hay momentos en que es difícil juzgar si la demanda excede, o amenaza con exceder la capacidad productiva. Sin embargo, actualmente en Colombia el exceso de gasto, aunque moderado, es evidente. Cuando se emplean diversas técnicas estadísticas para analizar la diferencia entre el producto observado y el potencial (la brecha del PIB), todas ellas sugieren que el primero está superando el segundo entre 1 y 2,5 puntos porcentuales, y va en aumento. La mayoría de los indicadores de capacidad están en niveles históricamente altos (Gráfico 3).

Así mismo, y de manera más simple, las tasas de crecimiento del PIB están por encima de los promedios históricos del país: la tasa anual de



crecimiento del primer trimestre de este año (8%) fue la más alta para los primeros meses de un año desde que contamos con datos trimestrales. Una situación en donde el crecimiento económico excede su promedio histórico y la brecha del PIB aumenta difícilmente está exenta de riesgo inflacionario.

La alta tasa de crecimiento de las importaciones es otro indicador de que la demanda está sobrepasando la capacidad productiva. En Colombia, cuando el consumo y la inversión crecen rápidamente, se genera un fuerte incremento de las compras de bienes importados. Específicamente, cuando se percibe un efecto riqueza, o se tiene fácil acceso al crédito, los agentes gastan una mayor parte de sus ingresos en bienes producidos en el extranjero, especialmente en bienes durables. Aunque este fuerte aumento de las importaciones también refleja la compra de bienes de capital y materias primas para la industria, no deja de indicar un exceso de gasto en la economía.

Al observar los datos se encuentra que las importaciones nominales en dólares han presentado un crecimiento anual cercano al 24% desde mediados de 2006. Esta tasa es mucho más alta que el 17% de expansión promedio desde 1994. Las exportaciones también crecen bastante, pero menos que las importaciones, con lo cual el déficit de la cuenta corriente se ha incrementado cada trimestre desde 2006. En el primer trimestre de 2007 el déficit de cuenta corriente alcanzó el 4,25% del PIB, cifra no despreciable si tenemos en cuenta que los precios internacionales de buena parte de los principales productos colombianos de exportación están en niveles históricamente altos. Todo esto, junto con un alto consumo, sugiere exceso de demanda.

Por último, durante varios años consecutivos el crecimiento de los agregados monetarios superó ampliamente el del PIB nominal, en parte, debido a incrementos en la demanda de dinero (choque de demanda de dinero), con poco o ningún efecto en la inflación en la medida en que la gente mantuvo el dinero en sus portafolios. Sin embargo, a partir del segundo trimestre de 2006 se observó un fuerte crecimiento del crédito, al tiempo que disminuyeron las tasas de interés del mercado (choque de oferta de crédito). Las carteras de consumo y comercial llegaron a crecer a tasas anuales de 44% y 25% en junio, respectivamente, y la expansión de la hipotecaria también se aceleró. Esto significa que los bancos estuvieron dispuestos a ofrecer más crédito, a menor costo, incentivando fuertemente

el crecimiento del gasto en bienes, servicios y activos. Los cálculos del aumento real en los precios de la vivienda usada, por ejemplo, superan actualmente el 10% anual.

### ***III. INFLACIÓN***

La inflación ha estado afectada en los últimos meses por una variedad de factores especiales: las malas cosechas por los efectos climáticos del fenómeno de El Niño causaron un fuerte incremento en los precios de algunos alimentos en los primeros meses del año, en especial de los bienes agrícolas perecederos; además, las exportaciones de alimentos hacia Venezuela han generado en Colombia alzas significativas en los precios de la carne, los huevos y el pollo, entre otros.

Así mismo, la expansión de la demanda de alimentos en el mundo ha elevado sus precios en muchos países. Parte de este incremento se debe al uso de algunos cultivos en la producción de biocombustibles, fenómeno desatado por los altos precios del petróleo y los incentivos de algunos gobiernos a la producción de fuentes alternativas de energía.

Los precios de los alimentos han contribuido al aumento en la inflación cerca del 80%, la cual está actualmente en 5,77% luego de haber alcanzado 6,3% en abril. Del incremento total en la inflación en lo corrido del año hasta julio, según se muestra en el Cuadro 1, cerca de 47% se explica por el efecto de las exportaciones de alimentos a Venezuela; 21% por el fenómeno de El Niño, y 18% por la mayor demanda nacional de alimentos. Hace unos meses la mayor contribución provenía de El Niño. Aunque este año el impacto de los aumentos en los precios internacionales de los alimentos sobre la aceleración de la inflación ha sido negativo, en parte por la apreciación del peso —de acuerdo con el Gráfico 4, los precios internacionales de alimentos podrían continuar siendo fuente de presión inflacionaria—.

En consecuencia, no es correcto afirmar que el aumento en los precios de los alimentos se debe, principalmente, a condiciones temporales de oferta agropecuaria por el fenómeno de El Niño. En ese caso sería razonable esperar que dicha inflación se reversara por sí sola, como en efecto ha ocurrido a partir de mayo (Cuadro 1). Adicionalmente, los alimentos representan el 30% de la canasta familiar; con lo que necesitamos prevenir

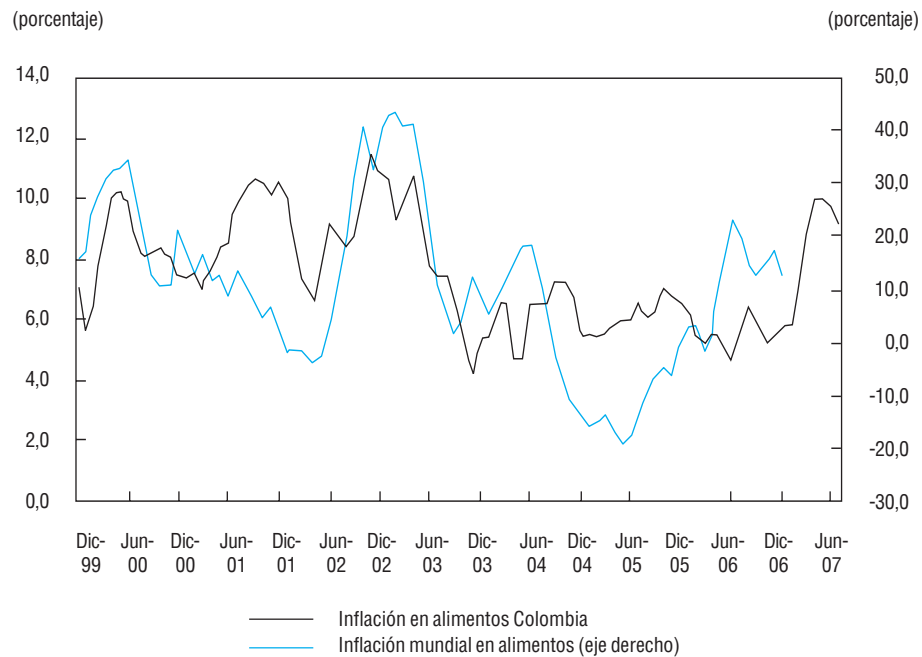


**Cuadro 1**  
**Descomposición de la inflación según presiones alcistas**

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual			Participación porcentual en la desaceleración mensual	Participación porcentual en la aceleración, año corrido
		dic-06	abr-07	jul-07		
Total	100,00	4,48	6,26	5,77	100,00	100,00
Sin alimentos	70,49	3,95	4,55	4,34	11,03	19,59
Transables	24,67	1,71	2,10	1,62	12,72	(2,20)
No transables	36,77	4,75	5,09	5,45	(37,46)	16,76
Regulados	9,04	6,12	7,74	6,62	35,77	5,03
Alimentos	29,51	5,68	10,04	8,93	88,97	80,41
Niño	7,15	2,79	9,40	5,86	40,96	21,64
Precios internacionales	5,35	9,62	10,73	7,70	31,40	(7,11)
Demanda interna	9,52	5,83	8,18	8,50	2,29	18,76
Venezuela	7,48	5,81	12,57	14,09	14,32	47,11

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

**Gráfico 4**  
**Inflación anual de alimentos en pesos**



Fuente: FMI y DANE, cálculos propios.

que los aumentos en sus precios se transmitan al 70% de la canasta restante. Debido a su alta participación, los aumentos en la inflación sin alimentos tienen un mayor impacto que el comparado con la inflación de alimentos.

La inflación anual sin alimentos pasó de 3,6% en junio de 2006 a 4,35% en julio de este año, y en el mismo período el promedio de los tres indicadores de inflación básica empleados por el Banco aumentó de 3,65% a 5%. Cabe destacar el comportamiento de los bienes no transables sin alimentos ni regulados, cuyos precios crecían 4,75% anual en diciembre y, ahora lo hacen al 5,45%, con una importante aceleración durante julio. Además, la fuerte apreciación del peso, la cual ha llevado a la inflación de bienes importados en el IPP a tasas negativas, no se ha transmitido de manera significativa a la inflación de bienes transables. Todo esto sugiere presiones de demanda sobre los precios, aún más si se tiene en cuenta que los incrementos en los alimentos probablemente han golpeado negativamente el gasto en otros bienes y servicios, impulsando así una presión a la baja en sus precios.

Además, las expectativas de inflación superan el límite superior del rango meta y han seguido de cerca el comportamiento de la inflación observada; por tanto, pueden alimentar el proceso inflacionario en la medida en que se reflejen en las negociaciones salariales, en las políticas de precios de las empresas y en la toma de decisiones en los mercados financieros. De igual manera, con expectativas que se adaptan al reciente comportamiento de la inflación, y superan las metas cuantitativas, será más difícil (costoso) el proceso de desinflación.

#### ***IV. TASAS DE INTERÉS, CICLO ECONÓMICO E INFLACIÓN***

Antes de concluir, es útil hacer unos comentarios generales sobre la relación entre las tasas de interés, el ciclo económico y la inflación. Cuando se estudia la historia de las fluctuaciones económicas de los países es evidente que los movimientos en las tasas de interés acompañan las variaciones en la actividad económica agregada. La explicación se encuentra en que los niveles de competencia en el mercado de crédito usualmente llevan a que las tasas de interés respondan a los excesos de oferta o de demanda en ese mercado.

Las tasas de interés tienden a aumentar cuando la expansión económica genera demandas de crédito que terminan superando la capacidad de oferta, y a disminuir cuando la contracción debilita la demanda de crédito relativa a la oferta disponible.

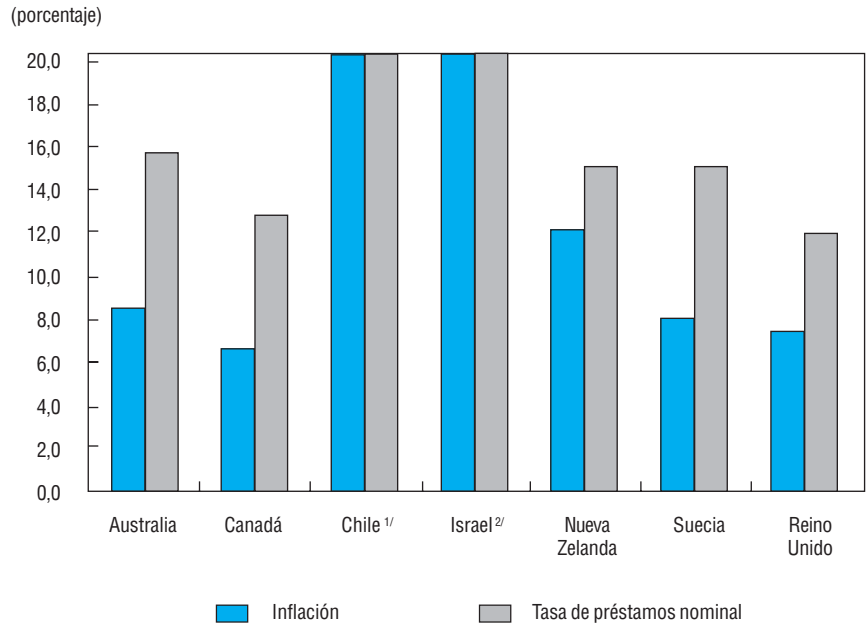
A su vez, los cambios en las tasas de interés en respuesta a estos excesos de demanda u oferta de crédito tienen un efecto estabilizador de la economía: por ejemplo, cuando la demanda agregada excede la capacidad productiva, los incrementos en las tasas de interés encarecen el crédito y limitan la expansión del gasto financiado con deuda. En contraste, si el crédito demandado en un período de fuerte expansión económica se satisface con las tasas de interés vigentes cuando la economía crece poco, lo cual puede lograrse mediante la creación de dinero en exceso por parte del banco central, la demanda agregada termina necesariamente superando la capacidad productiva y comienza a aumentar la inflación.

Por su parte, la evidencia histórica indica, más allá de cualquier duda, que inflaciones altas vienen acompañadas por tasas de interés altas. Para ilustrar esta relación, el Gráfico 5 muestra la inflación y las tasas de interés de préstamos de siete países que bajaron la inflación de un nivel promedio de 11% en los años ochenta, a menos de 3% en lo que va corrido de la presente década. Se observa que, cuando las economías tienen inflaciones altas, las tasas de interés nominal y real también son altas, y viceversa. En particular, para esta selección de países, en promedio, las tasas de interés fueron 19% nominal y 8% real en los años ochenta, con inflaciones de dos dígitos; mientras en la década actual, con estabilidad de precios, han sido 6% nominal y 3% real. Un comportamiento similar se observa en una muestra más amplia de países.

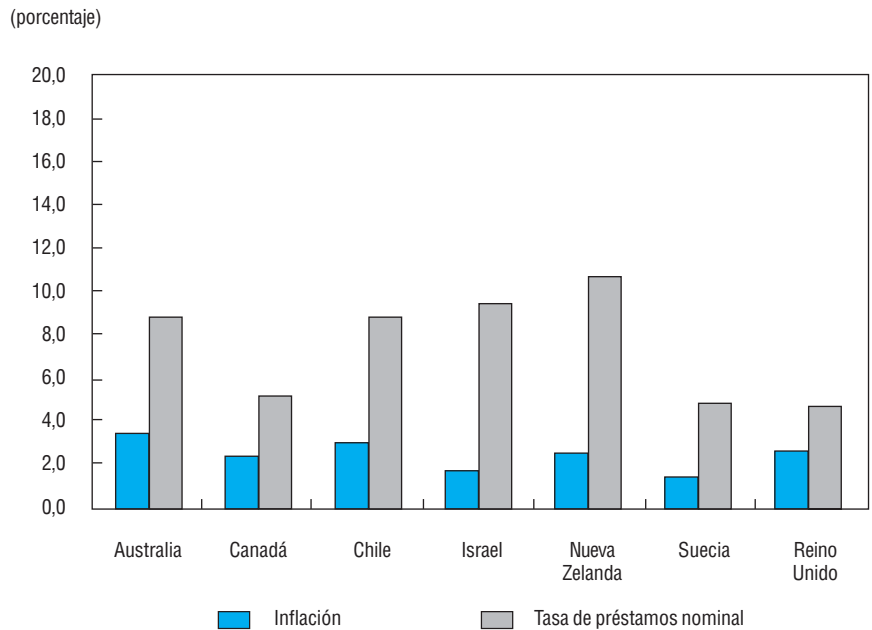
En cuanto a la tasa de interés nominal, la intuición del resultado descrito fue expuesta hace más de ochenta años por un gran economista, Irving Fisher, y es fácil de entender: las expectativas de inflación entran en los cálculos de los acreedores y los deudores. Los acreedores conocen que el principal de su préstamo será pagado en el futuro con pesos de menor valor y, por tanto, para asegurar una tasa real de retorno razonable buscan tasas de interés altas. Los deudores, por su parte, se resisten menos al incremento en el costo del crédito cuando anticipan que el principal del préstamo será pagado en pesos más baratos.

Gráfico 5  
Inflación y tasas de interés de préstamos

Promedio 1980-1989



Promedio 2000-2006



<sup>1/</sup> Inflación 21%, tasa de préstamos 40%.

<sup>2/</sup> Inflación 130%, tasa de préstamos 220%.

Fuente: FMI, estadísticas económicas y financieras, varios años.

Además, cuando sube la inflación aumenta el riesgo de mantener bonos y otros papeles de largo plazo. Como cabe esperar, la mayor prima de riesgo se manifiesta en niveles más altos de tasas de interés nominal y real. En síntesis, para alcanzar y mantener una inflación baja y estable es necesario que las tasas de interés suban cuando la economía se dirija o se encuentre en la parte alta del ciclo económico. A su vez, teniendo en cuenta un horizonte de mediano plazo, solo las perspectivas de una inflación baja y estable pueden crear el ambiente propicio para una reducción importante y sostenida de las tasas de interés. En consecuencia, y aunque para algunas personas pueda parecer contraintuitivo, los incrementos en las tasas de interés, cuando la economía gasta por encima de su capacidad productiva, contribuyen a tener a lo largo de todo el ciclo económico unas tasas de interés nominal y real promedio inferior, lo cual estimula la inversión y el crecimiento sostenido del producto y el empleo (para más detalle, véase Uribe, 2007).

## **VI. CONCLUSIÓN**

Durante los años cincuenta y sesenta reconocidos economistas argumentaron que los aumentos de la inflación eran un precio bajo a pagar por una mayor tasa de crecimiento del producto y el empleo. Algunos, incluso, llegaron a afirmar que un poco de inflación le daba energía a la economía y promovía su crecimiento.

Esa fue una doctrina desastrosa: mientras la inflación sube lentamente cuando la economía comienza a operar con un exceso de gasto agregado, si éste no se corrige a tiempo la inflación se acelera y siembra raíces destructivas en todo el sistema económico. Inicialmente se desarrolla un estado de euforia, donde los llamados a la prudencia son rechazados por los sectores de la sociedad con menor visión de largo plazo; sin embargo, posteriormente la inflación empieza a distorsionar las decisiones de ahorro e inversión, a deteriorar las prácticas administrativas y financieras y a generar desequilibrios financieros y reales, a crear una atmósfera especulativa y a subir las tasas de interés. Todo esto termina reduciendo la capacidad de la economía para crecer y generar empleo productivo, al tiempo que propicia una redistribución injustificada del ingreso y de la riqueza.

En Colombia la inflación se aceleró en los primeros cuatro meses de 2007 y se sitúa por encima del punto medio del rango meta. Sólo una parte de este aumento obedece a condiciones temporales de oferta agropecuaria por el fenómeno de El Niño; el resto responde a choques de demanda que amenazan con aumentos persistentes en la inflación futura y con desequilibrios que pueden comprometer la sostenibilidad del crecimiento económico. En consecuencia, desde abril de 2006 la respuesta de política monetaria ha sido la de aumentar la tasa de interés de intervención del Banco de la República en 325 puntos básicos y, a partir de mayo de 2007, complementar esos incrementos con un encaje marginal promedio de 24% sobre los pasivos del sistema bancario.

Los incrementos en las tasas de interés del Banco han sido graduales y moderados. En términos reales, después de 13 aumentos, de 25 puntos básicos cada uno, la tasa de interés de política en Colombia es inferior a la de países como Brasil, Nueva Zelanda y Australia; similar a la de Inglaterra, y solo un poco superior a la de Perú, Chile y México, entre otros. Todas estas economías cuentan con tasas de inflación inferiores a la nuestra, pero a diferencia de Colombia, algunas están creciendo por debajo de su promedio histórico.

Así mismo, si bien las tasas de interés activas y pasivas han aumentado recientemente de manera significativa, las tasas de interés reales más representativas, como las de crédito de consumo, comercial e hipotecario, están ahora en niveles moderadamente superiores a las observadas en abril de 2006. Este comportamiento en forma de *U* de las tasas de interés reales refleja, en parte, el choque de oferta de crédito en el segundo semestre de 2006, la aceleración de la inflación, y los efectos de la disminución de las tasas de interés de usura en el primer trimestre de 2007.

Lo importante es, sin embargo, que las acciones de política monetaria están mostrando resultados en la dirección esperada: el crédito crece a un menor ritmo; lo mismo ocurre con el crecimiento de los agregados monetarios; y la gente percibe un banco central que toma decisiones técnicas y persevera en su esfuerzo por situar la inflación y sus expectativas en una senda coherente con las metas trazadas. Todo esto llevará a que el crecimiento de la demanda interna se modere, a que la inflación se dirija a las metas y a que la economía se expanda a una tasa que sea

sostenible. Como se ha expuesto en diversas ocasiones, necesitamos reducir la inflación y alcanzar la estabilidad de precios, no solo como un objetivo en sí mismo, sino también como un medio para que la economía crezca y genere empleo a tasas altas y sostenibles.

*José Darío Uribe E.*  
*Gerente General\*\**

---

## *REFERENCIA*

Uribe, J. D. «Tasas de interés y crecimiento económico sostenido», intervención en el seminario Desempeño económico de 2007 y perspectivas para 2008, ANIF-Fedesarrollo, Medellín, julio 5 de 2007.

---

\*\* Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco y son de la responsabilidad del Gerente General.