

REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

Bogotá, D. C., marzo
de 2003 - No. 46

EDITORA:
Diana Margarita Mejía A.

ISSN
0124-0625

REPORTES DEL EMISOR es una publicación del Departamento de Comunicación Institucional del Banco de la República.

Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

REPORTES DEL EMISOR puede consultarse en la página web del Banco de la República:
www.banrep.gov.co
(Ruta de acceso:
Información Económica/Documentos e Informes/Reportes)

Diseño:
Asesores Culturales Ltda.



Crecimiento, inflación y política monetaria*

La política monetaria sí puede hacer una contribución indirecta al crecimiento económico de largo plazo si logra y mantiene la estabilidad de los precios. Con ello, se elimina una fuente básica de confusión e incertidumbre, y un impuesto distorsionante que grava con mayor intensidad a los más pobres.

A partir de la segunda mitad de la década pasada, las tasas de crecimiento que venía experimentando la economía colombiana, alrededor del 5% anual, disminuyeron significativamente. En el período de 1997 a 2002, el crecimiento real promedio del país fue de solo 0,93% y en el año 2002 la economía creció a una tasa de 1,65%. La desaceleración del crecimiento económico también se ha observado en otras economías latinoamericanas. Para citar solo un ejemplo, en Chile, la economía de la región más exitosa en las últimas décadas, la tasa de crecimiento del producto se redujo de alrededor del 7% anual en el período de 1985 a 1997, a cerca del 3% en los años de 1998 y 2001.

La caída generalizada del crecimiento real de las principales economías de América Latina sugiere la existencia de un choque externo negativo común a la región. El choque ha afectado tanto el mercado de bienes como el financiero. En el mercado de bienes, el efecto del sector externo se refleja en la baja en los precios de algunos productos de exportación de gran importancia para la economía colombiana, como el café, y en la caída en la demanda de nuestros productos en la economía de los Estados Unidos y Venezuela. En el mercado financiero, los efectos negativos del entorno internacional se manifiestan en el encarecimiento o la escasez de crédito externo, o la salida de capitales

* Reseña del documento del mismo nombre presentado en el Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso, julio de 2002.

nacionales. Con dificultades de acceso a los mercados internacionales por parte de las personas y empresas colombianas, aunado a la poca profundidad y liquidez del mercado nacional de capitales, la contracción del crédito proveniente del exterior y del mercado financiero, ha venido acompañada de una caída en la tasa de crecimiento del producto superior a lo explicado exclusivamente por el deterioro en los términos de intercambio colombianos.

Sin embargo, el choque externo negativo y su propagación asociada al bajo desarrollo y profundidad del sistema financiero no explican en su totalidad el bajo nivel del producto per cápita colombiano ni la reciente reducción de la tasa de crecimiento de la economía. Las causas de estos fenómenos tienen su origen en una variedad de factores, algunos asociados a los determinantes del crecimiento económico de largo plazo, y otros que tienen que ver con el ciclo económico. La política monetaria, sin embargo, ha tratado de maximizar el crecimiento del producto, estimulando el gasto agregado y alcanzando tasas decrecientes de inflación en un marco de inflación objetivo.

La economía colombiana adolece de dos tipos de debilidades. La primera se refiere al crecimiento del producto potencial, el cual parece haber disminuido en las últimas décadas. El papel de la política monetaria en este frente es disminuir el nivel y la volatili-

dad de la inflación, con lo cual mejora la eficiencia en la asignación de recursos y las decisiones de ahorro e inversión. La segunda, se relaciona con el bajo crecimiento del gasto agregado. Esto lleva a que la economía funcione por debajo de su capacidad. En este caso, el efecto de la política monetaria sobre el gasto agregado es directo, incidiendo sobre el nivel de las tasas de interés y el consumo y la inversión de los hogares y las empresas. La Junta Directiva del Banco de la República ha venido contribuyendo al mayor crecimiento económico con logros en dos frentes: reduciendo de manera significativa el nivel y la variabilidad de la tasa de inflación, y suministrando liquidez abundante a bajas tasas de interés. Con ello ha contribuido también a la reducción del servicio de la deuda del Gobierno, los hogares y las empresas.

El crecimiento de la economía colombiana, sin embargo, no es satisfactorio. Desde 1998, el único año en que el producto real creció por encima de la población fue el año 2000. Esto es especialmente preocupante debido a que la mejor forma de aumentar el nivel de vida de la población, en especial de los más pobres, es crecer a altas tasas. Así mismo, diferentes estudios muestran que existe una relación positiva entre el crecimiento económico y la reducción de los niveles de pobreza. Las causas del bajo crecimiento colombiano se encuentran, principalmente, en la vulnerabilidad de la economía a

los choques negativos provenientes del sector externo, en el fuerte crecimiento del gasto público y su bajo grado de eficiencia, en la debilidad y el bajo desarrollo y profundización del sistema financiero, en la situación de violencia y en factores institucionales asociados, entre otros, con la falta de efectividad del Estado y del sistema judicial.

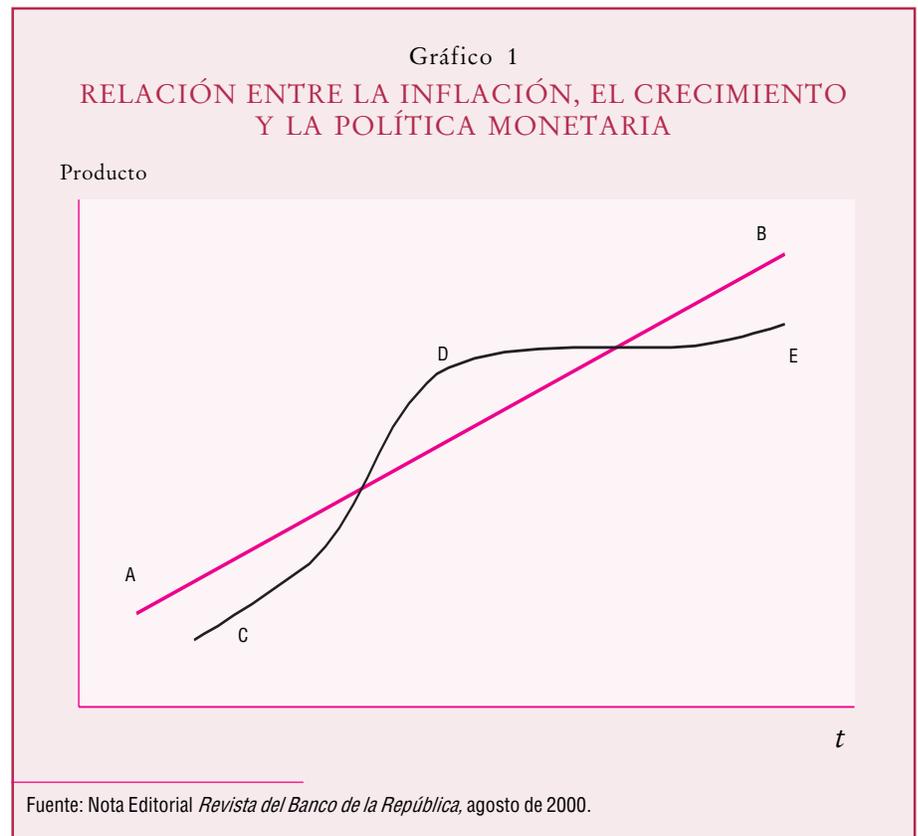
Conceptos básicos de la relación entre crecimiento, inflación y política monetaria

La relación entre la inflación, el crecimiento económico y la política monetaria puede ilustrarse inicialmente con el uso del Gráfico 1. Este gráfico representa la interpretación tradicional del ciclo económico y la forma en que muchos economistas entienden la relación entre la inflación y el crecimiento en el corto y en el largo plazo. La línea recta AB indica el crecimiento potencial (a capacidad plena) de la economía. Este crecimiento está determinado por factores de oferta, principalmente, por el crecimiento de la fuerza laboral y su calidad educativa, el aumento del capital físico, la eficiencia general en la asignación y administración de sus recursos productivos, la capacidad de absorción de la información tecnológica, la calidad de sus instituciones judiciales y el grado de apertura o exposición a la competencia. Por su parte, la curva CDE representa

el comportamiento observado de la economía, el cual puede implicar la existencia de desviaciones transitorias, de corto plazo, de la producción respecto a su valor de tendencia.

La idea central derivada del diagrama es que si la demanda agregada de la economía excede la línea AB (su capacidad de oferta), la inflación tiende a aumentar. Similarmente, si la demanda es inferior a los valores representados en la línea AB, la inflación tiende a bajar. Esto significa que cuando la demanda es inferior a la oferta, como en los puntos C y E, es posible que la economía crezca a una tasa mayor, al tiempo que la inflación disminuye o no se acelera.

La política monetaria, entonces, no puede contribuir de manera directa a un aumento de la capacidad de oferta de la economía. Esta última depende de los factores reales antes anotados. Sin embargo, la política monetaria sí puede hacer una contribución indirecta al crecimiento económico de largo plazo si logra y mantiene la estabilidad de los precios. Con ello, se elimina una fuente básica de confusión e incertidumbre, la ocasionada por la variabilidad de los precios, y un impuesto distorsionante que grava con mayor intensidad a los más pobres y afecta negativamente la calidad de las decisiones económicas, la capacidad competitiva de la producción nacional y los incentivos al ahorro y la inversión. Además, la inflación impide la profun-



dización del mercado de capitales.

De otra parte, la política monetaria puede afectar la demanda real, el empleo y el crecimiento económico de corto plazo cuando, como es usual, existen rigideces de precios y salarios o ajustes no instantáneos en las expectativas de los agentes. En estas condiciones, los aumentos en la cantidad de dinero que afectan los precios con mayor rapidez que a los salarios, reducen el salario real e incentivan temporalmente la oferta de la economía. Así mismo, los cambios en la cantidad de dinero que superen los incrementos en los precios, aumentan la demanda real y estimulan la actividad productiva. Así, en la medida en que exista capaci-

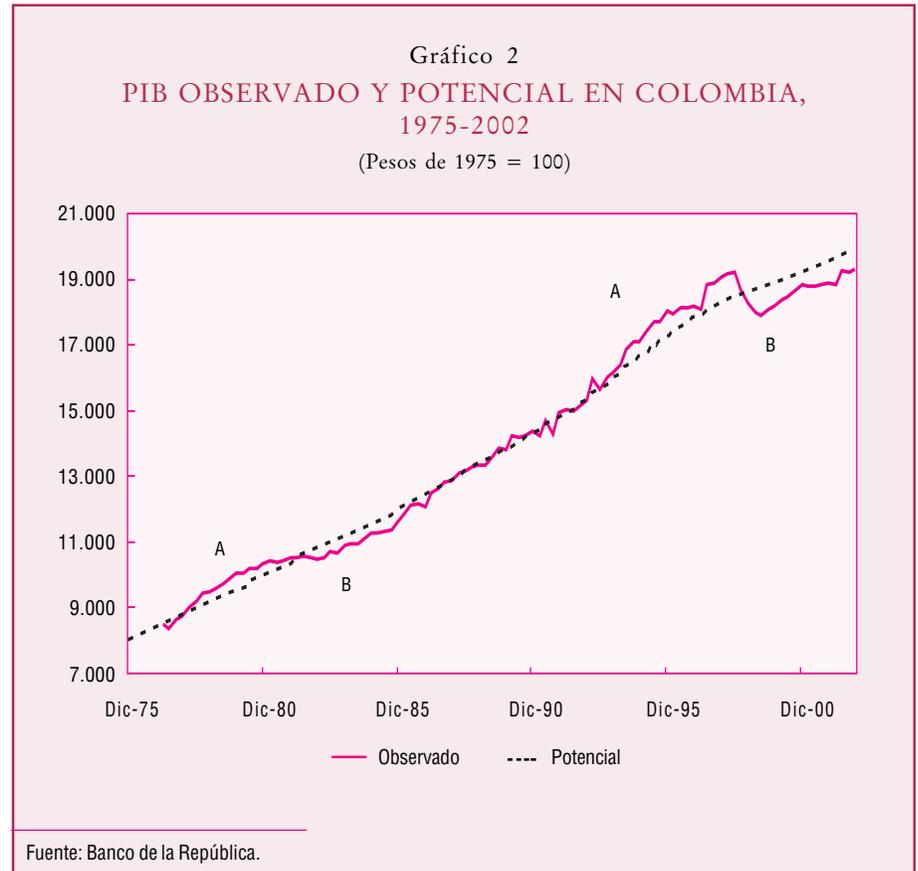
dad ociosa de los factores de producción y la política monetaria sea expansiva, la reducción de las tasas de interés y el suministro abundante de liquidez primaria promueve la recuperación productiva y la generación de empleo. En contraste, cuando la economía funciona por encima de su nivel de capacidad, una expansión monetaria adicional acelera la inflación y crea desequilibrios macroeconómicos insostenibles.

El nivel de inflación de una economía no solo depende de la diferencia entre el producto observado y el producto potencial, sino también de las expectativas de los agentes económicos y la credibilidad de las políticas del banco central. La existencia de

recesión no es una condición necesaria ni suficiente para la reducción de la tasa de inflación. Que no es una condición necesaria lo ilustra claramente la experiencia reciente de Chile y Brasil. Las caídas en la inflación en esos países vinieron acompañadas de una aceleración en sus tasas de crecimiento. En contraste, las fuertes recesiones de Ecuador en 1998, y Argentina en 2002, han estado acompañadas de una fuerte aceleración en sus tasas de inflación.

En economías abiertas o semi-abiertas, la capacidad de la política monetaria para afectar la demanda agregada tiene limitaciones, independientemente del régimen cambiario vigente.

Con un sistema de tasa de cambio fija o semi-fija, la expansión monetaria en exceso de la demanda de dinero obliga a la intervención del banco central mediante la venta de reservas internacionales. Esto drena la liquidez excesiva de la economía, anulando los efectos iniciales. Por su parte, en una economía con un sistema de tasa de cambio flotante, las expansiones monetarias excesivas aceleran la devaluación de la moneda local y, a través de ella, aumentan el nivel y las expectativas de inflación. Las mayores expectativas de devaluación e inflación presionan al alza las tasas de interés y contraen el gasto agregado; así, expansiones monetarias excesivas pueden terminar en mayor inflación y menor crecimiento del produc-



to y el empleo, sin capacidad alguna para reducir la tasa de interés real en el mediano o en el largo plazo.

El Gráfico 2 presenta una estimación de la descomposición del producto interno bruto colombiano entre su tendencia de largo plazo, o producto potencial, y el ciclo económico, para el período de 1975 a 2002. Las letras A muestran momentos en que la economía funcionó por encima de su producción potencial. En esos años, la inflación se aceleró y/o la tasa de cambio real se apreció y la cuenta corriente de la balanza de pagos registró altos déficit. Los puntos B son años en que el producto observado se situó por

debajo de su tendencia de largo plazo, o nivel potencial. Esos son años de caídas en la inflación y/o correcciones de los desequilibrios macroeconómicos y devaluación de la tasa de cambio real. Las transiciones de A a B son dolorosas, con caídas en el crecimiento, debilitamiento del sector financiero y aumentos en las tasas de desempleo. Más importante aún, el gráfico muestra, después de 1998, una economía que crece por debajo de un nivel potencial que aumenta a una tasa menor que la registrada en el pasado. Esto sugiere problemas en el proceso de crecimiento económico de largo plazo, y en el ciclo de corto plazo. ■