

Tasas de interés y crecimiento económico sostenido

Por: José Darío Uribe¹

I. Introducción

- A continuación voy a referirme a una idea que parece estar tomando fuerza en el país y tiene dos elementos principales:
 1. La economía está creciendo muy bien, entre otras razones, por haber tenido en el pasado bajas tasas reales de interés.
 2. En la medida en que la Junta Directiva del Banco de la República sube sus tasas de interés y encarece el crédito, compromete el crecimiento económico y la expansión de la inversión.
- La primera proposición es incontrovertible: la economía colombiana creció en 2006 el 6.8% y, en el primer trimestre de este año, 8%. La inversión, por su parte, lleva cuatro años creciendo a tasas de dos dígitos y, como proporción del PIB, podría alcanzar este año el nivel más alto desde la segunda mitad de los años 20s. Las tasas de interés bajas y la abundancia de liquidez en la economía contribuyeron a este proceso, en conjunto con unas condiciones externas especialmente favorables y la mejora en los niveles de confianza en el país.

¹ Gerente General del Banco de la República. Intervención en el Seminario Macroeconómico y Sectorial ANIF- FEDESARROLLO “Desempeño Económico de 2007 y Perspectivas para 2008”, realizado en la ciudad de Medellín el 5 de julio de 2007.

- La segunda proposición es, sin embargo, incorrecta. Para entender esto, en las tres secciones siguientes de la presentación voy a ocuparme de manera general de tres temas:
 1. La relación entre la inflación y ciclo económico, y su implicación para el manejo de las tasas de interés de los bancos centrales.
 2. La relación entre la inflación, los niveles de tasas de interés y la estabilidad del producto.
 3. Los efectos de unas tasas de interés artificialmente bajas sobre la inversión.

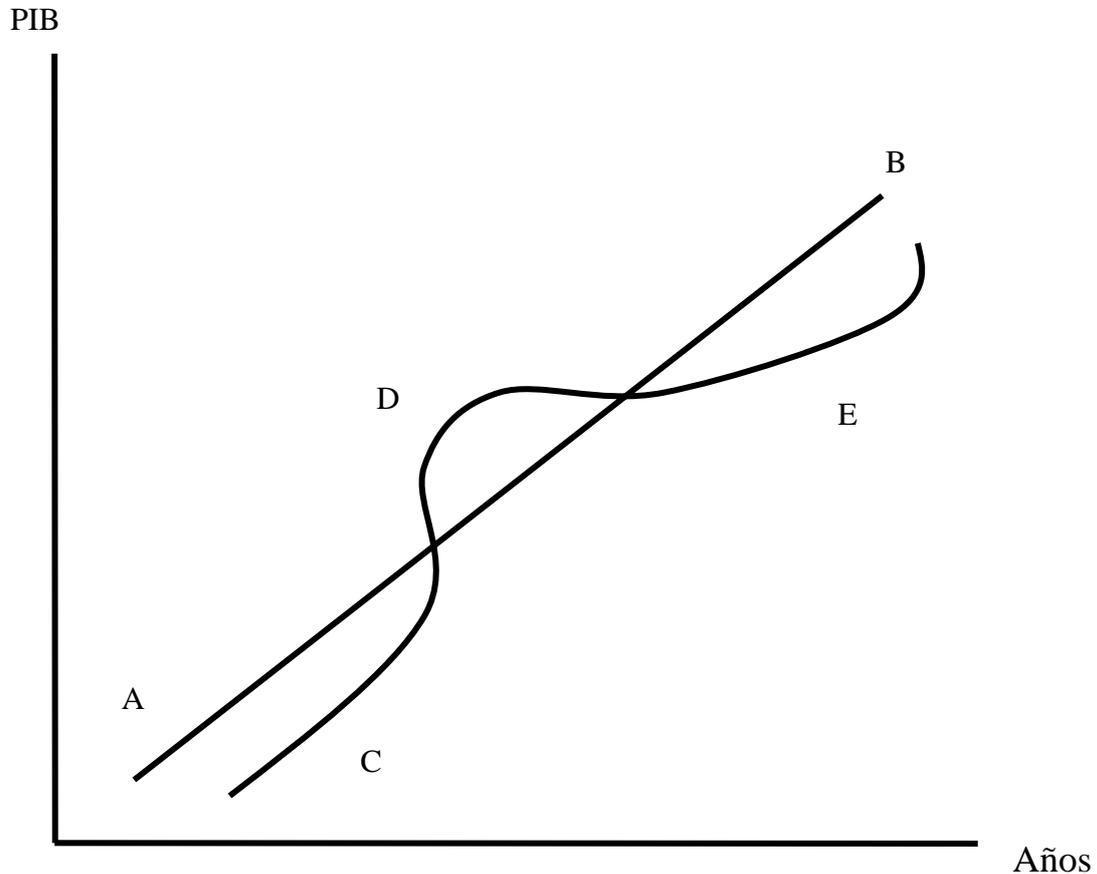
Con base en las consideraciones anteriores haré unas breves anotaciones sobre la necesidad e importancia de que la Junta Directiva del Banco, comenzando en abril de 2006, haya subido las tasas de interés de intervención del Banco en 300 puntos básicos. El énfasis estará en el efecto de las tasas de interés sobre la inversión y la sostenibilidad del crecimiento.

II. Inflación, ciclo económico y tasas de interés

- La relación entre el ciclo económico y la inflación es fácilmente explicable a partir del Gráfico 1. La línea recta AB representa la capacidad de la economía de ofrecer bienes y servicios en el mediano plazo sin que la inflación aumente. La curva CDE refleja la demanda. Así, cuando la demanda excede la capacidad productiva de la economía, como en el punto D, la inflación tiende a subir. Similarmente, cuando la capacidad de producción es mayor

que la demanda, como en los puntos C o E, existe capacidad productiva ociosa y la inflación tiende a disminuir.

Gráfico 1. El ciclo económico



- ¿Qué debe hacer la política monetaria en la parte baja del ciclo, esto es, en los puntos C o E del gráfico, donde la economía está funcionando por debajo de su capacidad productiva? La respuesta es, siempre y cuando las expectativas de inflación no superen fuertemente de las metas, bajar las tasas de interés para estimular el consumo y la inversión. De otra manera la inflación continuará cayendo y se situará por debajo del objetivo cuantitativo definido por el banco central e, incluso, de no reducirse las tasas de interés, la economía puede llegar a exhibir deflación.

- Por su parte, ¿qué debe hacer la política monetaria en la parte alta del ciclo económico, esto es, en un punto como D del gráfico anterior, donde la economía está funcionando por encima de su capacidad productiva? La respuesta es simétrica: aumentar las tasas de interés para reducir el crecimiento del consumo y la inversión. De otra manera, la inflación aumentará continuamente y se desviará de las metas.
- En otras palabras, los banqueros centrales nos la pasamos la mayor parte del tiempo tratando que la demanda crezca, en relación con la capacidad productiva, a tasas coherentes con la estabilidad de precios. Esto lo hacemos, principalmente, ajustando las tasas de interés a las que le presta o pide prestado a corto plazo al sistema financiero y esto, a su vez, afecta otras tasas de interés y las decisiones de gasto. Por supuesto, otros factores diferentes a la diferencia entre la demanda y la capacidad productiva de la economía afectan la inflación en el corto plazo, tales como cambios en la oferta de productos agrícolas por factores climáticos temporales, variaciones abruptas y temporales en la tasa de cambio, o modificaciones en los niveles de aranceles. Sin embargo, más allá de este tipo de influencias temporales o de una sola vez sobre el nivel de precios, las ideas básicas ilustradas con el gráfico 1 se mantienen.
- Adicionalmente, es importante recordar que el efecto de la política monetaria sobre el gasto y la inflación toma tiempo. En Colombia y en otros países se calcula que el efecto de variaciones en la tasa de interés sobre el gasto toma entre seis meses y un año, y el efecto sobre la inflación puede tardar entre 18 y 24 meses antes de ver su

impacto total. Esto significa que, cuando los bancos centrales ajustan sus tasas de interés, la decisión se toma no sólo con base en el estado actual de la economía sino, además, considerando las presiones inflacionarias en el futuro (uno o dos años después).

- Todo lo anterior me sirve para enfatizar en esta primera parte de la presentación dos ideas:
 1. Para alcanzar y mantener una inflación baja y estable la política monetaria debe ser simétrica. En particular, los bancos centrales deben estar dispuestos a permitir reducciones en el crecimiento de la demanda cuando las perspectivas apuntan a que la inflación supere las metas, al tiempo que deben facilitar una mayor expansión del gasto con menores tasas de interés cuando la inflación proyectada se encuentre por debajo de las metas.
 2. El efecto de la política monetaria sobre la inversión y el consumo debe ser analizado teniendo en cuenta la totalidad del ciclo económico. Cuando se espera que la economía se sitúe en la parte baja del ciclo (ej. entre en recesión), los bancos centrales bajan las tasas de interés para estimular el consumo y la inversión productiva y evitar que la inflación caiga por debajo de las metas. En ese momento la política monetaria está ayudando a quienes necesitan recursos de crédito para financiar nueva inversión o suavizar su consumo. De forma similar, cuando se espera que la economía se sitúe en la parte alta del ciclo (ej. entre en un período de bonanza insostenible), los bancos centrales aumentan las tasas de interés para

desincentivar el consumo y la inversión improductiva o ineficiente. Considerando todo el ciclo económico, los dos efectos se compensan uno a otro, suponiendo que el banco central ha calculado correctamente el crecimiento sostenible de la economía. La política monetaria no tiene sesgo alguno en contra de usar el crédito para invertir o suavizar el consumo.

III. Inflación, nivel de tasas de interés y estabilidad del producto

- Paso ahora muy brevemente a ilustrar la siguiente idea: una inflación baja y estable contribuye a tener tasas de interés reales bajas y fluctuaciones económicas menos pronunciadas. Conceptualmente, inflaciones bajas y estables permiten reducir el riesgo inflacionario y alcanzar por esta vía menores tasas de interés reales de largo plazo. Así mismo, por diseño, los esquemas de inflación objetivo como el empleado en Colombia, buscan suavizar el producto alrededor de su nivel de tendencia y evitar fluctuaciones excesivas de la actividad económica.
- Las siguientes cuatro gráficas muestran para siete países las tasas de inflación y de interés promedio, y las volatilidades de la inflación, del crecimiento y de las tasas nominales y reales de interés. Estas economías adoptaron el esquema de inflación objetivo a comienzos de los años noventa y han logrado mantener tasas de inflación bajas y estables por un buen número de años (Australia, Canadá, Chile, Israel, Nueva Zelanda, Suecia y Reino Unido²). En particular, las

² Pétursson (2004)

gráficas 2 y 3 muestran los datos promedio para el período comprendido entre 1980 y 1989, y las 4 y 5, el mismo tipo de datos para los años 2000 a 2006. Los principales resultados que se derivan de estas gráficas son los siguientes:

1. En los años 80, los países analizados tenían altas tasas de inflación y de interés. El promedio ponderado de inflación fue de cerca del 11%³, y de las tasas de interés para los préstamos, 19%. Por su parte, la elevada inflación y su variabilidad acompañaban una alta volatilidad del crecimiento y de las tasas de interés, nominales y reales. ¡Para tener una idea de la escala, nótese que incluso una desviación estándar de sólo 2 puntos porcentuales puede significar que la tasa de interés anual tenga un 95% de probabilidad de terminar estando 4% por encima, o por debajo, de la media! Con esa clase de incertidumbre la planeación financiera era difícil, especialmente para aquellas personas con menores recursos.
2. En lo corrido de la presente década, la inflación en estos países ha sido baja, alrededor de 2 o 3%, y las tasas de interés de los préstamos han caído significativamente (a 6% en promedio). Además, la inflación no sólo es baja, sino también mucho más estable en todos los siete países. El crecimiento, en general, también se ha estabilizado, y las tasas de interés, nominales y reales se han anclado firmemente en niveles significativamente más bajos que antes. Conclusiones similares se encuentran si se emplea una muestra más amplia de países.

³ Ponderado por PIB en dólares.

Gráfico 2. Inflación y tasas de préstamos (promedio 1980 – 1989)

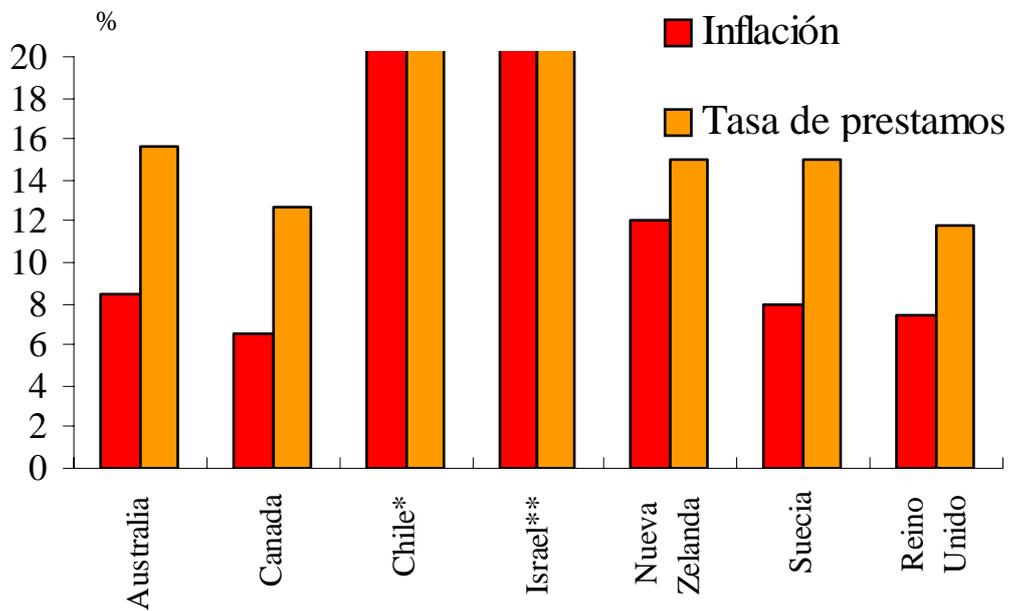
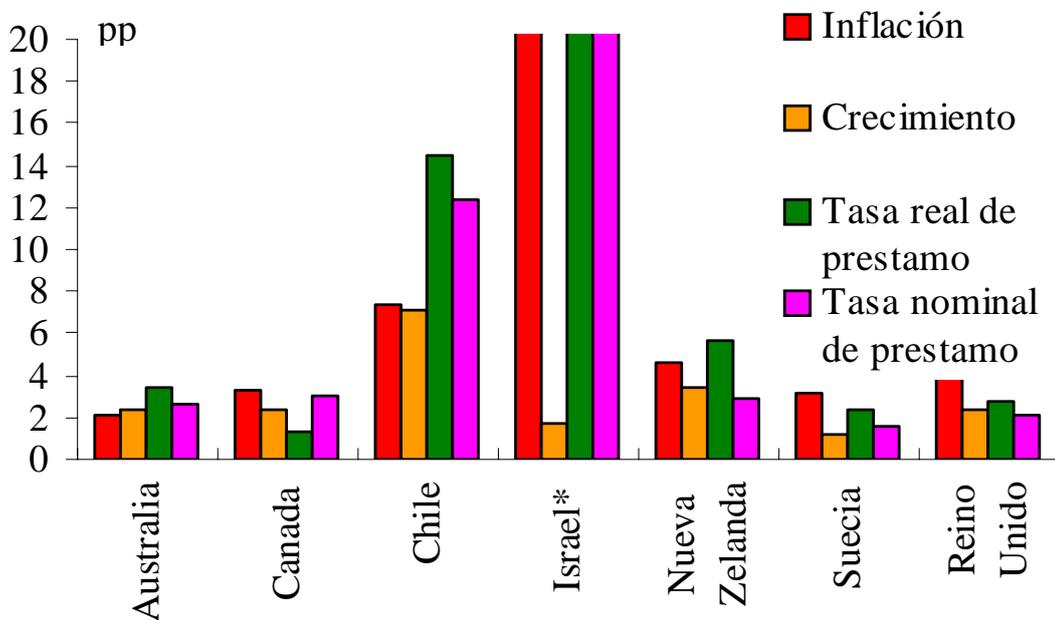


Gráfico 3. Volatilidad de inflación, crecimiento, tasa nominal y real de interés (1980-1989)



FMI Estadísticas económicas y financieras

Nota: Inflación (en precios de consumo), Tasa de préstamos (para hogares).

Nota: *Chile inflación =21% y tasa de préstamos = 40%; **Israel 130% y 220% respectivamente

Nota: Medida por la desviación estándar no condicional. *Israel sd tasa de préstamos nominal =138pp y sd tasa de préstamos nominal = 253pp

Gráfico 4. Inflación y tasas de préstamos (promedio 2000-2006)

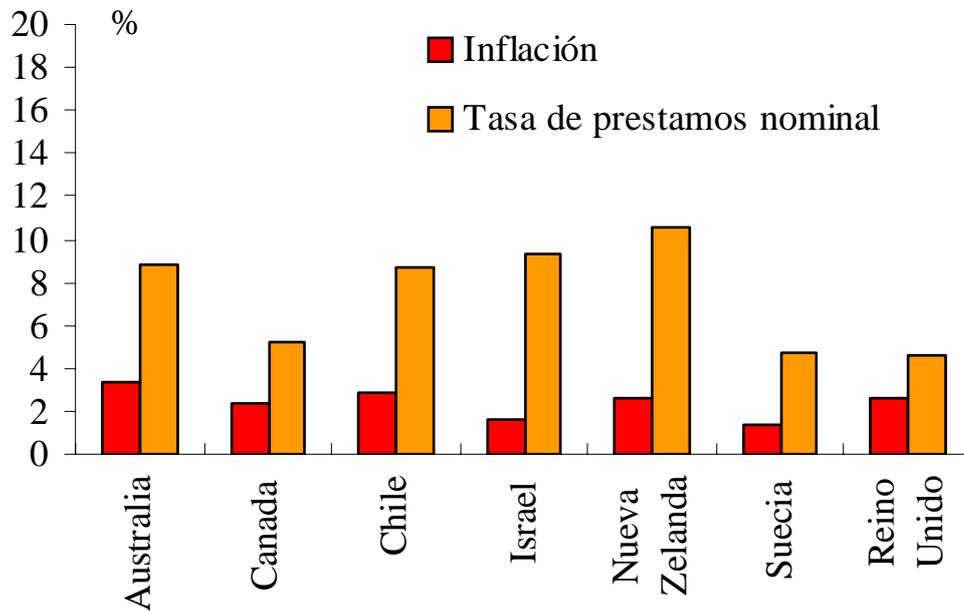
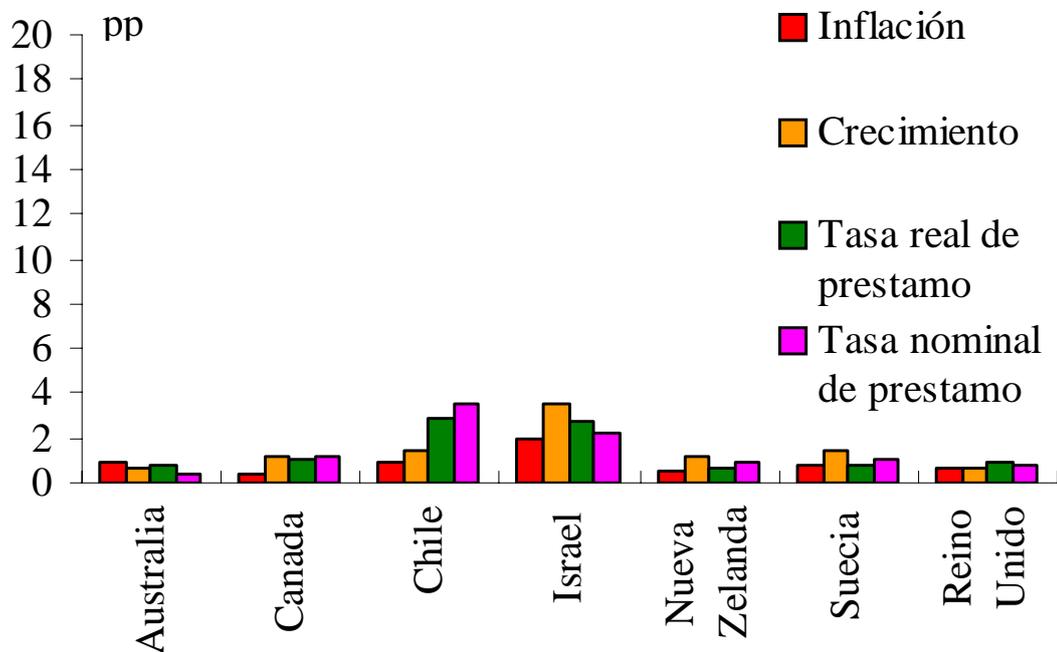


Gráfico 5. Volatilidad de inflación, crecimiento, tasa nominal y real de interés (2000-2006)



Fuente: FMI Estadísticas económicas y financieras

Nota: Inflación (en precios de consumo), Tasa de préstamos (para hogares).

- Esperamos también alcanzar esto en Colombia. Como lo he dicho previamente (Uribe, 2007), la inflación baja y estable beneficia enormemente a las firmas y a los hogares. Y para alcanzar y mantener una inflación baja y estable es necesario que las tasas de interés suban cuando la economía se dirige o se encuentra en la parte alta del ciclo económico; esto es, cuando la demanda puede llegar a exceder la capacidad productiva de la economía.

IV. Tasas de interés artificialmente bajas e inversión

- En la sección previa vimos como una inflación baja y estable contribuye a mantener un crecimiento económico sin fuertes fluctuaciones, y unas tasas de interés relativamente bajas y estables (vis a vis los niveles observados cuando la inflación es alta e inestable). En la medida en que las tasas de interés son un determinante fundamental de la inversión productiva, una inflación baja y estable contribuye al crecimiento de largo plazo de la economía.
- Además, en la sección 2 vimos cómo el efecto del manejo de las tasas de interés del banco central sobre la inversión debe ser analizado teniendo en cuenta todo el ciclo económico. Cuando la economía amenaza con ir a recesión o crece muy poco, las tasas de interés de los bancos centrales bajan para estimular la inversión, y cuando se dirige a que el gasto exceda la capacidad productiva y aumente por ese concepto la inflación, los bancos centrales suben las tasas de interés y encarecen el crédito. En el ciclo completo estos dos

efectos se compensan uno a otro, y la política monetaria anti-cíclica posibilita que la economía funcione con una inflación baja y estable.

- Lo anterior significa entonces que, cuando la economía se dirige a la parte alta del ciclo económico, o se encuentra en él, el aumento en las tasas de interés favorece el crecimiento de la inversión y el producto de largo plazo. Esto ocurre porque se mantienen tasas de inflación bajas y estables, y, por esta vía, tasas de interés reales bajas en el largo plazo. Además, ayuda a que la economía funcione sin grandes fluctuaciones del producto y el empleo.
- Por otro lado, si en la parte alta del ciclo económico el banco central persiste en mantener una tasa de interés artificialmente baja afecta negativamente la inversión y el crecimiento sostenibles, no solo a través de las consecuencias negativas de una mayor inflación, sino también del efecto adverso de las bajas tasas de interés sobre la productividad y la eficiencia de la inversión.
- La idea básica es la siguiente: el mantener el costo del dinero y el crédito artificialmente bajo afecta negativamente el crecimiento de largo plazo de la economía debido a que, al igual que ocurre con cualquier otro precio distorsionado, el resultado es un uso del crédito también distorsionado. Más específicamente, un costo del crédito artificialmente bajo incentiva a la gente a realizar inversiones excesivas en las empresas o en propiedad raíz, en lugar de analizar si dichas inversiones son realmente productivas en un horizonte de mediano y largo plazo. Adicionalmente, si el crédito está artificialmente barato, la tentación es a endeudarse en exceso,

incrementando así el riesgo financiero de la economía y comprometiendo de esa forma la sostenibilidad del crecimiento.

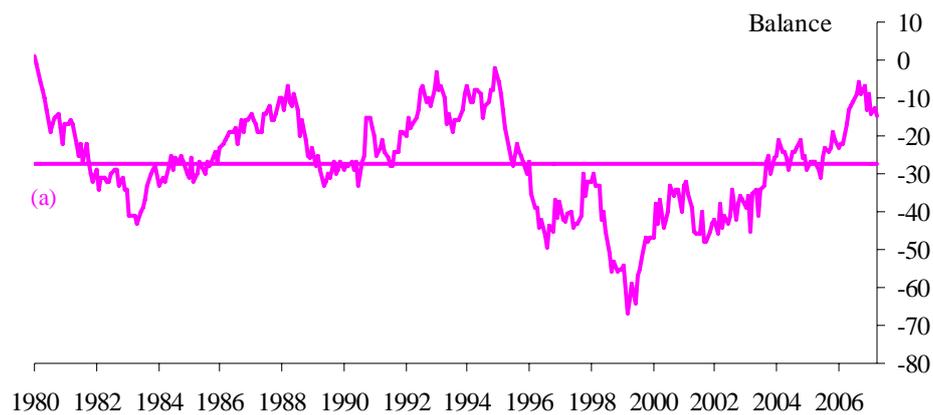
- A todo esto puede agregarse el efecto de una tasa de interés artificialmente baja sobre el precio de los activos, y a través de este canal sobre el ahorro y la inversión. Cuando la inflación sube porque el banco central trata de mantener una tasa de interés artificialmente baja puede generar una bonanza no sostenible en el precio de los activos. Esto ocurre en la medida en que los agentes económicos tratan de preservar sus ahorros invirtiendo en activos no financieros, como la propiedad raíz. Los precios de estos activos aumentan rápidamente. Esto tiene el peligro de que tarde o temprano esas bonanzas de activos explotan y sus precios caen fuertemente, golpeando el patrimonio de los individuos y del sistema financiero. Así mismo, cuando el público comienza a colocar sus ahorros en activos especulativos para protegerse o beneficiarse de la inflación, la capacidad productiva de la economía se debilita. En contraste, si la inflación es baja y estable la economía muy probablemente podrá crecer de manera sostenible y estable.

V. Aplicación a la coyuntura colombiana.

- ¿Qué tiene que ver todo lo anterior con la coyuntura económica colombiana? La respuesta es: mucho. Veamos.
- Al observar los datos actuales para Colombia, numerosos indicadores nos dicen que la economía puede haber entrado a la parte alta del ciclo. Las medidas de excesos de capacidad en las firmas, están casi todas en niveles elevados (véase, por ejemplo, el Gráfico 6). El consumo de los hogares también está creciendo a un ritmo rápido,

estimulado por un incremento en el ingreso real disponible y por una enorme expansión del crédito.

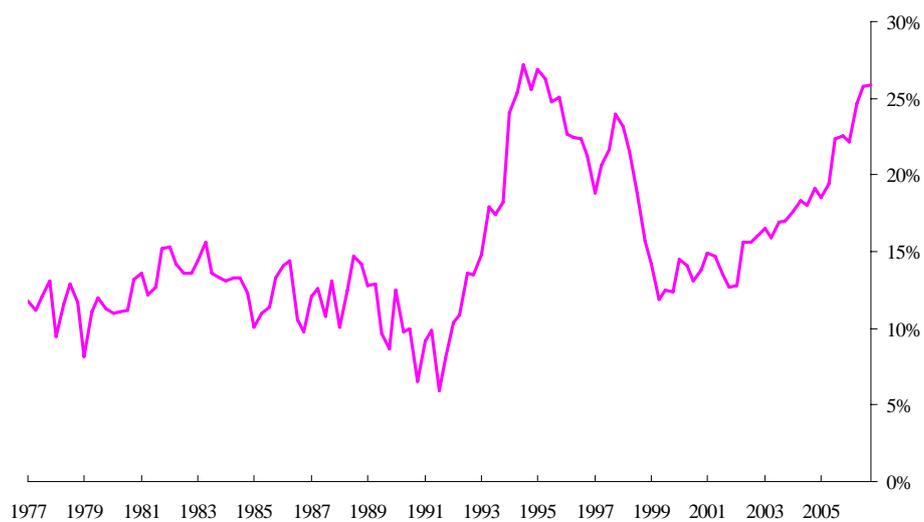
Grafico 6. Demanda esperada frente a la capacidad instalada (mensual)



Fuente: Fedesarrollo

Nota: (a) Promedio desde marzo 1980

Grafico 7. Inversión total como porcentaje del PIB

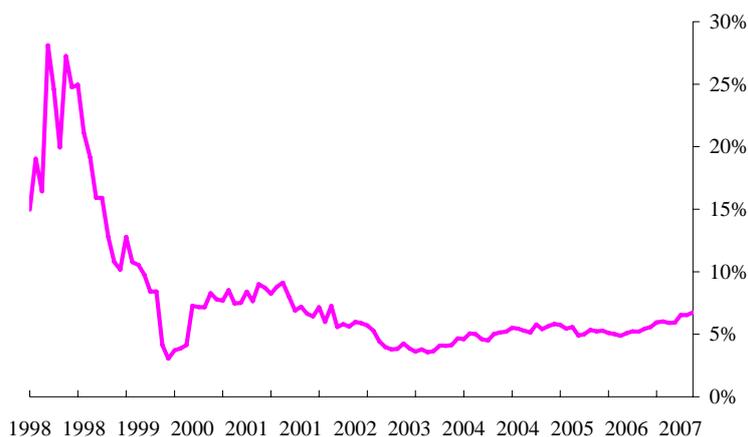


Fuente: DNO y DANE, cálculos de Banco de la Republica

- Por su parte, como se aprecia en el Gráfico 7, la inversión también está creciendo a un ritmo fuerte. Desde luego que la inversión de alta calidad aumenta la capacidad productiva de la economía, y esto es algo deseable. Pero, como vimos antes, la inversión puede crecer a tasas excesivas, en el sentido de que parte de ella sea de baja productividad o en activos especulativos. Uno de los hechos destacados de la economía colombiana es que pocas veces ha logrado mantener la inversión como proporción del PIB por encima del 20% durante más de tres años consecutivos. Esto sugiere que parte de las inversiones realizadas en las épocas de alto crecimiento terminaron siendo no rentables, o insostenibles. Para no ir muy lejos en el tiempo, recuérdese la inversión en edificación y en transporte durante la bonanza de mediados de los noventa, cuando las licencias de construcción alcanzaron niveles record y el país importó cantidades enormes de camiones.⁴ Con el tiempo se vio que mucha de la propiedad construida durante esa época, y parte de la inversión en material de transporte, no pudo proveer los retornos suficientes para financiar sus costos, lo cual contribuyó, en el caso de la construcción, a la crisis financiera de finales del siglo XX.
- En este contexto, la Junta Directiva del Banco de la República ha estado aumentando progresivamente la tasa de interés de política desde abril de 2006. Es de esperar que uno de los efectos de esta política sea el de mantener el costo real de la inversión suficientemente alto como para disuadir inversiones no rentables e insostenibles: el Gráfico 8 muestra una simple medida de la tasa de interés real que probablemente enfrentaron los inversionistas de las grandes empresas en Colombia. Podemos ver, sin embargo, que esta tasa ha estado aumentando lentamente desde comienzos de 2006.

⁴ Cárdenas y Badel (2003), Uribe y Vargas (2002).

Gráfico 8. Tasa real preferencial *ex post*



Nota: Tasa preferencial menos inflación medida por el IPC sin alimentos

Nota: Esta medida es diferente a la medida del costo real del capital. No está ajustada al IVA y a subsidios, ignora el costo de la financiación de inversiones realizadas por instituciones diferentes a bancos. También debe ser ajustada al precio real del capital, de mano obra y de las expectativas de inflación *ex ante*.

- Considérese lo que podría pasar en un futuro si se mantuvieran tasas reales de interés bajas durante el actual período de fuerte crecimiento. Los agentes económicos podrían verse motivados a invertir en proyectos de baja calidad, que son inversiones que no añaden mayor valor agregado a la capacidad productiva de la economía. Sin inversión de buena calidad, la fuerte demanda generada por los hogares se reflejaría en precios más elevados a medida que las firmas transfieren los mayores costos. Las tasas de interés para los ahorradores también se mantendrían por un período excesivo en niveles reales nulos o incluso negativos con el reciente aumento de la inflación. Los hogares muy probablemente comenzarían a invertir en activos riesgosos para tratar de preservar el valor real de su riqueza. Los costos de este crecimiento insostenible se observarían más tarde, y serían elevados. Las malas

inversiones actuarían como un lastre sobre los beneficios de las firmas y los presupuestos de los hogares por muchos años, tal como ha ocurrido en otros episodios en el pasado.

- En síntesis, aún si es una buena noticia que la inversión en Colombia se ha recuperado después de la última recesión, alcanzando elevadas tasas de crecimiento, no es completamente seguro que toda la nueva inversión genere adiciones a una capacidad productiva de buena calidad. La respuesta correcta de la política monetaria a la amenaza de inflación durante este acelerado periodo de expansión es la de aumentar la tasa de interés, hasta que veamos que la inflación ha retornado a una senda compatible con las metas establecidas. Eso es precisamente lo que hemos hecho. Desde luego, para decisiones futuras, se mantendrá un escrutinio riguroso para determinar si las tasas de interés alcanzan el nivel adecuado que asegure conseguir el objetivo fundamental de mantener una inflación baja y contribuir a estabilizar la economía.

VI. Conclusión

- Los miembros de la Junta somos concientes de que las firmas y los hogares en Colombia enfrentan muchos riesgos e incertidumbres. Los responsables de política monetaria deben hacer todo lo que esté a su alcance para limitar esa incertidumbre en el ambiente financiero. Lo mejor que un banco central puede hacer para promover un crecimiento sostenible y una buena calidad de la inversión, es establecer tasas de interés adecuadas para alcanzar una inflación baja y estable. Esto significa que la política monetaria tiene que anticiparse y ser contra-cíclica. Guardando esas características, las decisiones que la Junta ha venido tomando recientemente sobre tasas de interés promoverán la estabilidad monetaria, y el máximo crecimiento económico sostenible.

Apéndice

Tabla 1. Primeros países en adoptar metas de inflación (1980-1989)

	Crecimiento		Inflación		Tasa real de préstamo		Tasa nominal de préstamo	
	Promedio	Volatilidad (StD)	Mean	StD	Mean	StD	Mean	StD
Australia	3.4	2.4	8.4	2.1	7.3	3.4	15.7	2.6
Canadá	3.0	2.4	6.5	3.3	6.2	1.3	12.7	3.0
Chile*	3.7	7.1	21.4	7.4	18.7	14.5	40.0	12.4
Israel**	3.3	1.7	129.7	122.2	89.9	137.5	219.5	252.5
Nueva Zelanda	2.7	3.5	12.0	4.6	3.5	5.6	15.0	2.8
Suecia	2.3	1.2	7.9	3.1	7.0	2.4	15.0	1.6
Reino Unido	2.4	2.4	7.4	4.5	4.3	2.7	11.8	2.2

Tabla 2. Primeros países en adoptar metas de inflación (1990-1999)

	Crecimiento		Inflación		Tasa real de préstamo		Tasa nominal de préstamo	
	Promedio	StD	Promedio	StD	Promedio	StD	Promedio	StD
Australia	3.3	1.8	2.7	2.1	7.9	1.9	10.6	2.9
Canadá	2.7	2.4	2.3	1.6	5.4	1.7	7.7	2.5
Chile	6.2	3.6	11.0	7.4	11.2	4.4	22.3	10.0
Israel*	5.4	1.9	10.3	5.2	8.9	2.2	19.3	4.2
Nueva Zelanda	2.8	2.4	2.0	1.5	9.5	1.4	11.6	2.1
Suecia	2.0	2.2	3.1	3.7	7.2	2.2	10.3	4.3
Reino Unido	2.3	1.7	3.6	2.3	4.1	1.0	7.7	3.0

Tabla 3. Primeros países en adoptar metas de inflación (2000-2006)

	Crecimiento		Inflación		Tasa real de préstamo		Tasa nominal de préstamo	
	Promedio	StD	Promedio	StD	Promedio	StD	Promedio	StD
Australia	3.1	0.6	3.3	0.9	5.5	0.8	8.8	0.5
Canadá	3.0	1.2	2.3	0.4	2.8	1.0	5.2	1.2
Chile	4.4	1.5	2.9	0.9	5.8	2.9	8.6	3.5
Israel	3.4	3.5	1.7	1.9	7.7	2.7	9.3	2.2
Nueva Zelanda	3.1	1.1	2.6	0.5	7.9	0.6	10.6	1.0
Suecia	2.9	1.4	1.4	0.8	3.3	0.8	4.7	1.0
Reino Unido	2.7	0.7	2.6	0.6	2.0	0.9	4.6	0.8

Fuente: FMI Estadísticas económicas y financieras

Nota: Inflación (en precios de consumo), Tasa de prestamos (para hogares).

Referencias

Cárdenas, Mauricio y Alejandro Badel, (2003) *La crisis de financiamiento hipotecario en Colombia: causas y consecuencias*, Documento de Trabajo No. 500. Departamento de Investigación, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C.

Pétursson, Thórarinn G., (2004) *Formulation of inflation targeting around the world*, Central Bank of Iceland, Monetary Bulletin 2004/1, 57-84

Uribe Escobar José Darío, Vargas Herrera Hernando, (2002) *Financial reform, crisis and consolidation in Colombia*, Borradores de Economía no 2004

Uribe Escobar José Darío, (2007) *Algunas consideraciones sobre la política monetaria y el mercado de capitales*, Medellín, Mayo 10
http://www.banrep.gov.co/documentos/presentaciones-discursos/Uribe/2007/mercado_capitales.pdf