

# Meta de inflación, crecimiento y política monetaria

Por José Darío Uribe<sup>1</sup>

## I. Introducción

Agradezco a las directivas de la Asociación Bancaria y, en particular, a Patricia Cárdenas y a Carlos Alberto Sandoval, la invitación a participar en esta nueva edición del Simposio de Mercado de Capitales.

Me referiré, inicialmente, al objetivo de la política monetaria y a la forma como ésta opera. A continuación haré unos breves comentarios sobre la evolución reciente de la economía colombiana, y sus perspectivas. La conclusión une algunas de las consideraciones de las secciones anteriores con la decisión de la Junta del Banco de elevar en un cuarto de punto porcentual las tasas de interés de intervención.

## II. El objetivo de la política monetaria

El objetivo final de la política monetaria es contribuir a que la economía logre el máximo crecimiento sostenible del producto y del empleo, y de esa forma ayudar al mejoramiento del nivel de vida de los colombianos. A su vez, como lo enseña la experiencia, para maximizar el crecimiento

---

<sup>1</sup> Gerente General del Banco de la República. Intervención en el XVIII Simposio de Mercado de Capitales. Las apreciaciones aquí expuestas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva

sostenible de la economía se necesita alcanzar y mantener una inflación baja y estable.

La inflación, medida con el índice de precios al consumidor, lleva casi seis años en cifras de un dígito y en la actualidad se encuentra cerca del 4%. Estas cifras contrastan con las observadas en los años 70, 80 y buena parte de los 90, cuando la inflación se situó entre el 18% y el 32%.

La inflación alta impuso costos para los colombianos:

- Muchos recursos fueron destinados a protegernos de la inflación.
- Las tasas de interés fueron altas y variables.
- Las inversiones y el crédito tendieron a ser a plazos cortos.
- Las negociaciones salariales fueron difíciles.
- La especulación fue una práctica común.
- Los ingresos y los ahorros se erosionaban a medida que la inflación subía.
- La represión financiera se acentuaba cuando la inflación se aceleraba.
- Las bonanzas provenientes de impulsos monetarios sostenidos llevaron a incrementos en la inflación que luego terminaron en desaceleraciones fuertes del producto y el empleo.

Con la inflación alta el país perdió eficiencia productiva y en los años 90 tuvo especial dificultad para enfrentar los retos provenientes de la globalización.

En contraste, con menos de seis años de inflación de un dígito, y a pesar de que aún no hemos llegado a nuestra meta de inflación de largo plazo (entre el 2% y el 4%), algunos de los beneficios de reducir la inflación ya son evidentes. Entre estos, y sin pretender tener una lista completa, se encuentran los siguientes:

- La reducción de las tasas de interés real y nominal.
- El debilitamiento de los mecanismos de indexación.
- El aumento en la credibilidad del banco central.
- La menor persistencia de la inflación.
- La menor respuesta de la inflación a los movimientos de la tasa de cambio.
- El estímulo a la eficiencia y la profundidad del sistema financiero.
- El aumento de los niveles de consumo e inversión.

Lo anterior se manifiesta ya en beneficios claros y significativos para los colombianos, entre los que quisiera destacar los siguientes:

- La fuerte reducción en las tasas de interés del crédito hipotecario y, por ende, el aumento del número de familias con acceso al financiamiento para adquirir vivienda.
- El mayor acceso al crédito y la ampliación de los plazos de pago, con lo cual se estimula, entre otros, la inversión en proyectos a largo plazo.

- El impulso al desarrollo del mercado de capitales y, en particular, del mercado de bonos público y privado.
- El mejoramiento de las relaciones laborales en la medida en que se reduce la incertidumbre sobre la tasa de inflación en el futuro.
- El ahorro de recursos que antes se destinaban a defendernos de las consecuencias negativas de la inflación.
- El debilitamiento de inversiones especulativas y, por tanto, el mayor espacio para inversiones productivas generadoras de empleo y riqueza.
- La mayor capacidad del Banco de la República para evitar movimientos exagerados en la tasa de cambio, al reducir el costo de la intervención esterilizada.
- El permitir la implementación de una política monetaria contra-cíclica cuando sea necesario, y sin comprometer el logro de las metas de inflación.
- El aumento en la competitividad de la producción nacional.

La lección que estamos aprendiendo los colombianos es que la inflación baja y estable es la mejor contribución que puede hacer la política monetaria al buen funcionamiento de la economía, lección que en las últimas décadas han aprendido también muchos otros países.

### **III. El funcionamiento de la política monetaria**

El principal instrumento de la política monetaria son las tasas de interés de intervención del Banco de la República. Cambios en estas tasas generan

movimientos en las tasas de interés a más largo plazo, las cuales, eventualmente, llevan a variaciones de la tasa de cambio e inciden en los movimientos de los precios de los activos como la propiedad raíz, las acciones y los bonos. Todo esto afecta las decisiones de gasto y endeudamiento y, de esa forma, la demanda agregada. Cuando el crecimiento en la demanda se aleja del crecimiento de la capacidad productiva de la economía, cambia la inflación y las expectativas de inflación.

El punto central que deseo enfatizar es que el proceso de transmisión de los cambios en la tasa de interés de intervención del Banco de la República a la inflación, toma mucho tiempo. En Colombia hemos calculado que ese período es de uno a dos años y medio. Esto significa que los banqueros centrales tenemos que mirar hacia adelante y tomar decisiones con base en proyecciones de la inflación y su desviación frente a las metas.

Teniendo en cuenta lo anterior, la regla de decisión de política monetaria de los bancos centrales que han adoptado la estrategia de inflación objetivo es la siguiente: si se proyecta que el crecimiento de la demanda agregada frente al de la oferta puede llevar a que en el futuro la inflación y las expectativas de inflación se sitúen por encima de la meta, el banco central eleva sus tasas de interés. Esto con el fin de quitarle impulso a la demanda y evitar que en el futuro se genere un exceso de gasto en la economía que lleve a que la inflación se desvíe de las metas y se creen desequilibrios macroeconómicos. En contraste, si se proyecta que el crecimiento de la demanda agregada frente al de la oferta puede llevar a que

en el futuro la inflación y las expectativas de inflación se sitúen por debajo de la meta, el banco central baja sus tasas de interés. Esto con el fin de contribuir a impulsar la demanda y evitar que en el futuro se generen excesos de oferta y desempleo de recursos.

Nótese, entonces, dos ideas que se derivan de las forma como opera la política monetaria. La primera es que resulta perfectamente natural que cuando la economía vaya bien, los banqueros centrales decidan subir las tasas de interés, y que esto, en lugar de dañar el crecimiento, lo fortalece.

Me explico: mientras más se demore en actuar el banco central cuando las condiciones de la economía pueden llevar a que en el futuro la inflación se desvíe por encima de la meta, más agresivo tendrá que ser después el aumento de las tasas de interés para retomar el control de la inflación. Este incremento fuerte de las tasas de interés genera una volatilidad en la inflación, la tasa de cambio y el producto que puede ser evitada por la autoridad monetaria actuando oportunamente. La volatilidad excesiva en las variables lleva a una pérdida del crecimiento del producto y del empleo.

La segunda es que el nivel de las tasas de interés debe evaluarse teniendo en cuenta tanto la fase de contracción como la fase de expansión del ciclo económico. Cuando la economía opera en la fase baja del ciclo, o en recesión, o se dirige a ella, las tasas de interés se reducen para estimular la economía y evitar que la inflación se sitúe por debajo de las metas. Cuando la economía opera en la fase alta del ciclo, o se dirige a ella, las

tasas de interés aumentan. En el ciclo completo de los negocios, los dos efectos tienden a compensarse uno a otro, suponiendo que el banco central ha calculado las presiones inflacionarias o deflacionarias de manera correcta.

En otras palabras, cuando la autoridad monetaria sube las tasas de interés no lo hace porque tenga un sesgo en contra del crecimiento económico, de igual manera que cuando las baja no lo hace porque tenga un sesgo a favor de la inflación. Estos movimientos simétricos y mirando hacia delante de las tasas de interés se hacen cuando las economías tienen inflaciones bajas con el propósito de contribuir a la estabilidad del crecimiento económico y garantizar la estabilidad de los precios.

#### **IV. Desarrollos recientes de la economía colombiana**

En 2004 y 2005 la economía colombiana creció a una tasa anual cercana al 5%, y el desempeño mostrado a partir del primer trimestre de 2005 muestra que la economía ha hecho la transición a una fase de expansión amplia y sostenida. La inversión privada crece a tasas anuales de dos dígitos, y lo mismo ocurre con la inversión en obras civiles. El consumo de los hogares exhibe tasas de crecimiento cada más altas (muy probablemente así lo comprobaremos cuando salga el dato del primer trimestre de 2006), y su expansión se observa tanto en el caso de los bienes de consumo durables como en los bienes de consumo no durables y en los servicios. El valor en dólares de las exportaciones totales crece a tasas superiores al 15%.

Factores tanto externos como internos explican este buen dinamismo de la economía. Entre los externos tenemos el crecimiento de nuestros principales socios comerciales, en especial de Venezuela, y el fuerte aumento en los precios de nuestros principales productos de exportaciones. Además, la inversión extranjera directa alcanzó en 2005 el monto en dólares más alto de la historia y las tasas de interés externas, a pesar de haber subido en los Estados Unidos, se encuentran todavía en niveles históricamente bajos.

Entre los factores internos se destaca la mejora en los niveles de confianza de los consumidores y productores y la existencia de una política monetaria holgada durante varios años consecutivos. Con confianza los consumidores y productores tienden a gastar e invertir más y el sistema financiero mejora su disposición a prestar. Con una política monetaria amplia aumentan los precios de los activos y baja el costo del financiamiento. Todo esto estimula el crecimiento del gasto, del producto y el empleo.

Algunos de estos factores han elevado la capacidad productiva de la economía y otros han aumentado la demanda agregada. Al mismo tiempo, varios de ellos propiciaron una apreciación nominal y real del peso. En este contexto la inflación se ha reducido y, con ella, las expectativas de inflación.

Para el 2006 y el siguiente esperamos una economía que crece a tasas similares a las de los dos años pasados. Tanto las condiciones externas como las internas descritas antes se espera que continúen este año



favorables al crecimiento y, muy probablemente, reafirmarán la idea de que la economía colombiana se encuentra en una fase de expansión amplia y sostenida. En ese contexto, y teniendo en cuenta las condiciones financieras nacionales e internacionales, la Junta decidió el pasado viernes aumentar las tasas de interés de intervención del Banco de la República en 25 puntos básicos. Todo esto, como se deriva de lo dicho antes, con el fin de maximizar el crecimiento coherente con el logro de las metas de inflación.

## **V. Conclusión**

Como es bien conocido por todos ustedes, la política monetaria ha jugado un papel importante en la recuperación de la economía colombiana de los últimos años. La tarea, sin embargo, no termina ahí. Ahora que la expansión tiene bases sólidas, la Junta del Banco de la República enfrenta el reto de definir una postura de política monetaria que contribuya a la expansión sostenida del producto y el empleo. Nuestro interés es lograr dicha expansión de forma tal que maximice el crecimiento económico al tiempo que avanzamos de manera gradual y segura hacia la estabilidad de precios.

Como se deriva de la lista de beneficios de tener una inflación baja y estable que presenté antes, en el corto plazo una inflación y unas expectativas de inflación bien ancladas en las metas son fundamentales para mantener la estabilidad económica. Así mismo, como se deduce de la lista de costos de las inflaciones altas, en el largo plazo la estabilidad de precios promueve el crecimiento y la eficiencia.

En general podemos decir que la evolución futura de la economía nos determinará el nivel y la estructura de las tasas de interés. Como es de esperar, no es posible predecir con precisión la evolución de la economía en los próximos años. Por el momento, tengan la certeza de que la decisión del pasado viernes de incrementar las tasas de interés de intervención en un cuarto de punto porcentual, y la señal que ello conlleva, está ampliamente justificada y va en la dirección de maximizar el crecimiento sostenible. Para maximizar este necesitamos alcanzar y mantener una inflación baja y estable.