

AUGE DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA Y POLÍTICA MONETARIA

Fernando Tenjo Galarza

Co-director

Junta Directiva - Banco de la República

Cali, agosto 15 de 2007

Opiniones Personales

1. INTRODUCCIÓN

Es un hecho irrefutable que la economía colombiana está en auge. Esto, sin embargo, no debe llevarnos a creer que es posible extrapolar el presente linealmente. La oportunidad que tenemos hoy de pensar en el largo plazo debe ser aprovechada para tratar de hacer sostenible el crecimiento económico. Y una buena manera de hacer esto es aprendiendo las lecciones del pasado y también las del presente, marcado por un peligroso andamiaje financiero sustentado en tres elementos: la magia de la titularización, el endeudamiento barato y el supuesto de que los precios de los activos nunca van a caer.

Los años noventa, por ejemplo, nos dejaron la huella de la profunda crisis que vivió la economía. Para muchos, dicha crisis estuvo estrechamente ligada a dos variables relacionadas con la política monetaria, a saber, la tasa de cambio y los tipos de interés. No es extraño que ahora se piense y opine que, de nuevo, la autoridad monetaria, obsesionada por la inflación, va a poner en peligro el auge de la economía con su manejo equivocado de estas mismas variables, permitiendo la apreciación del peso y elevando las tasas de interés a los niveles de hace diez años.

Sin embargo, las tasas de interés de esa época, que realmente alcanzaron niveles altos, no tenían como propósito reducir la inflación sino defender una tasa de cambio que era imposible de defender. Fue la obsesión por la tasa de cambio lo que explicó dichas tasas. Además, el principal detonante de la crisis no fueron los altos intereses sino el contagio de otras crisis, la mexicana, la asiática y la rusa, que hicieron que los flujos internacionales de capital nos abandonaran abruptamente en 1998 y 1999, con la misma facilidad con que habían llegado en los años previos.

El costo de nuestra crisis fue multiplicado por los desequilibrios macroeconómicos del momento, en especial los altos niveles de endeudamiento privado en moneda extranjera y de déficit fiscal y en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Esos desequilibrios, que precisamente se generaron en el período de auge que precedió a la crisis, son los que ahora quiere evitar la autoridad monetaria al concentrar sus esfuerzos en estabilizar la inflación y recuperar, tan pronto como sea posible, la senda hacia una tasa de inflación acorde con las tasas que hoy

están vigentes en la economía mundial y que son ingrediente central de la estabilidad macroeconómica. Lejos de generar una recesión o abortar el proceso de auge, lo que se busca precisamente es contribuir a evitar que ello ocurra.

2. TRES INTERPRETACIONES EQUIVOCADAS SOBRE LA INFLACIÓN

Hay al menos tres argumentos que se han esgrimido recientemente para solicitarle o sugerirle a la JDBR que ponga fin a la subida de sus tasas de interés de intervención. A continuación se responde a estos argumentos.

a. La supuesta ecuación de la inflación

Ha hecho curso en algunos escenarios la idea equivocada según la cual el brote inflacionario del último año se explica por un choque en los precios de los alimentos, resultado del fenómeno del Niño. Si esta ecuación fuera válida, una vez desaparecidos los efectos de dicho fenómeno los precios de los alimentos retornarían a su nivel previo, como también lo hará la inflación al consumidor. La autoridad monetaria debe entonces esperar a que esto ocurra sin obsesionarse por acelerar el proceso.

Es claro que esta ecuación no corresponde con la realidad que muestran los datos (Gráfico 1). La inflación comenzó a incrementarse en el segundo semestre del año pasado, mucho antes de la ocurrencia del fenómeno del Niño. Es cierto que esta tendencia ascendente de la inflación se interrumpió en abril pasado y que desde mayo tanto la inflación total como la inflación básica, mostraron leves reducciones. Los niveles de ambas a julio, 5,77% para la total y 4,99% para la básica, alcanzan niveles bastante superiores a la meta definida para la primera de ellas en 2006, entre 3,5% y 4,5%.

También es cierto que desde comienzos de 2007 hubo un incremento particularmente marcado de los precios de los alimentos, cuya inflación anual alcanzó la preocupante cifra de 10,04% en abril para caer a 8,93% en julio, también un nivel preocupante (Gráfico 2).

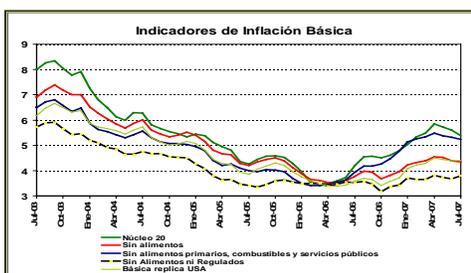
Además, los precios de los alimentos perecederos, aquellos directamente afectados por el fenómeno del Niño, subieron verticalmente en el primer trimestre y para caer en el segundo a niveles un poco superiores a los que se registraron antes de la ocurrencia de dicho fenómeno. Sin embargo, los precios de los alimentos procesados llevan más de un año subiendo sin interrupción hasta los niveles astronómicos cercanos al 11% anual a junio pasado. Esto último tiene muy poco que ver con el fenómeno del Niño (Gráfico 3).

Gráfico No. 1

- Jul 07 = 5.77%
- Jun 07 = 6.04%
- Mayo 07=6.23%
- Abr 07 = 6.26%
- Mar 07 = 5.78%

Promedio con los 3 primeros indicadores:

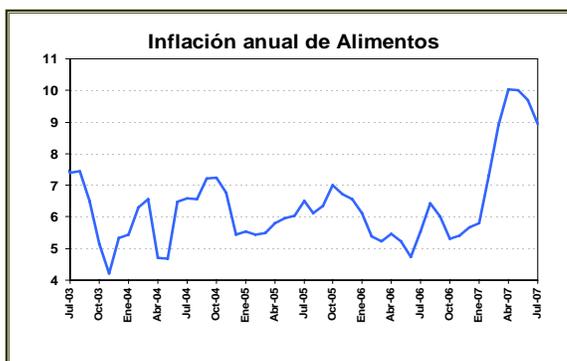
- Jul 07 = 4.99%
- Jun 07 = 5.10%
- May 07 = 5.21%
- Abr 07 = 5.29%



Fuente: DANE y Banco de la República.

Gráfico No. 2
Inflación de Alimentos

- Jul 07 = 8.93
- Jun 07 = 9.69%
- May 07= 10.01%
- Abr 07 = 10.04%
- Mar 07 = 8.90%

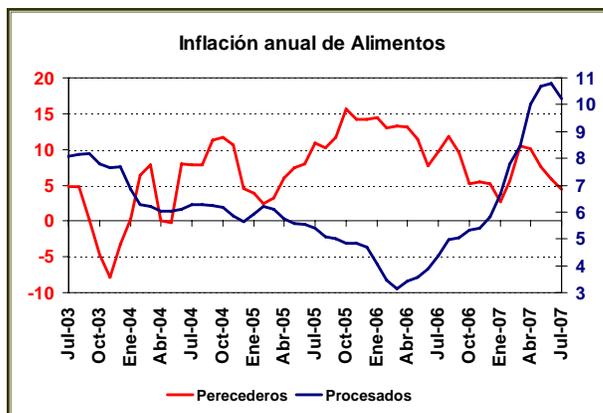


Fuente: DANE y Banco de la República.

Gráfico No. 3 Alimentos Procesados y Perecederos

- **Procesados:**
- Jul 07 = 10.24
- Jun 07 = 10.80%
- May 07 = 10.69%
- Abr 07 = 10.03%
- Mar 07 = 8.46%

- **Perecederos:**
- Jul 07 = 4.36
- Jun 07 = 5.83%
- May 07 = 7.63%
- Abr 07 = 10.04%
- Mar 07 = 10.45%



Fuente: DANE y Banco de la República.

Detrás de la inflación de alimentos no procesados hay varios factores, el principal de los cuales es el incremento de los precios de la carne de cerca de 22% anual en junio, causado por la demanda proveniente de Venezuela. Este es el principal factor que explica no solo el incremento en los precios de los alimentos, sino también el brote inflacionario del último año. Otros factores importantes, además del fenómeno del Niño que ocupa el segundo lugar en la explicación, son los mayores precios internacionales y la dinámica de la demanda interna (Gráfico 4).

En resumen, hay factores de carácter permanente o semi-permanente que explican la inflación de alimentos del último año y no se trata simplemente de los efectos temporales del fenómeno del Niño. De hecho, estos efectos desaparecen sin que la inflación retorne a los niveles de hace siete meses o un año.

Más importante que esto, si se analizan otros rubros de la canasta familiar, se encuentra que en la explicación de la inflación las presiones de demanda juegan un papel central. En efecto, el subgrupo más directamente relacionado con la dinámica de la demanda, los bienes no transables sin alimentos ni regulados, registra desde hace más de cuatro años una inflación cercana a 5% anual y con tendencia al alza (Gráfico 5).

Gráfico No. 4

Descomposición de la inflación						
A julio de 2007						
Descripción	Ponderación	Crecimiento anual			Participación en la desaceleración mensual	Participación en la aceleración año corrido
		Dic-06	Jun-07	Jul-07		
Total	100,00	4,48	6,03	5,77	100,00	100,00
Sin alimentos	70,49	3,95	4,38	4,34	11,03	19,59
Transables	24,67	1,71	1,76	1,62	12,72	-2,20
No transables	36,77	4,75	5,12	5,45	-37,46	16,76
Regulados	9,04	6,12	7,40	6,62	35,77	5,03
Alimentos	29,51	5,68	9,69	8,93	88,97	80,41
Niño	7,15	2,79	7,06	5,86	40,56	21,64
Precios Intern.	5,35	9,62	9,22	7,70	31,40	-7,11
Demanda interna	9,52	5,83	8,56	8,50	2,29	18,76
Venezuela	7,48	5,81	14,57	14,09	14,32	47,11

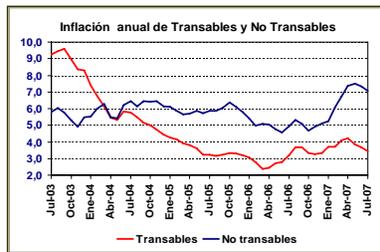
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

A junio de 2007

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual			Participación en la desaceleración mensual	Participación en la aceleración año corrido
		Dic-06	May-07	Jun-07		
Total	100,00	4,48	6,23	6,03	100,00	100,00
Sin alimentos	70,49	3,95	4,52	4,38	48,36	18,15
Alimentos	29,51	5,68	10,01	9,69	51,64	81,85
Niño	7,15	2,79	7,86	7,06	39,38	24,89
Precios Intern.	5,35	9,62	9,72	9,22	12,23	-0,63
Demanda	9,52	5,83	8,38	8,56	-8,15	15,99
Venezuela	7,48	5,81	14,81	14,57	8,18	41,60

Fuente: DANE y Banco de la República.

Gráfico No. 5
Inflación otros grupos de la canasta



No Transables sin Alimentos ni Regulados (Inflación anual)

Abril = 5,09
Mayo = 5,13
Junio = 5,12
Julio = 5,45



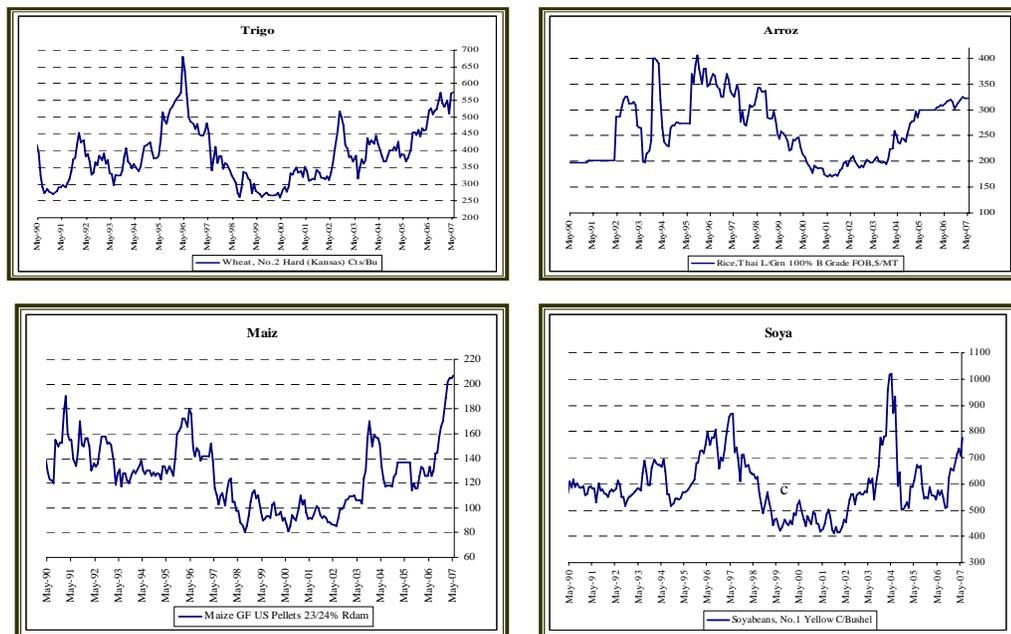
Fuente: DANE y Banco de la República.

Los precios de los alimentos no deben ser una preocupan particularmente importante en esta coyuntura, pues lo que explica la inflación son presiones de demanda. La preocupación por los precios de los alimentos apunta más hacia el mediano y largo plazo, en la medida en que pueden ponerle un piso inconveniente al proceso de convergencia hacia la meta de largo plazo.

b. La inflación es mundial y causada por el auge del biocombustible

También se sostiene que en la economía mundial se están generando presiones sobre la oferta de bienes básicos, haciendo que sus precios se incrementen (Gráfico 6). La explicación está en el acelerado crecimiento de países emergentes como China e India, con grandes poblaciones que se vinculan al mercado, y en la campaña por sustituir petróleo y combustibles fósiles por otros menos contaminantes.

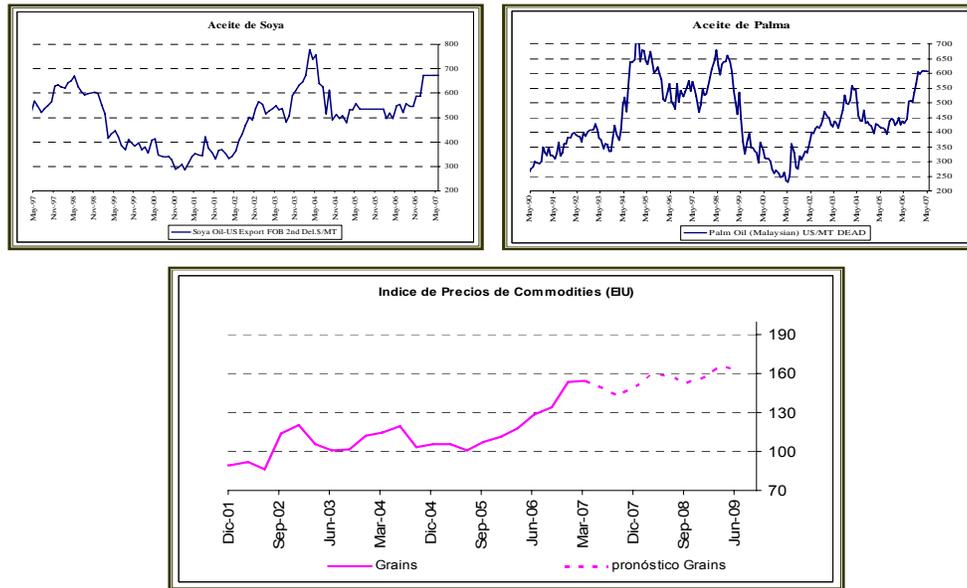
Gráfico No. 6
Inflación mundial de “commodities”.
Precios observados en mayo/2007



Por su naturaleza, estas presiones serán duraderas e implicarán un incremento en los precios de los productos básicos en los mercados internacionales por varios años (Gráfico 7). Siendo un fenómeno mundial y duradero, se dice, no se justifica que la autoridad monetaria responda con medidas restrictivas de la

actividad económica. ¿Cómo se espera, por ejemplo, que el Banco de la República baje los precios internacionales del maíz subiendo las tasas de interés en Colombia?

Gráfico No. 7
Precios observados mayo/2007 y pronósticos



Pues bien, precisamente lo que han venido haciendo los principales bancos centrales del mundo, en particular el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo y el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos, contrario a lo que se considera la práctica común, es prestar particular atención a las mediciones de la inflación total y menos que antes a las de inflación básica. Y por eso han subido sus tasas de interés desde hace tres años.

Muy probablemente lo que tienen en mente estos banqueros centrales es el recuerdo de la crisis petrolera de la década de los años setenta, cuando la complacencia con los efectos del precio del petróleo llevó a unos registros de inflación históricamente altos que hicieron necesario un doloroso ajuste posterior. La lección fue bien aprendida.

Lo que una autoridad monetaria comprometida con el bienestar de la población en el mediano y largo plazo hace en estos casos de incrementos duraderos en los precios de productos básicos es, por encima de todo, no validarlos por la vía de permitir inflaciones más altas. Y, en segundo lugar, tratar de que la economía crezca de manera sostenible. Esto para que los consumidores puedan ajustar su patrón de consumo a los nuevos precios relativos con la menor pérdida posible en poder adquisitivo.

c. No puede haber presiones inflacionarias de demanda

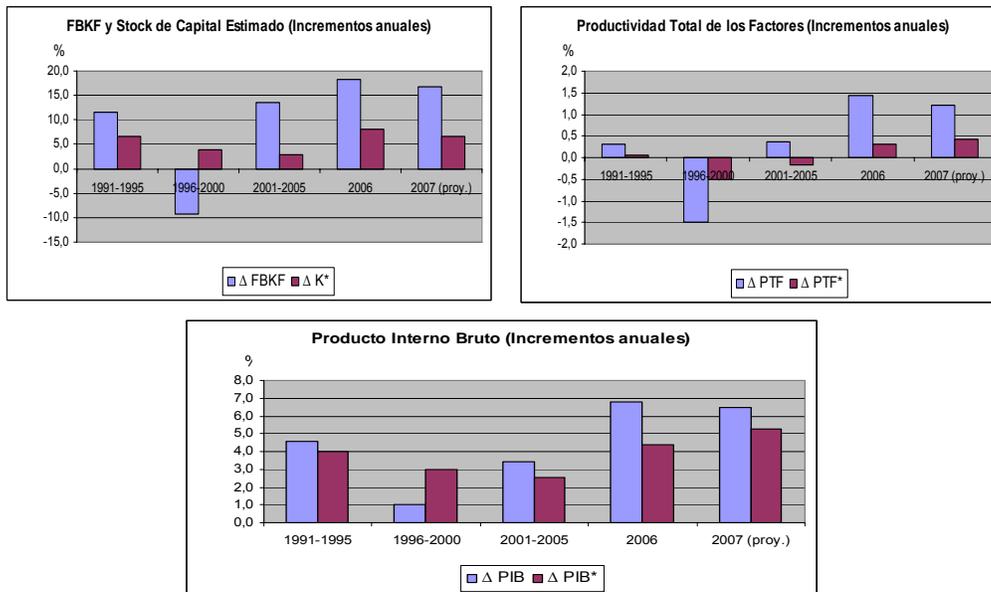
Un tercer elemento que puede hacer ver con sorpresa las preocupaciones de la JDBR tiene que ver con la dinámica que han mostrado en años recientes la inversión y la productividad. Con incrementos reales de la formación bruta de capital fijo superiores a 15% anual por varios años consecutivos, y sumando cualquier estimativo de mejoras en productividad en respuesta, por ejemplo, a la llegada de inversión extranjera, la apreciación del peso y la globalización de la economía, se supone que el crecimiento potencial de la economía tiene que haberse también incrementado. De esta manera, se afirma, no debe ser imposible crecer a las tasas de los últimos años, y posiblemente a tasas mayores, sin generar presiones inflacionarias.

Este tema es importante pero su solución no es tan sencilla. Hay que tener en cuenta que no toda la inversión que se hace constituye una adición al capital productivo, ni todo aumento observado en la productividad se traduce realmente en un incremento en la eficiencia de largo plazo. El procedimiento es complicado. Por ejemplo, a la formación bruta de capital debe restarse, entre otras cosas, la depreciación del capital existente. Además, la inversión es un flujo y su crecimiento se mide respecto a niveles previos del mismo, lo que es distinto a estimar el crecimiento de un acervo o stock. De otro lado, los incrementos en la productividad de los factores se estiman a partir de filtros aplicados a la serie observada para eliminar la influencia de elementos estacionales.

Aún así, no hay duda de que la acumulación de capital y la mejora en la productividad del aparato productivo del país en los últimos años se han traducido en un importante incremento en el crecimiento potencial de la economía. No hay una cifra oficial para este crecimiento (Gráfico 8). Anif y Fedesarrollo con seguridad tienen sus propios estimativos. Pero algunos de los que han hecho técnicos del Banco de la República indican que el crecimiento potencial del PIB puede estar hoy levemente por encima del 5% al año. Esta cifra es muy superior a los estimativos que se hacían a comienzos de la década.

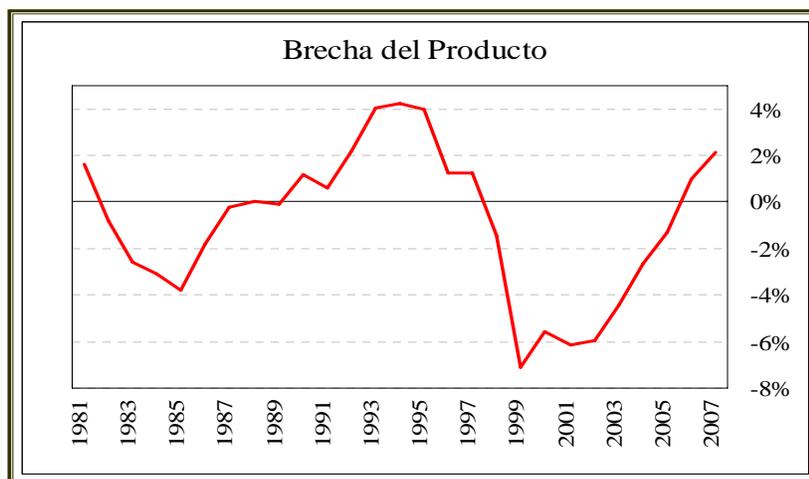
Lo anterior muestra que, efectivamente, el Banco y la Junta Directiva ajustan permanentemente sus estimativos del crecimiento potencial para tomar decisiones de política. El problema está en que, aún con estos ajustes, la economía viene creciendo por encima de este potencial, generando lo que se denomina una brecha del producto. Aún con un margen prudente de error, la probabilidad de que esta brecha sea positiva es muy alta lo que, precisamente, indica que desde hace un buen tiempo estamos enfrentando presiones inflacionarias.

Gráfico No. 8 Inversión, productividad y PIB potencial



Fuente: Banco de la República.

Gráfico No. 9 Brecha del Producto (Bco. de la República) y Ciclos

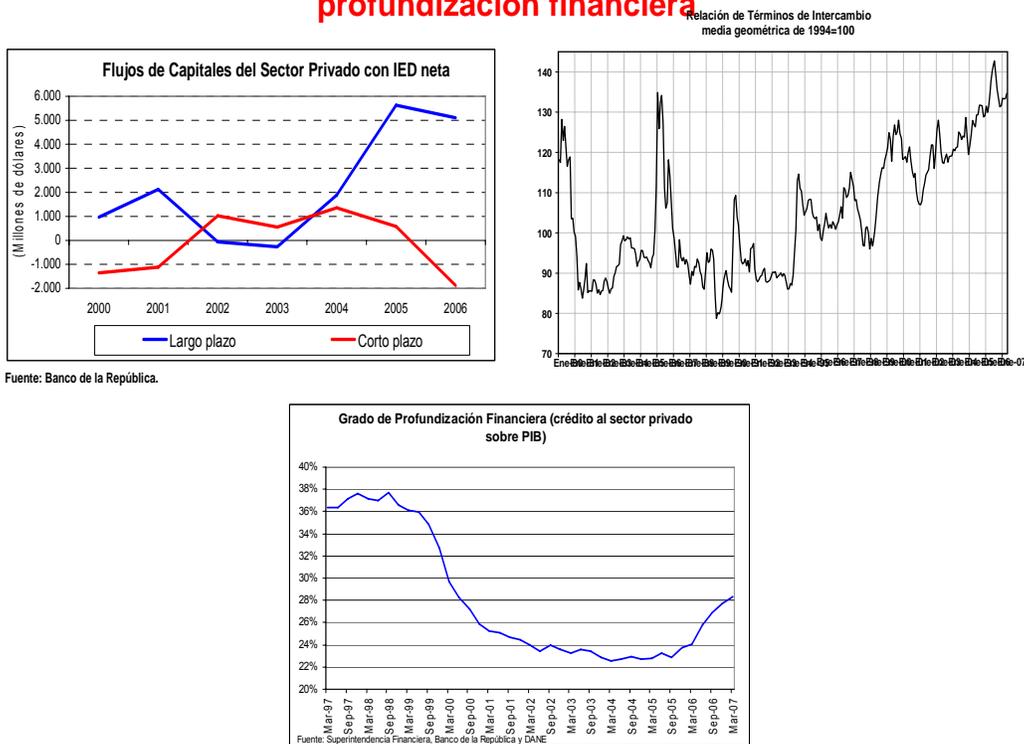


3. CRECIMIENTO E INFLACIÓN

No es conveniente entonces cerrar los ojos ante la evidencia de estas presiones inflacionarias. Ellas no provienen de imperfecciones en los mercados o de

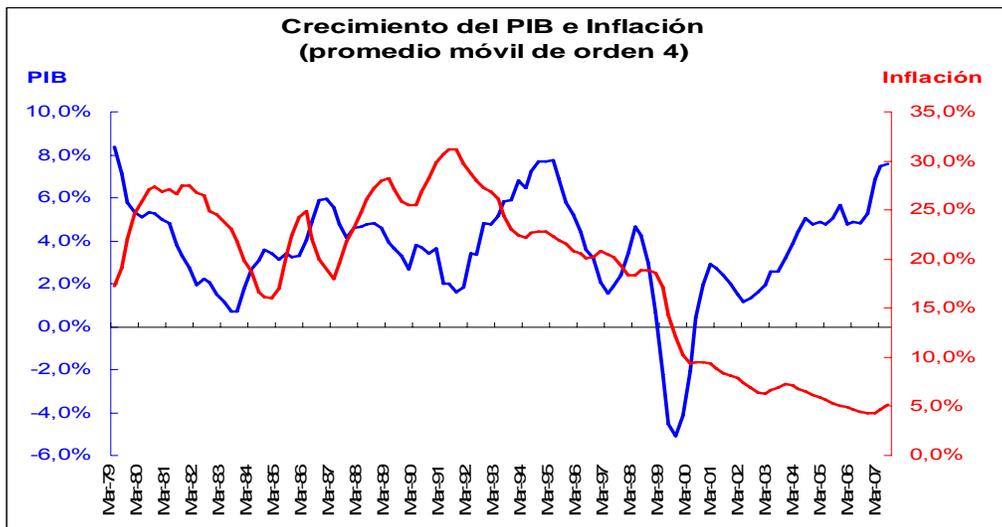
igual que de una demanda creciente por exportaciones. En segundo lugar, unas condiciones internas de mayor seguridad y confianza, más propicias para la producción de riqueza y la apropiación de sus beneficios, que nos permitieron aprovechar el contexto externo favorable. En tercer lugar, un importante y rápido proceso de profundización financiera de la economía, centrada en la nueva dinámica y la extensión del mercado de crédito y con reactivación del mercado de capitales. Si bien nos niveles de profundización son aún bajos frente a los observados hace diez años, las tasas de crecimiento de la cartera de los últimos dos años son bastante elevadas. De hecho, y como se verá más adelante, se puede hablar de la ocurrencia de un choque de oferta de crédito entre el cuarto trimestre de 2006 y el primero de 2007.

Gráfico No. 11
Dos de las causas del auge: choque externo positivo y
profundización financiera



Además de estos tres elementos, no se puede pasar por alto que, en muy buena medida, los tres o cuatro años de alto crecimiento hasta los niveles actuales se deben a que pudimos crecer sin generar presiones inflacionarias. O al menos así ocurrió durante casi seis años hasta hace aproximadamente un año (Gráfico 12).

Gráfico No. 12
Varios años con inflación a la baja



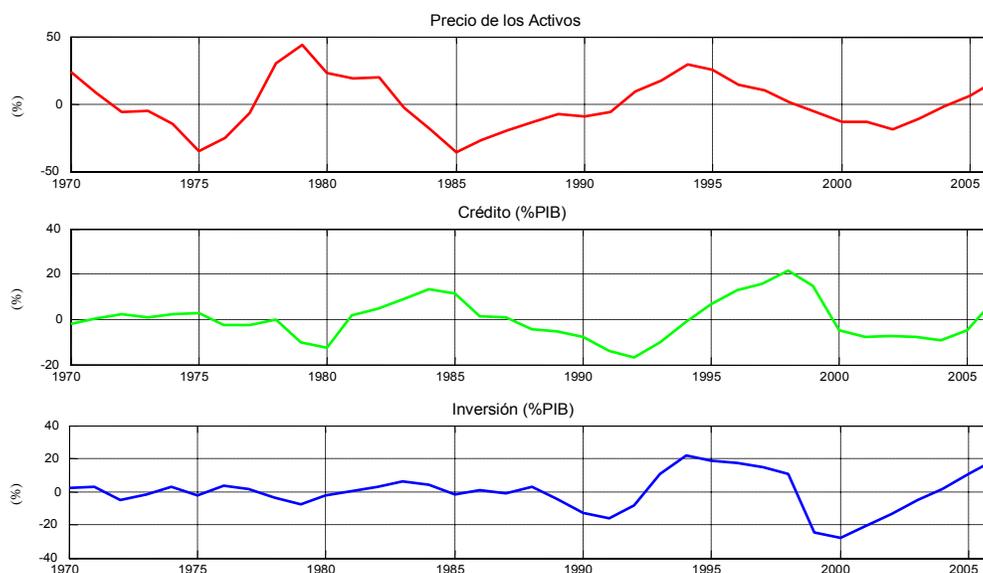
Fuente: DANE y Banco de la República.

Frente a la relación de largo plazo entre inflación y crecimiento surge la pregunta de si se justifica la preocupación por un brote inflacionario aparentemente pequeño cuando en 1995 crecíamos a ritmos similares a los de hoy con tasas de inflación superiores al 20%. Al respecto no se puede olvidar que tres años después la economía se derrumbó estruendosamente.

La conexión entre inflación y crecimiento está en el costo creciente del mayor financiamiento requerido para que la economía alcance y mantenga altas tasas de expansión. Este costo se mide por la tasa de interés de mercado. Dicha tasa no puede ser baja mientras no lo sea también la inflación, y subirá, aún sin la acción de la autoridad, con la mayor demanda por recursos de financiamiento, a no ser que surjan innovaciones financieras o exuberante liquidez como ha ocurrido recientemente en otros países. Se puede afirmar entonces que la estabilidad de la inflación a niveles bajos es condición fundamental para la sostenibilidad del crecimiento económico.

De aquí que la economía colombiana, como cualquier otra, esté sometida a ciclos que se repiten en el tiempo. Estos ciclos resultan de la estrecha relación que existe entre tres variables: (i) la confianza derivada, por ejemplo, de expectativas de mayores ingresos o utilidades, y que se refleja en unos mayores precios de los activos; (ii) la inversión y (iii) la dinámica del mercado de crédito. En el caso colombiano, este mercado se concentra en el sistema bancario (Gráfico 13).

Gráfica No. 13
Ciclos Ineludibles de la Economía: Precio de los Activos, Crédito e Inversión: Componente Cíclico

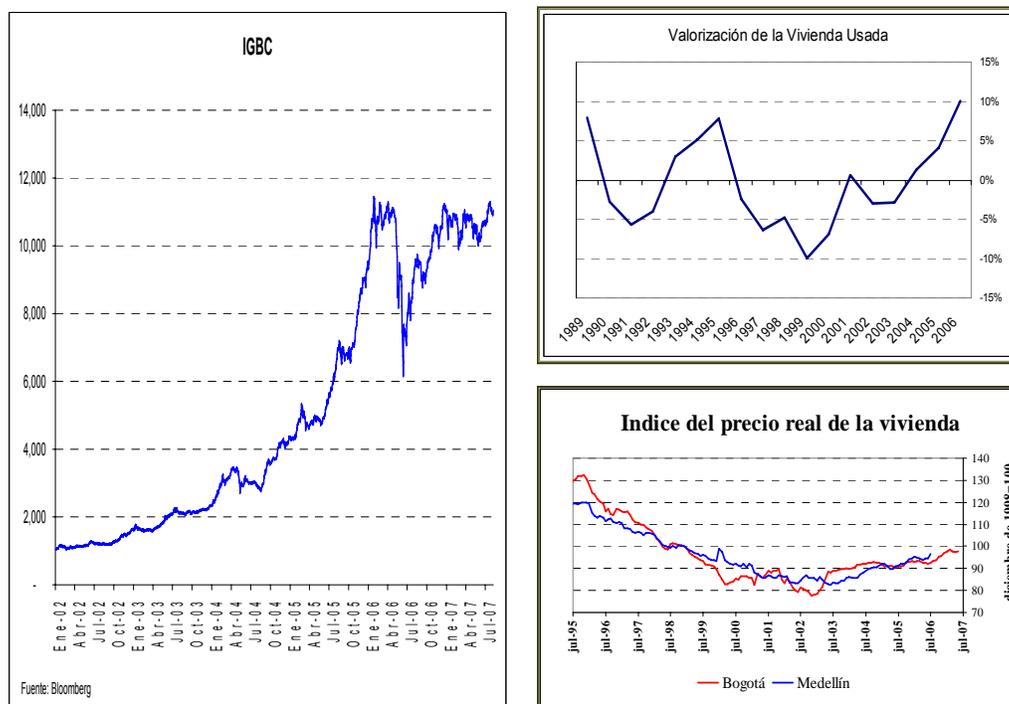


Fuente: Tenjo, Charry, López y Ramírez (2007) Acelerador Financiero y Ciclos Económicos en Colombia: Un Ejercicio Exploratorio. Banco de la República.

Los ciclos tienen períodos de auge o alto crecimiento, que son sucedidos por períodos de menor dinamismo. Estos pueden, pero no necesariamente tienen que ser de recesión, dependiendo en buena medida de la oportunidad y tacto de la respuesta de la autoridad económica y de una adecuada valoración de riesgos por parte de los agentes económicos. Pero no debe quedar duda de que las causas del menor crecimiento se siembran precisamente en el período de auge, abriendo la posibilidad de hacerlo insostenible.

Concentrándonos en el auge actual, es claro que ha estado marcado por lo que se conoce por el término en inglés de un “boom” en el precio de los principales activos de la economía, a saber, las acciones y la vivienda o finca raíz (Gráfico 14). Pero la dinámica del auge ha variado en el tiempo, con unas fases cuyas particularidades explican las razones por las cuales la economía creció inicialmente sin generar presiones (Gráfico 15).

Gráfico No. 14 Auge en precios de los activos



La reactivación del crecimiento, que se inició en 2002 y 2003, se hizo a partir de mayor inversión y sin importantes demandas de crédito. Esto último probablemente porque no se trataba de montos muy importantes en términos absolutos y porque las empresas utilizaron recursos propios para financiarlos. En esta primera fase el consumo de los hogares realmente no era muy dinámico. Como resultado, hubo generación de capacidad productiva sin mayores requerimientos de financiamiento ni presiones inflacionarias.

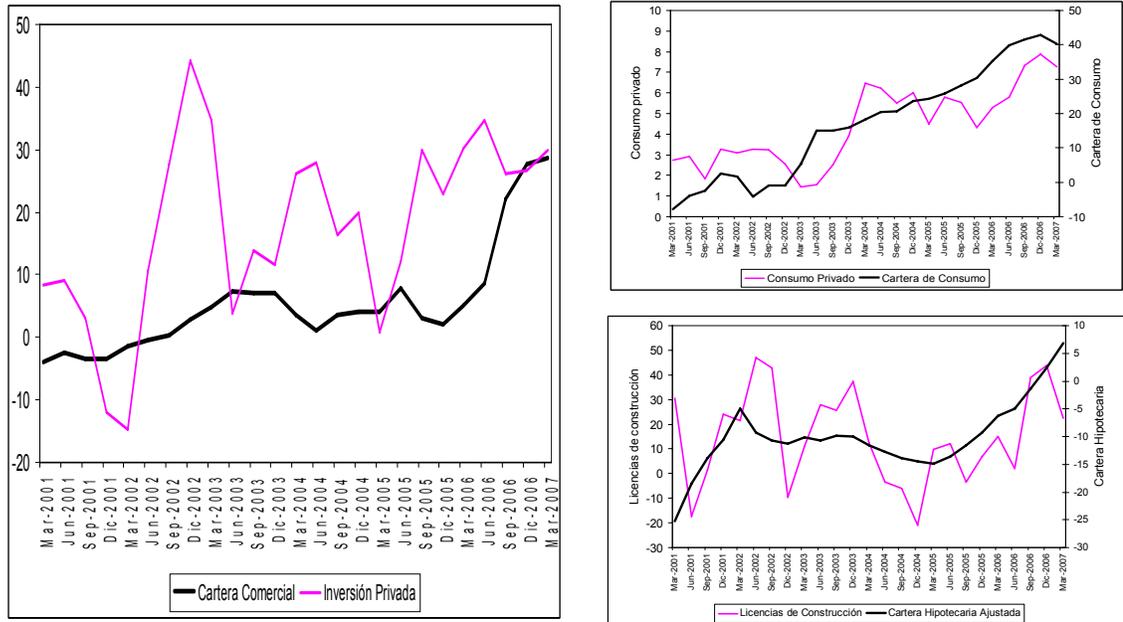
La segunda fase del auge, que se puede ubicar entre 2004 y 2006, tuvo características bien distintas. La inversión mantuvo su ritmo, pero ahora vino a sumarse la reactivación del consumo de los hogares. Más importante que esto, la creciente demanda interna se financió con una significativa reactivación del crédito, tanto comercial como de consumo.

Más recientemente, en 2006 y 2007 parece haberse iniciado una tercera fase del auge, cuyo rasgo principal es la reactivación de la cartera hipotecaria y su estrecha relación con la actividad de la construcción.

Esta actividad había registrado ya un primer período de auge con unos altos precios pero requerimientos de financiación a través de mercado pues se hizo con recursos propios de los compradores. En este nuevo período de auge,

intensivo en crédito, los efectos multiplicadores sobre la demanda agregada pueden ser mucho mayores.

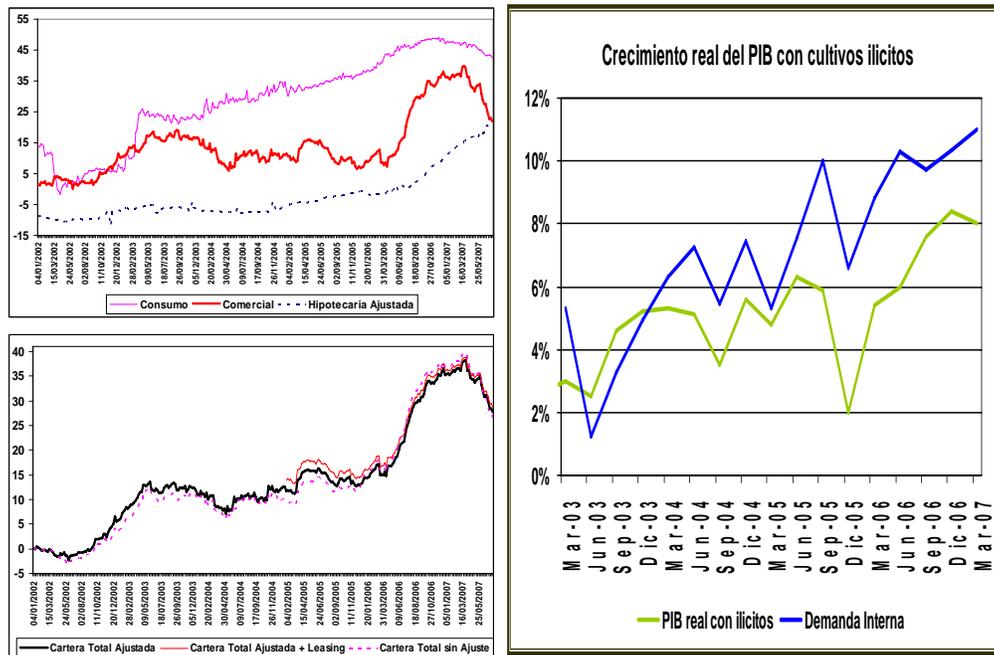
Gráfico No. 15
Tres fases del auge actual



Como puede verse, el eje del auge actual de la economía colombiana y, probablemente, también de sus vulnerabilidades está en la evolución del mercado de crédito y su relación con la demanda interna.

Dicha relación ha permitido que, a partir de 2003, el gasto crezca a tasas superiores a las del PIB, con una brecha que se viene ampliando y que hace parte de cualquier explicación de varios de los hechos que preocupan a muchos como el aumento de la inflación, el crecimiento de las importaciones y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (Gráfico 16).

Gráfico No. 16
Crédito, Demanda y Crecimiento



4. FASES DEL CICLO Y POLÍTICA MONETARIA

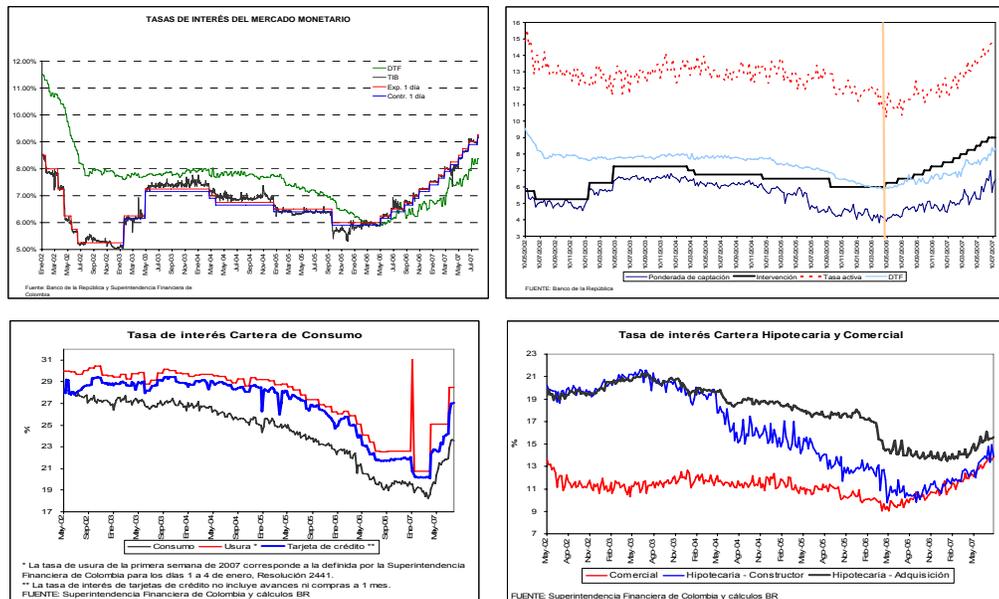
De los párrafos anteriores se desprende que la evolución de la inflación no es independiente del ritmo y del patrón del crecimiento de la economía y su financiamiento. No puede haber duda de que la inflación reciente es causada por una expansión del gasto apalancada en crédito y que supera la capacidad productiva de la economía. La estabilización de la inflación es entonces parte integral de la sostenibilidad del crecimiento y de la prevención de crisis, y las tasas de interés, que afectan precisamente las condiciones de aquel financiamiento, o sea el mercado de crédito, son el instrumento idóneo para lograr este objetivo.

Las tasas de interés bajas o por debajo del costo de oportunidad de los recursos crean un incentivo poderoso para la expansión de crédito y la demanda agregada. El primer síntoma de que este proceso puede eventualmente llevar a una crisis es, precisamente, el surgimiento de presiones inflacionarias. La elevación de las tasas de interés por parte de la autoridad monetaria, que se suma a otras fuerzas del mercado que necesariamente conducen al mismo resultado, busca afectar este escenario para hacer más consistente la dinámica de la demanda con la expansión de la capacidad productiva.

Cuando se hace oportuna y cautelosamente, este ajuste necesario de las tasas de interés “normaliza” el costo de los recursos en el mercado respecto a las nuevas condiciones macroeconómicas. Desde un punto en adelante, que es difícil de precisar a priori, el proceso de normalización puede convertirse en una restricción al crecimiento al afectar negativamente el financiamiento de la actividad económica. Pero no es “normal” que una economía con alto crecimiento y con un gasto dinámico y apalancado, exhiba tasas bajas de interés.

Con estos criterios en mente, la JDBR ha venido incrementando la tasa de interés de intervención, complementando esta medida con encajes marginales sobre el crédito. Estos incrementos, que suman ya 325 puntos básicos sin contar el equivalente en tasas de los encajes marginales, no se han transmitido completamente a las tasas de interés de mercado, aunque dicha transmisión se ha acelerado en los últimos meses. Pero es claro que durante parte del 2006 y del 2007, las tasas de mercado disminuyeron al tiempo que las de intervención del Banco de la República se elevaban. Esto apunta, como ya se mencionó, a la ocurrencia de un choque de oferta de crédito (Gráfico 17).

Gráfico No. 17
La tasa de política y su transmisión

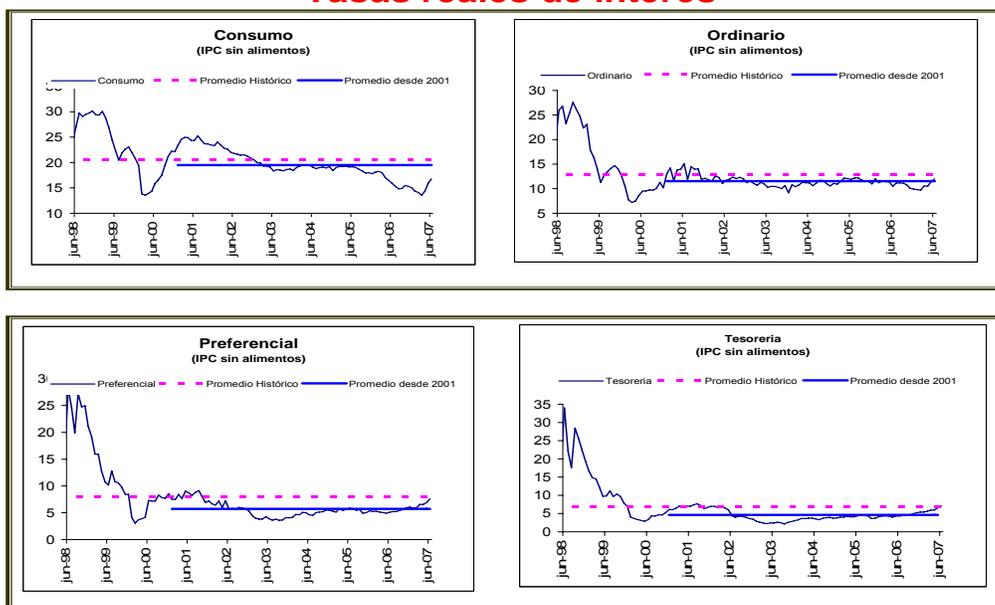


Entre factores que probablemente demoraron este proceso de transmisión de la política se pueden mencionar cuatro: la sustitución de inversiones en TES por cartera en el activo de los bancos durante el segundo semestre de 2006; cambios en la regulación sobre tasa de usura en el mismo año que impusieron

un techo muy bajo a las tasas de interés de mercado; la disminución de colocación de TES por parte de Crédito Público y, en particular, la no renovación de un monto importante de títulos en el primer trimestre del 2007; y el efecto monetario expansivo de la intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de la República durante los primeros meses del presente año.

Dado lo anterior, las tasas de interés del mercado no han aumentado significativamente en términos reales. Sus niveles actuales son hoy históricamente bajos e inferiores a los registrados en la década pasada (Gráfico 18).

Gráfico No. 18
Tasas reales de interés



5. AUGE DE LA ECONOMÍA Y LA TASA DE CAMBIO

Es oportuno en este momento hacer unos breves comentarios sobre la tasa de cambio. Es muy probable que luego de varios años de discusiones sea innecesario repetir que la devaluación del dólar es un fenómeno mundial contra el que es poco lo que se puede hacer. Tampoco vale la pena subrayar que el Banco intervino en el mercado cambiario comprando más de US\$12 mil millones para tratar de suavizar la tendencia de la tasa de cambio y evitar la sobrevaluación real del peso, y que en el momento tiene suspendidas estas operaciones ante la evidencia que surgió hace tres meses de que con ellas se podría estar actuando en contraría con los objetivos en materia de inflación.

Fenómenos recientes de cambios en la percepción de riesgo en los mercados mundiales, los cuales vienen registrando gran volatilidad, han dado una prueba

fehaciente de que, en buena medida, la evolución de la tasa de cambio es difícil de predecir y más aún de manejar.

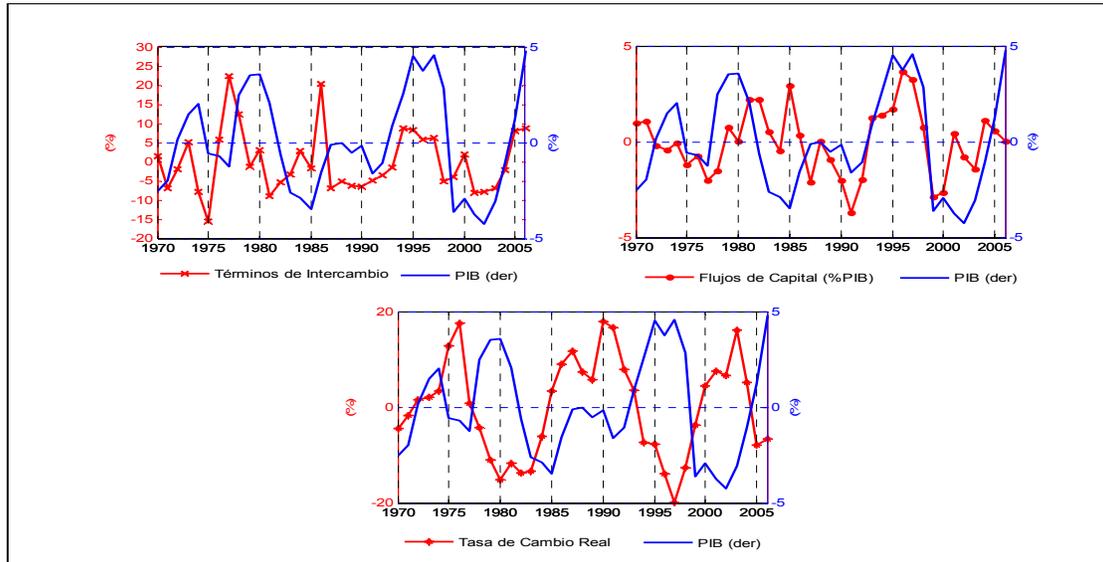
Sin olvidar los efectos negativos que la apreciación del peso puede tener sobre la economía, lo que quiero hacer hoy es mostrarles a ustedes alguna información sobre la relación de la tasa de cambio con el auge de la economía.

Creo que, muy probablemente, todo lo que ha ocurrido en los últimos años en el frente económico, lo que nos gusta y lo que no nos gusta, es parte integral de un mismo escenario. Por ejemplo, los flujos de capital, los altos precios internacionales de nuestros productos de exportación y la evolución de la tasa de cambio, tienen las mismas causas. Y además, que ellas explican también buena parte del alto crecimiento de la economía. Es que es difícil escoger sólo los precios internacionales favorables y dejar por fuera los flujos de capital, a pesar de que podamos tratar de evitar que lleguen al país capitales no directamente vinculados a formación de capital en el mediano y largo plazo. O, de la misma manera, que es difícil mejorar la confianza de los inversionistas sin despertar en ellos un apetito por tener activos en pesos que, de paso, implica el fortalecimiento de nuestra moneda.

De hecho, los ciclos de la economía colombiana de los últimos treinta y cinco años han mostrado alguna regularidad en el comportamiento de la tasa de cambio en sus distintas fases. Los auges de este período han estado acompañados por una apreciación del peso, explicada por la influencia de choques externos en dichos ciclos. Yo no tengo dudas de que la importante dinámica reciente del consumo de los hogares, por ejemplo, que ha jugado un papel central en el crecimiento de la economía, no es independiente de esta apreciación (Gráfico 19).

La experiencia internacional enseña que, con mucha frecuencia, estos escenarios cambian, y en ocasiones lo hacen en forma abrupta como resultado de revisiones en la valoración de riesgos que hacen los inversionistas, con consecuencias que no siempre son deseables ni evitables completamente con acciones de la autoridad económica. Los países emergentes son los primeros en pagar el precio de estas revisiones. De los choques externos que nos han favorecido en el pasado reciente, los flujos de capital son más susceptibles de verse afectados por la volatilidad y corrección en los mercados financieros internacionales. Los términos de intercambio, por su parte, dependen del crecimiento de la economía mundial.

Gráfico No. 19
El auge y la tasa de cambio



Fuente: Tenjo *et al.* (2007) op. cit.

6. CONCLUSIONES

Espero haber mostrado que hay plena justificación para que la JDBR subiera las tasas de interés desde abril del 2006 con el objeto de estabilizar la inflación y continuar su proceso de convergencia hacia las metas de largo plazo. También, y más importante, que este esfuerzo es parte esencial de una estrategia para disminuir la probabilidad de una eventual recesión y hacer más sostenible todo lo bueno que está pasando en la economía.

Mirado hacia atrás, este período que hemos denominado de “normalización” de la política monetaria ha sido particularmente complicado, en parte porque, a pesar de que el ajuste de tasas de interés se inició antes de que la inflación comenzara a subir, la dinámica de la demanda agregada y del crédito del segundo semestre de 2006 fue inesperadamente alta. Circunstancias del mercado de crédito, algunos aspectos regulatorios y problemas en el frente cambiario hicieron que, por momentos, algunos pensarán que la política monetaria perdía efectividad. El desarrollo de nuestro sistema financiero no es tan sofisticado como para que esto sea cierto, como sí parece serlo hoy en algunos países industrializados.

Por supuesto que las tasas de interés no pueden seguir subiendo indefinidamente. Las medidas adoptadas han comenzado a mostrar sus efectos sobre las tasas de mercado y la dinámica de la cartera, aunque no hay certeza de que estas variables muestren en el momento los niveles necesarios para

moderar la demanda agregada y hacerla compatible con la capacidad productiva de la economía.

De aquí no debe interpretarse nada respecto a decisiones futuras de política monetaria. Cada mes trae nueva información, que sirve para revisar las proyecciones y tener bases más sólidas para otras decisiones. Y, hay que admitirlo, la información ha venido cambiando mucho con cada día que pasa. Es necesario asimilar los acontecimientos recientes en los mercados internacionales, analizar las posibles consecuencias sobre los locales y prever la respuesta de deudores y acreedores a dichos acontecimientos. Con seguridad que esto será considerado con cuidado para decisiones futuras de la JDBR.

Lo importante es derivar de esta presentación dos puntos básicos. Por un lado, que la inflación es una señal de que el crecimiento, ya sea por su ritmo, por su patrón o por ambos, tiene problemas que pueden limitarlo a pesar de lo bueno o atractivo que parezca. Por otro lado, que la estabilización de la inflación hace parte de las condiciones de sostenibilidad del crecimiento, las cuales pasan por una complicada red de relaciones entre lo real y lo financiero.