

## Inflación, crecimiento y política monetaria.

Por José Darío Uribe<sup>1</sup>

La inflación anual al consumidor ha mostrado una tendencia creciente desde el segundo semestre de 2006, interrumpiendo el proceso de convergencia gradual hacia la metas de largo plazo (entre 2% y 4%) que venía de varios años atrás. En julio la inflación anual alcanzó 7.5% y en los primeros siete meses del año la inflación acumulada ascendió a 6.5%, 200 puntos básicos por encima del techo de la meta de inflación anual de 2008.

Simultáneamente, después de cuatro años de un crecimiento económico sin precedentes en las últimas décadas, se ha observado una desaceleración importante de la actividad económica en lo corrido del año. Ambos fenómenos, el alza de la inflación y la desaceleración económica, están vinculados y han respondido a eventos internos y externos que los determinan conjuntamente y que han condicionado las acciones de la política monetaria en los últimos tiempos. La presentación del Informe de la Junta Directiva del Banco al honorable Congreso de la República constituye una oportunidad valiosa para describir la evolución de la economía y explicar las decisiones recientes de política monetaria.

El incremento en los precios internacionales de nuestros principales productos de exportación; la expansión de nuestros mercados externos, en especial el venezolano, y la consolidación de la confianza de los consumidores y los inversionistas internos y externos en los últimos cuatro años indujeron un rápido crecimiento de la demanda agregada y del producto. A esto se sumó una fuerte expansión del crédito, que en el caso de la cartera de consumo llegó a crecer a tasas anuales por encima de 50%. Como resultado, el crecimiento del gasto superó por un amplio margen el incremento de la capacidad productiva del país. A manera de ilustración, desde 2005 la demanda interna registró crecimientos anuales superiores a 9% en varios trimestres y, en algunos, llegó incluso a superar el 12%. Estas cifras rebasan cualquier estimación razonable del ritmo de crecimiento de la capacidad productiva.

La fuerte expansión del gasto agregado se tradujo en una ampliación del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que pasó de 1.5% del PIB en 2005 a 3.4% en 2007, y en presiones al alza de la inflación. Es así como a partir de junio de 2006, después de varios años de haber registrado disminuciones graduales, la inflación al consumidor comenzó a mostrar una senda creciente. Los indicadores de inflación básica, que aproximan el comportamiento de los precios atribuible al gasto agregado, también empezaron a mostrar una tendencia creciente; en algunos casos, bastante acentuada.

---

<sup>1</sup> Gerente General del Banco de la República. Principales apartes de la presentación ante la Comisión III del Senado, en el marco de la entrega del Informe de la Junta Directiva al Congreso el día 26 de agosto de 2008.

Otro indicador de precios estrechamente asociado a las presiones de demanda es el de la inflación de bienes y servicios no transables internacionalmente. Después de haberse mantenido durante todo 2006 alrededor de 5%, al final de julio de 2008 alcanzó el 8.2%. Si de este grupo se excluyen los alimentos, la tendencia alcista no desaparece, pues la inflación de esta subcanasta alcanzaba 6% en julio 2008 frente a 4.5% a mediados de 2006. Esa tendencia creciente se confirma incluso si de este grupo también se excluyen los precios regulados, en cuyo caso, a pesar de haberse disminuido un poco el pasado julio, se observó un incremento de 100 puntos básicos frente al registro de octubre de 2006. Así pues, independientemente del indicador que se utilice, se concluye que la inflación de no transables aumentó, como es de esperar en presencia de excesos de demanda en 2006 y 2007.

En este contexto es más fácil comprender la racionalidad de la política monetaria. Como se anota en la introducción del Informe al Congreso, lo primero que hay que resaltar es que Colombia se destaca en la comunidad internacional por haber tenido un manejo oportuno y activo de su política monetaria para contener las presiones inflacionarias descritas. El Banco de la República empezó a incrementar las tasas de interés de intervención desde abril de 2006, antes que otros países emergentes sometidos a los mismos choques internacionales. La decisión de iniciar el ajuste de la política monetaria hacia una postura menos expansiva se adoptó, incluso, a pesar de que en aquella época la inflación observada continuaba descendiendo y amenazaba con situarse por debajo de las metas. Sin embargo, los resultados de evaluaciones cuidadosas del estado de la economía y de los pronósticos de inflación coincidían en advertir que presiones inflacionarias surgirían más adelante. Los incrementos de las tasas de interés se complementaron con el establecimiento de encajes marginales, lo cual permitió acelerar la transmisión de los incrementos de las tasas de interés de intervención a las demás tasas de la economía. De esta manera se logró ganar un tiempo valioso, principalmente teniendo en cuenta la lentitud con la que la política monetaria actúa sobre la demanda agregada y los precios.

La política monetaria descrita ha sido efectiva en contener un crecimiento de la demanda agregada y del crédito que era insostenible, y que, de haber persistido, habría comprometido no solo la estabilidad de precios sino también la estabilidad financiera y del sector externo. Los efectos de las medidas de la JDBR se han sentido especialmente en la desaceleración del crédito bancario, que al finalizar julio crecía a una tasa de 19%, mientras en la misma fecha un año atrás lo hacía al 30%. Igualmente han permitido moderar el crecimiento de la demanda interna, que en el primer trimestre de 2008 creció a una tasa real anual de 5.4% frente a un ritmo de expansión del 12% registrado el mismo trimestre de 2007. No obstante, como se explica a continuación, no toda la desaceleración económica observada en 2008 se puede atribuir a los efectos de la política monetaria. Los choques que ha sufrido la economía colombiana en los últimos dos años han sido también determinantes clave del comportamiento de la producción y los precios.

En la coyuntura de rápida expansión del gasto y presiones inflacionarias de demanda, la economía comenzó a mostrar fuertes incrementos en los precios de los alimentos y los combustibles, que han impactado tanto a la inflación como a la actividad económica. El aumento considerable de los precios internacionales de los alimentos, los combustibles y las materias primas, incluyendo los metales, así como el desabastecimiento de algunos productos alimenticios en Venezuela y factores climáticos como el fenómeno del Niño,

han afectado los precios internos, los costos de las empresas, la capacidad de compra de los hogares y las expectativas de inflación en distintos períodos y magnitudes.

Por su tamaño y duración, el aumento en los precios internacionales de los alimentos, los combustibles y las materias primas es el choque que más ha afectado el comportamiento de la economía y más ha complicado el manejo de la política monetaria. Este choque afecta simultáneamente a la inflación (elevándola) y a la actividad económica (debilitándola) por diversos canales. En primer lugar, los precios que han aumentado muy por encima del resto corresponden a bienes y servicios cuya demanda es inelástica, tales como alimentos, combustibles, transporte y servicios públicos. En consecuencia, el gasto total en estos bienes tiende a aumentar con sus precios, reduciendo el ingreso disponible que los hogares pueden destinar a la compra de otros bienes y servicios. Esto produce una moderación en el crecimiento del consumo, principalmente de productos industriales y servicios, lo cual termina reflejándose en aumento de inventarios, reducción de pedidos y recortes en los programas de producción. Durante 2007 el impacto de los precios internacionales de los alimentos y los combustibles fue contrarrestado en buena parte por la apreciación del peso, pero en 2008 el incremento acumulado ha sido de tal magnitud que los precios en pesos de estos bienes se han elevado sustancialmente, aún a pesar de la apreciación de nuestra moneda.

Una segunda vía a través de la cual los aumentos de los precios internacionales de las materias primas afectan a la economía es el incremento en los costos de producción de las empresas. Los precios de las materias primas nacionales e importadas, de origen agrícola, petrolero, metales y fertilizantes, han registrado aumentos significativos en esta primera parte de 2008. El impacto que esto ha tenido sobre el índice de precios al productor es fuerte. Hasta 2007 los precios en pesos de las materias primas cayeron por la apreciación del peso, y el índice de precios al productor tuvo un aumento anual de sólo 1.3%. Al concluir julio, los precios al productor aumentaban a una tasa anual de 9.6%. Los mayores costos de las empresas disminuyen sus márgenes de utilidad, desestimulan sus planes de producción y de inversión y se traducen en aumentos presentes y futuros de precios y en menor crecimiento.

El efecto combinado de las presiones de costos de las empresas junto con el impacto directo de los choques de precios regulados y de alimentos en el ingreso disponible de los hogares (primer canal) han conformado lo que en economía se conoce como un *choque de oferta* que explica, **simultáneamente**, el aumento de la inflación y la desaceleración de la actividad económica.

El problema de este choque para la política monetaria no es tanto el aumento mismo de precios de ciertos artículos, sino su transmisión a los demás precios de la economía. De hecho, si el choque de precios relativos no se transmitiera a los demás precios de la canasta familiar, y la economía tuviese un balance apropiado de oferta y demanda, la autoridad monetaria podría mantener inalterada su postura de política, ya que todos los agentes económicos reconocerían que el repunte de la inflación es temporal y ajustarían sus precios y salarios sin tomarla en cuenta. Sin embargo, cuando estos choques sobrevienen en presencia de excesos de demanda, como los observados en 2006 y 2007, y además muestran alguna persistencia, se crean las condiciones propicias para que se produzca la transmisión a los demás precios de la economía. Estos son los denominados “*efectos de segunda vuelta*” del incremento de algunos precios.

Una señal de que este tipo de efectos puede estar ocurriendo en Colombia es el alza de algunas medidas de inflación básica en lo corrido de 2008, y el incremento del llamado ‘indicador de difusión’, que actualmente muestra que cerca del 70% de los precios que conforman la canasta familiar están creciendo por encima de las metas de inflación, cuando a mediados de 2006 dicho indicador no superaba el 30%. Así las cosas, no es correcta la creencia de que la aceleración de la inflación en Colombia observada a partir del segundo semestre de 2006 se ha producido únicamente por el aumento en los precios internacionales de los alimentos y los combustibles, o en otras palabras, que sólo ha sido una “*inflación importada*”, máxime si se tiene en cuenta que la apreciación del peso en los últimos años ha amortiguado una parte importante de los incrementos en los precios internacionales de los productos básicos.

De particular importancia para la autoridad monetaria es el efecto de los choques de precios relativos en las expectativas de inflación. Este no es un factor independiente de los demás, pues en condiciones de excesos de demanda persistentes y choques de precios en renglones tan visibles como alimentos, gasolina y servicios públicos, la gente inevitablemente revisa al alza sus expectativas de aumentos de precios y salarios. Esto es natural, en buena parte porque la inflación está subiendo y se encuentra por encima de los niveles antes esperados. Sin embargo, las expectativas de inflación a plazos de más de uno o dos años también están afectadas por la percepción del público sobre la respuesta de la autoridad monetaria a los choques de precios relativos. Si el público piensa que, por temor a la desaceleración económica, el banco central va a reaccionar débilmente ante los efectos de segunda vuelta de los choques, se formarán expectativas de inflación alta. Lo contrario sucederá si el público percibe que el banco central no permitirá que los efectos de los choques de precios relativos se traduzcan en aumentos permanentes de la inflación. La complicación para la política monetaria surge cuando expectativas de inflación alta se incorporan en la definición de los precios y salarios de la economía. En ese caso, lo que puede ser un incremento temporal de la inflación se convierte en un aumento sostenido. Como discuto a continuación, este ha sido uno de los criterios más importantes en las decisiones recientes de política monetaria.

En síntesis, en 2006 y 2007 la economía colombiana presentó presiones inflacionarias de demanda que requirieron de un ajuste de la política monetaria para preservar la estabilidad macroeconómica. Desde 2007 la economía ha sufrido fuertes choques de precios relativos que simultáneamente han elevado los precios y han contribuido a la desaceleración económica. En este contexto, el principal reto de la política monetaria actualmente es evitar que los aumentos observados de la inflación se mantengan permanentemente y garantizar una convergencia hacia la meta de inflación de largo plazo, entre 2% y 4% anual. Como mencioné anteriormente, lograr estos objetivos requiere señalarle a la sociedad de manera clara y creíble que mayores niveles permanentes de inflación no serán tolerados.

La política monetaria actual **NO** enfrenta una disyuntiva entre el control de la inflación y la prevención de la desaceleración económica. Si el Banco de la República tratara de estimular la demanda agregada en las actuales circunstancias, simplemente validaría las mayores expectativas de inflación, con poco o ningún efecto de corto plazo sobre la producción y el empleo. El resultado final sería una inflación permanentemente más alta, con las consecuencias adversas ya mencionadas en términos del bienestar de la

población y el crecimiento de largo plazo de la producción y el empleo. En ese punto, reducir la inflación sería mucho más costoso que hacerlo hoy, pues el ritmo de ajuste sería alto para **todos** los precios de la economía, y no solo para unos cuantos.

Por lo tanto, en los últimos meses la política monetaria ha buscado contener los efectos de segunda vuelta de los choques de precios relativos y consolidar la credibilidad de la política anti-inflacionaria. Los aumentos de las tasas de interés de intervención del Banco de la República han ido en esa dirección. La economía colombiana está en una buena posición para llevar a cabo esta tarea. Por un lado, la situación actual se caracteriza por una moderación del crecimiento de la demanda agregada desde niveles históricamente altos, en un contexto de precios favorables de nuestros principales productos de exportación. Por otro lado, las tasas de interés reales del Banco y de los créditos y depósitos del sistema financiero se encuentran cerca de sus promedios históricos. De ninguna manera es posible argüir que la actual postura de la política monetaria es excesivamente contraccionista.

Desde luego que las medidas de política monetaria en Colombia no podrán controlar el alza de los precios internacionales del petróleo y los alimentos. Pero lo que sí debe buscar es desalentar su contagio al resto de precios de la economía y a las expectativas de inflación y salarios. De esta forma, el cambio de postura de la política monetaria busca evitar los efectos de segunda vuelta, que impida que un fenómeno internacional de carácter puntual y externo se transforme en una presión generalizada sobre los precios internos. Esto último haría persistir los elevados niveles de inflación y, posteriormente, interrumpiría el crecimiento.

Los aumentos de las tasas de interés tienen diversos efectos en la economía. Si bien es cierto que encarecen las deudas de las empresas, también lo es que éstas, en sus decisiones de precios consideran no sólo lo que suceda con sus costos financieros, sino también el estado de la demanda de su producto. Las tasas de interés afectan la demanda agregada de la economía y restringen, por lo tanto, la posibilidad de aumentos de la inflación. Así mismo, las tasas de interés afectan las expectativas de inflación. Con la subida de la tasa de interés del Banco de la República en julio pasado, por ejemplo, cayeron fuertemente las expectativas de inflación y la tasa de interés de los TES de largo plazo mostraron una reducción significativa en su tasa (aumento importante en su precio). No es extraño entonces que la totalidad de los bancos centrales del mundo **eleven** sus tasas de interés para controlar la inflación.

En conclusión la política monetaria en Colombia, al igual que en muchos otros países, tiene que enfrentar en la actualidad dos fuerzas opuestas. Por una parte, el aumento de la inflación y las expectativas de inflación, en un ambiente de choques internacionales a los precios de los productos básicos que escapan de su control. Por otra, una desaceleración en el crecimiento económico, como resultado simultáneo de factores de oferta y de demanda de difícil cuantificación, y no todos generados por el cambio en la postura de la política monetaria.

La forma como los bancos centrales responden a este dilema en un ambiente de creciente incertidumbre es crucial para preservar la estabilidad macroeconómica y asegurar condiciones de crecimiento sostenido de la producción y el empleo. La tarea de un banco central es la de tomar decisiones oportunas con un horizonte de tiempo amplio hacia el futuro. Así lo ha venido haciendo la Junta Directiva del Banco de la República,

adoptando medidas que a veces resultan duras e impopulares, y que a corto plazo parecen difíciles de entender, pero que defienden el largo camino recorrido en el control de la inflación y mantiene la economía en una senda de crecimiento sostenible. Las decisiones de la Junta Directiva se toman buscando el beneficio de todos los colombianos.