

EL CONTROL DE LA INFLACIÓN Y EL CONTEXTO EXTERNO

Carlos Gustavo Cano*

I. Control de la inflación, pronósticos y balance de riesgos

La máxima prioridad de la autoridad monetaria yace en velar por una inflación baja y estable, la cual es requisito indispensable, aunque insuficiente, a fin de poder garantizar en el largo plazo la sostenibilidad del crecimiento del producto y el empleo. En desarrollo de su tarea, la Junta Directiva del Banco de la República monitorea permanentemente el balance entre la evolución de la demanda agregada y la del potencial del aparato productivo, de suerte que ante una baja utilización del mismo pueda aplicar una política monetaria expansiva. O, en caso contrario, pueda adoptar medidas destinadas a reducir el dinamismo del gasto hasta evitar el surgimiento de presiones inflacionarias.

Ahora bien, el más confiable elemento de pronóstico sobre el comportamiento en el corto y el mediano plazo del índice de precios al consumidor es la inflación de bienes y servicios no transables, excluyendo los alimentos y los regulados, al reflejar – en mucho mejor grado que la evolución de los precios de cualquier otro grupo de productos de la canasta familiar - la real magnitud de posibles presiones inflacionarias del lado de la demanda. O sea aquellas que pueden normalmente controlarse mediante la utilización de los instrumentos de política que se hallan a disposición de la Junta, en especial la tasa de interés de intervención del Banco, los encajes y las operaciones de mercado abierto.

El poder de predicción de esta variable contrasta con los conceptos de brecha del producto y de la denominada tasa natural de desempleo, también conocida como NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*), los cuales, como sostiene Alan Greenspan (2007), aunque útiles para explicar el pasado, no resultan idóneos para predecir la inflación, tanto por ambiguos y elusivos, así como por soslayar el efecto de la inversión sobre la ampliación del PIB potencial y la productividad.

De otra parte, Frederic Mishkin (2007a), miembro de la Junta de la FED, reconoció recientemente que “debido a que la medición del producto potencial y la brecha del producto es tan incierta, tenemos que saber que puede arrojar señales confusas acerca del curso futuro de la inflación y sobre la postura apropiada de política...Más aún, la sustancial incertidumbre en nuestras mediciones del producto potencial significa que tenemos que ser cuidadosos al considerar sus implicaciones. Por ejemplo, si la inflación se está moviendo en una dirección diferente a la sugerida por la brecha del producto, tenemos que considerar seriamente la posibilidad de que nuestra medición de brecha del producto no nos está suministrando información confiable”.

Como ha afirmado otro miembro de la Junta de la FED (Kroznier 2007), aunque la política monetaria suele trazarse con fundamento en pronósticos y predicciones, en vista de la sustancial incertidumbre que es inherente a la naturaleza de tales ejercicios

* Codirector del Banco de la República. Opiniones personales que no necesariamente reflejan los puntos de vista de otros miembros de la Junta Directiva del Banco.

la autoridad monetaria tiene que apoyarse, antes de tomar sus decisiones, en otros ejercicios relativos al análisis de diversos escenarios y a la evaluación sobre el balance de sus respectivos riesgos. Pero por supuesto sin tener esperar que la economía arroje plenamente todos sus resultados antes de adoptar su postura de política más apropiada. “Se trata en esencia de considerar diversos escenarios económicos que puedan tener una relativamente baja probabilidad de ocurrencia, pero que podrían arrojar consecuencias muy adversas en caso de suceder.”

Los modelos económicos y estadísticos -como por ejemplo los relativos a la medición de la brecha del producto, el NAIRU o el desempleo natural, entre otros -, aunque sin duda constituyen insumos útiles para explicar el pasado y ayudar a calcular proyecciones, no son otra cosa que descripciones muy imperfectas del mundo real. Adicionalmente, su fragilidad como elemento de pronóstico aumenta en la medida en que los mercados se abren más y se tornan en espacios progresivamente interdependientes. De suerte que su exposición a un cada vez más complejo, desconocido e impredecible conjunto de desarrollos y eventos de diversa naturaleza hace que los juicios interpretativos de los directores de los bancos centrales – naturalmente enriquecidos por aquellos - adquieran cada vez mayor relevancia.

II. El frente interno

En el frente interno, la buena noticia del reporte de inflación a octubre del presente año es la caída del índice correspondiente a los bienes y servicios no transables, excluyendo alimentos y regulados, por segundo mes consecutivo, insinuando un cambio de tendencia después de haber observado un crecimiento relativamente sostenido entre finales del año anterior y agosto del presente.

Dentro de esta subcanasta se destaca la inflación de arriendos, la cual así mismo cayó por segundo mes consecutivo probablemente como fruto del debilitamiento de la demanda, tras haber observado un aumento sostenido desde el segundo trimestre del año anterior. En tanto que, después de varios meses, la totalidad de los no transables, sin excluir rubro alguno, continuó descendiendo y comportándose como un factor contraccionista.

Se trata de una prueba inequívoca de que las medidas adoptadas por la Junta del Banco - al haber elevado su tasa de interés del 6 por ciento al 9,25 por ciento en trece movimientos de un cuarto de punto porcentual cada uno, entre abril de 2006 y julio de 2007, y al haber establecido en mayo un encaje marginal a la banca para coadyuvar en el control del agudo incremento de su cartera –, apenas comienzan a arrojar los resultados que la autoridad monetaria se había propuesto.

Como bien se sabe, los efectos buscados en materia de política monetaria suelen producirse, como mínimo, entre un año y medio y dos años con posterioridad a la adopción de sus determinaciones, de suerte que por el ostensible trecho aún remanente de sus efectos, es de esperar que en los próximos meses continúe sintiéndose su materialización sobre la desaceleración del gasto.

No obstante, pese a su moderación, subsiste algún grado de preocupación por el aún notable aumento del financiamiento de los hogares. Sin embargo, como lo señala igualmente Greenspan (2007), “Tales temores ignoran un hecho fundamental de la

vida moderna: en una economía de mercado, el incremento del endeudamiento va de la mano del progreso. Más formalmente, el endeudamiento casi siempre se elevará con relación al ingreso en la medida en que se tenga una cada vez mayor división y especialización del trabajo, más alta productividad, y un consecuente aumento tanto de los activos como de los pasivos como porcentaje del ingreso. Luego no se trata en sí de un indicio de estrés”.

El incremento de la inflación anual de 15 puntos básicos registrado en noviembre con relación a octubre - el cual interrumpió la persistente y sucesiva disminución que venía acusando desde mayo -, en buena parte pudo haber obedecido al incremento de los precios del petróleo y al fugaz episodio de la depreciación del peso que tuvo lugar tres meses atrás, además del comportamiento de los sectores de las telecomunicaciones y el entretenimiento, y, en menor grado, de los bienes y servicios regulados.

Para ilustración, basta señalar que el índice de precios al consumidor de los transables sin alimentos ni regulados se elevó en 81 puntos básicos entre esos dos meses, en parte debido a la variación de la tasa de cambio mencionada, cuyo valor luego volvió a ubicarse en los niveles que tenía anteriormente. Por tanto, es previsible que la consecuencia de dicha reversión sobre la ulterior caída de la inflación del componente de los transables se haga sentir en lo que resta del 2007.

De otro lado, los precios de los alimentos procesados afectados por los internacionales y la tasa de cambio aumentaron, en particular los de los cereales y las oleaginosas, en contraste con el resto, que disminuyó, lo cual explica que el grupo de la comida como un todo haya interrumpido su caída en el mes.

Cabe destacar que entre todos los países del mundo Colombia ha sido uno de los que ha subido en la más alta proporción su tasa de interés de intervención, y que en la región, con la excepción de Brasil, exhibe el nivel de tasa de interés real más alto, tal como se aprecia en el cuadro siguiente.

En mi opinión, desde julio del corriente año, nos hallábamos en la parte superior del tramo ‘neutral’. Con el aumento efectuado en la reunión de la Junta del 23 de noviembre, adoptamos una postura ‘restrictiva’ en materia monetaria.

Tasas de interés de algunos países. De la parte superior del tramo 'neutral' desde julio/07 hemos pasado a uno 'restrictivo' o 'contraccionista' a partir de noviembre/07

País	(1) Hoy	(2) Hace un año	(1)/(2)	Inflac.	Tasa i real
EU	4,50	5,25	0,86	3,50	0,97
UE	4,00	3,25	1,23	2,60	1,36
Brasil	11,25	13,75	0,82	4,12	6,85
México	7,50	7,00	1,07	3,74	3,62
Colomb	9,50	7,25	1,31	5,16	4,14
Chile	5,75	5,25	1,10	6,50	-0,70
Perú	5,00	4,50	1,11	3,08	1,86

A la par del dinamismo sostenido de la inversión y de las importaciones de bienes de capital, que continúan ampliando la capacidad instalada y contribuyendo a la elevación de la productividad, el freno del gasto de los hogares y la consecuente desaceleración de la expansión de la economía, después del normal rezago esperado, es notorio.

En efecto, la evolución de las compras externas de bienes de consumo, por ejemplo, viene perdiendo vigor desde hace varios meses. El crecimiento de la producción industrial ha venido desacelerándose desde febrero pasado, lo mismo que el del consumo de energía y las ventas al por menor. La cartera total del sector financiero así mismo siguió desacelerándose en octubre, y el aumento anual del crédito total también siguió atenuándose, en particular el del consumo, fruto de las alzas de las tasas de interés. En tanto que las expectativas de inflación para el 2007 continúan en el 5 por ciento, y a doce meses se sitúan en 4,4 por ciento.

Sin embargo, durante octubre otros factores no siguieron dentro de esa misma senda de desaceleración. Es el caso, por ejemplo, de los desembolsos de crédito para vivienda, que se mantienen en niveles altos, al igual que la producción de cemento y la adjudicación de licencias de construcción. Igualmente las ventas de automóviles, a pesar de su reducción observada en septiembre. El índice de confianza de los consumidores, que continúa fuerte, no obstante la elevación de las tasas de interés de los préstamos y la expectativa cierta de que en el futuro próximo proseguirán en ascenso. El crecimiento de los agregados monetarios, en especial la base y el efectivo, que interrumpieron la ostensible caída que traían desde hace un año. Y, finalmente, la momentánea reducción del ritmo de la transmisión de las alzas de la tasa de interés del Banco hacia algunas de colocación, como las del crédito ordinario, aunque este resultado puntual no puede considerarse como indicio de cambio de tendencia de la progresiva fluidez del mecanismo de transmisión durante los últimos meses.

III. Signos de recesión en EU

En cuanto se refiere a la creciente evidencia de que la economía de Estados Unidos, nuestro mayor y más importante socio comercial en todo el planeta, ha empezado a afectarse de manera seria y duradera por una genuina recesión, caben algunas consideraciones sobre su amplitud, su profundidad, su duración, y sus probables secuelas sobre la economía colombiana.

A la luz de la información y de los últimos análisis provenientes de las fuentes más reconocidas y autorizadas, lo más probable es que tanto la producción como el empleo en la nación norteamericana empiecen a caer de forma notable y sostenida a partir de principios del año entrante.

Como bien se sabe, la razón principal yace en el colapso que se halla sufriendo el mercado de la vivienda, cuya burbuja se encuentra todavía muy lejos de su desvanecimiento. A pesar de que los precios apenas han caído en 5 por ciento en términos nominales durante el último año (8 por ciento descontando la inflación), el ya excesivo y creciente número de viviendas nuevas no vendidas indica que éstos tendrán que bajar mucho más, generando un efecto riqueza muy negativo y el consiguiente recorte del consumo, acompañado por un notable deterioro del índice de confianza de los consumidores calculado por la Universidad de Michigan, el cual ya se encuentra en su nivel más bajo de los últimos 15 años, excluyendo el episodio del huracán Katrina.

En tanto que, de manera simultánea, las condiciones crediticias continuarán asimismo endureciéndose, y el margen de gasto restringiéndose aún más por el impacto del sustancial encarecimiento del petróleo y sus derivados, al recortarse por esa causa la capacidad de compra disponible de los hogares.

Según la revista *The Economist* (2007), el emprendimiento de nuevas construcciones ha caído en 47 por ciento en relación con su nivel máximo antes alcanzado. Y de acuerdo con cálculos de Roubini Global Economics, citados por esa misma publicación, el promedio de duración de las últimas siete recesiones de dicho mercado desde 1960 alcanzó los 32 meses.

Ben Bernanke (2007), gobernador de la FED, en su último informe al Congreso el 8 de noviembre pasado, admitió que las perspectivas de la economía norteamericana se hayan severamente afectadas por esta crisis, y que la calidad de la cartera hipotecaria atraviesa una fase de muy preocupante deterioro progresivo, el cual se prevé que cada vez sea más profundo.

Por consiguiente, el ritmo reciente de crecimiento de la economía no podrá mantenerse en el corto plazo. Por el contrario, los pronósticos y la información estadística disponible indican que la notable desaceleración de la actividad económica se ha anticipado para el último trimestre del año en curso – por ejemplo el sector industrial en octubre cayó 0,5 por ciento -, que las condiciones del mercado financiero empeorarán, y que las condiciones crediticias se tornarán aún más restrictivas de lo que se esperaba hasta hace muy poco tiempo.

La incertidumbre rodea ahora a los mercados de muchos de los productos financieros empaquetados bajo distintas modalidades ‘opacas’ de crédito estructurado (los ‘duendes’ del sistema financiero), resultado de innovaciones recientes de sus participantes en el ámbito de los derivados financieros, debido a la dificultad de distinguir los buenos riesgos de los malos, exacerbándose de esa manera el problema de la selección adversa (Mishkin 2007b).

Como si fuera poco, se ha deteriorado la calidad de la cartera de vivienda, particularmente la del llamado sector ‘subprime’, lo cual también ha conducido al debilitamiento de los precios de la vivienda, que a su vez constituyen la garantía colateral de las hipotecas. Similar fenómeno afecta a no pocas instituciones financieras en la medida en que las garantías que ofrecen para respaldar los empréstitos que requieren de otras entidades prestamistas se han tornando cuestionables. Como consecuencia, todos los prestamistas se muestran ahora menos propensos a conceder créditos, lo cual está contribuyendo a debilitar la inversión y, por tanto, la demanda agregada. Y, por otro lado, a encarecerlos como compensación por los más altos riesgos de incumplimiento en los pagos.

Según Krozner (2007), en promedio, desde ahora hasta finales de 2008, cerca de 450.000 hipotecas ‘subprime’ por trimestre estarán sujetas a su primer reajuste de tasas, provocando en el pago típico mensual un aumento del 25 por ciento. De otra parte, el debilitamiento de los precios de la vivienda les impedirá a los deudores refinanciar sus obligaciones en mejores términos de costo. Como resultado, habrá muchos más deudores aquejados por quedar con hipotecas superiores al valor de sus viviendas. Lo cual, a su vez, precipitará un mayor número de incumplimientos y juicios de lanzamiento que podría provocarles la pérdida de sus casas a cientos de millares de hogares norteamericanos, con sus secuelas adicionales en términos de más caídas en los precios de estos activos y de más efectos-riqueza negativos.

Los ciclos de este tipo fueron magistralmente caracterizados por Hyman P. Minsky (1992): En momentos de auge, la gente suele sobre endeudarse para invertir. Cuanto más dure la euforia, los prestamistas asumen más riesgos, hasta el punto en que los ingresos generados por los activos adquiridos por los prestatarios dejan de ser suficientes para amortizar sus deudas. Y los acreedores tienden entonces a exigir el pago inmediato de créditos, lo cual obliga a los deudores a desprenderse precipitadamente de sus activos especulativos, por contera provocando la caída abrupta de sus precios. En el caso de Estados Unidos, las pérdidas por concepto de operaciones hipotecarias se cuentan por cientos de miles de millones de dólares.

Es cierto que la depreciación del dólar - reforzada últimamente tras los recortes de la tasa de interés de la FED -, ha estimulado las exportaciones, pero éstas, que sólo representan el 12 por ciento del PIB, no podrán llenar el vacío dejado por la contracción de los gastos de los consumidores, que alcanzan el 70 por ciento.

Así las cosas, el equipo técnico de la FED prevé para el último trimestre una aguda reducción del crecimiento del PIB, reflejando una declinación abrupta en el sector de la construcción de vivienda, en la producción automotriz, y en las ventas al detal en diversas regiones del país. Y en lo que toca con el año 2008, sus expectativas señalan que la inversión en vivienda y sus precios seguirán perdiendo dinamismo, y que el crédito continuará endureciéndose. Todo ello, sumado a los más altos precios del

petróleo, contribuirá a erosionar adicionalmente tanto la confianza de los consumidores como su riqueza, y asimismo a frenar aún más el gasto de las empresas y los hogares, conduciendo, en consecuencia, hacia una disminución del crecimiento del PIB por debajo de su potencial.

Dentro de este orden de expectativas, la Junta de la FED consideró que el menor ritmo previsto de expansión económica constituiría un factor de amortiguación de las eventuales presiones inflacionarias originadas principalmente en el incremento de los costos de la energía, y en el ‘traspaso’ a los precios al consumidor de la significativa depreciación del dólar. Dicha circunstancia facilitó sin duda su determinación de reducir la tasa de interés tanto en su reunión del 18 de septiembre como en la más reciente del 31 de octubre.

De otro lado, a pesar de que el balance neto del comportamiento de las otras economías avanzadas del planeta, en particular la Unión Europea y Japón, también observó un ritmo sólido durante el tercer trimestre, informaciones recientes indican que igualmente hacia delante estará acusando una notable reducción de las tasas de crecimiento de esos mercados.

De ahí que las expectativas del público apunten hacia nuevos recortes de la tasa de interés de la FED en sus próximas reuniones a fin de tratar de contrarrestar la recesión así sea parcialmente, cuya ocurrencia la mayoría de analistas comienza a considerar inevitable.

Sobre el particular Kevin Warsh (2007), otro miembro de la Junta de la FED, ha advertido que, “dependiendo de nueva información que haga modificar los pronósticos vigentes sobre crecimiento e inflación, o que ponga en riesgo la precisión de nuestras proyecciones actuales, así mismo podría cambiar nuestra postura sobre la política monetaria más apropiada.”

IV. Implicaciones de política

Ya lo había anticipado el profesor Martin Feldstein (2006) desde el año anterior. El desde entonces previsible enfriamiento del mercado de la vivienda en Estados Unidos, la caída de los precios de sus activos, el consecuente efecto riqueza negativo y la contracción del consumo, además del resultado acumulado de las alzas de las tasas de interés de la FED (hasta antes del pasado 18 de septiembre), llevarían a que la desacumulación de los ahorros de sus familias comience a invertirse. Como en efecto ha empezado a sentirse.

Un primer impacto sobre los mercados emergentes – en especial los más altamente dependientes del norteamericano, como el colombiano -, podría ser muy probablemente una drástica disminución de sus exportaciones, adicional a la ya registrada durante el último año, y sus secuelas adversas en términos de producción y ocupación. En tal evento, según Feldstein (2006) lo prudente sería permitir ajustes en sus tipos de cambio, y en cuidarse de apretar en exceso la política monetaria, pues en adelante tendrían que depender mucho más de su propio consumo.

Finalmente, la elevación del ahorro de los hogares en Estados Unidos – y el correspondiente descenso de su consumo -, provocaría presiones hacia la baja sobre

sus tasas de interés real haciendo más competitivo al dólar. He aquí otra razón para evitar el debilitamiento adicional de nuestra demanda interna ante la eventual reducción, mucho más pronunciada que la que hasta hoy hemos vivido, de las exportaciones hacia su mercado, en especial de las de más alto valor agregado. Hasta agosto de este año, antes de precipitarse los fuertes vientos de recesión del presente, las tradicionales caían el 2,00 por ciento anual, y las no tradicionales el 3,50.

Es cierto que, por primera vez en nuestra historia comercial, el ostensible retroceso sufrido por nuestras ventas a la economía norteamericana está siendo compensado por las exportaciones a Venezuela, con un crecimiento anual del 66,00 por ciento, aún no superado por ningún otro mercado en el globo. En el caso de las de bienes industriales, por ejemplo, de las cuales depende una muy importante porción de empleo formal, estable y bien remunerado, cabe destacar que su monto en términos absolutos ya supera el valor de las efectuadas a Estados Unidos.

Sin embargo, semejante escenario coloca a Colombia en una situación de extrema vulnerabilidad de cara a la coyuntura política y económica que atraviesa esa nación, cuya bonanza no luce sostenible.

Además, si los indicios que se están presentando en la economía norteamericana desembocaran en recesión y arrastraran en la misma dirección a la Unión Europea y Japón, como todo ahora parece indicar, además del impacto del previsible aumento de la oferta mundial de hidrocarburos, no sería descartable una mengua de las cotizaciones del petróleo, y, de paso, de la capacidad de compra de la economía venezolana, el segundo destino - y al mismo tiempo el más dinámico - de nuestras ventas externas.

V. Metas de inflación para 2008 y 2009 y nueva tasa de interés

En su reunión ordinaria correspondiente al mes de noviembre celebrada el día 23 del mismo mes, la Junta Directiva del Banco de la República mantuvo para el año 2008 la misma meta de inflación establecida para el 2007 (la cual como bien se sabe probablemente no se cumplirá), es decir un rango entre 3,50 por ciento y 4,50 por ciento, con el 4,00 por ciento como meta puntual para efectos legales. En tanto que para el 2009 acordó que el punto medio del rango que se adopte en noviembre del próximo año deberá estar entre el 3,00 por ciento y el 3,50 por ciento, un objetivo oficial que por primera vez deberá ubicarse dentro de la meta de largo plazo, o sea el rango entre el 2,00 por ciento y el 4,00 por ciento, y de ahí en adelante estabilizarse.

Al mismo tiempo, la Corporación determinó por unanimidad un incremento de 25 puntos básicos en la tasa de interés de intervención del Banco, pasando de 9,25 por ciento a 9,50 por ciento, con la mira de garantizar el alcance de tales derroteros.

En mi opinión, estas decisiones se justifican con fundamento en el anterior análisis sobre el control de la inflación y las condiciones del contexto externo, y habida cuenta de las siguientes tres consideraciones, que se desprenden del ejercicio mencionado:

- A sabiendas de que la tasa de interés de intervención del Banco anterior a la reunión de la Junta del 23 de noviembre ya se hallaba en la parte alta del tramo 'neutral' y, no obstante la inequívoca efectividad de la política monetaria hasta

ahora seguida, con el propósito de obtener un ‘seguro’ que selle la credibilidad del mercado y ancle sus expectativas en el cumplimiento de las metas de inflación fijadas para 2008 y 2009, resulta conducente asumir transitoriamente una fase ‘restrictiva’ o ‘contraccionista’ mediante un reajuste de 25 puntos básicos, sin perjuicio de poder regresar a la ‘neutral’ posteriormente - o si fuere necesario de nuevo a una ‘expansiva’ como fue el caso durante los años 2005 y 2006 -, dependiendo del comportamiento de los niveles internos de los precios y del empleo, y de la evolución de las condiciones externas, en especial de las economías de Estados Unidos y Venezuela.

- Con dicha determinación y bajo tales criterios, la Junta estará propiciando el máximo crecimiento sostenible del PIB, esto es aquel que sea coherente con la estabilidad de precios y que no ponga en peligro el logro de las metas de inflación del año entrante y del largo plazo, el cual estimo, en las circunstancias actuales de la economía, en el orden del 6,00 por ciento anual.
- Esta decisión supone como elemento esencial de comunicación con el público el anuncio de la medida acompañado de las consideraciones antes expuestas.

Referencias

Bernanke, Ben S. (2007) “The Economic Outlook”. Before the Joint Committee, U.S. Congress November 8.

Feldstein, Martin (2006) “The Return of Savings”. Foreign Affairs May/June, New York.

Greenspan, Alan E. (2007) “The Age of Turbulence”. Penguin Books. New York.

Kroznor, Randall S. (2007) “Risk Management and the Economic Outlook”. At the Conference on Competitive Markets and Effective Regulation, Institute of International Finance, New York, November 16.

Minsky, Hyman P. (1992) “The Capital Development of the Economy and The Structure of Financial Institutions”. Working Paper No. 72. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Mishkin, Frederic S. (2007a) “Estimating potential output”. Conference on Price Measurement of Monetary Policy, Federal Reserve bank of Dallas.

Mishkin, Frederic S. (2007b) “Financial Instability and Monetary Policy”. At Risk USA 2007 Conference, New York, New York November 5.

The Economist (2007) November 17th-23th.

Warsh, Kevin (2007) “The End of History?”. To the New York Association for Business Economics, New York, New York November 7.

CGC/Bogotá, Noviembre 26 de 2007