



# ***La política monetaria y la sostenibilidad del crecimiento económico***

**JOSE DARIO URIBE**

**Gerente General**

**Bogotá, diciembre 6 de 2007**

## **Contenido**

- I. Introducción
- II. Ciclos económicos colombianos: 1970-2007
- III. Choques externos y suavización del consumo en Colombia
- IV. Imperfecciones financieras y tasas de interés pro-cíclicas
- V. Política monetaria e imperfecciones financieras
- VI. Inflación objetivo y tasas de interés anti-cíclicas
- VII. Conclusiones



## I. *Introducción*



- Aceleración del crecimiento  $\neq$  crecimiento alto sostenido.

### ***Problema adicional***

- Crecimiento insostenible se convierte fácilmente en recesión y golpea con mayor fuerza a los pobres.



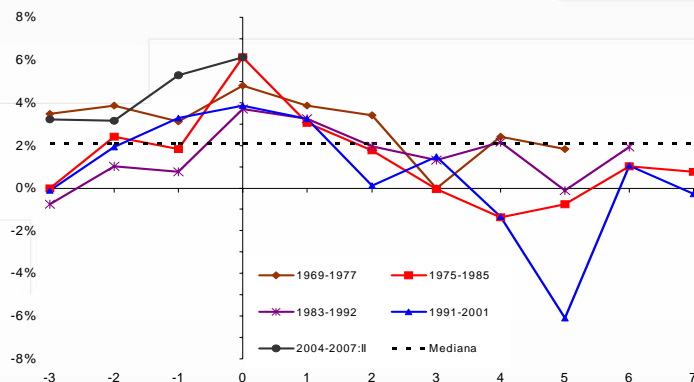
## ***II. Ciclos económicos: 1970-2007***



- 4 períodos de crecimiento del PIB per-cápita superiores al 4%.
- Años de máximo crecimiento: 1972, 1978, 1986 y 1994.
- Todos ellos terminaron después en tasas de crecimiento per-cápita nulas o negativas.



## Crecimiento del PIB per-cápita (1969-2007: II)



Fuente: GRECO, Banco de la República y Cálculos Propios



- Actual crecimiento del PIB per-cápita aproximadamente 6%.
- ¿Repetir experiencia pasada? NO
- Objetivo: Identificar características comunes a los ciclos para entenderlos mejor y desarrollar políticas apropiadas.

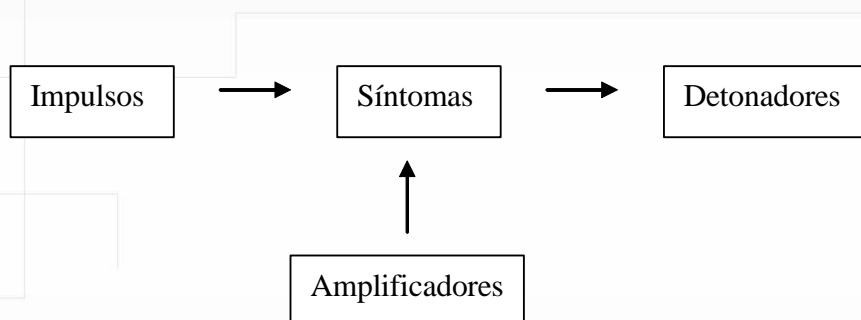


## ***Clasificación de variables***

- Impulsos: Desencadenan los ciclos.
- Amplificadores: Generan resultados no sostenibles ante impulsos positivos.
- Síntomas: Revelan vulnerabilidad.
- Detonadores: Inician crisis y exponen vulnerabilidad.



## ***Anatomía de un Ciclo económico***



## Principales Impulsos han sido externos

- Términos de Intercambio.
- Bajas tasas de interés interbancarias.
- Flujos de capital.



## Comportamiento impulsos externos

|  | 1972 - 1970 | 1974 - 1972 | 1978 - 1976 | 1980 - 1978 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Términos de intercambio (Variación porcentual) | -1,75       | 11,14       | 3,51        | -9,11       |
| Flujos de capital/PIB (Diferencia en pp)       | -1,42       | -0,54       | -0,75       | 2,01        |
|  | 1986 - 1984 | 1988 - 1986 | 1994 - 1992 | 1996 - 1994 |
| Términos de intercambio (Variación porcentual) | 20,6        | -22,29      | 21,45       | -6,35       |
| Flujos de capital/PIB (Diferencia en pp)       | 0,72        | -0,78       | 3,84        | 2,73        |

pp: puntos porcentuales

Fuente: Banco de la República y Banco Mundial

Nota: Flujos de capital se refiera a la cuenta financiera



## ***Pero, además***

- Imperfecciones del mercado financiero
- Políticas macro y financieras pro-cíclicas

***Amplifican el impulso externo inicial***



***A su vez, los principales factores amplificadores parecen haber sido***

- Precio de los activos.
- Tasas de interés real.
- Cantidad de dinero y crédito



## Comportamiento variables amplificadoras

|  | 1972 - 1970 | 1974 - 1972 | 1978 - 1976 | 1980 - 1978 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Precio de activos real (Variación porcentual)  | -44,39      | -30,12      | 43,19       | -24,11      |
| Tasa de interés real activa (Diferencia en pp) | -6,54       | -8,02       | 10,63       | -1,91       |
| M2/PIB   | 0,94        | 1,53        | 2,02        | 2,02        |
|  | 1986 - 1984 | 1988 - 1986 | 1994 - 1992 | 1996 - 1994 |
| Precio de activos real (Variación porcentual)  | -19,51      | 9,58        | 32,17       | -10,02      |
| Tasa de interés real activa (Diferencia en pp) | -2,31       | -5,36       | 4,77        | 1,56        |
| M2/PIB   | -0,41       | -2,18       | 4,78        | 1,15        |

*Nota: Precio de los activos tomados de Tenjo, F. Charry, L. López, M. y Ramírez, J. (2007)  
Fuente: GRECO, FMI*



**Por acción de los amplificadores, los beneficios iniciales de las condiciones externas se convierten en auges insostenibles.**

***Veamos....***





## Comportamiento variables de Vulnerabilidad

| VARIABLES                                  | AÑO MÁXIMO CRECIMIENTO |                   |                     |                    |
|--|------------------------|-------------------|---------------------|--------------------|
|  | 1972                   | 1978              |                     |                    |
| Cuenta Corriente/PIB                       | -1,95%                 | 1,19%             |                     |                    |
| Deuda Gobierno Nacional/PIB                |                        |                   |                     |                    |
| Interna                                    | 5,47%                  | 1,76%             |                     |                    |
| Externa                                    | 9,56%                  | 4,94%             |                     |                    |
| Deuda Privada/PIB                          |                        |                   |                     |                    |
| Externa                                    | 14,22%                 | 9,19%             |                     |                    |
| Tasa de Cambio real (variación porcentual) | 1972 - 1970: 7,55      | 1974 - 1972: 2,64 | 1978 - 1976: -19,33 | 1980 - 1978: -8,11 |

| VARIABLES                                  | AÑO MÁXIMO CRECIMIENTO |                   |                     |                    |
|--|------------------------|-------------------|---------------------|--------------------|
|  | 1986                   | 1994              |                     |                    |
| Cuenta Corriente/PIB                       | 1,12%                  | -4,50%            |                     |                    |
| Deuda Gobierno Nacional/PIB                |                        |                   |                     |                    |
| Interna                                    | 7,56%                  | 5,11%             |                     |                    |
| Externa                                    | 11,79%                 | 7,21%             |                     |                    |
| Deuda Privada/PIB                          |                        |                   |                     |                    |
| Externa                                    | 10,96%                 | 9,81%             |                     |                    |
| Tasa de Cambio real (variación porcentual) | 1986 - 1984: 30,73     | 1988 - 1986: 8,63 | 1994 - 1992: -15,43 | 1996 - 1994: -7,81 |

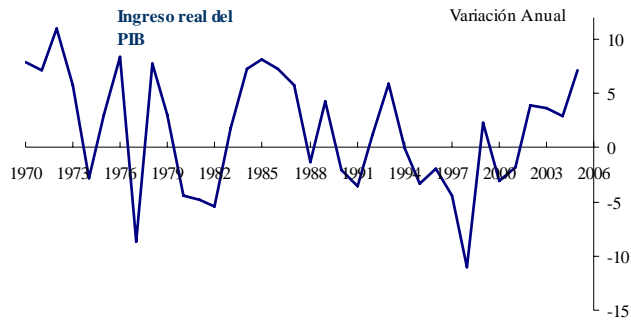


Fuente: GRECO, Contraloría General de la República y Banco de la República

## III. Choques Externos y Suavización del Consumo



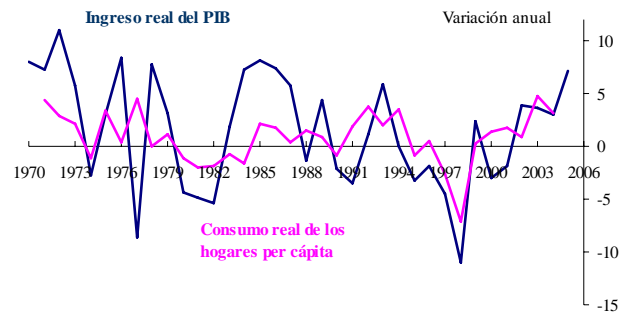
## Ingreso Real Nacional



- El ingreso generado por términos de intercambio siempre tiene el potencial de devolverse.
- Términos de intercambio afectan el ingreso real por:
  - Importaciones más baratas.
  - Sueldos y salarios del sector afectado se transmite a otros sectores.
  - Mejores facilidades de crédito.
  - Políticas macro y financieras pro-cíclicas.



## Ingreso Real y Consumo



**El consumo responde a variaciones en el ingreso real aunque las mejoras en el ingreso sean solo temporales**



- La renuencia a ahorrar en los tiempos buenos hace que los ciclos se vuelvan insostenibles.

*¿Por qué no se suaviza el consumo?*

- Explicaciones más probables:
  - Imperfecciones en el mercado financiero.
  - Políticas macro y financieras pro-cíclicas.



- Imperfecciones financieras elevan la tasa de descuento de los prestatarios (mucho peso al presente)
- Tasas de interés pro-cíclicas: caen cuando aumenta el ingreso real y viceversa.



- Tasas de interés pro-cíclicas desincentivan ahorro de los consumidores en el auge. Ellos saben que el alza en el ingreso debido a mejoras en los términos de intercambio vienen acompañados de caídas en las tasas.



## *V. Política monetaria e imperfecciones en mercados financieros*

¿Qué tiene que ver la política monetaria con las imperfecciones del mercado financiero?

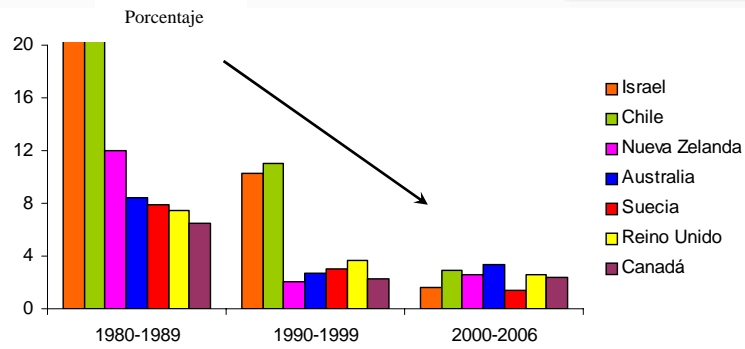
Mucho



- Inflaciones bajas y estables traen tasas bajas y estables y, por lo tanto, menor riesgo crediticio.
- Inflación anclada mejora información para planeación financiera
- Dos anteriores: mayor competencia



## Inflación



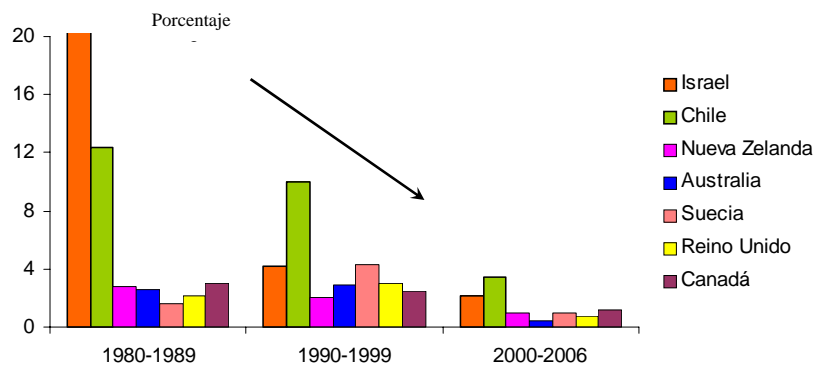
Fuente: FMI Estadísticas económicas y financieras

Nota: Inflación (en precios de consumo) anual

Nota: El valor para Israel en el primer periodo es 129.7% y para Chile 21.4%



## Volatilidad de la Tasa de Interés Nominal de Préstamo



Fuente: FMI Estadísticas económicas y financieras

Nota: La desviación estándar de la tasa de préstamos (para hogares).

Nota: El dato par el primer periodo para Israel es 252.5%

Nota: Medida por la desviación estándar no condicional.



## ***VI. Inflación objetivo y tasas de interés contracíclicas***

¿Por qué el esquema de inflación objetivo es una base para política de tasas de interés contracíclicas?



### ***Dos razones principales:***

- Con meta de inflación se tiene mayor libertad para adoptar postura anti-cíclica (comparación con objetivo cambiario)
- Inflación objetivo significa compromiso previo con la meta de inflación. Elimina tentación de revisar metas hacia arriba en auge



### ***Error común:***

- Creer que inflación objetivo significa obsesión exclusiva con inflación.
- Inflación objetivo toma en cuenta estabilidad del producto y estabilidad financiera



### ***VII. Conclusión***

- Ciclos económicos recientes impulsados por factores externos y amplificados por internos.
- La política monetaria contra-cíclica contribuye a maximizar el crecimiento sostenible.
- Éxito final de estrategia: Política monetaria MÁS política fiscal y financiera.





*Fin*

