

# CONFERENCIA “CHOQUES DE OFERTA Y LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA” POR JOSÉ DARÍO URIBE, GERENTE GENERAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN EL SEMINARIO MACROECONÓMICO Y SECTORIAL ANIF-FEDESARROLLO

## I. INTRODUCCIÓN

Recientemente la inflación al consumidor en Colombia ha sido afectada por choques de oferta relacionados con el precio de los alimentos y los regulados. El aumento observado de la inflación anual desde noviembre puede atribuirse casi en su totalidad (96%) a estos choques.

DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN ANUAL SEGÚN PRESIONES ALCISTAS a enero de 2011				
Descripción	Ponderación	Crecimiento anual		Contribución porcentual a la aceleración de la inflación De oct. 10 a ene. 11
		octubre 2010	enero 2011	
<b>Total</b>	100,00	2,33	3,40	100,0
<b>Sin alimentos</b>	<b>71,79</b>	<b>2,57</b>	<b>2,86</b>	<b>19,74</b>
Transables	26,00	-0,57	-0,23	8,16
No transables	30,52	3,52	3,37	-4,43
Regulados	15,26	5,94	6,96	16,01
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>1,69</b>	<b>4,82</b>	<b>80,26</b>
Perecederos	3,88	0,48	11,68	37,65
Procesados	16,26	0,55	3,35	40,72
Comidas fuera del hogar	8,07	4,40	4,59	1,89

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Los aumentos descritos en los precios de los alimentos y los bienes y servicios regulados están asociados a factores internos y externos. Los cambios climáticos y las

perturbaciones transitorias en la producción y el transporte en el país han afectado los precios de los alimentos no procesados y de la energía eléctrica. Por su parte, el fuerte aumento en la demanda mundial y los choques negativos de oferta sobre los precios internacionales de los productos básicos se han transmitido parcialmente a los precios internos de los alimentos procesados y de los combustibles. Hasta enero de 2011 la presión inflacionaria proveniente de factores internos ha sido mayor que la de los factores externo.

Administrar los efectos de fenómenos climáticos y de aumentos generalizados en los precios de los productos básicos se ha constituido en el principal reto de la política macroeconómica en un gran número de economías emergentes y algunos países industrializados. La economía colombiana no es ajena a estos retos, y en la medida que los maneje bien el país podrá alcanzar tasas de crecimiento altas y sostenidas de la producción y el empleo.

El punto de partida de toda respuesta apropiada de política debe ser el análisis cuidadoso del impacto potencial de los choques sobre la economía. Para ese fin, quienes tenemos la responsabilidad de la política macroeconómica debemos hacernos, al menos, tres preguntas:

- ¿Qué tan fuertes son los efectos de los choques descritos sobre la producción y los precios?
- ¿Son choques exclusivamente del lado de la oferta o también de la demanda?
- ¿Qué tanto tiempo van a durar los choques, y afectan ellos las proyecciones de corto y mediano plazo de la producción y los precios?

Cómo es de esperar, este tipo de análisis es particularmente complejo y un análisis detallado de cada una de estas preguntas se sale del alcance de este seminario. Por lo tanto, en lo que resta de mi presentación me voy a centrar en la respuesta de la política monetaria a los efectos de los fenómenos climáticos (El Niño y La Niña) y los daños en las carreteras o huelgas sobre la producción y el transporte de bienes. Estos son, claramente, choques transitorios de oferta sobre la producción y los precios y, por ende, de relativo fácil manejo. No obstante, como veremos a continuación, la

respuesta de política puede llegar a ser compleja y su éxito depende en buena parte del entendimiento del tema por parte de quienes toman decisiones de precios y salarios en la economía.

En la parte final de la presentación me referiré a la respuesta de política a incrementos generalizados en los precios internacionales de los productos básicos (metales, minerales, energía y alimentos). Para países como Colombia, productores de bienes básicos, este es un tema de especial importancia y complejidad sobre los que me he referido en otros foros. En esta oportunidad solo voy a hacer unos breves comentarios enfatizando la necesidad de una respuesta integral de política con acciones en el campo fiscal, monetario y de regulación y supervisión financiera.

## II. CHOQUES TEMPORALES DE OFERTA E IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA

En principio, la política monetaria no debe reaccionar ante choques temporales de oferta. Por su naturaleza, estos choques se corrigen solos en el tiempo. En consecuencia, si la política monetaria reaccionara automáticamente ante ellos, generaría una volatilidad innecesaria en las tasas de interés, el producto y los precios. No solo se introducirían fluctuaciones indeseables en la producción y el empleo que luego deben deshacerse cuando se desvanezca el choque de oferta, sino que, debido a la transmisión rezagada e incierta de la política monetaria, los principales efectos de esta última se sentirían cuando el choque probablemente ya haya desaparecido.

Por ejemplo, sequías o excesos de lluvia como las observadas en Colombia a lo largo de 2010 pueden elevar los precios de los alimentos en una magnitud tal que la inflación anual supere temporalmente la meta de inflación (por supuesto, este no fue el caso en ese año, pero sí lo ha sido en otros). Si el banco central sube las tasas de interés para controlar ese aumento, afectará primero la demanda agregada y la producción, y, posteriormente los precios. Para cuando se sienta este último efecto, probablemente el choque de oferta se habrá disipado. Como resultado, la inflación, que rebasó la meta en el momento del choque, tenderá a situarse ahora por debajo de la misma. La corrección de estas desviaciones requiere una política monetaria laxa y

se genera entonces una fluctuación de la economía que es posiblemente más larga y costosa que el choque mismo.

Este análisis descansa, sin embargo, en el supuesto de que el choque de oferta no incide en los otros precios de la economía. Cuando se presenta una "contaminación" de otros precios, puede ser necesaria una respuesta de la política monetaria para contrarrestar estos efectos "de segunda vuelta" del choque. De lo contrario, un choque transitorio de oferta puede terminar en un aumento permanente de la inflación, cuya reversión posterior exige un mayor sacrificio en términos de empleo y producción.

La aparición de los efectos de "segunda vuelta" se debe, entre otras, a dos razones de particular relevancia en Colombia. La primera es la existencia de mecanismos de indexación en precios y sectores clave de la economía. Varios de estos mecanismos tienen que ver con factores institucionales, como la restricción de que ciertos ingresos deban aumentar al menos con la inflación pasada, o como las fórmulas de algunos componentes de los precios regulados.

La segunda razón de los efectos de "segunda vuelta" es la credibilidad imperfecta de la política monetaria. Si bien dicha credibilidad se ha consolidado en Colombia con el logro de tasas de inflación de un dígito dentro del rango meta de largo plazo, este nuevo régimen es aún muy corto en comparación con el período de inflaciones altas de los últimos 30 o 40 años. El hecho de que las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés de los bonos de deuda pública a 5 y 10 años se sitúen todavía por encima del 4% sugiere que, a diferencia de otros países con la misma estrategia de política monetaria, en Colombia el rango meta de inflación de largo plazo no goza aún de credibilidad completa.

En general, cuando la política no es totalmente creíble, las expectativas de inflación estarán *parcialmente* ancladas y los choques de oferta pueden influir en la formación de otros precios y salarios, y, por esta vía, pueden difundirse a la inflación básica.

Para Colombia los trabajos de Vargas *et al.* (2010) (BIS, Papers núm. 49) y González *et al.* (2010) (Borradores de Economía Banco de la República, núm. 618) encuentran lo siguiente:

- Choques de oferta típicos (ej. de producción de alimentos) pueden contaminar a la inflación “básica”.
- Los indicadores de expectativas de inflación en Colombia responden a la meta de inflación, pero también son significativamente afectados por la inflación anual observada. En consecuencia, choques de oferta pueden incidir en las expectativas de inflación.
- Choques de oferta (medidos como diferencias entre la inflación y la inflación básica) se transmiten a los indicadores de expectativas de inflación en un porcentaje que puede ser bajo, pero estadísticamente significativo.

Estos trabajos dejan en claro que la respuesta de la política monetaria a los choques de oferta en Colombia dista de ser un tema trivial. En particular, el origen de los choques es un factor importante en el diseño de dicha respuesta. Choques ocasionados por cambios climáticos o perturbaciones transitorias en la producción o el transporte de bienes (huelgas, daños en carreteras, etc.) suelen desvanecerse rápidamente y afectan a las expectativas de inflación o a la inflación básica solo si son de una magnitud muy grande u ocurren cerca del comienzo de año, período en el cual se concentra buena parte de los ajustes anuales de precios. De otra forma, los riesgos permanentes sobre la inflación son pocos.

Ahora bien, la respuesta de política monetaria no solo debe tener en cuenta el origen de los choques. También es fundamental evaluar el estado mismo de la economía. No es igual recibir un choque de oferta en una economía con excesos de capacidad productiva que recibirlo con excesos de demanda agregada. La debilidad de la economía y de los mercados laborales puede atenuar las presiones salariales que se derivan de un choque de oferta que se trasmite a las expectativas de inflación. Por el contrario, cuando la economía funciona cerca de su capacidad productiva o tiene excesos de demanda, la transmisión del choque de oferta al resto de precios y a los salarios se facilita y fácilmente termina en un período de aceleración de la inflación. La experiencia de la economía mundial en los años 70s es un buen ejemplo de este fenómeno, al igual que del inmenso costo económico y social que tuvieron que

asumir luego muchos países con el fin de bajar la inflación a los niveles previos al choque de oferta de 1972 y 1973.

Incluso, el contagio mismo de las expectativas puede depender del estado de la economía. En una economía débil o con una fuerte apreciación de la moneda, los propios formadores de precios y expectativas esperarán que un choque de oferta tenga un efecto inflacionario menor que en una economía con excesos de gasto y amplia disponibilidad de crédito o con una depreciación importante de su moneda.

De forma similar, la transmisión de los choques de oferta externos puede ser amplificada o moderada por el comportamiento de la tasa de cambio. En economías con tasa de cambio fija o semifija, el ajuste al incremento en los precios internacionales de los alimentos y otros productos básicos ocurre a través de movimientos en el producto agregado y en los precios. Dichos movimientos serán más fuertes cuando se está importando la política monetaria de algún país industrializado que tiene una postura monetaria contraria a la apropiada para la economía con la tasa de cambio fija. En contraste, la flexibilidad cambiaria facilita el ajuste y absorbe buena parte del choque. En Colombia, por ejemplo, entre 2007-2008 los choques a los precios de los alimentos y los combustibles fueron debilitados por la apreciación del peso.

Por estas razones, el Banco de la República decide su respuesta a los choques temporales de oferta después de un análisis completo del origen de los mismos en el contexto del estado y las perspectivas de la macroeconomía en general. Parte fundamental de dicha respuesta es la estrategia de comunicación. Puesto que, por definición, los choques de oferta son temporales, el Banco puede explicar esta situación al público y a los mercados, y evitar de esta forma que el choque contamine a las expectativas de inflación y a otros precios. De ser creíble esta explicación, el ajuste de la economía al choque temporal será poco traumático, como se mencionó anteriormente.

Cuando, pese a las explicaciones de la autoridad monetaria, el choque amenaza con difundirse hacia otros precios de la economía, es indispensable una reacción del banco central. De otra forma, las expectativas crecientes de inflación influirán por un lado en la formación de los nuevos precios y, por otro, reducirán las tasas de interés

reales (ex-ante), presionando el gasto agregado de la economía. Como resultado, la inflación puede elevarse de manera permanente.

Por lo anterior, cuando un choque de oferta se propaga a la inflación básica y a las expectativas de inflación, la reacción del banco central debe garantizar a los agentes económicos que las tasas de interés reales no caerán de manera injustificada y que mayores niveles permanentes de inflación no serán tolerados. Esto es lo que se conoce en la literatura especializada como el “Principio de Taylor” y garantiza la estabilidad de la inflación y el producto, objetivos fundamentales de la política monetaria en Colombia.

### III. PRECIOS INTERNACIONALES DE PRODUCTOS BÁSICOS Y RESPUESTAS DE POLÍTICA

Por último, permítanme hacer unos breves comentarios sobre la respuesta de política a los choques de oferta originados en cambios de los precios internacionales de los bienes básicos. Este tipo de choques es mucho más difícil de administrar que los choques temporales de oferta interna de alimentos pues tienden a ser más persistentes y, en el caso del petróleo y la energía, impactan directamente a más sectores de la economía. Así mismo, en países productores de bienes básicos como Colombia, el incremento en los precios internacionales de esos productos eleva los términos de intercambio, el ingreso nacional y la capacidad de gasto y de endeudamiento.

Como se dijo antes, el incremento en los precios internacionales de los productos básicos tiene en gran medida su origen en factores climáticos (ej. destrucción de cosechas de Australia, Rusia y otros) y en aumentos en la demanda mundial por este tipo de productos. Mientras los efectos de los factores climáticos pueden tener cierto alivio en los próximos trimestres, la demanda mundial por estos productos (en especial de la China y la India) muy probablemente continuará siendo dinámica en los próximos años. Esto último parece ser la causa principal de los incrementos sin precedentes en los términos de intercambio de los países productores de bienes básicos, aumentos que se intensificaron a partir de 2004 y que solo tuvieron una breve interrupción entre el último trimestre de 2008 y el primer semestre de 2009.

¿Qué hacer ante estos casos? La respuesta a este interrogante es especialmente compleja y tomaría mucho más tiempo del que tengo disponible. Sin embargo, a riesgo de ser excesivamente esquemático, quisiera simplemente resaltar cuatro mensajes:

- En el campo fiscal, no actuar como si estos precios fueran a estar altos de manera indefinida. Esto evita crecimientos exagerados del gasto y/o del endeudamiento, factores que pueden ser origen de profundas crisis cuando se reversion los precios de los productos básicos y se observen los tamaños de los déficit fiscales estructurales.
- En lo monetario, defender de manera explícita el ancla nominal de la política monetaria; esto es, la meta cuantitativa de inflación. Así mismo, ser cuidadoso con no ir a sobreestimar los excesos de capacidad productiva o subestimar el grado de “recalentamiento” de la economía.
- En lo cambiario, flexibilidad. En la actualidad, tasas de cambio fijas o semifijas llevarían a importar una política monetaria que es fuertemente expansiva en los países industrializados. Esto se daría, precisamente cuando la política monetaria en los países productores de bienes básicos debe tener un sesgo contraccionista debido a las ganancias de ingreso asociadas a las mejoras en los términos de intercambio.
- En lo financiero, responder con medidas micro y macro prudenciales que combatan futuros desequilibrios financieros (p. ej. excesos en el crecimiento del crédito o incrementos injustificados en los precios de los activos).

#### IV. CONCLUSIÓN

En síntesis, Colombia está experimentando una combinación de choques internos y externos. Por esta razón la respuesta de la política monetaria debe ser estudiada con especial cuidado. Es posible, por ejemplo, que el choque invernal se revierta más pronto de lo esperado, lo cual aliviaría la urgencia de un ajuste de la política por cuenta del choque. Por otro lado, la tendencia de la economía mundial sugiere un ajuste persistente de los precios internacionales de los bienes básicos, lo cual promueve el crecimiento económico pero puede llegar a convertirse en fuente de



inestabilidad macroeconómica, algo que ha ocurrido en episodios anteriores (p. ej. 2007-2008).

El manejo de estos choques es complejo. Afortunadamente, el país cuenta con un banco central que sigue una estrategia monetaria de inflación objetivo. En este marco, siempre se tiene presente la importancia de mantener bajo control la inflación y las expectativas. Esto ayuda a prevenir los llamados efectos de “segunda vuelta” de los choques de precios, lo cual termina generando aumentos permanentes en la inflación.

Adicionalmente, el esquema de inflación objetivo obliga a la autoridad monetaria a adoptar un enfoque riguroso para entender los orígenes de la inflación y la posición de la economía en el ciclo económico. Esto reduce la probabilidad de errores de política.

Así mismo, las presiones inflacionarias originadas en choques externos de oferta se moderan en la medida que la tasa de cambio se ajusta y las expectativas permanecen bien ancladas a la meta de inflación.

Por último, todo esto tiene que ver exclusivamente con las políticas del Banco de la República, las cuales son una fracción de la política macroeconómica. Para enfrentar con éxito los retos que presentan los choques externos e internos que hemos analizado en esta presentación se requiere además la participación activa y apropiada de la política fiscal y financiera.

Bogotá, febrero 16 de 2011