

¿POR QUÉ AUMENTÓ LA JUNTA DIRECTIVA LAS TASAS DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN JULIO DE 2008?

Por José Darío Uribe E.
Hernando Vargas H.*

En su sesión de julio 25 de 2008 la Junta Directiva del Banco de la República aumentó las tasas de interés de intervención en 25 puntos básicos (pb). De esta manera, la tasa mínima de la subasta de expansión a un día pasó de 9,75% a 10%. El último movimiento previo de la tasa de interés del Banco había sido en febrero del mismo año con un incremento de 25 pb. A diferencia de las anteriores subidas, el aumento de julio se efectuó después de un período prolongado de estabilidad en la tasa de interés del Banco de la República, en el contexto de una economía que venía mostrando señales de desaceleración. Por esta razón, y con el fin de ilustrar el funcionamiento del esquema de inflación objetivo con un episodio particularmente interesante de la historia monetaria reciente del país, conviene explicar en algún detalle la racionalidad y los resultados de la medida.

En un entorno de condiciones externas especialmente favorables, la economía colombiana experimentó en 2006 y 2007 fuertes aumentos del crédito y presiones de demanda que se reflejaron en incrementos de la inflación básica y del déficit de la cuenta corriente. La demanda agregada y el producto alcanzaron tasas de crecimiento que difícilmente podrían calificarse como sostenibles en Colombia, aún en presencia del destacable aumento de la tasa de inversión y de las mejoras en la productividad total de la economía (Gráfico 1). De hecho, la brecha entre el nivel del producto y su tendencia de largo plazo se amplió rápidamente en el período (Gráfico 2).

* Los autores son, en su orden, gerentes General y Técnico del Banco de la República. Los puntos de vista expresados en este documento son responsabilidad exclusiva de sus autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Gráfico 1
Tasa de crecimiento del PIB y demanda agregada interna 2000-2007
 (var % anual)

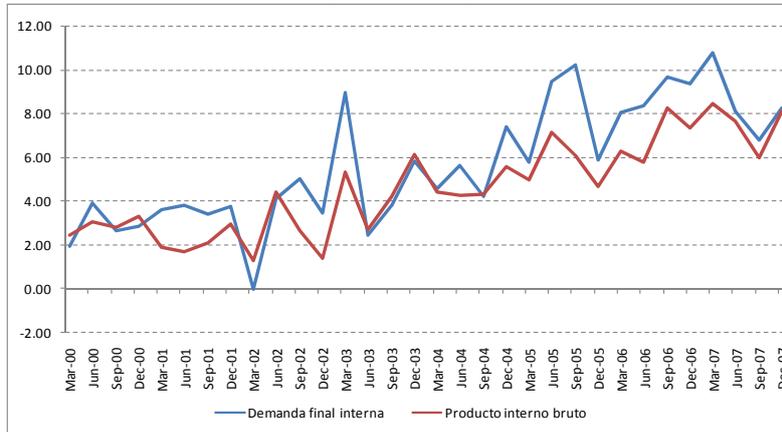
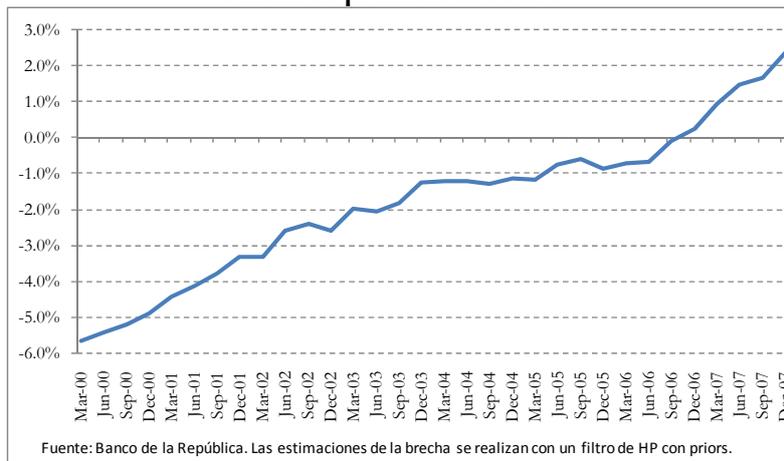


Gráfico 2
Brecha de producto 2000-2007

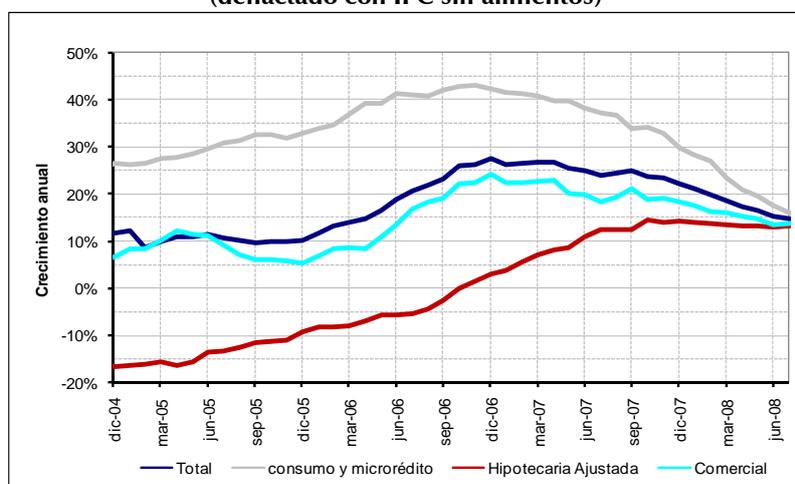


La consecuente respuesta del Banco de la República incluyó la imposición de encajes marginales, la activación de controles de capitales y el aumento de las tasas de interés. El propósito de este grupo de medidas era controlar el crecimiento del gasto y el endeudamiento, moderar el ritmo de apreciación del peso y limitar la exposición cambiaria y crediticia de los sectores real y financiero, complementando las medidas ya existentes para controlar el descalce de plazos y cambiario del sector financiero.

Teniendo en cuenta los rezagos con los que opera la política monetaria y la fortaleza del gasto agregado, se esperaba que los efectos de estas políticas se empezaran a manifestar claramente en 2008. En efecto, el crecimiento del crédito del sistema financiero mostró reducciones

importantes en el primer semestre de ese año, especialmente en el rubro de cartera de consumo (Gráfico 3). Simultáneamente, se observó una marcada desaceleración del crecimiento económico anual, que pasó del 7,1% en el segundo semestre de 2007 a 4,0% en el primer semestre de 2008. Si bien parte de esta desaceleración era buscada por la autoridad monetaria en vista del nivel insostenible que el gasto agregado había alcanzado en el período anterior, la reducción del crecimiento resultó mayor a lo inicialmente esperado (a cerca del 5%).

Gráfico 3
Crecimiento real anual de la cartera por rubros 2004-julio de 2008
(deflactado con IPC sin alimentos)



Algunos factores exógenos de demanda, como la fuerte caída de la inversión pública y las restricciones impuestas por Venezuela a algunas importaciones desde Colombia (automóviles), explicaron la desaceleración de la economía por debajo del 5%. Por ejemplo, el PIB sin incluir obras civiles y sus efectos indirectos creció 4,8%. Otros factores puntuales de oferta (huelgas y clima) también contribuyeron al menor crecimiento de lo esperado. Sin embargo, una causa importante de la desaceleración, además del efecto de la política monetaria, era el impacto sobre la demanda y la oferta de los fuertes aumentos de los precios internacionales de los bienes básicos, la energía y los alimentos.

Los incrementos de precios se venían presentando desde 2007, pero habían sido neutralizados por la apreciación del peso. En 2008, sin embargo, la subida de dichos precios se tradujo en aumentos de los costos de las empresas colombianas y de los precios internos de los alimentos y los servicios regulados, pese a la fuerte apreciación observada en el primer semestre (gráficos 4, 5 y 6). Estos movimientos constituyeron un choque negativo a la oferta agregada de la economía, que elevaba los precios al mismo tiempo que tenía un efecto negativo sobre la cantidad producida. Así mismo, los mayores precios de bienes y servicios con demandas inelásticas (alimentos, transporte, gasolina y servicios públicos) implicaron una reducción del

ingreso real disponible de los consumidores para ser gastado en otros bienes. Esto provocó un debilitamiento en el crecimiento de la demanda y la producción de bienes manufacturados y servicios.

Gráfico 4
Precios internacionales de petróleo, cereales, aceites 2006-julio 2008
 (1 de enero de 2006 = 100)

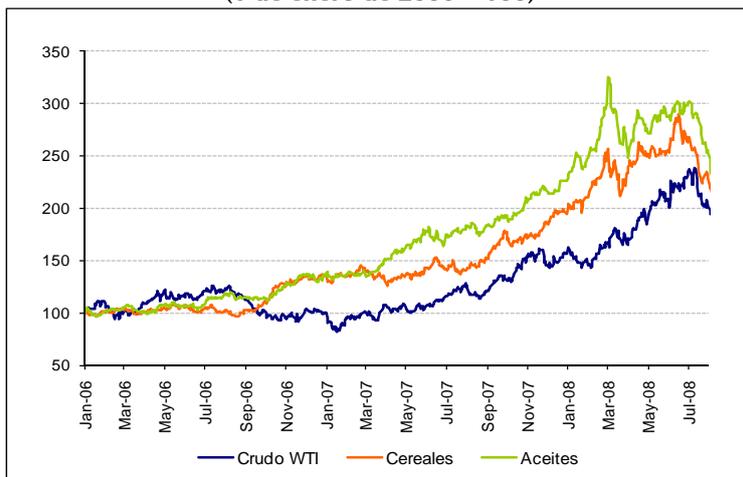


Gráfico 5
Costos no salariales (variación anual), 2006-julio 2008

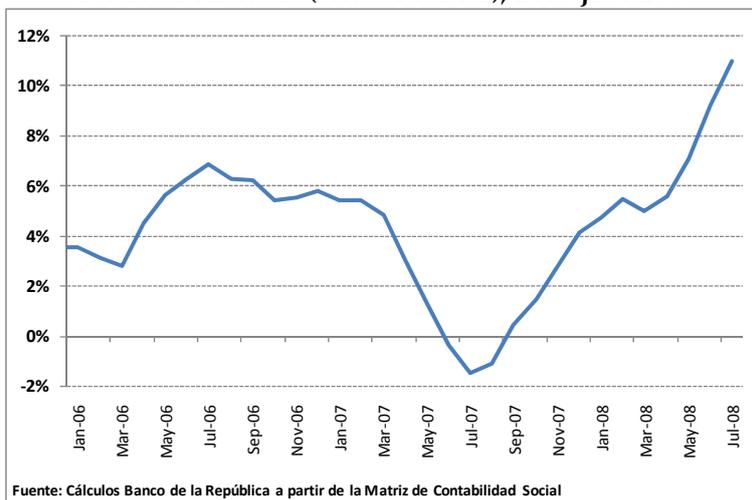
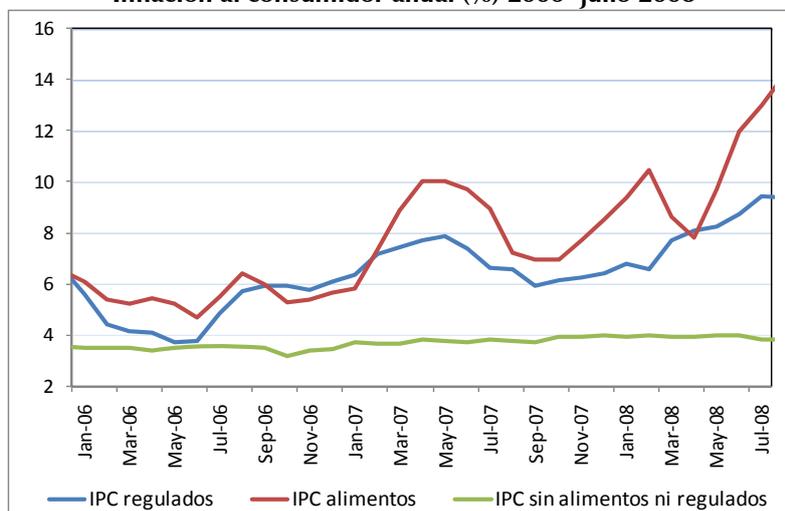


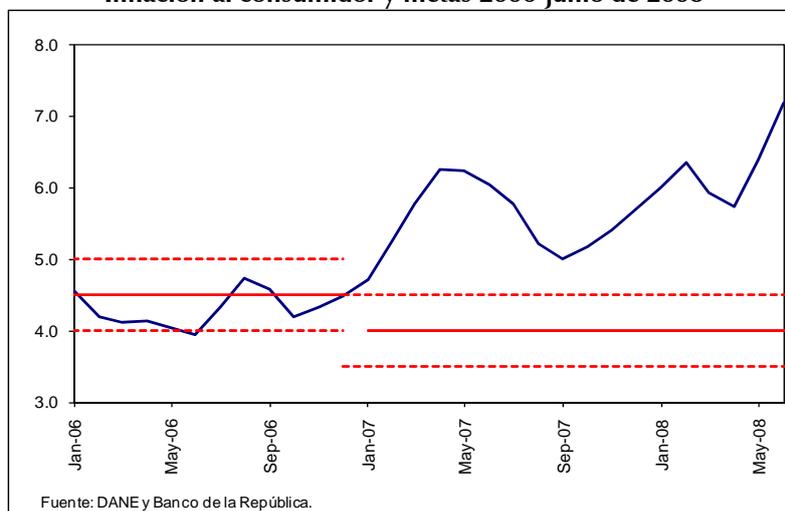
Gráfico 6
Inflación al consumidor anual (%) 2006- julio 2008



En el frente externo, la economía colombiana enfrentaba condiciones menos favorables que en los años anteriores. La crisis financiera había debilitado a la economía de los Estados Unidos y Venezuela experimentaba una reducción del crecimiento, aunque seguía creciendo a tasas altas. No obstante, los fuertes aumentos de los precios de las materias primas habían mejorado los términos de intercambio de Colombia y la inversión extranjera directa alcanzaba niveles históricos. Una de las principales preocupaciones de las autoridades económicas de varios países en ese momento era entonces el efecto de las subidas de los precios de los bienes básicos sobre la inflación y las expectativas de inflación. De hecho, en julio de 2008 los mercados financieros esperaban estabilidad en la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, a pesar de las débiles cifras de crecimiento económico. Esto era, por supuesto, antes de la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre, evento que precipitó un pánico financiero, una crisis generalizada de confianza y un desplome del gasto y el comercio mundial.

En estas circunstancias, la inflación se convirtió en una preocupación fuerte para las autoridades monetarias de Colombia y otros países. En Colombia, no solamente se había incumplido la meta de inflación de 2007 (meta de $4\% \pm 0,5\%$ vs. dato de 5,7%), sino que la variación anual del IPC mostraba una tendencia creciente en el primer semestre de 2008 por cuenta de los choques a los precios de los alimentos y los regulados (Gráfico 7). Los primeros venían en aumento como consecuencia de los precios de los alimentos no procesados y de aquellos productos cuyos precios internacionales subían (cereales y aceites). Los regulados, por su parte, reflejaban el impacto de los precios internacionales relevantes. Varias medidas de inflación básica también registraban tendencias crecientes a lo largo del año, aunque a ritmos menores.

Gráfico 7
Inflación al consumidor y metas 2006-junio de 2008



El mes de junio trajo noticias particularmente malas en relación con la inflación. La variación anual del IPC alcanzó 7.18%, registrando un aumento de 79 pb con respecto al dato de mayo y de 125 pb frente a la cifra de marzo. La desviación respecto a la meta de inflación vigente para diciembre de 2008 ($4\% \pm 0,5\%$) era considerable y creciente. Nuevamente, los alimentos (especialmente el arroz y la papa) y los regulados (especialmente la energía, el gas y los combustibles) se encontraban detrás de este salto.

Desde un punto de vista macroeconómico, este choque no habría sido causa de preocupación si no hubiese amenazado el logro y mantenimiento de tasas bajas de inflación, a largo plazo. Es decir, si hubiese sido claro que la inflación retornaría automáticamente a la meta una vez se revirtiese el choque. Para esto se requería que no se diera una “contaminación” importante de aquellos precios distintos de los afectados directamente por el choque (efectos de segunda vuelta) y que las expectativas de inflación futura se mantuvieran cerca de las metas.

Aunque algunas medidas de inflación básica se mantenían estables dentro del rango meta de inflación (v.g. la inflación sin alimentos ni regulados), los promedios de las medidas de inflación básica aumentaban y se situaban por fuera del rango meta (Gráfico 8). De igual forma, la variación anual del IPP mostraba aumentos significativos, especialmente en los bienes intermedios importados y en los sectores industriales y agrícolas (Gráfico 9), sugiriendo presiones de costos que podrían traducirse en aumentos subsecuentes de los precios al consumidor (Gráfico 5).

Gráfico 8
Inflación básica promedio de varias metodologías y metas, 2006-junio de 2008

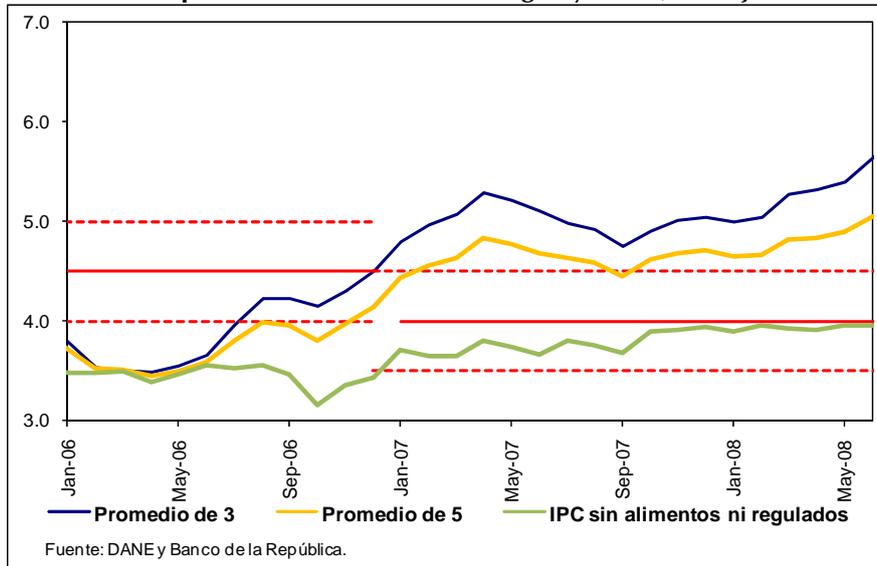
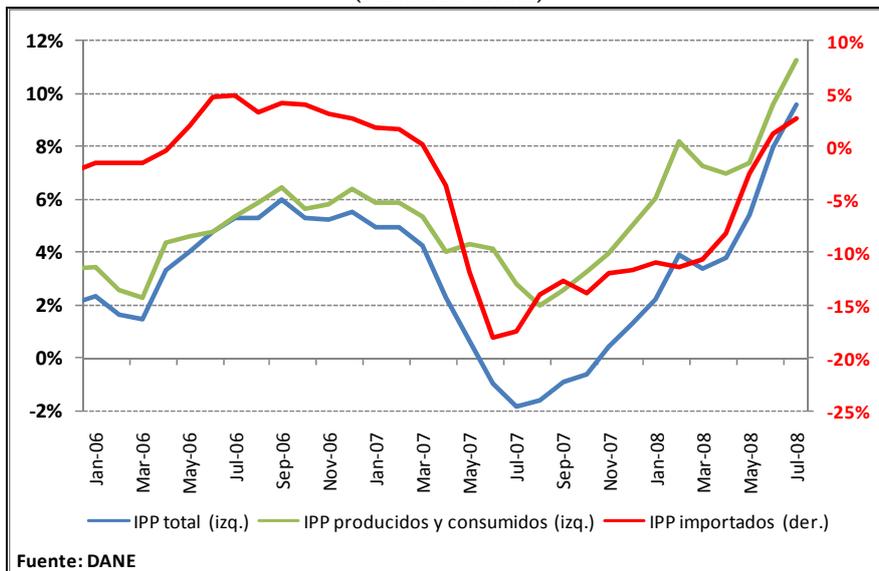


Gráfico 9
IPP total, producidos y consumidos, importados 2006-julio 2008
(variación anual)



El pronóstico de inflación para la segunda parte de 2008 no mostraba tampoco una perspectiva satisfactoria. Los mecanismos de indexación implícitos en las reglas de ajuste de los precios regulados indicaban que aumentos adicionales serían muy probables, al tiempo que en el momento no había indicaciones de una corrección rápida de los precios internacionales de los alimentos y las materias primas.

Todavía más preocupante, los datos de expectativas de inflación registraron un salto significativo a partir de mayo. Esto se observó tanto para las expectativas de corto plazo (a diciembre de 2008 y a un año), como para las de largo plazo (5 y 10 años). El mismo fenómeno se reflejó en las expectativas obtenidas de las encuestas del Banco a analistas financieros, empresas, académicos y sindicatos. (Gráficos 10, 11, 12 y 13). De hecho, en esos meses, y en especial en julio, se produjo un empinamiento de la curva cero cupón, reflejando el aumento de las expectativas de inflación (Gráfico 14).

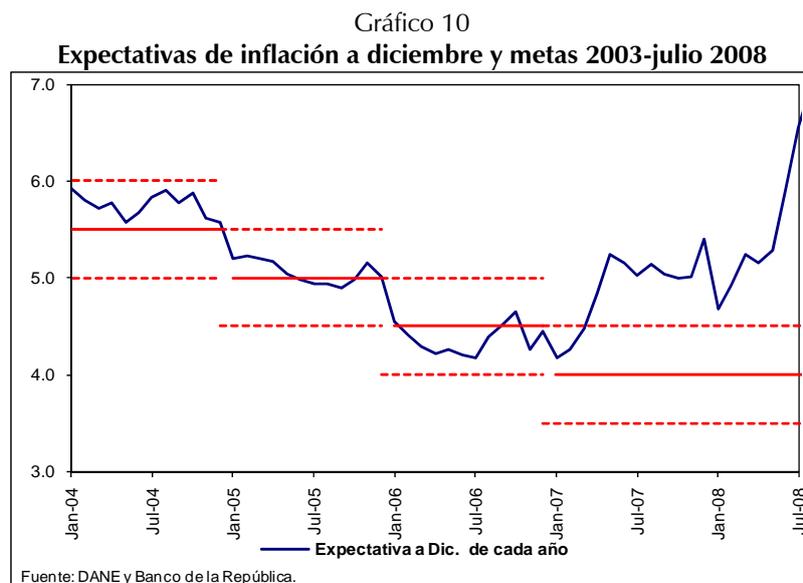


Gráfico 11
Expectativas de inflación mensuales a 12 meses 2003-julio de 2008

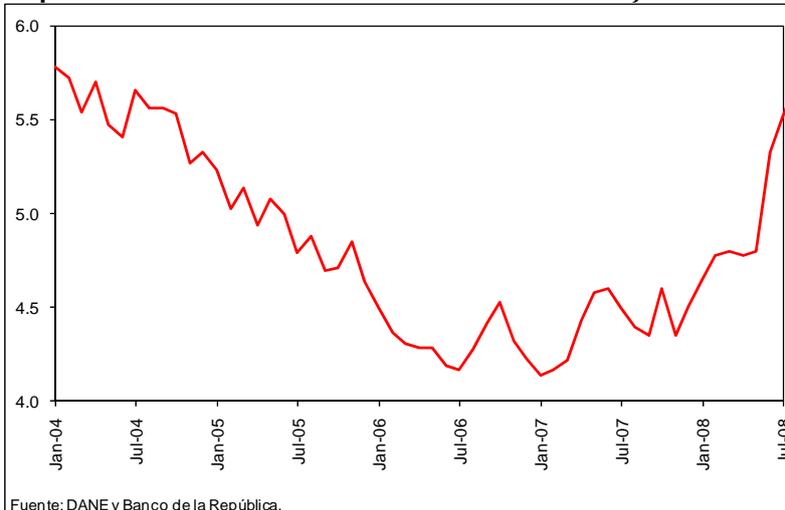


Gráfico 12
Inflación observada y expectativas a 3, 6, 9 y 12 meses (inflación anual)

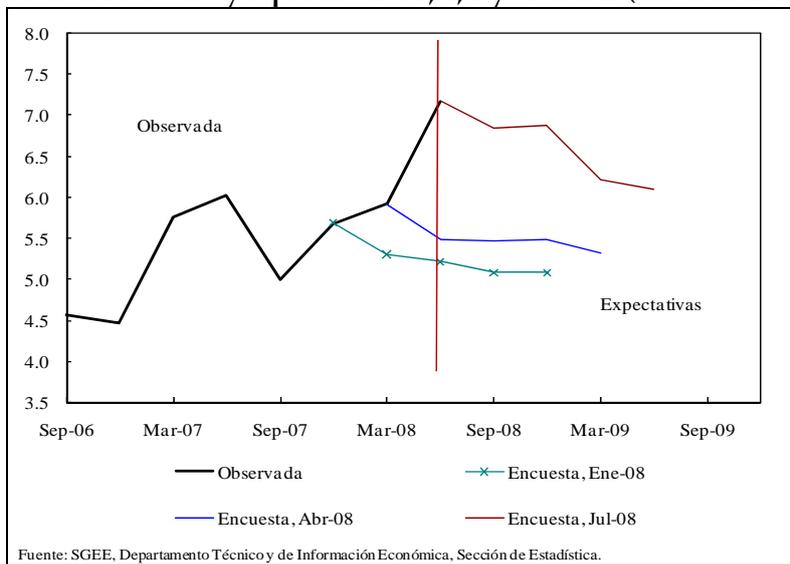


Gráfico 13
Break even inflation a 1, 5 y 10 años, enero 2005-julio 2008

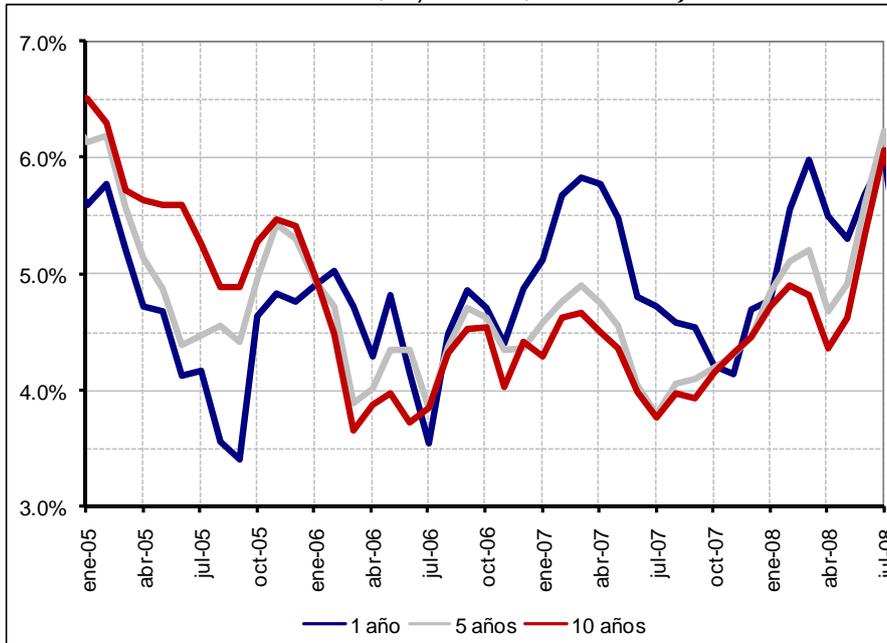
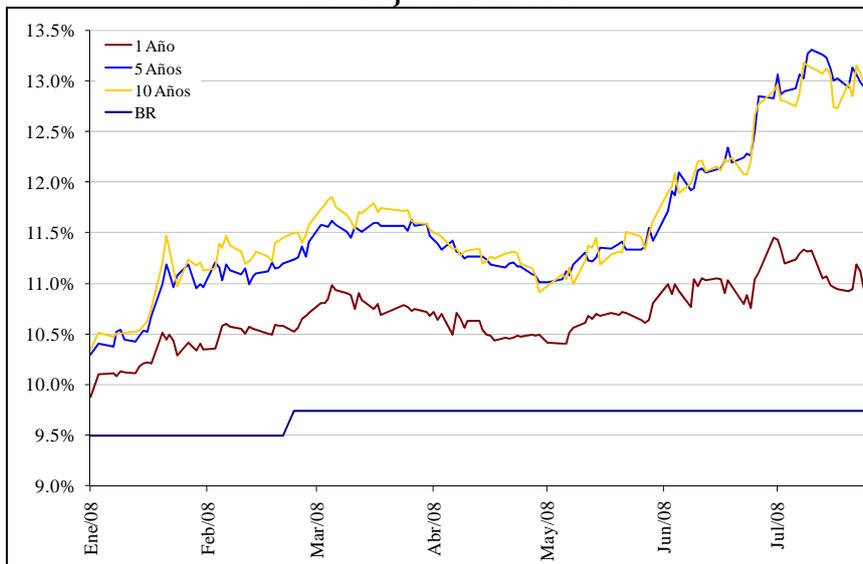


Gráfico 14
Tasas cero cupón a 1, 5 y 10 años y tasa de política, enero a julio 25 de 2008

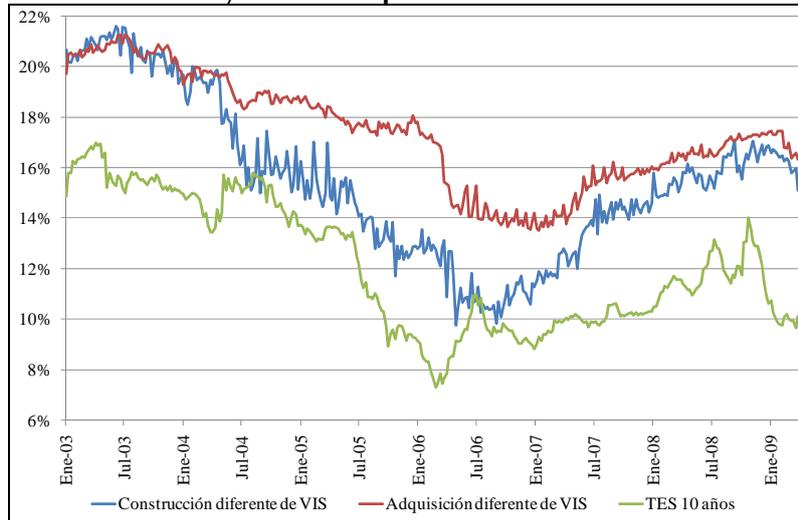


Esto era muy grave. Implicaba una señal de pérdida de credibilidad en la política monetaria que sólo podía empeorar, dada la perspectiva mencionada de los precios de los bienes y servicios regulados, y en los precios internacionales de las materias primas. Así mismo, reflejaba la vigencia de importantes mecanismos de indexación en la economía. La inflación al final del año estaría muy lejos de la meta y, en ausencia de una señal fuerte de la autoridad monetaria, podría inducir una espiral de aumentos de precios y salarios, con efectos negativos sobre el crecimiento del producto y del empleo en el mediano y largo plazo, como sucedió en los años setenta (véase, por ejemplo, Uribe, 2007). Esto elevaría sustancialmente el costo futuro de controlar la inflación, ya que la autoridad monetaria tendría que subir drásticamente las tasas de interés y afectar el gasto, el producto y el empleo para “romper” las expectativas de inflación alta y llevar la inflación nuevamente a niveles bajos.

Adicionalmente, un incremento en la inflación y las expectativas amenazaba el desarrollo de los mercados de crédito y capital de largo plazo, con efecto negativo sobre la inversión y el crecimiento. Basta imaginar las dificultades que una inflación alta y volátil entrañaría para mantener un mercado profundo y líquido de TES de largo plazo a tasa fija o un mercado de crédito hipotecario a tasa fija, revirtiendo uno de los avances más importantes de la última década en materia del desarrollo del mercado de capitales.

Gracias al logro de tasas de inflación bajas y a la credibilidad de su vigencia en el futuro, el país cuenta hoy con posibilidades de financiación interna de largo plazo inexistentes en el pasado. El Gobierno y los constructores y compradores de finca raíz han sido los principales beneficiarios de este avance. Un aumento permanente de la inflación y las expectativas de inflación encarecería significativamente el endeudamiento del Gobierno, al elevarse las tasas de interés de largo plazo y, en un caso más extremo, podría incluso marchitar los mercados de deuda de plazos mayores. Esto tendría consecuencias negativas muy importantes. No solamente debilitaría la posición fiscal del país, sino que elevaría los riesgos de liquidez, inflacionario y cambiario del Gobierno, al concentrar su financiación en instrumentos de corto plazo, atados a la inflación o atados a la tasa de cambio. De paso, encarecería el financiamiento interno de largo plazo del sector privado, particularmente la construcción (Gráfico 15), y haría más vulnerable a la economía ante recortes del financiamiento externo, pues reduciría las posibilidades de canalización del ahorro interno entre sectores excedentarios y deficitarios.

Gráfico 15
**Tasas crédito hipotecario para construcción y adquisición
 y tasa cero cupón TES a 10 años**



Naturalmente, estos riesgos debían sopesarse al tiempo con la desaceleración observada en el crecimiento de la demanda agregada y la producción. El balance de riesgos en ese momento tomó en cuenta las siguientes consideraciones:

- a. La desaceleración de la actividad económica se daba desde niveles insosteniblemente altos, con una brecha de producto aún positiva (Gráfico 2).
- b. El aumento de la inflación, la inflación sin alimentos y las expectativas de inflación implicaba una *reducción* del nivel real de la tasa de interés de política (Gráfico 16). Al mismo tiempo, las tasas de interés reales de depósitos y créditos del sistema financiero se mantenían en niveles inferiores o cercanos a su promedio histórico (Gráfico 17). En estas condiciones, no solo se dificultaba el descenso de la inflación, sino que se corría el riesgo de que derivara en niveles cada vez mayores.
- c. La transmisión de los aumentos de los precios internacionales de las materias primas a los precios internos no había sido completa hasta el momento. Faltaban efectos adicionales por observar y, como se mencionó, en ese momento no era evidente una corrección a la baja de los precios internacionales.

Gráfico 16
Tasa de política real, enero 2004-junio 2008

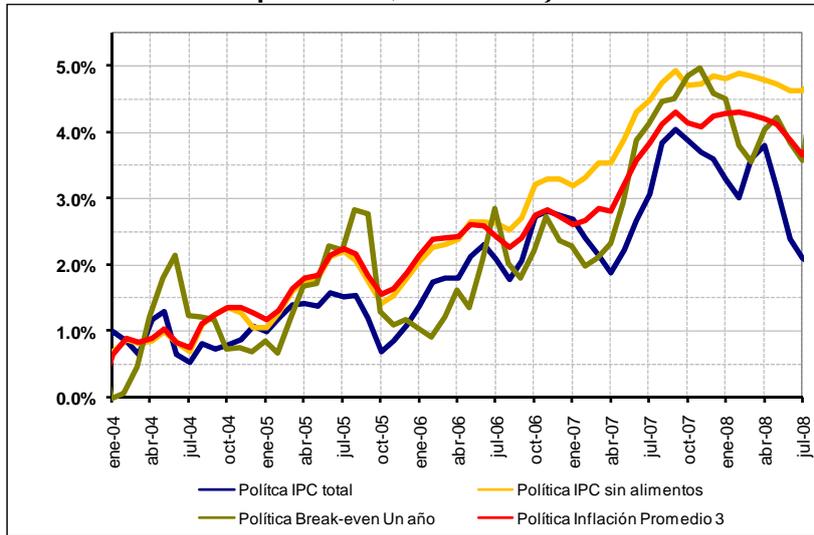
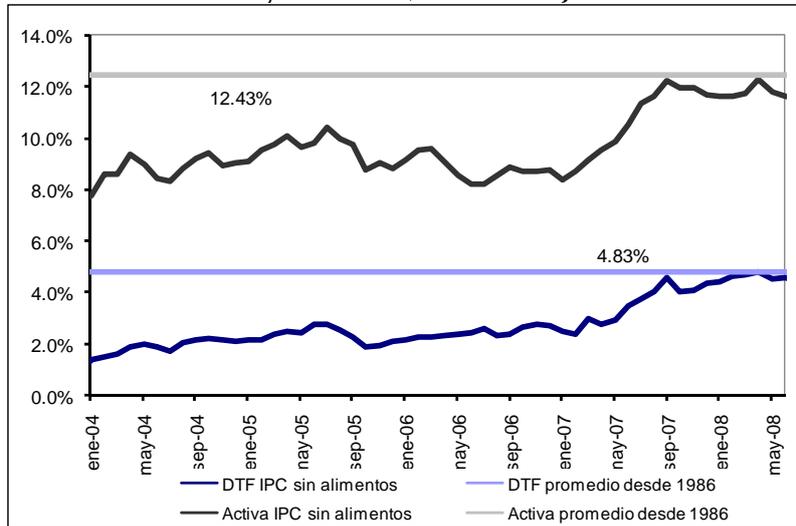


Gráfico 17
Tasa activa y DTF reales, enero 2004-junio 2008



d. No se esperaba una contribución importante de una apreciación adicional de la moneda a la reducción de la inflación. El traspaso de la apreciación anterior había sido bajo y en el momento se esperaba estabilidad de la tasa de interés de la Reserva Federal (no se esperaban recortes adicionales). Desde mediados de junio, además, el peso había

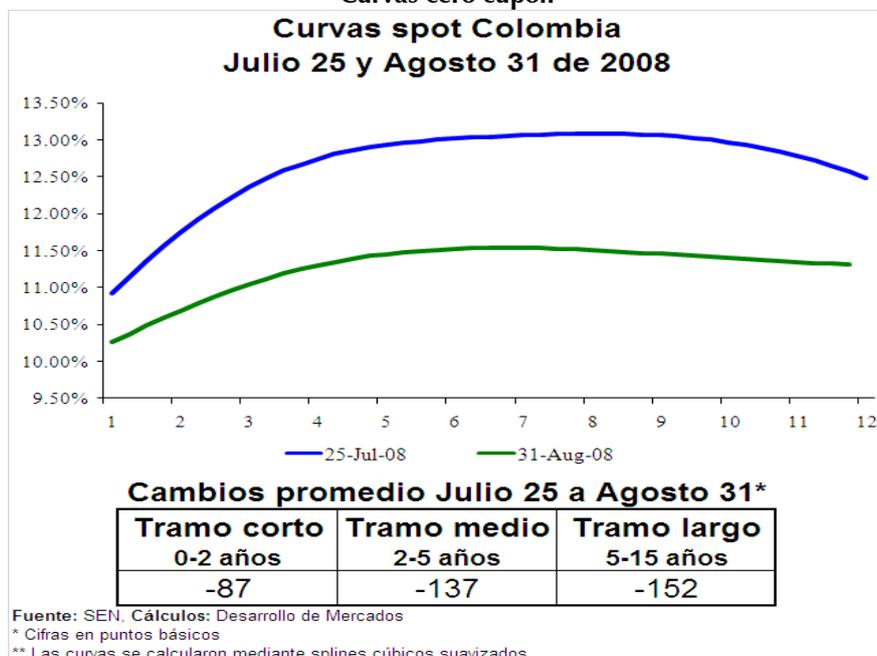
comenzado a devaluarse, impulsado en parte por el anuncio de las compras de US\$20 millones diarios por parte del Banco de la República.

- e. Todos estos factores, al tiempo con el aumento de la inflación y las expectativas de inflación, hacían muy difícil un descenso de la inflación hacia el 5% en 2009, sin un ajuste de las tasas de interés de política. Este resultado era confirmado por los modelos de simulación y pronóstico del Banco bajo diversos escenarios.
- f. Aún si no se movían las tasas de política, habría sido imposible mantener bajas las tasas de interés nominales y reales de mercado, pues éstas habrían reflejando eventualmente unas expectativas de inflación permanentemente mayores. El fuerte incremento en las tasas de interés de los TES de largo plazo a partir de mayo era ya un reflejo de esto.
- g. Permitir un desborde de la inflación y las expectativas de inflación habría puesto en riesgo la estabilidad financiera, no solo por el ya mencionado debilitamiento de los mercados de deuda pública, sino porque al reducirse la credibilidad de la política monetaria, un choque externo que requiriera una fuerte depreciación real del peso podría generar liquidaciones abruptas de activos colombianos, entre ellos los depósitos bancarios.

Con base en estas consideraciones y en la información y pronósticos disponibles en el momento, la JDBR decidió en julio 25 de 2008 aumentar la tasa de interés de intervención del Banco en 25 pb. En su Comunicado de Prensa, la JDBR fue clara en explicar la medida con base en los argumentos aquí expuestos. Se dijo en él que las menores perspectivas de crecimiento para Colombia y el mundo sugerían mantener las tasas de interés inalteradas, pero que las perspectivas de la inflación en 2009 y la necesidad de anclar las expectativas a una senda decreciente de inflación requerían el alza en la tasa de política. Señaló también la necesidad del ajuste adoptado para evitar luego aumentos mayores de las tasas.

Los efectos inmediatos de la medida fueron contundentes. La curva cero cupón de los TES reaccionó fuertemente a la baja y se aplanó (Gráfico 18), reflejando un descenso de las expectativas de inflación y la respuesta del mercado a la señal enviada por la autoridad monetaria. El mensaje había sido entendido correctamente. Aún en medio de una desaceleración de la actividad económica, el banco central estaba dispuesto a elevar la tasa de interés para evitar un desborde inflacionario. En los meses siguientes las expectativas de inflación se estabilizaron, incluso a pesar de que los choques de precios relativos de alimentos y regulados empujaron la inflación del IPC todavía más, terminando el año en 7.67%.

Gráfico 18
Curvas cero cupón



El control de las expectativas ha sido crucial en la política monetaria de los últimos seis meses. Tras la quiebra de Lehman Brothers y el recrudecimiento de la crisis global, la autoridad monetaria ha flexibilizado de forma importante su política, reduciendo los encajes, desactivando algunos controles de capitales y disminuyendo rápidamente las tasas de interés de política. Naturalmente, la caída de la demanda agregada y la reversión de los choques de precios relativos han jugado un papel importante en la explicación de la respuesta de la política monetaria. No obstante, la contención de las expectativas de inflación en 2008 y su rápido descenso con la inflación en 2009 han permitido la adopción de una política monetaria contracíclica, y la flotación del peso.

Adicionalmente, la reacción de la política monetaria ante la amenaza inflacionaria en 2008 evitó una pérdida de confianza en la estabilidad nominal de la economía y redundó en que el mercado de deuda pública se mantuviera líquido y atractivo en medio de un período de gran turbulencia internacional. Otro tanto puede decirse de los mercados monetario y cambiario. Ante una pérdida de la credibilidad de la política monetaria, la depreciación y la volatilidad cambiaria se habrían exacerbado y se habría incrementado el riesgo de una salida de depósitos de los bancos locales, con riesgo para la estabilidad financiera. Además, la economía recibe ahora los beneficios de la flotación cambiaria como mecanismo de absorción de los choques

externos y registra un crecimiento de los depósitos del sistema financiero muy por encima del crecimiento del PIB nominal.