

# Un análisis reciente sobre la inflación, el crecimiento y la política monetaria en Colombia\*

José Darío Uribe E.\*\*

*—Introducción. —I. Presiones de demanda, inflación y política monetaria. —II. Choques de oferta y política monetaria. —Conclusiones. —Referencias bibliográficas.*

Primera versión recibida el 30 de junio de 2008; versión final aceptada el 31 de julio de 2008

**Resumen:** el objetivo de este artículo es presentar un análisis sobre la evolución reciente de la inflación, el producto y la política monetaria. Se argumenta que desde 2006 comenzaron a registrarse presiones sobre nivel de precios, las cuales provinieron tanto del lado de la demanda como de la oferta agregada. Estas presiones fueron previstas por el Banco de la República, razón por la cual se incrementó la tasa de interés de intervención. No obstante, se conjugaron una serie de factores internos y externos que no permitieron el logro del objetivo de inflación fijado por la Junta Directiva del Banco. En este trabajo se explican los principales causantes de la inflación en Colombia, su impacto sobre el producto y se justifican algunas decisiones

del Banco de la República en términos de política monetaria.

**Palabras clave:** inflación, política monetaria, crecimiento económico.

**Abstract:** this paper analyses the recent evolution of inflation, GDP and monetary policy. Since 2006 aggregate demand and supply put pressure on prices level. This situation was anticipated by Colombian Central Bank, which explains why the Directive Board decided to increase the interest rate. However, the inflation target was not achieved due to several internal and external factors. This paper explains the causes of Colombia's inflation and its impact on the GDP, and justifies some central bank decisions.

---

\* Este artículo fue presentado en la conferencia del día Fenadeco: "Coyuntura Macroeconómica Nacional", el pasado 29 de agosto de 2008.

\*\* Gerente General del Banco de la República. Dirección electrónica: mgarcida@banrep.gov.co

**Key words:** inflation, monetary policy, economic growth.

**Résumé:** L'objectif de cet article est celui de présenter une analyse concernant l'évolution récente de l'inflation, le PIB et la politique monétaire. On montre que depuis l'année 2006 l'économie colombienne registre des pressions sur le niveau de prix, lesquelles ont provenu à la fois du côté de la demande agrégée et à la fois du côté de l'offre agrégée. Ces pressions ont été anticipées par la Banque Centrale de Colombie, raison pour laquelle le taux d'intérêt d'intervention bancaire a augmenté. Malgré cela, l'existence d'une série de facteurs internes et externes à l'économie colombienne n'ont pas permis la réalisation de l'objectif d'inflation fixé par l'Assemblée Directive de la Banque. Dans ce travail, on explique les principaux responsables de l'inflation en Colombie, son impact sur le PIB et la justification de certaines décisions prises par la Banque Centrale en termes de politique monétaire.

**Mots clef:** inflation, politique, croissance économique.

**Clasificación JEL:** E31, E52, E58

## Introducción

La inflación anual al consumidor ha mostrado una tendencia creciente desde el segundo semestre de 2006, interrumpiendo el proceso de convergencia gradual hacia las metas de largo plazo (entre 2% y 4%) que venían de varios años atrás. En julio de 2008 la inflación anual alcanzó 7,5% y en los primeros siete meses de este 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 a eventos internos y externos que los determinan conjuntamente y que han condicionado las acciones de la política monetaria en los últimos tiempos.

A continuación se describen los principales factores que llevaron al incremento de la inflación durante el período de auge y sus efectos sobre algunas decisiones del Banco de la República, en términos de control de la inflación. Dado que el incremento del nivel de precios de la economía colombiana, se dio tanto por factores de demanda como de oferta, el trabajo está dividido como sigue: la primera sección trata la incidencia de las presiones de demanda sobre la inflación y la postura de la política monetaria, mientras que la segunda analiza el problema desde el punto de vista de los choques de oferta que afectaron la economía colombiana. Finalmente, en la tercera sección, se presentan las conclusiones.

## I. Presiones de demanda, inflación y política monetaria

El rápido crecimiento de la demanda agregada y del producto durante los últimos cuatro años ha sido inducido por el incremento en los precios internacionales de nuestros principales productos de exportación, por la expansión de nuestros mercados externos, en especial el venezolano, y por la consolidación de la confianza de los consumidores y los inversionistas internos y externos. A esto

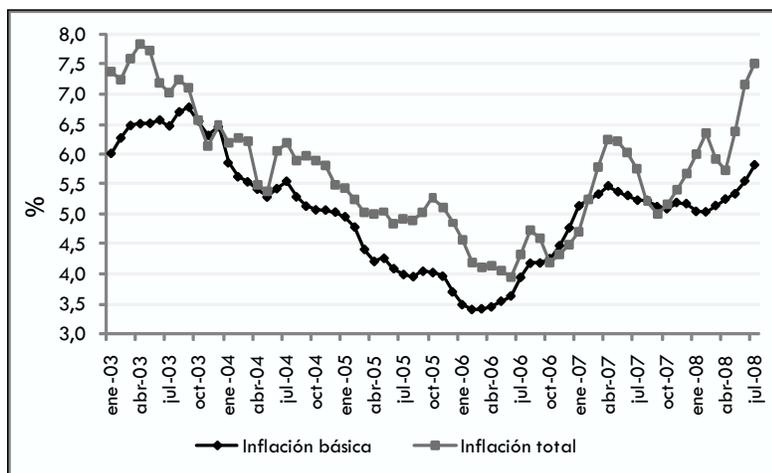
se sumó una fuerte expansión del crédito, que en el caso de la cartera de consumo llegó a crecer a tasas anuales por encima de 50%. Como resultado, el crecimiento del gasto superó por un amplio margen el incremento de la capacidad productiva del país. A manera de ilustración, desde 2005 la demanda interna 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, por un lado, 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 por otro lado, 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 pre-

cios atribuibles al gasto agregado, también empezaron a mostrar crecimiento sostenido y, en algunos casos, bastante pronunciado, tal como lo muestra el gráfico 1.

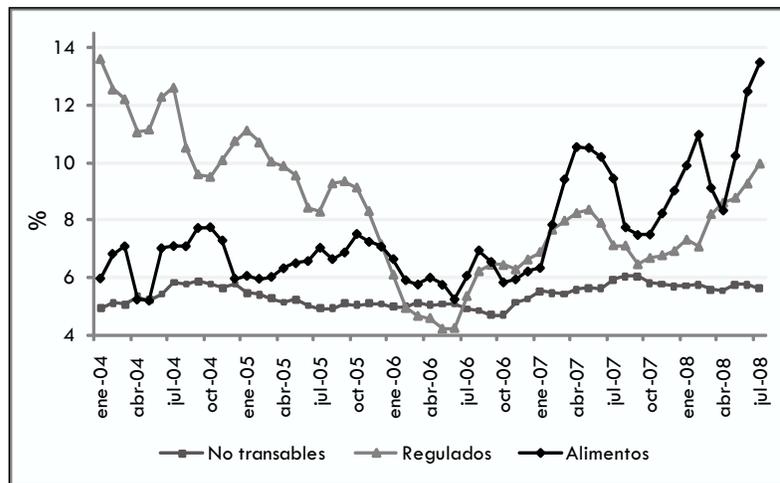
Otro indicador de precios estrechamente asociado a las presiones de demanda, es la inflación de bienes y servicios no transables internacionalmente. Después de haberse mantenido durante todo 2006 alrededor de 5%, al final de julio de 2008 alcanzó el 8,2%. Si de este grupo se excluyen los alimentos, la tendencia alcista no desaparece, pues la inflación de esta subcanasta alcanzaba 6% en julio de 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 esperarse en presencia de los excesos de demanda de 2006 y de 2007.

Gráfico 1  
IPC e indicadores de inflación básica



Fuente: DANE y Banco de la República.

Gráfico  
Inflación de no transables, alimentos y regulados



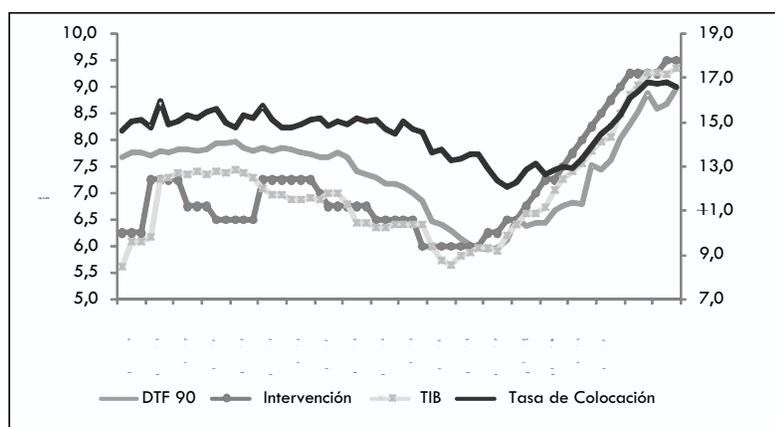
Fuente: Banco de la República.

En este contexto es más fácil comprender la racionalidad de la política monetaria. En efecto, es necesario resaltar 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 las

alzas en 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 sobre los precios. El gráfico 3 muestra la evolución de la tasa de interés de intervención entre enero de 2003 y julio de 2008.

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 la estabilidad de precios, la estabilidad financiera y la estabilidad del sector externo. Los efectos de las medidas del Banco de la República se han sentido especialmente en la desaceleración del crédito bancario, el cual al finalizar julio de 2008 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

**Gráfico 3**  
**Tasas de interés de intervención y de mercado**



Fuente: Banco de la República.

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 de los precios.

## II. Choques de oferta y política monetaria

En la coyuntura de rápida expansión del gasto y las presiones inflacionarias de demanda, la economía comenzó a mostrar fuertes incrementos en los precios de los alimentos y de los combustibles, lo que ha impactado tanto a la inflación como a la actividad económica. Los impactos sobre los precios internos, sobre los costos de las empresas, sobre la capacidad de compra de los hogares y sobre las expectativas de inflación en distintos períodos y magnitudes, han sido generados por el aumento

considerable de los precios internacionales de los alimentos, de los combustibles y de las materias primas, incluyendo los metales, así como el desabastecimiento de algunos productos alimenticios en Venezuela y factores climáticos como el fenómeno del Niño.

Por su tamaño y duración, el choque que más ha afectado el comportamiento de la economía y más ha complicado el manejo de la política monetaria es el aumento en los precios internacionales de los alimentos, de los combustibles y de las materias primas. Este choque afecta simultáneamente a la inflación (elevándola) y a la actividad económica (debilitándola) a través de dos 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 de 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.

En segundo lugar, los aumentos de los precios internacionales de las materias primas afectan a la economía a través del 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 y esto ha tenido un impacto fuerte sobre el índice de precios al productor. 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 de 2008, los precios al productor aumentaban a una tasa anual de 9,6%. Los mayores costos de las empresas disminuyeron sus márgenes de utilidad y desestimularon sus planes de producción y de inversión, lo que se tradujo en aumentos presentes y futuros de precios y en un 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, por lo tanto, se ajustarían los precios y salarios sin necesidad de tomar en cuenta esta inflación. 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%. De esta manera, 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 ante 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 fijación 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. Este ha sido uno de los criterios

más importantes en las decisiones recientes de política monetaria.

## Conclusiones

En síntesis, entre 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 para garantizar una convergencia hacia la meta de inflación de largo plazo, fijada entre 2% y 4% anual. Como se mencionó 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 en términos de bienestar de la población y en términos de crecimiento de largo plazo de la producción y del empleo. En este sentido, 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 sólo para unos cuantos.

En estos 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.

Es claro que las medidas de política monetaria en Colombia no podrán controlar el alza de los precios internacionales del petróleo y de los alimentos, pero lo que sí debe buscarse 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 estos aumentos encarecen las deudas de las empresas, también es cierto que éstas, en sus decisiones de precios, consideran lo que suceda con sus costos financieros y con 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 de 2008, por ejemplo, cayeron fuertemente las expectativas de inflación y las tasas de interés de los TES de largo plazo mostraron una reducción significativa (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 un lado, 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; y por otro lado, una desaceleración en el crecimiento económico como resultado simultáneo de factores de oferta y de demanda de difícil cuantificación, no todos esos factores son generados por el cambio en la postura de la política monetaria.

La forma como los bancos centrales respondan 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 del 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.

## Referencias bibliográficas

BANCO DE LA REPÚBLICA (2008), “Estadísticas”, [Acceso desde Internet], disponible en: [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co).

DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO NACIONAL DE ESTADÍSTICA –DANE– (2008), “Estadísticas”, [Acceso desde Internet], disponible en: [www.dane.gov.co](http://www.dane.gov.co).