



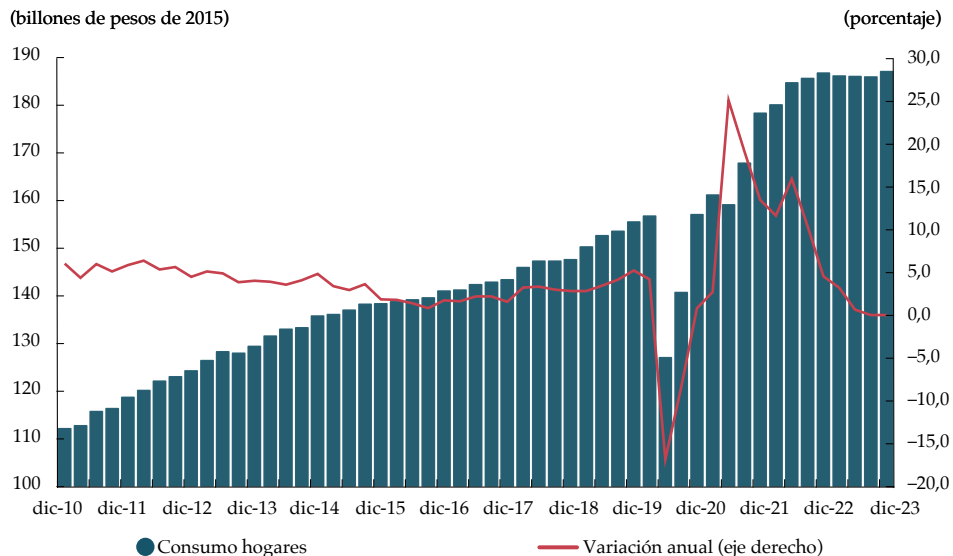
2. ¿CÓMO EQUILIBRA EL BANCO DE LA REPÚBLICA LAS CONSIDERACIONES DE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO?

Mauricio Villamizar-Villegas
Bibiana Taboada Arango

Tal vez uno de los elementos más retadores para un banco central es la coordinación entre la política monetaria y el desempeño de la economía general. Al respecto, para el caso colombiano, la Corte Constitucional, en la sentencia C-481 de 1999, precisó que la obligación del Banco de la República de preservar el poder adquisitivo de la moneda debe considerar otros objetivos económicos como el crecimiento y el empleo. Aunque estos objetivos están estrechamente relacionados (los costos inflacionarios a corto plazo se traducen en costos de producción y empleo a mediano y largo plazo), el balance entre inflación y crecimiento genera una disyuntiva relacionada con el horizonte temporal para el cual se deben maximizar los beneficios de la sociedad.

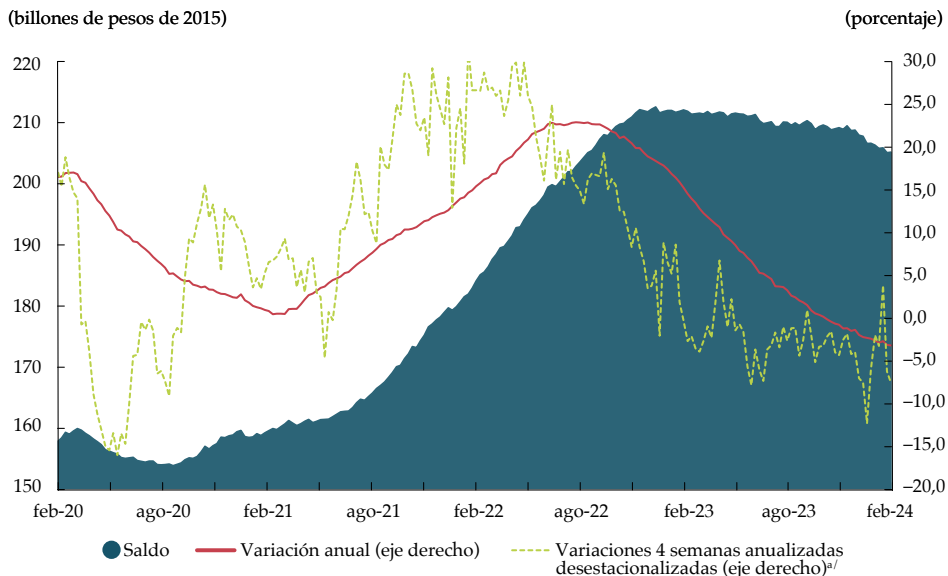
Un buen punto de partida para esta discusión es definir el objetivo principal de la política monetaria. En nuestra opinión, este radica en lograr el mayor crecimiento sostenible posible, al tiempo que se mitiga la volatilidad de los ciclos económicos reales. Esto es importante porque un crecimiento económico por encima de lo sostenible puede generar un sobrecalentamiento de la economía, lo que a su vez conlleva a un mayor riesgo de crisis futuras y una reducción en la producción a largo plazo. También puede resultar en un mercado laboral más apretado y salarios nominales más altos que repercuten en precios más elevados. Todo esto ocurrió en el caso de Colombia después de la pandemia (en especial en el 2022) cuando la producción superó su nivel potencial y se generó una brecha de producto históricamente alta, en gran parte debido al elevado consumo de los hogares. En el Gráfico 2.1, se observa la dinámica del gasto de consumo de los hogares y en el Gráfico 2.2 el saldo y crecimiento de la cartera de consumo.

Gráfico 2.1
Gasto de consumo final de los hogares



Serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.2
Cartera de consumo ajustada



Serie ajustada por titularización de cartera.

^{a/} La variación anualizada 4 semanas se calcula sobre la serie desestacionalizada del saldo.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 281); cálculos del Banco de la República.

Pero entonces, ¿cómo se relaciona el objetivo del crecimiento económico y el empleo con la meta de inflación? Pues bien, la relación es muy estrecha porque el crecimiento sostenible solo es compatible con la estabilidad de precios. Las economías con altas y prolongadas tasas de inflación experimentan costos elevados en términos de crecimiento y equidad, enfrentan dificultades en el financiamiento a largo plazo para los sectores público y privado, tienen distorsiones en la asignación de recursos y generan redistribuciones desfavorables para la población de ingresos bajos. En cambio, cuando la inflación es baja y estable los precios futuros son predecibles y ello se refleja en tasas de interés reales bajas que facilitan el desarrollo y la permanencia de mercados de financiamiento a largo plazo. Además, conduce a una mayor eficiencia económica, ya que los recursos se dirigen a donde son más productivos.

Sin embargo, surgen tensiones, especialmente en el corto plazo, entre los objetivos de estabilidad de precios y crecimiento o, de forma análoga, entre los objetivos de crecimiento de corto y largo plazo. Un concepto útil para medir esta tensión es la “tasa de sacrificio”: cuánto del producto de corto plazo se debe sacrificar para reducir la inflación y generar un crecimiento sostenible en el largo plazo. Otra manera de entenderla es la inflación adicional que se debe permitir para lograr un mayor crecimiento en el corto plazo a costa de un menor crecimiento en el largo plazo. Esta última interpretación ilustra la complejidad del debate, especialmente cuando se consideran diferentes horizontes temporales.

Así, la pregunta relevante es la siguiente: ¿es mejor lograr un mayor crecimiento hoy y permitir una inflación más persistente y elevada y, a cambio, obtener un menor crecimiento en el futuro? Para dar algunas luces a la respuesta a esta pregunta hay que considerar la influencia de al menos tres elementos.

El primero tiene que ver con la credibilidad del Banco, ya que aumenta la efectividad de la política monetaria y, en ese sentido, disminuye la tasa de sacrificio¹. Cuando la política monetaria es creíble, las expectativas de precios de los agentes son consistentes con la meta de inflación, lo que permite ajustes más pequeños a la tasa de interés y menores costos en el crecimiento de corto plazo.

El segundo se relaciona con el horizonte de tiempo para el cual se deben maximizar los recursos de la sociedad. Para los bancos centrales,

1 En un artículo reciente documentamos, para una muestra de 59 bancos centrales, como la credibilidad aumenta la efectividad para varios objetivos monetarios. Véase Cepeda, Taboada-Arango y Villamizar-Villegas (2023).

este horizonte generalmente supera los mandatos de gobierno, lo que implica tasas de descuento intertemporal bajas, es decir, que valoran altamente los resultados del futuro. Bajo estas circunstancias, es posible que se realicen ajustes más dolorosos (incrementos mayores o más rápidos en el ciclo alcista de tasas y reducciones menores o más lentas en el ciclo bajista) buscando una senda estable de crecimiento.

El tercero es la consideración de los amplios rezagos que tienen los impactos de la política monetaria sobre el producto (9-12 meses) y la inflación (12-18 meses)². Esto hace necesario reestimar constantemente los parámetros temporales que están al alcance de la política monetaria y diferenciarlos de aquellos que ya responden a las políticas adoptadas en el pasado. Es, en parte, con el análisis y ponderación de estos tres elementos que se da una respuesta a la pregunta planteada.

Al final, las decisiones de política monetaria están encaminadas a lograr la estabilidad de precios y el crecimiento económico sostenible en el largo plazo, lo que se traduce en mayor bienestar para los colombianos. En línea con este objetivo, los ajustes a las tasas de interés se definen según la credibilidad que logre mantener el Banco y de la cual depende la magnitud del ajuste monetario requerido y la correspondiente tasa de sacrificio. La temporalidad de la meta de inflación también permite ajustar las decisiones teniendo en cuenta los amplios rezagos con los que actúa la política monetaria.

REFERENCIAS

- Cepeda, V.; Taboada-Arango, B.; Villamizar-Villegas, M. (2023). "Can Central Bank Credibility Improve Monetary Policy? A Meta-analysis", *Borradores de Economía*, núm. 1239, Banco de la República, pp. 1-61.
- Corte Constitucional (1999). Sentencia C-481. M. P. Alejandro Martínez Caballero.

2 El capítulo 9 ilustra el mecanismo principal de la política monetaria sobre las demás tasas de mercado.