

NOTA EDITORIAL

LA POLÍTICA MONETARIA ACTUAL Y LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA

Después de superar la profunda crisis económica y financiera de finales del siglo XX y comienzos del XXI, la economía colombiana ha seguido una trayectoria de crecimiento más acelerado basado en incrementos en las exportaciones y mayores tasas de inversión. Tal proceso es consecuencia de factores estructurales internos y externos. Al mismo tiempo, nuestra economía ha demostrado ser más resistente a choques externos que en el pasado, dentro de un esquema que le ha permitido tanto a la política monetaria como a la fiscal actuar de manera contracíclica. Dicho esquema es un elemento de apoyo clave para avanzar por una senda de alto crecimiento, dado su efecto de contención de la volatilidad macroeconómica y de la volatilidad a la que están sujetos los intermediarios financieros.

Esta Nota analiza estas ideas, comenzando con una breve descripción comparativa de la economía colombiana y de su evolución en los años recientes. A continuación, se resalta la importancia del esquema que ha seguido la política monetaria dentro de este proceso. Finalmente, se presentan las perspectivas de mediano plazo de la economía, con énfasis en los principales retos que enfrenta el país y en la manera como pueden afrontarse dentro del marco de política económica mencionado.

I. INDICADORES REALES:

MAYOR CRECIMIENTO Y RESISTENCIA

Durante la primera década de este siglo la tasa de crecimiento económico colombiano excedió la tasa promedio de Latinoamérica y el Caribe, así como las propias tasas nacionales de las décadas pasadas (gráficos 1 y 2). En consecuencia, la economía colombiana es hoy la cuarta de Latinoamérica y nuestro país hace parte del grupo de naciones de ingreso medio-alto (gráficos 3 y 4).

Detrás de este desempeño están las tendencias de participación creciente de las exportaciones y la inversión en el producto (Gráfico 5). La tasa de ahorro también aumentó durante la década pasada, aunque sigue estando muy por debajo de los niveles asiáticos (Gráfico 6). Para obtener estos logros fueron decisivas las mejoras en los frentes fiscal y de seguridad, lo mismo que el haber alcanzado metas de inflación bajas y estables. La mejora en la situación fiscal reforzó la percepción de sostenibilidad de la deuda pública y tuvo un efecto significativo en la disminución de la incertidumbre relativa a futuros impuestos y a los costos de la deuda. Los beneficios

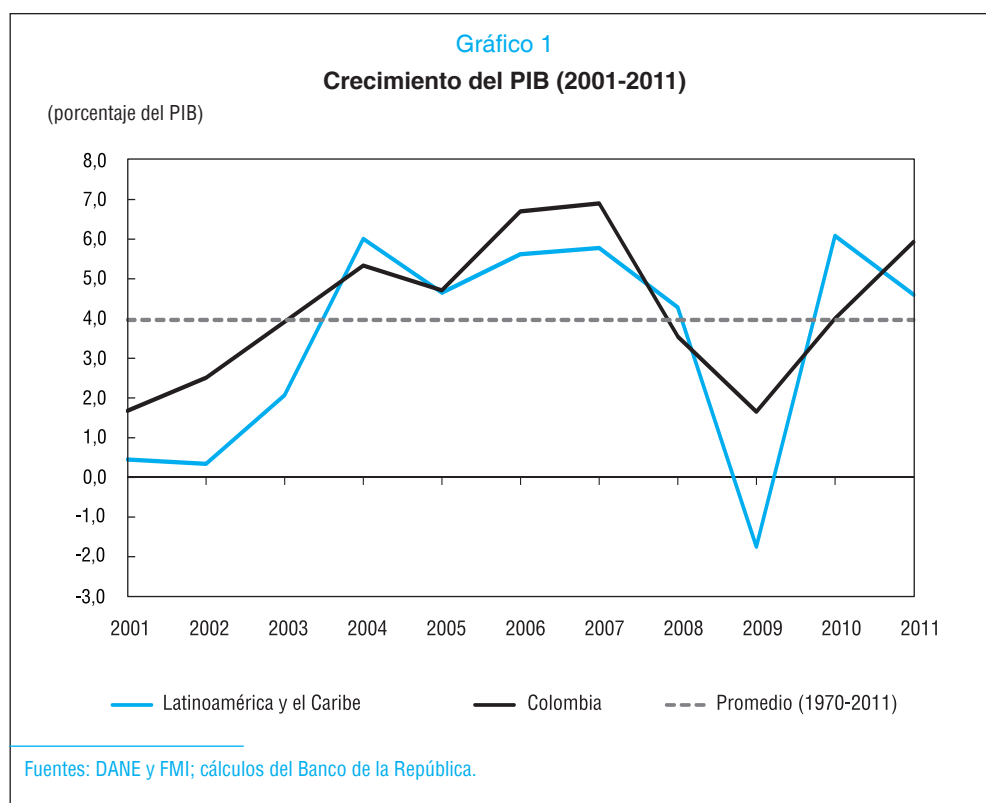
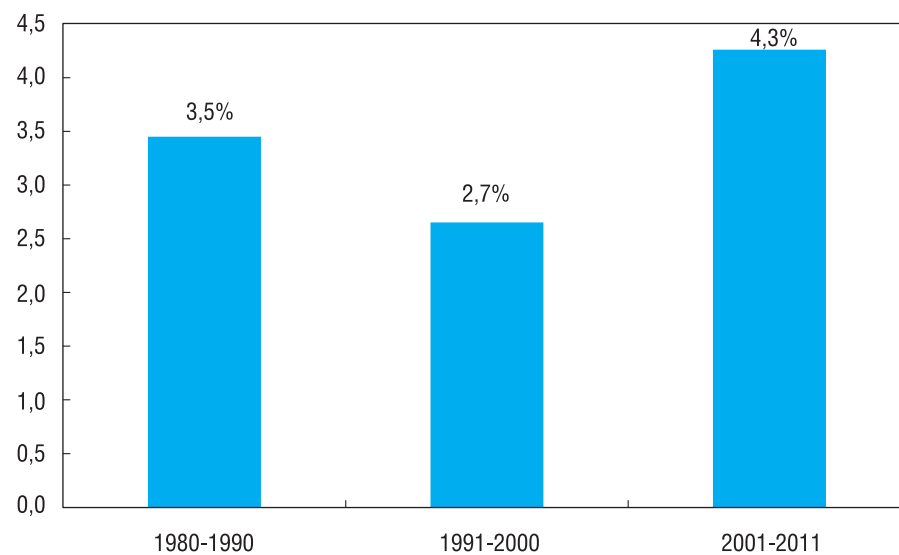


Gráfico 2

Crecimiento promedio del PIB

(porcentaje)

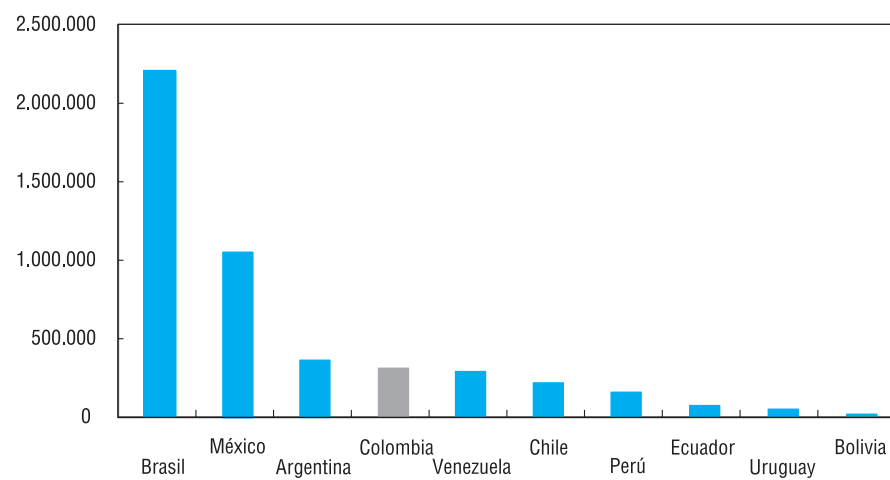


Fuente: DANE.

Gráfico 3

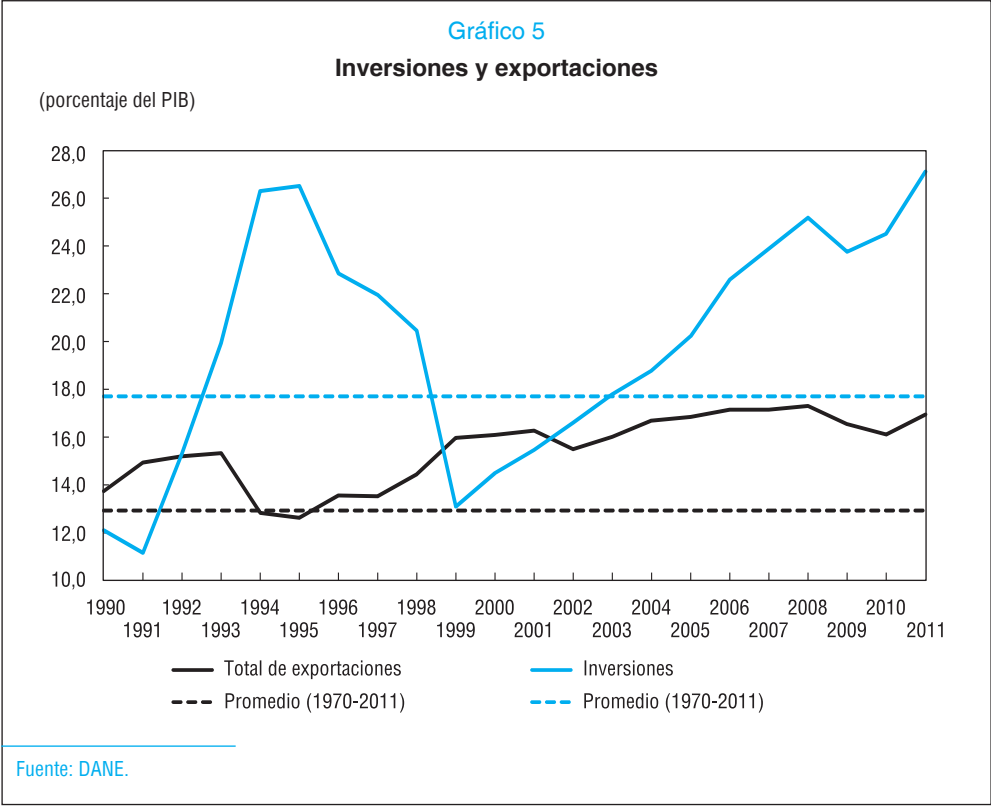
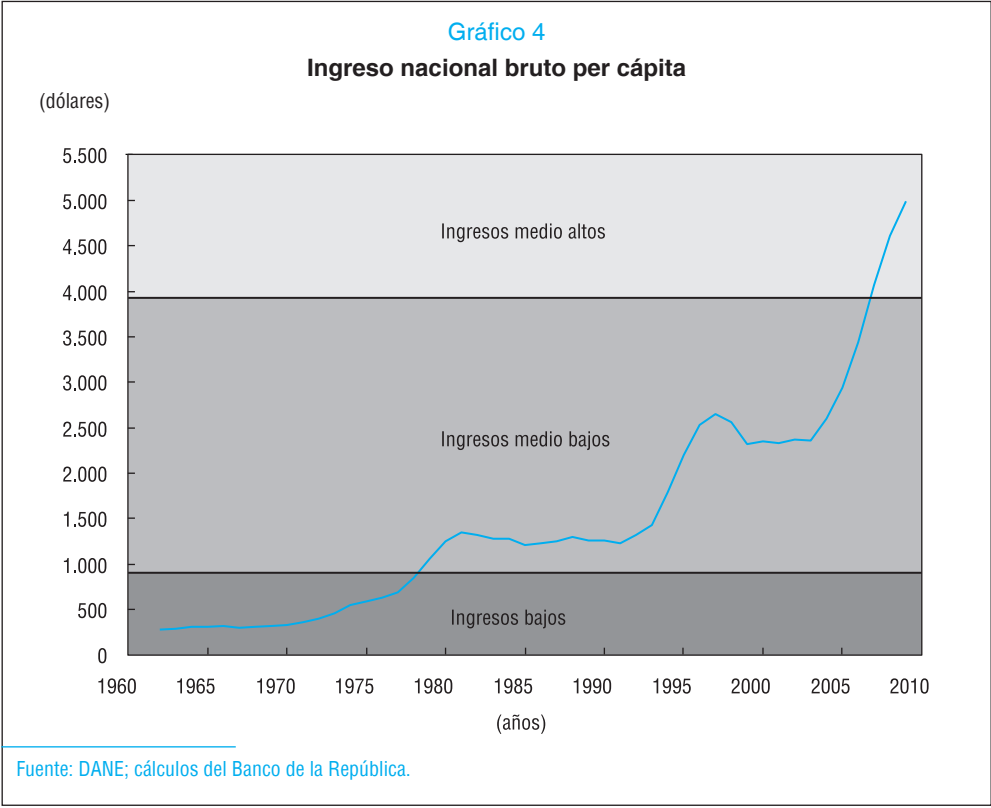
PIB de Latinoamérica en 2011^{a/}

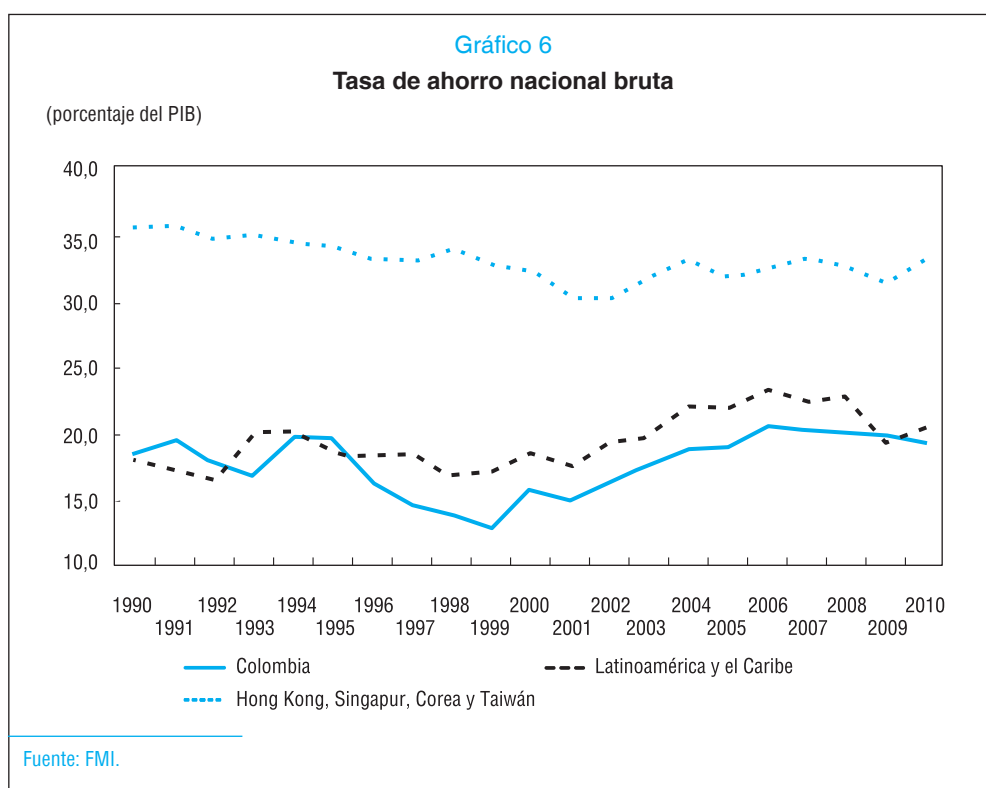
(millones de dólares)



a/ Proyectado.

Fuente: FMI.





de mejoras en la seguridad en términos de inversión y exportaciones son evidentes. Una tasa baja y estable de inflación implica menores tasas de interés reales de largo plazo (dada la estabilidad nominal y el menor riesgo inflacionario), mejor asignación de recursos, más productividad y mayor bienestar para los tenedores de dinero.

Otros factores, además de la política macroeconómica de largo plazo y la mayor seguridad, tuvieron importancia en esta nueva fase del crecimiento económico colombiano. Ciertos cambios estructurales en la economía mundial, tales como el crecimiento acelerado del ingreso de las economías de varios países emergentes, implicaron mayor demanda de bienes básicos e incrementos en los precios de los mismos; ello estimuló las inversiones en países ricos en recursos naturales, mejoró sus términos de intercambio y sus niveles de ingreso, y redujo la percepción de riesgo de sus economías. Cuando estos fenómenos, como en el caso colombiano, coincidieron con hallazgos de grandes reservas petroleras y de otros minerales, su impacto fue todavía mayor, puesto que los ingresos corrientes y anticipados (fiscales y por exportaciones) se fortalecen, no sólo por los mayores precios de los productos básicos sino por mayores volúmenes de producción y exportación.

Además de un mayor potencial de crecimiento, la economía colombiana ha presentado mayor resistencia cuando se presentan choques externos adversos. Esto ha sido posible por la presencia de tres “pilares” macroeconómicos: una baja tasa de inflación en desarrollo de un esquema de meta de inflación, una deuda pública sostenible y un sistema financiero estable. En un esquema de meta de inflación que tenga credibilidad, las expectativas de inflación se “anclan” a la meta, permitiéndole a las autoridades monetarias dejar que la tasa de cambio absorba los choques mientras se implementan políticas contracíclicas. Una deuda pública sostenible disminuye la probabilidad y reduce los efectos de recortes en la liquidez externa y, algo más importante, permite a los gobiernos financiar mayores déficits como respuesta a choques externos (política fiscal contracíclica). Un esquema financiero estable es crítico para transmitir los estímulos monetarios contracíclicos y para minimizar los impactos de los mencionados choques externos en la oferta doméstica de crédito.

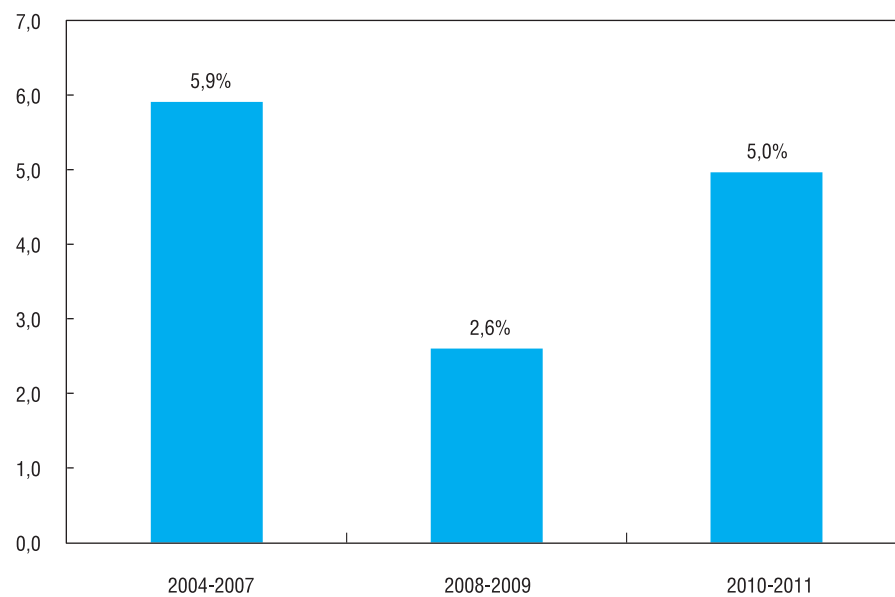
El mejor ejemplo de la mayor capacidad de respuesta de la economía colombiana es su reacción al choque de la quiebra de Lehman Brothers y la crisis financiera global subsiguiente. En contraste con la muy decepcionante respuesta a los choques externos de los años noventa (crisis asiática y rusa), la economía colombiana continuó creciendo en 2008 y 2009 y se recuperó rápidamente en 2010-2011 (Gráfico 7). Como resultado, se ha limitado sustancialmente la volatilidad de la tasa de crecimiento y actualmente es menor que el promedio de América Latina (Gráfico 8). Por otra parte, además de los tres pilares que se mencionaron, la persistencia de altos términos de intercambio moderó los efectos de la crisis financiera global sobre la economía colombiana (Gráfico 9).

En resumen, las mejoras del marco macroeconómico colombiano fueron críticas para llevar a la economía por una senda de crecimiento económico más acelerado, y para aumentar su resistencia frente a choques externos adversos. Es importante señalar que este último logro es un elemento clave del primero, pues ciclos de negocios menos abruptos junto con expectativas de estabilidad financiera pueden reforzar los incentivos para emprender proyectos productivos de largo plazo. En la siguiente sección se examina con cierto detalle el papel que juega la política monetaria del Banco de la República en la obtención de dichos resultados.

Gráfico 7

Crecimiento promedio del PIB

(porcentaje)



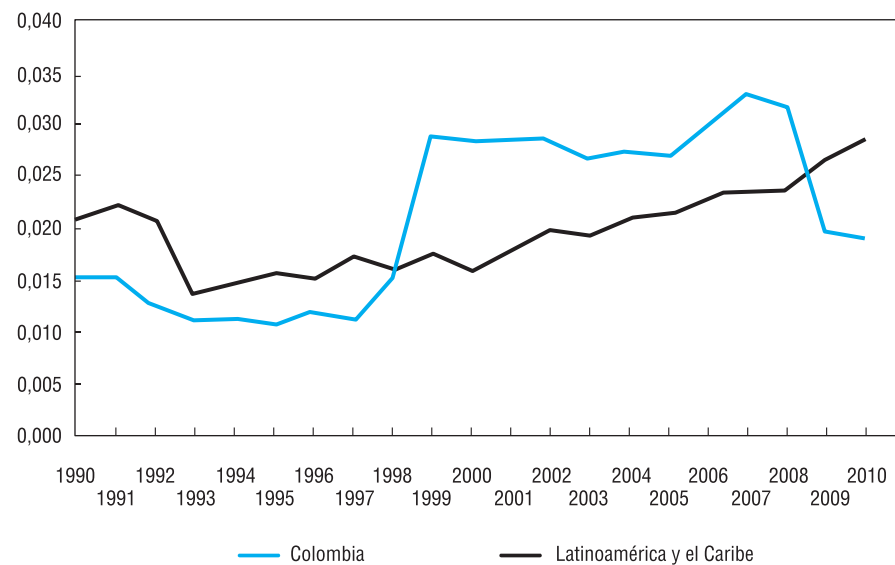
Fuente: DANE.

Gráfico 8

Volatilidad del PIB

(desviación estándar)

(10 years rolling windows)



Fuentes: FMI y Banco de la República.



II. POLÍTICA MONETARIA: REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN DE LARGO PLAZO Y SUAVIZACIÓN DE LAS FLUCTUACIONES ECONÓMICAS

El Banco de la República obtuvo su independencia del Gobierno en 1991. Su Junta Directiva está compuesta por cinco miembros permanentes, además del Ministro de Hacienda y del Gerente General del Banco. Desde 1999 el Banco de la República ha seguido una estrategia de meta de inflación para el diseño de la política monetaria. Los objetivos de política de dicha estrategia son: i) el mantenimiento de una tasa de inflación baja y estable ($3\% \pm 1\%$); ii) la suavización de las fluctuaciones del crecimiento del producto alrededor de una tendencia de crecimiento sostenible; y iii) contribuir a la estabilidad financiera. Este último objetivo se comparte con otras agencias estatales (el Ministerio de Hacienda, la Superintendencia Financiera y Fogafin) y se ha interpretado como la reducción de las fluctuaciones del producto en horizontes de largo plazo, puesto que la política busca prevenir episodios de apalancamiento excesivo o toma inmoderada de riesgo que puedan desembocar en episodios de estrés financiero o de crisis.

El principal instrumento de la estrategia de la política monetaria es la tasa de interés de corto plazo. Expresándolo en términos simples, cuando la demanda agregada excede su nivel sostenible y, en consecuencia, se incrementan las presiones inflacionarias, suben las tasas de interés, y viceversa. La posibilidad de que la inflación se mantenga cerca del punto medio del rango-meta y que se logre suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo depende críticamente de anclar las expectativas de inflación alrededor de sus metas; cuando tales expectativas se alejan de manera significativa del objetivo de inflación, disminuye la posibilidad de que la política monetaria reduzca las fluctuaciones cíclicas de la producción y el empleo. Esta es una de las principales razones que tiene el Banco de la República para mantener la inflación dentro de su rango de meta y para reforzar la credibilidad de la política monetaria.

Un elemento clave de la estrategia de política monetaria en Colombia es la flexibilidad de la tasa de cambio. En una economía pequeña y abierta, exportadora de bienes básicos, con rigideces de precios y de salarios como la colombiana, muchos choques pueden absorberse mejor por la tasa de cambio. Regímenes de devaluación gota a gota o similares forzarían que el ajuste se hiciera total o parcialmente por choques en el empleo o en el producto. Más aún, la flexibilidad de la tasa de cambio facilita la adopción de medidas monetarias contracíclicas como respuesta a los choques, dado que no existen compromisos ni necesidad de defender un nivel determinado de la tasa de cambio.

La flexibilidad de la tasa de cambio es viable en ausencia de grandes descalces de monedas o de fuertes mecanismos de transmisión de variaciones de la tasa de cambio hacia los precios domésticos. Cuando hay grandes descalces de monedas, las depreciaciones grandes pueden poner en peligro la estabilidad financiera. Cuando los mecanismos de transmisión son fuertes, una depreciación fuerte también puede poner en riesgo la meta de inflación. Los descalces de moneda pueden prevenirse por medio de una regulación adecuada y por la propia flexibilidad de la tasa de cambio; esta última garantiza que los agentes incorporen el riesgo cambiario en sus decisiones sobre la composición de sus balances. La transmisión de los cambios hacia los precios también se limita por el anclaje de las expectativas de inflación y la credibilidad de la política monetaria. De nuevo, mantener la inflación dentro de su rango de meta conlleva beneficios claros para responder a choques externos.

La inflación en Colombia convergió a su meta de largo plazo (3% +/- 1%) a lo largo de la primera década del siglo. La meta de largo plazo se ha

alcanzado desde 2009, y los rangos objetivo han aportado un ancla firme para las expectativas de inflación (gráficos 10 y 11). Después del choque de Lehman Brothers se permitió que la tasa de cambio actuara como amortiguador (Gráfico 12) y se redujeron rápidamente las tasas de interés para dar apoyo a la economía. En presencia de un sector financiero sólido y que disponía de suficiente liquidez, la reducción de las tasas de intervención se transmitió con rapidez a las tasas de los depósitos y los créditos (Gráfico 13). Como resultado el crédito del sistema financiero se recuperó y favoreció el crecimiento económico (Gráfico 14). Como se mencionó, esta respuesta a un choque externo tan fuerte probó ser la adecuada, pues la economía colombiana mostró una capacidad de respuesta notable y mantuvo el crecimiento durante 2008 y 2009 (Gráfico 7).

En resumen, la estrategia de política monetaria adoptada por Colombia desde 1999 ha demostrado ser muy exitosa. La inflación convergió a su meta de largo plazo y se pudieron adoptar medidas contracíclicas de política monetaria ante choques externos. En consecuencia, no sólo se mejoraron la productividad, la inversión y el bienestar, sino que también se reforzó la resistencia ante choques externos. El país tiene que aprovechar

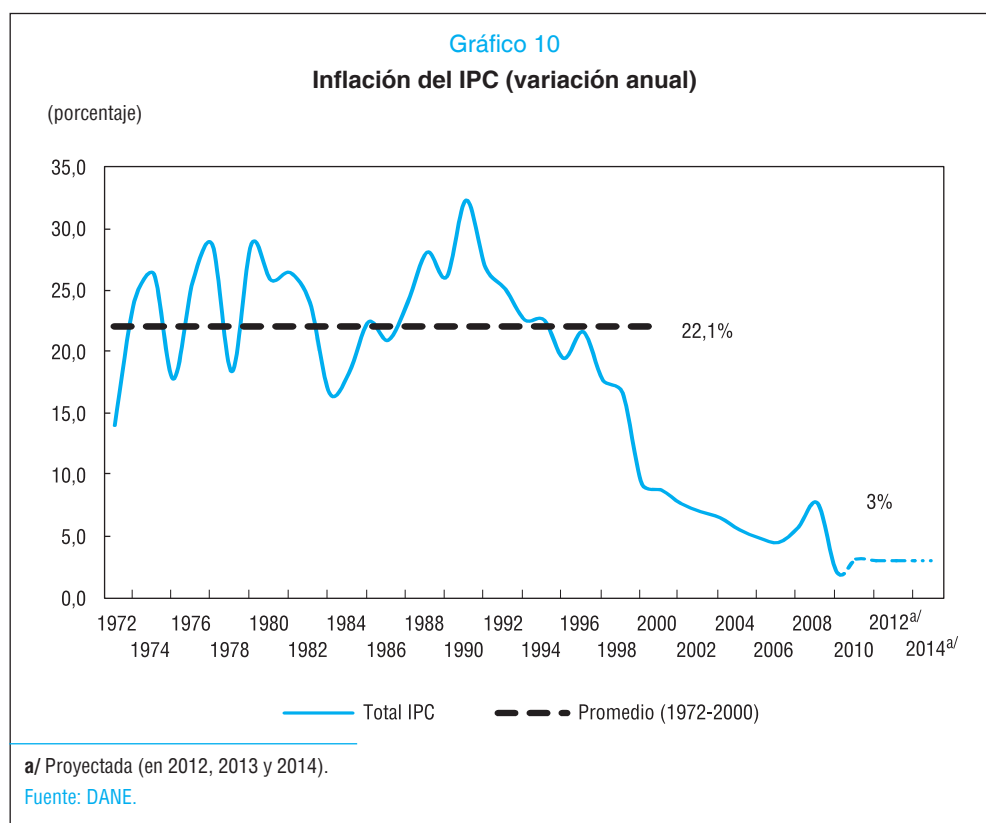
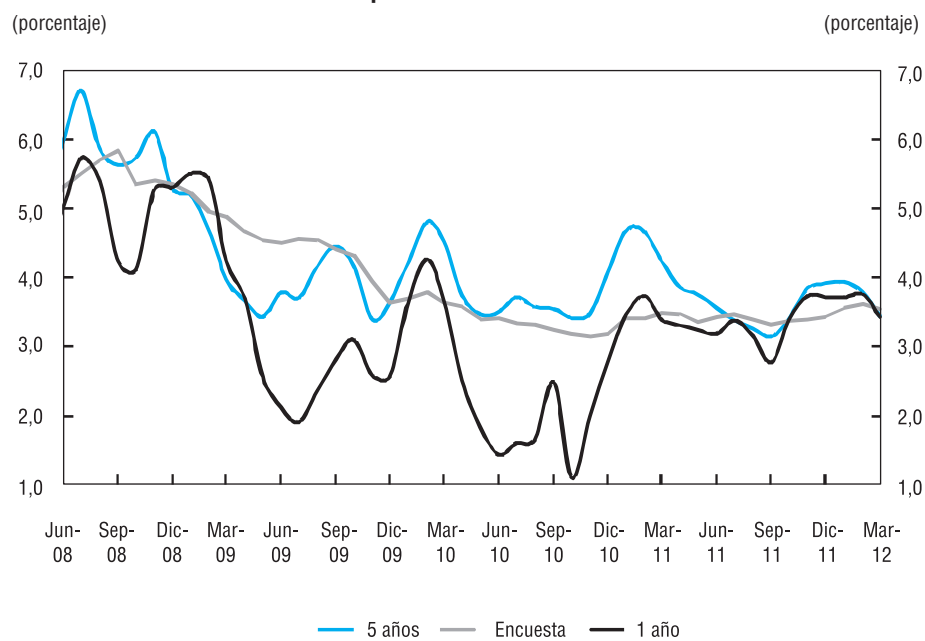
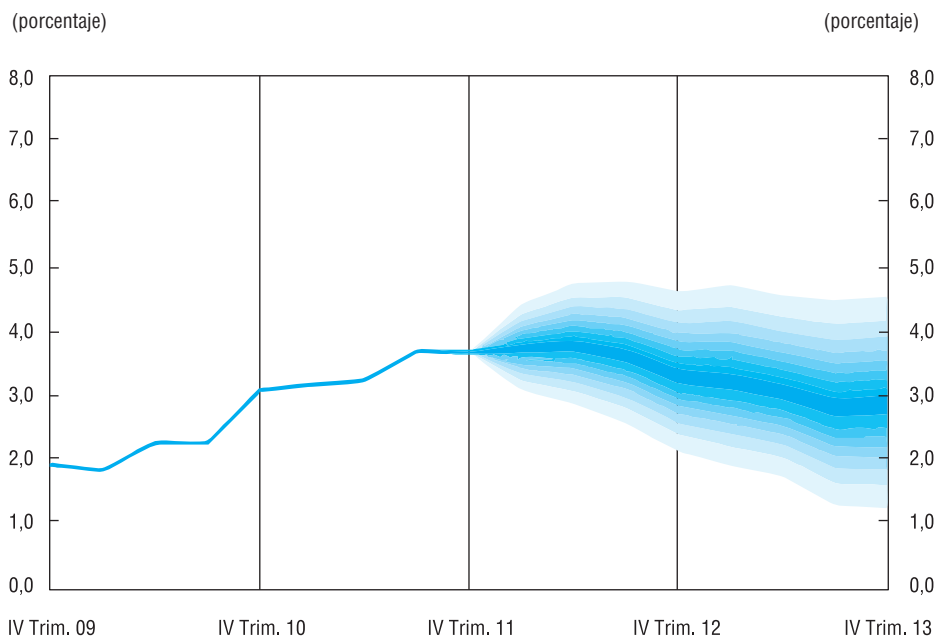


Gráfico 11

A. Expectativas de inflación



B. Fan chart de la inflación total

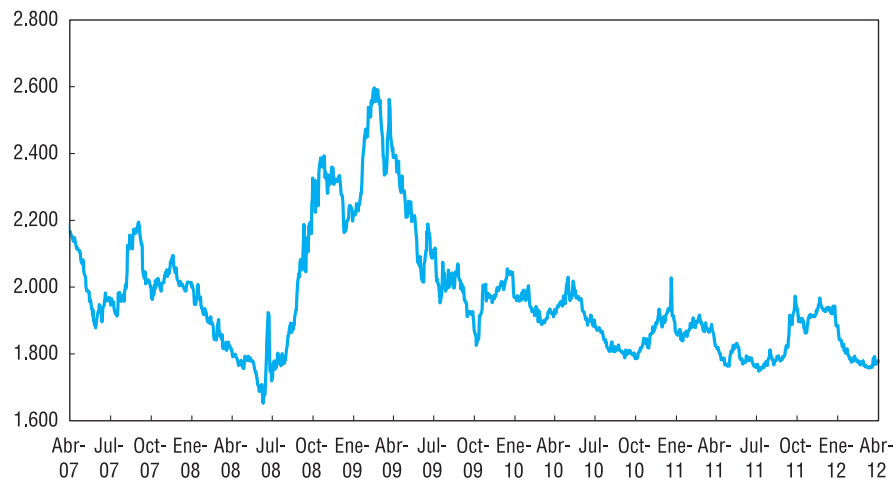


Fuentes: MEC, SEN y Banco de la República.

Gráfico 12

Tasa de cambio colombiana

(pesos por dólar)



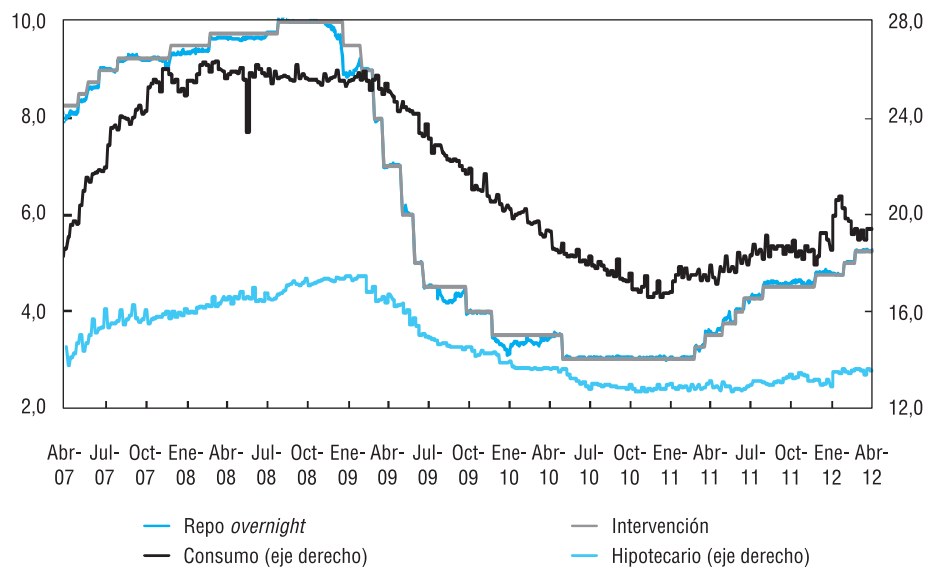
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Gráfico 13

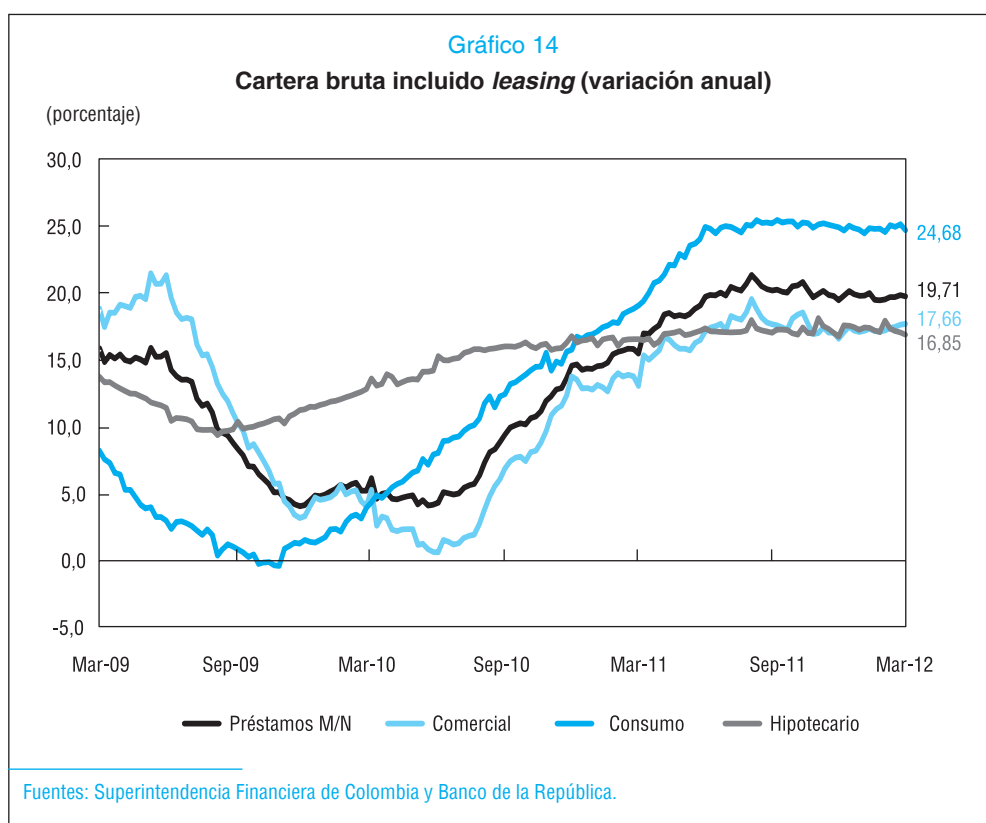
Tasa de interés de intervención y de mercado

(porcentaje)

(porcentaje)



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.



plenamente las oportunidades que ofrece este componente fundamental del esquema de política para confrontar los retos del futuro, tal como lo explicaremos a continuación.

III. PERSPECTIVAS DE MEDIANO PLAZO DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA: RETOS Y OPORTUNIDADES

El producto interno bruto (PIB) real aumentó casi 6% en 2011, en tanto que la inflación permaneció en la parte superior del rango de meta. Para 2012 el crecimiento del producto debe estar cerca de 5% y se ha previsto que la inflación convergirá hacia 3%. En un entorno de políticas macroeconómicas adecuadas, con inflación estable, se anticipa un crecimiento de largo plazo alrededor de 5%. Como se mencionó, para Colombia, un país exportador de productos básicos, han sido benéficos los cambios estructurales de la economía global. La fuerte demanda y los altos precios de los productos básicos implican altos términos de intercambio, impactos positivos en el ingreso nacional, y considerables flujos de inversión extranjera directa en los sectores de la minería y el petróleo.

De hecho las exportaciones del sector de petróleo y las mineras alcanzaron participaciones sin precedentes en el valor total de lo exportado en los años 2010 y 2011 (Gráfico 15), en tanto que el petróleo y el carbón representan actualmente alrededor del 90% del producto interno bruto minero (Gráfico 16). Se espera que la producción y las exportaciones de estos dos productos sigan en aumento en términos de volumen durante varios años (gráficos 17 a 20). Por ejemplo, el crecimiento anual de la producción de petróleo entre 2011 y 2015 debería estar cerca de 9% y cerca de 3% entre 2016 y 2020. En cuanto al carbón, el crecimiento de su producción se ha estimado en casi 7% y 5%, respectivamente, durante los mismos períodos. De este modo, si los precios internacionales continúan siendo altos, habrá ganancias extraordinarias importantes (gráficos 21 y 22).

Adicionalmente, es de esperar que los altos términos de intercambio y una mejor percepción del riesgo del país generen una gran atracción para los flujos de ingreso de capital en los próximos años (gráficos 23 y 24). Por consiguiente las autoridades se enfrentan con dos retos en el momento de diseñar sus políticas: i) mantener la estabilidad macroeconómica en presencia de una significativa expansión de los sectores petrolero y de minería,

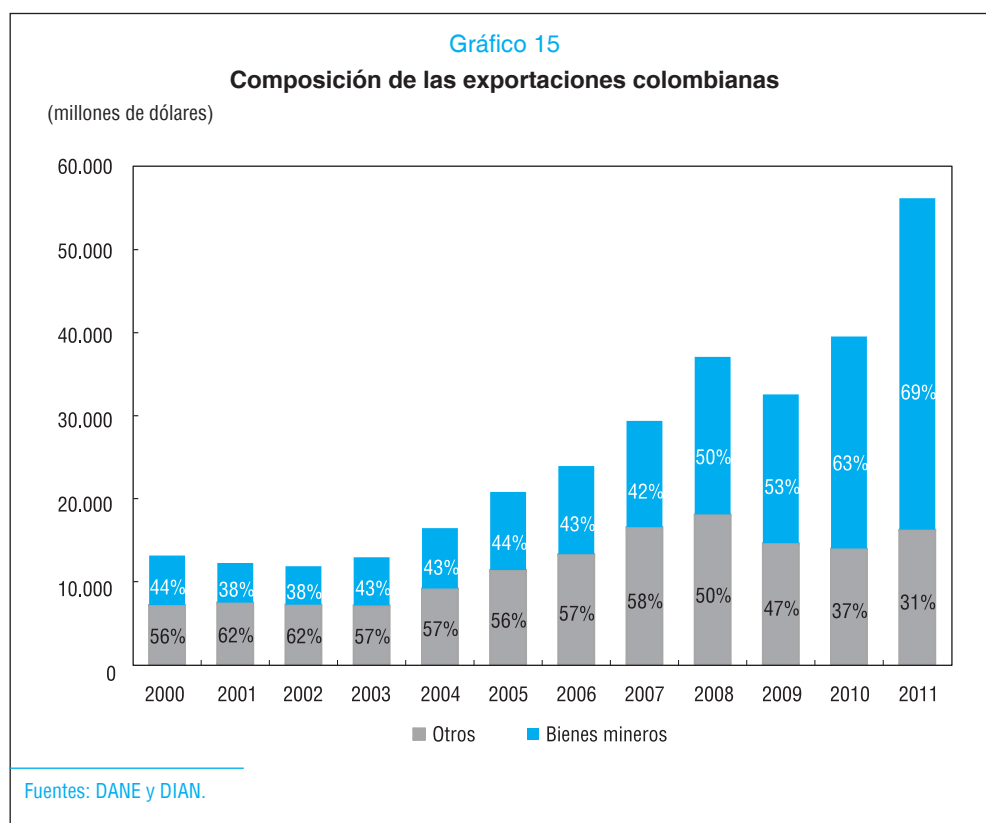
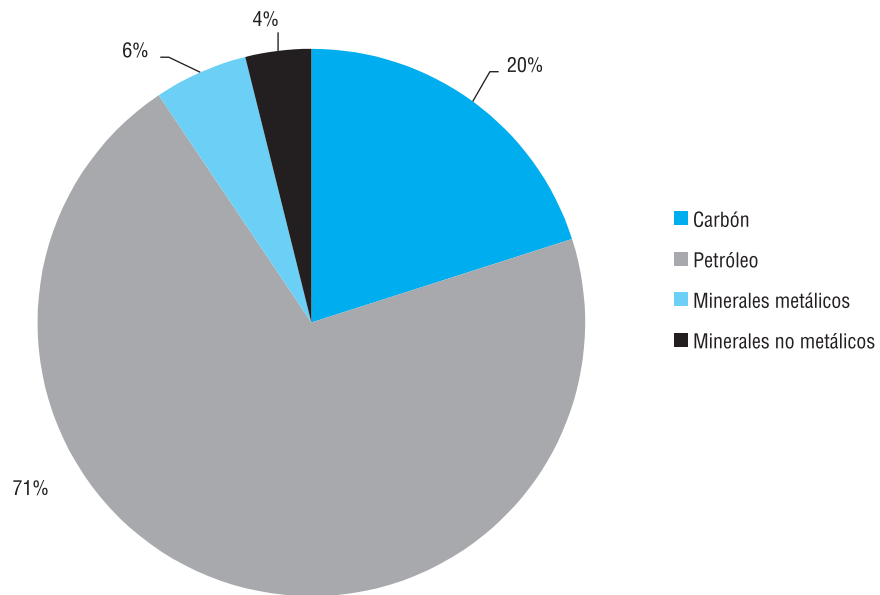


Gráfico 16

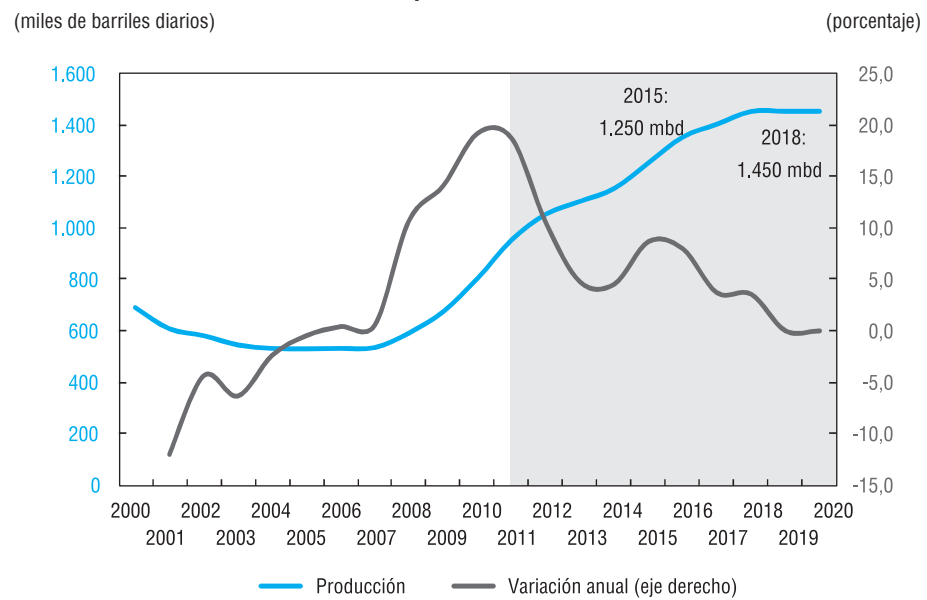
PIB minero en 2011 (participación sectorial)



Fuentes: DANE y DIAN.

Gráfico 17

Producción petrolera en Colombia



Fuentes: Ministerio de Minas y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

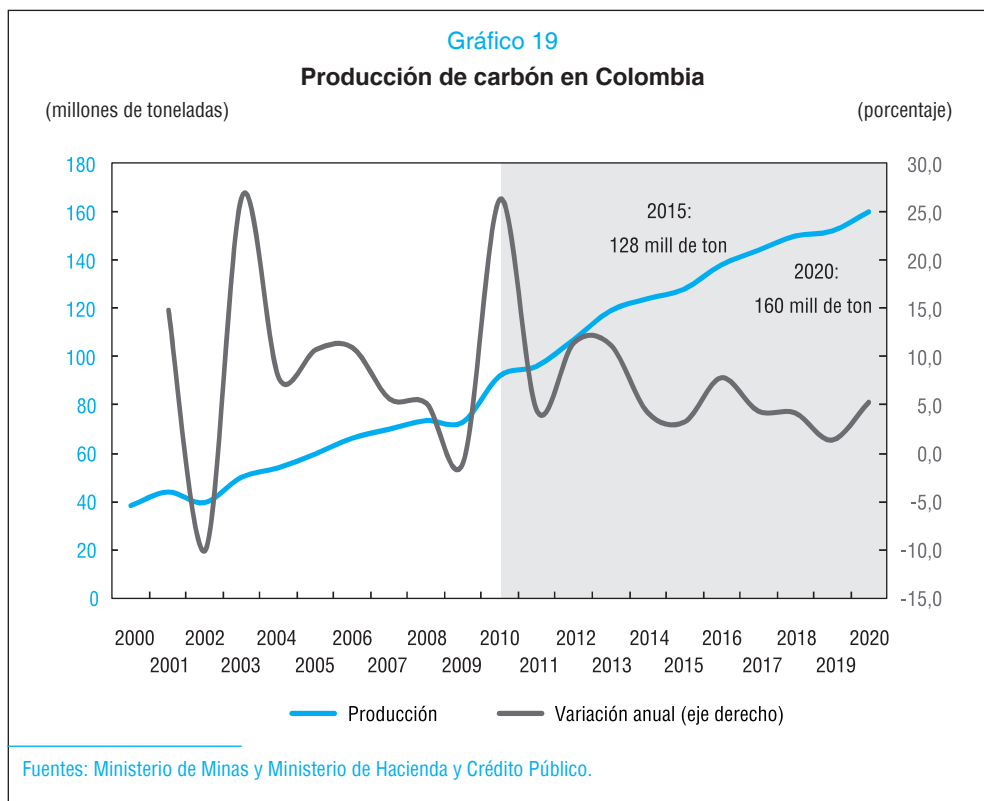
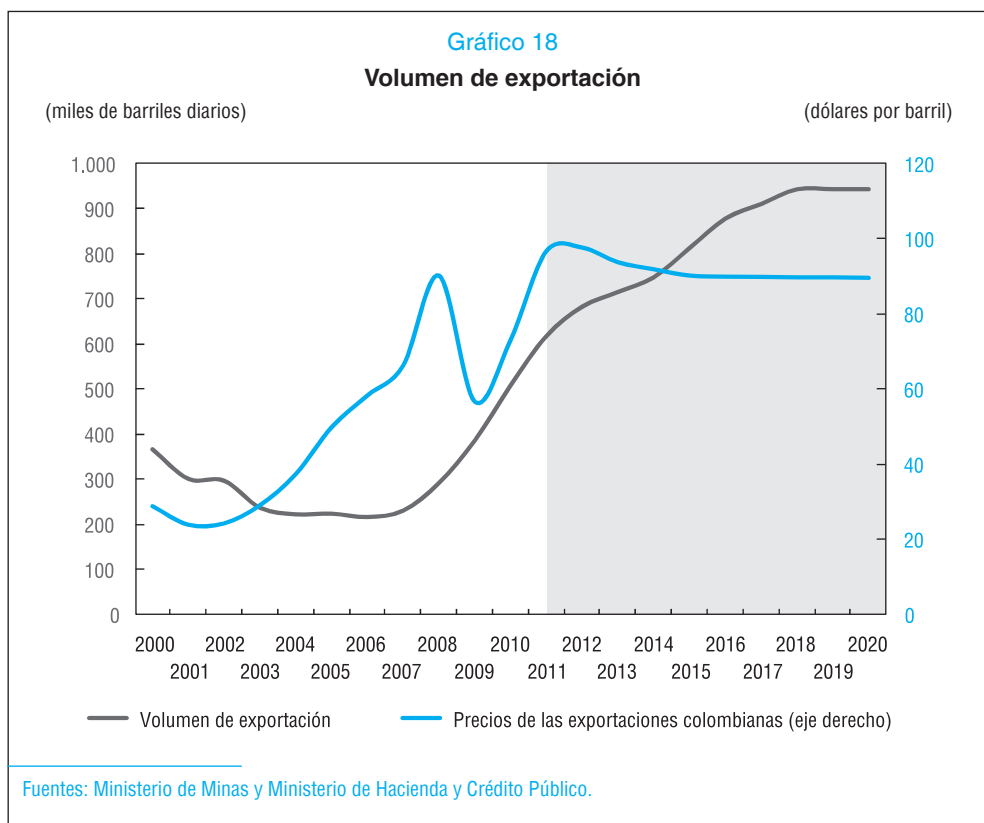
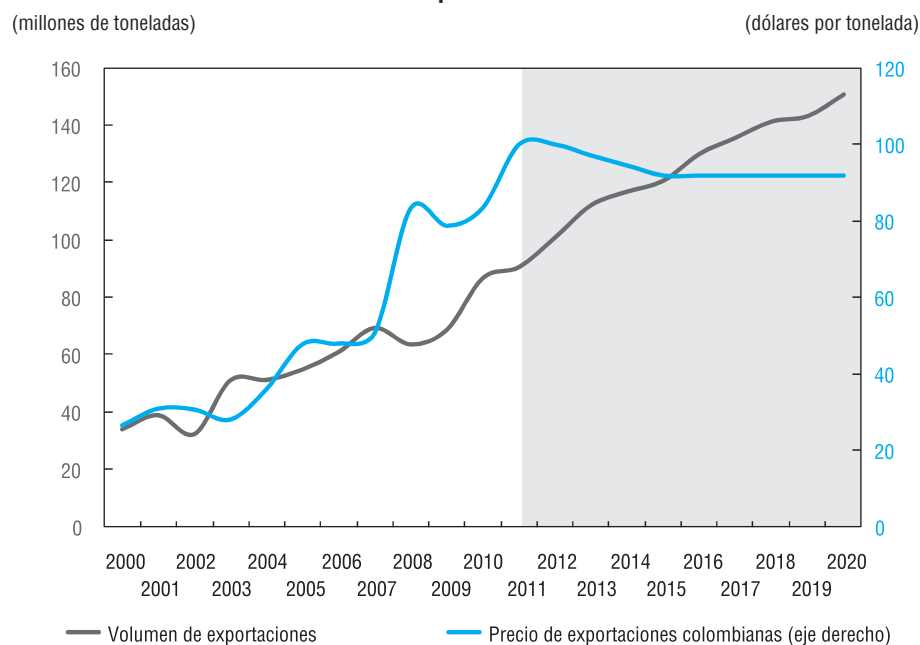


Gráfico 20

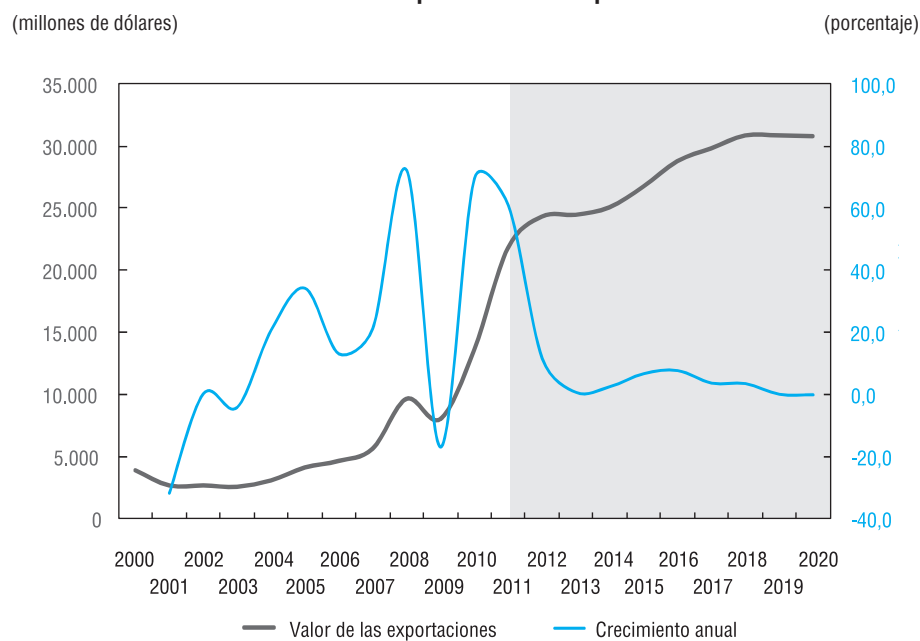
Volumen de exportación de carbón



Fuentes: Ministerio de Minas y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico 21

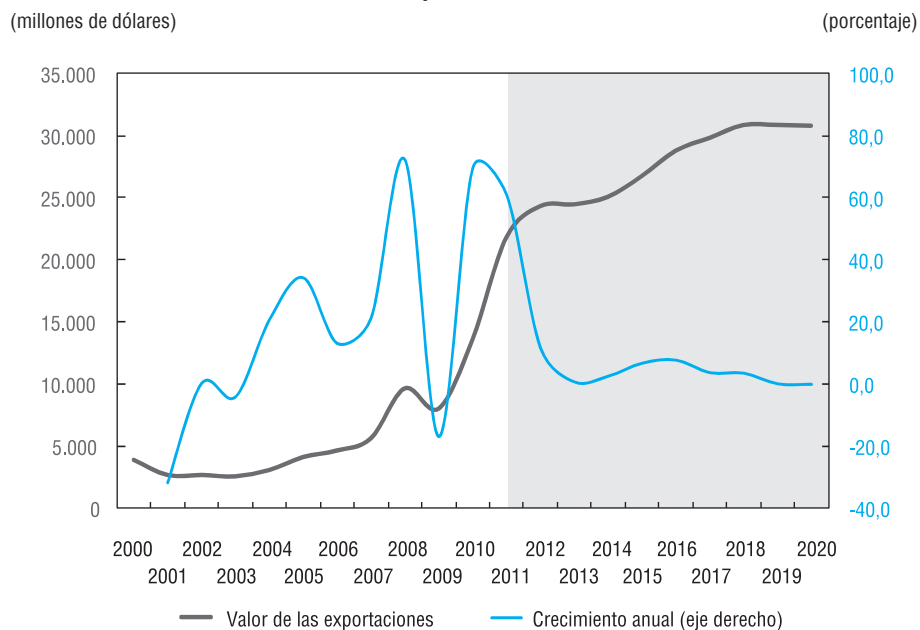
Valor de las exportaciones de petróleo



Fuentes: Ministerio de Minas y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico 22

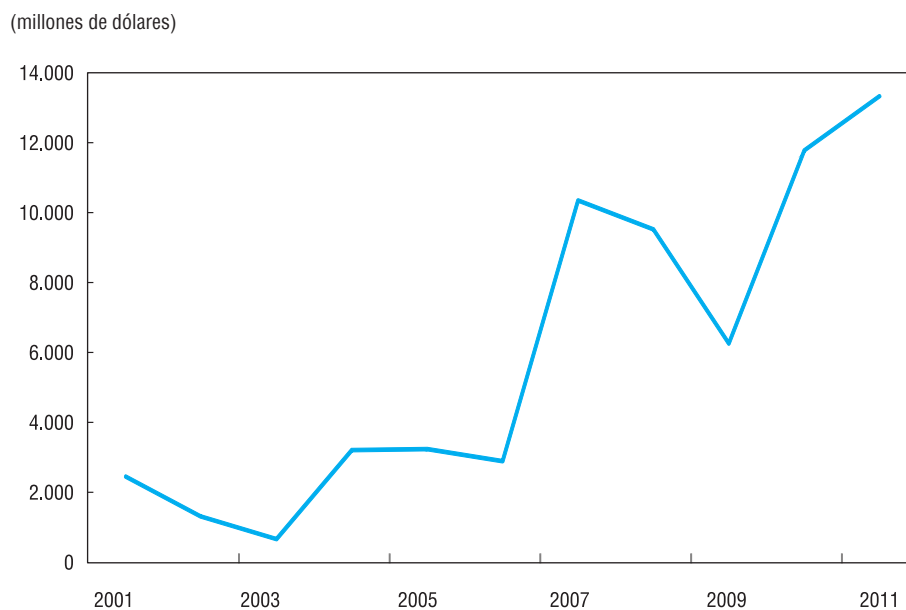
Valor de las exportaciones de carbón



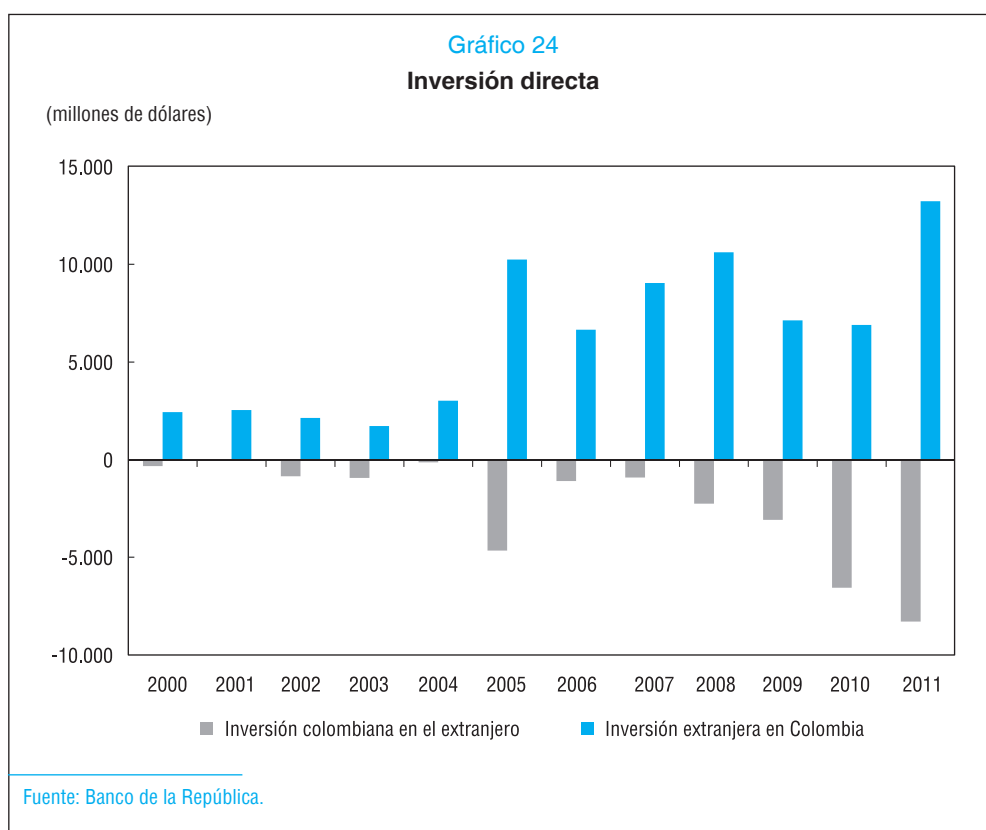
Fuentes: Ministerio de Minas y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico 23

Cuenta financiera



Fuente: Banco de la República.



con términos de intercambio muy altos, y ii) maximizar los beneficios de flujos de capital considerables pero potencialmente volátiles.

La respuesta de la política macroeconómica se basa en tres “pilares”:

- Estrategia de meta de inflación con flexibilidad de la tasa de cambio.
- Una sana política fiscal basada en una regla fiscal y en un nuevo sistema para la acumulación y la distribución de regalías.
- Supervisión y regulación prudenciales en los niveles micro y macro, para preservar la estabilidad financiera.

El papel de la estrategia de meta de inflación con flexibilidad de la tasa de cambio se presentó con algún detalle más atrás. La regulación prudencial del sistema financiero es una actividad constante de las autoridades; su propósito es impulsar la profundización financiera de largo plazo y promover la introducción de productos financieros que agreguen valor, evitando apalancamientos indebidos o toma inadecuada de riesgos por

parte de los intermediarios. Con esta visión, en 2006 y 2007 se contuvo el excesivo endeudamiento privado, y así el sistema financiero colombiano pudo resistir los efectos de la crisis financiera global de 2008 sin mayores turbulencias para la oferta doméstica de crédito.

En cuanto a la fortaleza fiscal, se tomaron dos medidas importantes para enfrentar los retos que ofrecen los ingresos adicionales previstos por la expansión del sector de la energía (Gráfico 25). Con la aprobación de la regla fiscal y el nuevo sistema de distribución de regalías que aprobó el Congreso, se espera que el sector público ahorre una parte sustancial de las ganancias extraordinarias relacionadas con dicho sector (Gráfico 26). La regla fiscal y dichas ganancias extraordinarias, deben permitir que el Gobierno consiga una importante reducción de la relación entre su deuda y el PIB (Gráfico 27), lo mismo que una mejora considerable de sus resultados fiscales (Gráfico 28).

Desde el punto de vista macroeconómico estas medidas resultan fundamentales para asegurar la estabilidad, en un entorno de altos ingresos fiscales y de exportaciones relacionados con los productos básicos, así como de grandes

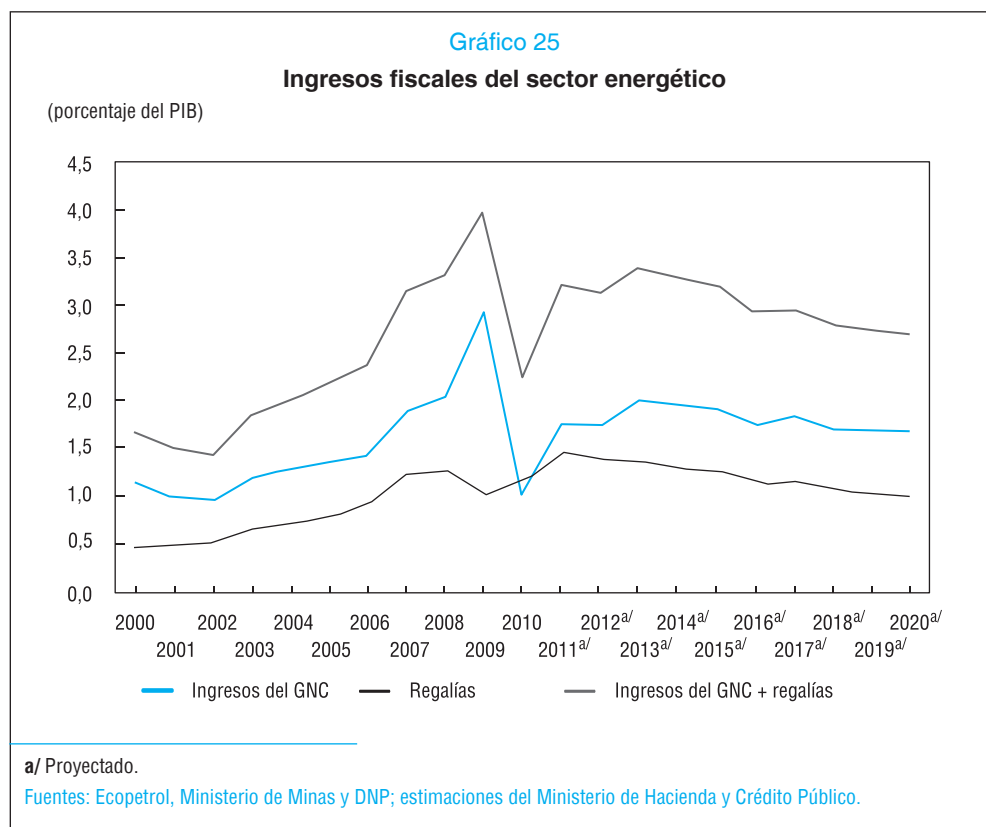
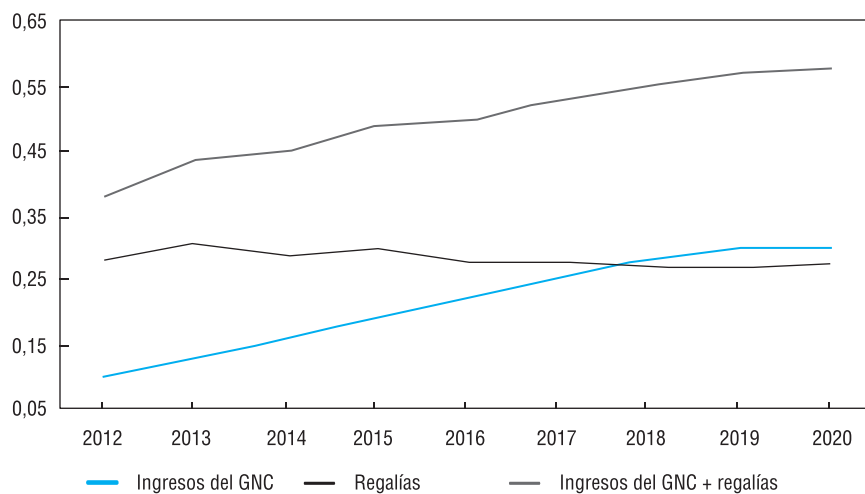


Gráfico 26

**Ahorros esperados de los ingresos energéticos
por el Gobierno nacional central y los entes territoriales**

(porcentaje del PIB)

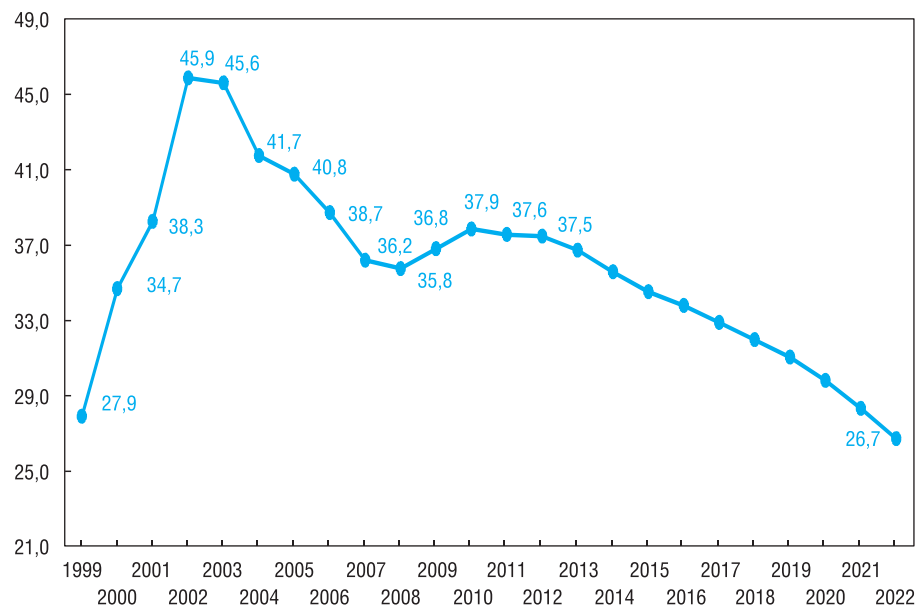


Fuentes: Ecopetrol, Ministerio de Minas y DNP; estimaciones del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

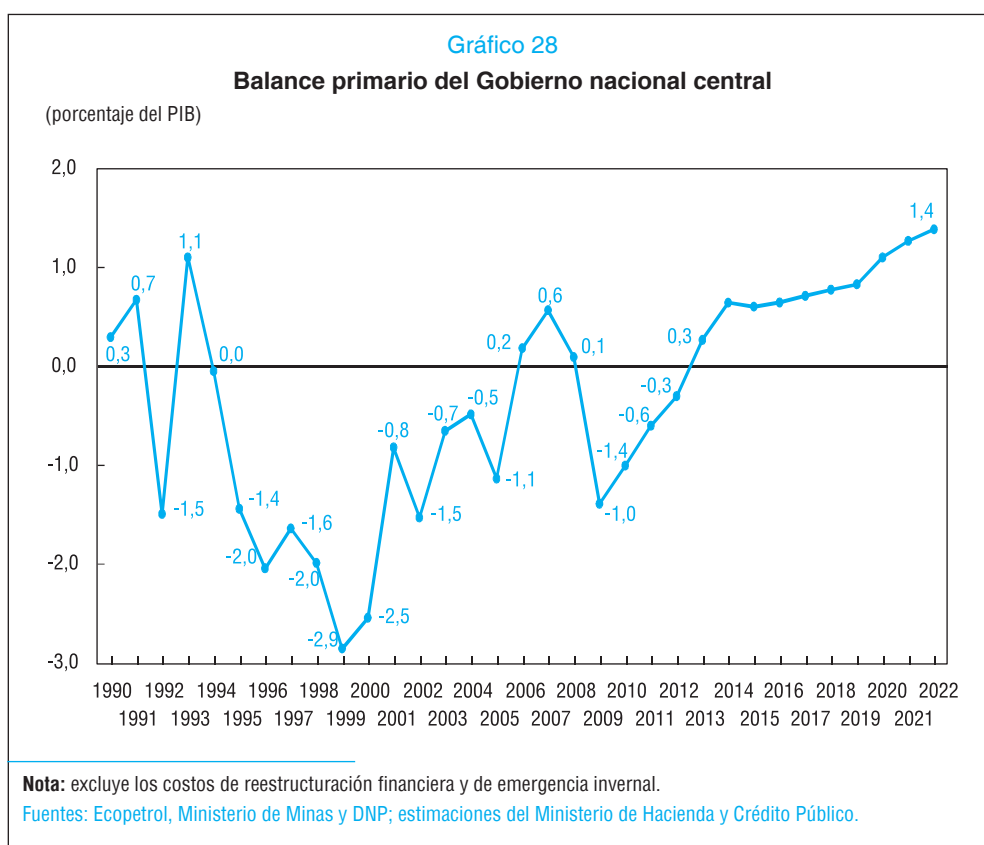
Gráfico 27

Deuda del Gobierno nacional central

(porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.



flujos de ingreso de capital. En primer lugar, la mejor situación fiscal reduce la vulnerabilidad de la economía cuando se presentan choques adversos, y refuerza la credibilidad de la meta de inflación (porque reduce la dominancia de las preocupaciones fiscales). En segundo lugar, los ahorros que se producen tanto por la regla fiscal como por el nuevo régimen de distribución de regalías mitigarán la apreciación de la moneda que se sigue naturalmente de las circunstancias mencionadas; por consiguiente, aliviará las preocupaciones relativas a la “enfermedad holandesa”. En tercer lugar, la regla fiscal contribuirá a la adopción de medidas fiscales contracíclicas, apoyando en este aspecto el papel que corresponde a la política monetaria.

IV. CONCLUSIONES

Los temas de estas notas pueden resumirse en dos ideas principales:

- Las perspectivas de la economía colombiana son muy promisorias, en parte por los cambios estructurales de la economía mundial y en

parte por el actual proceso de expansión de los sectores minero y energético.

- Los retos de política económica también son considerables. Para afrontarlos, Colombia ha venido estableciendo un marco de políticas macroeconómicas apropiadas.

Más específicamente, hemos dicho que la política monetaria fija las expectativas inflacionarias y ello contribuye a que se suavicen los ciclos económicos en el país. El régimen de tasa de cambio flexible también tiene efectos estabilizadores, dado que el peso colombiano normalmente se deprecia en épocas malas y se aprecia en las buenas.

La regla fiscal contribuye a la adopción de políticas macroeconómicas contracíclicas, mientras que la nueva normatividad para la distribución de regalías obliga a ahorrar parte de estos ingresos, a la vez que hace más justa y eficiente la distribución de los recursos; en esta forma se reduce el impacto que tienen los crecientes ingresos petroleros sobre la demanda interna, la inflación y la tasa de cambio.

Asimismo, la regla fiscal y el esquema de meta de inflación contribuyen a fijar las expectativas de inflación y —parcialmente— la tasa de cambio.

José Darío Uribe Escobar
*Gerente general**

* Esta Nota está basada en la presentación del Gerente General en el Adam Smith Seminar, realizado en Suiza en julio de 2011. Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República, pues son de su exclusiva responsabilidad.