

**Notas para la presentación de José Darío Uribe, Gerente General del Banco de la República,
en la celebración de los 20 años de la Revista Perfil de Coyuntura Económica
Medellín, Universidad de Antioquia, abril 7 de 2006.**

I. Introducción

- Para mí siempre es un placer visitar la Universidad de Antioquia y, por supuesto, un honor acompañarlos en la celebración de los veinte años de publicación de la revista Perfil de Coyuntura Económica.
- En el pasado reciente la economía colombiana ha funcionado bastante bien, mucho mejor de lo que algunos analistas reconocen. Adicionalmente, pienso que el 2006 será también un buen año, a pesar de la desaceleración del crecimiento en el cuarto trimestre de 2005, que se explica, principalmente, por factores puntuales como, por ejemplo, el cierre en noviembre y diciembre de la refinera de ECOPETROL, lo cual significó una reducción de alrededor de 1% en el crecimiento industrial.
- Me voy a referir a continuación a dos hechos económicos que quisiera destacar: la aceleración del crecimiento económico y la reducción (inusualmente) rápida de la inflación. Con base en este análisis presentaré unas reflexiones sobre las políticas monetaria y cambiaria .

II. Los determinantes del crecimiento económico de corto plazo

- Comencemos con el análisis individual de lo que creo son los 3 determinantes principales de la aceleración cíclica del crecimiento: i) la economía mundial; ii) la confianza y las políticas monetaria y fiscal; y iii) el crecimiento de la productividad.
- i) La economía mundial: lo primero es recordar que los motores de la economía mundial en los últimos años han sido las economías de los Estados Unidos y China, y que una economía mundial impulsada por estos dos países es diferente a otra impulsada exclusivamente por los Estados Unidos.
- China no solo es la segunda economía más grande del mundo medida por PPP, y explica cerca de un cuarto del crecimiento mundial en la presente década, sino que también es un gran oferente de bienes de consumo y equipos fabricados a muy bajo costo y un gran demandante de bienes del resto del mundo (incluyendo productos energéticos, como el petróleo y el carbón, y materias primas como ferromanganeso, cemento y hierro, entre muchas otras). Todo esto ha tenido efectos importantes en países latinoamericanos como Colombia: la demanda en China ha presionado al alza los términos de intercambio y favorecido a economías que, a su vez, son importantes

compradores nuestros. Además, y de gran importancia, la intensificación de la competencia a partir de la producción de bienes chinos (y algo de India) a bajo costo ha contribuido al control de las presiones inflacionarias en el mundo y facilitado la prevalencia de tasas de interés relativamente bajas. En otras palabras, China y algo India han generado un importante “shock” de oferta mundial, con consecuencias sobre el comportamiento de los precios a nivel mundial

- El segundo hecho del sector externo que quisiera destacar es que los altos precios internacionales del petróleo han tenido para Colombia no solo un efecto directo positivo, al ser un país exportador de crudo y carbón, sino también un efecto indirecto de gran importancia al impulsar la economía venezolana y, en menor medida, la de Ecuador. Venezuela, como es bien conocido, es el segundo socio comercial nuestro y un gran importador de productos colombianos manufacturados. Por su parte, las exportaciones de Colombia a Ecuador totalizaron en 2005 cerca de US\$ 1300 millones, cifra nada despreciable.
- En tercer lugar, la política monetaria de los Estados Unidos y los excesos mundiales de ahorro sobre inversión han llevado a una situación de alta liquidez internacional, de caída en la prima de riesgo de los países emergentes y de aplanamiento de las curvas de rendimientos en países como Estados Unidos. Todo esto ha incentivado la entrada de capitales a los países emergentes y reducido el costo de su endeudamiento.
- Los efectos de estos desarrollos en la economía mundial sobre economías como la colombiana son bien conocidos: precios altos de las llamadas exportaciones mayores (petróleo, carbón, níquel y café), con gran efecto sobre el gasto de las familias en el caso del café; fuerte crecimiento de las exportaciones a Venezuela, en especial de bienes industriales; moderado dinamismo de las exportaciones a Estados Unidos, en algunos casos afectados por mayor competencia de la China; fuertes entradas de capital en la forma de inversión extranjera directa, principalmente; aumento en el ingreso nacional por la mejora en los términos de intercambio; fuerte competencia en el mercado interno de producción China de bienes manufacturados, tanto legal como ilegal.
- Los datos son concluyentes: las exportaciones totales en dólares crecieron en 2004 y 2005 a una tasa anual de 27.5% y 26.7%, respectivamente: las exportaciones mayores y las menores crecieron 27% y 30% en 2004 y 35% y 21% en 2005; y la inversión extranjera directa en 2004 fue de US\$ 2295 millones y US\$ 5.569 millones en 2005.
- Todo lo anterior con efectos macroeconómicos evidentes: aumento de la demanda externa, dinamismo del consumo de las familias coherente con la mejora en los términos de intercambio; presiones a la apreciación del peso; fuerte incremento de los ingresos fiscales y superávit en ECOPETROL, e intensificación de la competencia mundial.
- Confianza y la política monetaria y fiscal: Que la confianza en el futuro de la economía colombiana ha aumentado en los últimos años es evidente según los indicadores de confianza del consumidor de Fedesarrollo y de confianza de los empresarios de la ANDI. El primero muestra una tendencia creciente y una muy estrecha relación con los datos de consumo de los hogares que, con rezago, publica el DANE. Por su parte, las encuestas a empresarios muestran optimismo sobre el comportamiento futuro de sus empresas.

- La mejora en los niveles de confianza de los consumidores y los empresarios contribuye de manera significativa al dinamismo del gasto a través de (al menos) dos canales. El primero es un canal directo: consumidores y empresarios con confianza en el futuro de la economía colombiana tienden a gastar e invertir más y el sistema financiero mejora su disposición a prestar. El segundo, aunque actúa en parte a través del mecanismo anterior, es indirecto: los canales de transmisión de la política monetaria (crédito, tasas de interés, expectativas, y tasa de cambio) actúan con más fuerza y rapidez en un ambiente de confianza. Por ejemplo, con confianza crece el crédito, tienden a disminuir las tasas de interés, se activa el gasto, aumentan los precios de los activos y se aprecia la moneda local.
- Por razones que veremos luego en detalle, la postura de la política monetaria ha sido acomodaticia en la presente década, y en la medida que han mejorado los niveles de confianza de los consumidores y empresario se ha observado en los últimos años una aceleración de la inversión y del gasto de los hogares, en parte financiado con crédito. La primera variable en reaccionar fue la inversión privada, seguida luego del crédito de consumo y del consumo de los hogares. Esto último, lo cual ha ocurrido principalmente en el último año, ha recibido el impulso de un mercado laboral que se fortalece, con aumentos en la cantidad y la calidad del empleo, y de la disminución previa en el endeudamiento de los hogares.
- Adicionalmente, las bajas tasas de interés nacionales e internacionales y las bajas primas de riesgo han tenido un efecto positivo en las finanzas públicas. En estas condiciones el pago de intereses sobre la deuda pública ha crecido a una tasa moderada. Por otro lado, con el mayor crecimiento económico y los avances en la administración tributaria, los ingresos del Gobierno Nacional han crecido a ritmo alto y facilitado la reducción del déficit al tiempo que el gasto en funcionamiento y los gastos generales crecen a tasas reales altas. Esto, y el intenso dinamismo de la construcción de obras civiles en las ciudades, en especial en los sistemas de transporte masivo, ha llevado a fuertes crecimientos en la inversión y en el consumo público.
- El crecimiento de la productividad: Tal vez uno de los elementos más interesantes de la evolución de la economía colombiana en los últimos años es el comportamiento de la inversión privada. A diferencia de lo que ocurrió en otros países de América Latina, la inversión en Colombia comenzó a crecer a tasas altas mucho antes de que se observara un dinamismo importante en el consumo de los hogares. Adicionalmente, el crecimiento de la inversión ha estado entre 15% y 20% durante casi cuatro años consecutivos, recuperándose así del impresionante desplome que registró ese rubro a finales del siglo pasado, y llevando la inversión como proporción del PIB por encima de su promedio histórico.
- ¿Qué ha estado impulsando la inversión? Como es de esperar, la respuesta se encuentra en una variedad de factores, no siempre con la misma participación a través del tiempo en la explicación del dinamismo de la inversión privada: confianza, bajas tasas de interés, apreciación del peso, disminución de precios de equipos de computación y comunicaciones, obsolescencia técnica, presiones de capacidad, intensificación de la competencia y necesidad de aumentar eficiencia, exenciones tributarias y aumentos en utilidades, entre otras. Además, como es bien conocido, en un número importante de ciudades de l país se están invirtiendo grandes sumas en los sistemas de transporte masivos

- Todo este crecimiento de la inversión, en conjunto con la apreciación del peso y la intensificación de la competencia mundial, muy probablemente ha llevado a grandes esfuerzos de racionalización productiva en los sectores productores de bienes transables. Adicionalmente, también es un hecho la intensificación de la competencia en un sector no transable como el comercio, donde la fuerte inversión en las llamadas “grandes superficies” ha “revolucionado” el sector y a generado aumentos de productividad en el mundo entero por su “efecto arrastre” en toda la cadena productiva, tal y como lo ha documentado de manera persuasiva William Lewis en su libro “The Power of Productivity”. A lo cual habría que agregar los efectos sobre la productividad de la producción urbana derivados de los sistemas de transporte masivos, difíciles de calcular pero no por eso despreciable. Este crecimiento de la productividad, el cual muy probablemente es un “salto por una sola vez” en la misma, ha elevado el ingreso e incentivado el gasto agregado y explica en parte la aceleración del crecimiento del producto.
- Resultados: Los resultados de las fuerzas descritas anteriormente son bien conocidos: alto crecimiento de la demanda interna y del producto; fuerte apreciación nominal y real del peso; gradual deterioro de los sectores productores de bienes transables y dificultad para identificar el grado de presiones de capacidad productiva en la economía.

III. La caída de la inflación

- Antes de entrar en el detalle de lo que ha pasado con la inflación en el país en el pasado reciente quisiera hacer dos anotaciones preliminares, una específica a Colombia y otra general. La específica es que la explicación de la disminución de la inflación en el último año hay que buscarla en factores diferentes al de un crecimiento débil de la demanda. La demanda interna, por ejemplo, está creciendo a un ritmo superior al 8%. Esta tasa, además, está muy por encima de lo que todos estábamos esperando un año atrás.
- La anotación general es que la globalización, sin duda, ha afectado el proceso de inflación mundial a través de, por lo menos, cuatro canales (véase, por ejemplo, los trabajos del FMI): i) bajando la respuesta de la inflación a las fluctuaciones en el producto, en la medida que aumenta el grado de apertura de las economías y la incidencia de factores externos en los precios; ii) reduciendo los precios de los bienes importados, en especial los producidos en países asiáticos con muy bajos costos laborales y altos niveles de productividad; iii) disminuyendo los incrementos en precios al intensificar el grado de competencia en el mundo; y iv) aumentando la movilidad de capitales y, por ende, castigando políticas monetarias irresponsables.
- Las consideraciones anteriores son útiles por dos razones. La primera nos dice que en el diagnóstico de lo que ha pasado con la inflación en el país debe haber consideraciones sobre lo que está ocurriendo en la economía por el lado de la oferta. La segunda sugiere que no es de extrañar que en muchos países el comportamiento de la inflación haya sido más benigno de lo inicialmente previsto por analistas y autoridades económicas.

- Pasando entonces a cierto detalle sobre la explicación del comportamiento de los precios al consumidor en Colombia, creo que los principales factores a resaltar son los siguientes: i) bajos precios de bienes importados, por revaluación y caída (o bajo crecimiento) en los precios internacionales de muchos bienes de consumo; ii) aumentos de productividad y una situación inicial de excesos de capacidad productiva; iii) caída en las expectativas de inflación, por su naturaleza parcialmente adaptativa y por vínculo con el comportamiento de la tasa de cambio del peso frente al dólar; y iv) ajuste en precios relativos de muchos de los bienes y servicios con precios administrados o regulados. Además, como se anotó antes, en medio de los dos primeros factores (precios importados y productividad) entra el efecto sobre la inflación de la intensificación de la competencia en el mundo, liderada por países que producen bienes y servicios a bajo costo.
- Por último, nótese como, desde el punto de vista de un modelo de demanda de dinero, la revaluación, las expectativas de revaluación e inflación, y los aumentos en productividad, aunados a las bajas tasas de interés externas presionan al alza la demanda de dinero en Colombia. Sin duda, la identificación del carácter permanente o transitorio de este fenómeno es un reto para la autoridad monetaria (al igual que es particularmente difícil medir las presiones inflacionarias provenientes de agotamientos de la capacidad productiva).
- Los resultados de inflación se resumen en los siguientes datos: inflación en 4.11%; inflación de bienes transables 2.4%; inflación de bienes no transables 5.1%; inflación del promedio de los indicadores de inflación básica 3.5%; expectativas de inflación para diciembre de 2006 de 4.3%.

IV. La política monetaria y cambiaria reciente

- Para terminar paso ahora a analizar la política monetaria y cambiaria reciente. Esta se caracteriza por una tasa de interés real de intervención históricamente baja, en la actualidad en un nivel cercano a 2%, y por fuertes intervenciones en el mercado cambiario. La tasa de interés real de intervención corresponde a una tasa nominal de 6%, nivel que la Junta ha considerado hasta el momento coherente con el logro de las metas de inflación. A su vez, las intervenciones en el mercado cambiario han sido esterilizadas, tal y como se comprueba al analizar el comportamiento de la tasa de interés interbancaria, la cual ha estado gran parte del tiempo en niveles cercanos al 6% nominal. Para la esterilización se ha empleado la venta de reservas internacionales al Gobierno, los depósitos del gobierno en el Banco, las ventas definitivas de TES y el manejo de los cupos de Repos.
- Los resultados de la política monetaria y cambiaria han sido altamente positivos. La inflación y las expectativas de inflación se han situado en la parte baja del rango meta. La economía ha recibido un fuerte impulso monetario sin comprometer el logro de las metas de inflación. El peso se ha apreciado pero en menor medida y con menor volatilidad que otras monedas latinoamericanas desde 2005. Esto último ha ocurrido a pesar de que Colombia ha sido uno de los países en donde más ha caído el “spread” de la deuda externa. La liquidez internacional del país ha aumentado de manera significativa en la medida que el Banco de la República acumula

reservas internacionales. El gobierno nacional, con las compras de reservas al Banco ha reducido su riesgo cambiario y, por ende, su grado de vulnerabilidad a eventos externos negativos.

- ¿Cómo podemos entender lo que ha hecho la Junta del Banco desde el punto de vista de un esquema monetario de inflación objetivo? La Junta ha definido una tasa de interés de intervención que considera coherente con el logro de las metas de inflación. A esa tasa el Banco de la República ha ofrecido toda la liquidez demandada por la economía, la cual, por los factores anotados antes, ha crecido de manera significativa. Así mismo, el Banco ha comprado reservas internacionales, compras que han podido ser masivas en la medida que han existido los mecanismos apropiados para esterilizar el efecto monetario indeseado. Por último, la intervención cambiaria ha permitido estabilizar algo la relación peso - dólar, sin que el Banco hubiese en momento alguno definido un meta específica de tasa de cambio.
- En general, podríamos decir que con la intervención cambiaria nuestra en Colombia nos hemos salido de la versión de texto del esquema de inflación objetivo, ya que esta última incorpora el supuesto de libre flotación cambiaria. Pero una interpretación alternativa es que, debido a que la inflación y las expectativas de inflación se encuentran cerca de la meta de largo plazo de inflación, y cayendo, y no hay evidencia clara de excesos de demanda, ha existido entonces cierto margen para ejecutar una política monetaria anticíclica con efecto limitado en la composición del producto entre los sectores transables y no transables. U otra diferente a inflación objetivo, aún más simple, es que por una multiplicidad de factores, incluyendo algunos externos como las bajas tasas de interés internacionales, en Colombia se ha dado un fuerte crecimiento en la demanda por pesos que ha sido satisfecha por el banco central a través de la compra de reservas internacionales.
- Sea cual sea la interpretación que tengamos, el reto para el futuro es identificar de manera correcta las presiones inflacionarias, bien sea mediante el esquema de inflación objetivo que incorpora información proveniente de una gran cantidad de indicadores económicos, o de demanda de dinero que concentra su atención en lo que ocurre en el mercado monetario. De ahí la importancia de los análisis de corto plazo de la economía colombiana como los realizados en la publicación Perfil de Coyuntura, la cual espero cumpla muchos años más.

Muchas gracias