

Estrellas móviles en el firmamento colombiano

Antiguamente, los navegantes resolvieron el reto de orientarse en mar abierto guiándose por las estrellas, puntos de referencia fijos en un entorno cambiante. La política macroeconómica comparte esa lógica: el destino es la estabilidad de precios, el crecimiento sostenible y, en algunos países, el pleno empleo. Ni los navegantes ni los hacedores de política controlan el entorno, pero sí pueden ajustar el rumbo frente a choques adversos. Ahora bien, las verdaderas “estrellas” de la política no son las variables visibles—inflación, desempleo, crecimiento y la tasa de cambio—, llenas de ruido e inestabilidad, sino coordenadas más profundas y difíciles de estimar: la tasa de desempleo que no acelera la inflación (Nairu por su nomenclatura común en inglés, U^*), el crecimiento potencial (g^*) o la tasa de interés neutral (r^*), por nombrar solo algunas. Estas no se observan directamente, sino que se infieren con modelos econométricos y supuestos guiados por la teoría económica, y aunque imprecisas y sujetas a revisiones, resultan indispensables para no perder el rumbo en medio del oleaje económico. La presente columna trata sobre la evolución reciente de estas variables y de la información que estos astros nos dan sobre el futuro de la economía colombiana.

¿Qué está pasando con el crecimiento potencial (g^*)?

En su más reciente informe de política monetaria, el *Banco de la República* presentó estimaciones oficiales de crecimiento potencial, entendido como aquella tasa que, en ausencia de choques, es consistente con una inflación estable. Esta cifra refleja el nivel de crecimiento sostenible de la economía colombiana con la capacidad instalada y con la fuerza de trabajo con la que se cuenta en el momento de la medición. Antes del choque petrolero de 2015, dicho potencial se ubicaba cerca de 4,5%, pero luego descendió hasta 2,6%. Durante la pandemia, el choque fue tan severo que el potencial prácticamente no creció, y solo en la recuperación posterior volvió a niveles similares a los previos a 2015, para finalmente estabilizarse en 2,7%. Las implicaciones sociales de esta desaceleración son profundas. Basta aplicar la regla de 70: con un crecimiento de 4,5%, la economía se duplica en 15 años y el PIB per cápita en 20 (asumiendo crecimiento poblacional de 1%). Con el potencial actual de 2,7%, la economía tarda 26 años en duplicarse y el PIB per cápita, 41. En términos de bienestar social, la diferencia es enorme.

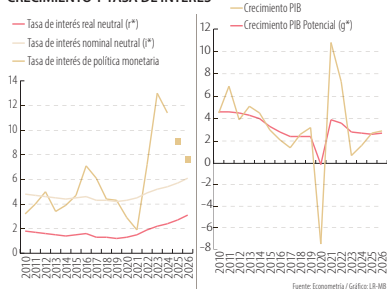
Dada su importancia, entender las razones del colapso reciente

en esta medición es relevante. Los determinantes de esta son el crecimiento de la productividad, el crecimiento de la población en edad de trabajar, íntimamente ligado a los cambios demográficos, y el crecimiento del stock de capital. El desempeño de la productividad en Colombia ha sido mediocre de tiempo atrás; lo que es “nuevo” es el colapso de la inversión en capital fijo, antes de 2015, dicho rubro como proporción del PIB fluctuaba alrededor de 21%, ahora dicha cifra se ha mantenido por más de tres años alrededor de 17%. Los factores detrás de este colapso han sido discutidos ampliamente y sugieren que el ambiente de incertidumbre y, en menor medida, las altas tasas de interés explican este colapso.

¿Qué está pasando con la tasa de interés neutral (r^*)?

La tasa de interés neutral real es aquella que, en ausencia de choques, mantiene estable la inflación y permite que la economía crezca en su potencial. Cayó globalmente desde los años 80 por factores demográficos: más ahorro para jubilaciones largas y menor demanda de inversión. El repunte reciente no obedece a la población, sino al gasto público: déficits persistentes y grandes programas de inversión que elevan la demanda de financiamiento y encarecen el capital. En Colombia, además, el consumo de

CRECIMIENTO Y TASA DE INTERÉS



los hogares ha impulsado el crecimiento postpandemia, mientras la inversión cae, reflejando un cambio en preferencias temporales que también presiona al alza la tasa neutral.

En lo que concierne al futuro, vale la pena notar que, en términos nominales, la tasa de política monetaria neutral corresponde a la tasa de interés real neutral más la meta de inflación. Esta nos indicaría entonces, el nivel que tendría la tasa de política monetaria en los próximos años una vez se logre anclar la inflación a su meta. El nivel estimado sería de aproximadamente 6%, superior al nivel de 4,5% visto antes de la pan-

demia. Teniendo en cuenta que la tasa de política monetaria es el piso de varias tasas de interés como la hipotecaria, se hace evidente la importancia de esta variable.

¿Qué está pasando con la Nairu (U^*)?

El único astro que parece brillar en el firmamento colombiano es la Nairu (tasa de desempleo no inflacionaria). Según las estimaciones del Grupo de Análisis del Mercado Laboral del *Banco de la República* (Gamla), este nivel ronda hoy 10%. Se trata de un dato llamativo, pues tras la crisis de finales del siglo XX la Nairu se elevó de forma significativa y, más

recientemente, existía el temor de que la pandemia dejara un efecto de histéresis duradero, es decir, que una vez que se eleva el desempleo, es muy difícil que vuelva a bajar. Sin embargo, los cálculos muestran solo un leve repunte durante la emergencia sanitaria y luego una reducción sostenida. Dos factores explican este comportamiento: por un lado, las tasas de participación, que salvo en los últimos meses se han mantenido por debajo de los niveles pre-pandemia, contribuyendo a un desempleo más bajo; por otro, el impulso del empleo informal, que ha liderado la generación de puestos de trabajo. Dado que los empleos informales no trasladan con la misma fuerza presiones salariales a los precios como sí ocurre en el sector formal, este patrón ayuda a contener los riesgos inflacionarios en el margen, incluso en un contexto de recuperación del mercado laboral.

Finalizo esta columna haciendo notar la gran diferencia entre el navegante y el hacedor de política macroeconómica. Mientras el primero deja en manos de las estrellas su destino, el segundo tiene la capacidad de modificar el firmamento. El panorama que muestra el firmamento colombiano es complejo: el potencial de crecimiento se ha reducido, la tasa neutral se ha elevado y solo la Nairu parece sonreír. Pensar el largo plazo —más inversión, mayor productividad, mejor calidad del empleo— es la única forma de no navegar a la deriva.