Tenga en cuenta

Los documentos son de carácter informativo y académicos, las opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva del autor y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Autor o Editor

Villar-Gómez, Leonardo

Fecha de publicación
Jueves, 09 febrero 2023

- Debo empezar por decir algo que ustedes saben muy bien. La tasa de interés de política del Banco de la República ha sido aumentada en forma drástica durante el último año y medio, completando un aumento de 11 pps desde que comenzó el presente ciclo de alzas en septiembre de 2021. Se trata del proceso de ajuste más fuerte de la política monetaria que ha tenido lugar durante el presente siglo y desde que el Banco adoptó la estrategia de inflación objetivo que hoy guía nuestras decisiones.
- Los efectos de ese aumento ya han empezado a sentirse en los últimos meses sobre la demanda agregada, las importaciones y el crédito, entre otras variables, y esos efectos son en general dolorosos y ciertamente impopulares. Desafortunadamente, la inflación ha seguido aumentando y en Colombia no hemos visto aún el quiebre de la tendencia que ya se ha visto en muchos otros países de la región y del mundo. La multiplicidad de choques inflacionarios que hemos recibido en el caso colombiano, incluido el de la fuerte depreciación acumulada del peso en los dos últimos años, se ha unido a los complejos mecanismos de indexación que tenemos en Colombia para generar unos rezagos particularmente grandes en el impacto del proceso de

ajuste de la política monetaria sobre la dinámica de los precios. Aún así, esperamos que el proceso de retorno de la inflación hacia la meta empiece a observarse en los próximos meses y pueda completarse para finales de 2024, tal como lo anunciamos tras la sesión de la Junta Directiva de noviembre pasado.

- Quisiera aprovechar la oportunidad de contar con este escenario para describir el diagnóstico de las principales variables macroeconómicas y comentar sobre sus perspectivas para el año que comienza. Voy a referirme en primer lugar a la actividad productiva y los indicadores sobre el desempeño de la demanda. Pasaré después a los resultados en materia de inflación y a las expectativas sobre la misma.

Demanda agregada, Actividad Productiva y empleo

- Lo primero que vale la pena destacar es que la actividad productiva y el empleo tuvieron en 2022 un dinamismo mucho mayor y más robusto de lo que nadie había imaginado. El crecimiento del PIB habría sido de 8% real, una cifra que duplica con creces el crecimiento de América Latina, que el FMI estima en promedio de 3.9%. Muy pocos países en el mundo mostraron el año pasado ritmos de crecimiento superiores al de Colombia. Los únicos que identifico con mayor crecimiento son Arabia Saudita y Guyana, en ambos casos gracias a aumentos muy fuertes en la producción de petróleo.
- No hay duda en que el crecimiento tan alto de la economía colombiana en 2022 fue algo positivo y que sería deseable volver a crecer a ritmos similares en 2023 y los años subsiguientes. El problema es que se trató de un ritmo de crecimiento insostenible, jalonado por un exceso de demanda que genera fuertes desequilibrios en diferentes frentes.

1. Por un lado, esos desequilibrios se reflejan en las presiones inflacionarias a las que me referiré en un momento.
2. También se reflejan en el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que llegó a niveles que se estiman el 6.3% del PIB, reflejando aumentos cercanos al 30% en el valor en dólares de las importaciones que no pudieron ser cubiertos con el aumento de las exportaciones pese al buen desempeño de los precios internacionales del petróleo y el carbón. Estos altos niveles de déficit generan grandes necesidades de financiamiento y hacen la economía más vulnerable.
3. Igualmente, el exceso de demanda se manifestó en crecimientos del crédito de consumo que durante la mayor parte del año superaron ampliamente el 20%, un ritmo muy superior al del crecimiento de los ingresos y que se va a reflejar en una carga financiera creciente para los hogares.

- El endurecimiento de la política monetaria y el consiguiente aumento en las tasas de interés, como lo dije al comienzo, ya ha empezado a manifestarse en un menor dinamismo de la demanda y en un ajuste de los desequilibrios que acabo de mencionar.

1. Así, el valor en dólares de las importaciones pasó de crecer a tasas cercanas o superiores a 40% hasta el mes de agosto a mostrar una tasa de crecimiento negativa en noviembre. Nuestra perspectiva es que el déficit externo en la cuenta corriente de la balanza de pagos baje del 6.3% del PIB en 2022 a 3.9% del PIB en 2023. A este ajuste contribuirá no solo el ajuste monetario, sino también la notable reducción en el déficit fiscal que se espera para 2023 de acuerdo con el

plan financiero del gobierno (que baja de 5.5% del PIB en 2022 a 3.8% del PIB en 2023).
2. Asimismo, la actividad económica medida por el ISE está reduciendo su ritmo de crecimiento y en el mes de noviembre mostró un crecimiento anual de 3%, considerablemente inferior al de los meses anteriores.
3. El crédito de consumo, por su parte, que llegó a crecer a tasas cercanas a 23% anual en el tercer trimestre de 2022 ha reducido su tasa de crecimiento a niveles inferiores al 17% en las semanas más recientes. La desaceleración ha sido mucho menor en el crédito de vivienda, mientras que en los casos de crédito comercial y de microcrédito las últimas cifras muestran tasas de crecimiento más altas que las de meses anteriores.
4. Estas tendencias hacen parte del proceso de ajuste de la demanda hacia niveles sostenibles.

- Es bien conocido que las proyecciones del equipo técnico del Banco de la República sobre crecimiento económico en 2023 están entre las más bajas de todos los analistas. Se estima que ese crecimiento sería de apenas el 0.2%. Resulta importante sin embargo destacar que, aún con ese crecimiento tan bajo, los niveles de actividad que tendríamos en 2023 serían relativamente altos. De hecho, el ajuste en la tasa de crecimiento entre 2022 y 2023 responde en alto grado a un efecto base. Si comparamos el crecimiento acumulado del PIB colombiano con respecto a los niveles previos a la pandemia, nuestro desempeño seguiría siendo ampliamente favorable en términos relativos a otros países de la región.
- Vale la pena por otra parte destacar que, en el contexto de la desaceleración reciente del crecimiento, el mercado laboral se comporta de manera relativamente satisfactoria. Los indicadores a diciembre para las áreas urbanas del país muestran una tasa de crecimiento anual de la población ocupada de 7.5% en las principales 13 ciudades. Este aumento ha sido parcialmente contrarrestado por un comportamiento menos positivo del empleo en las zonas rurales y en las cabeceras de los municipios más pequeños, fenómeno que probablemente está asociado al mal desempeño de la producción agropecuaria. Por su parte, el número de empleados asalariados a nivel nacional muestra un crecimiento superior al promedio, reflejando un dinamismo del empleo formal que se reitera en los datos sobre el número de personas cotizantes en la PILA.

Inflación y expectativas

- Pasando al tema de los resultados en materia de inflación, las cifras divulgadas el fin de semana pasado para el mes de enero muestran que desafortunadamente, el proceso de ajuste en la demanda no ha empezado aún a reflejarse en el comportamiento de la inflación, la cual sigue aumentando.
- La **inflación total** se ubica ahora en **13.25**% y sigue jalonada de manera importante por los precios de los **alimentos**, que aumentan al **26.2%**, cifra que resulta particularmente elevada cuando se tiene en cuenta que en enero de 2022 los precios de los alimentos ya estaban creciente a un ritmo de 19.9%. Esto significa que en los dos últimos años el nivel de precios de los alimentos ha aumentado en más de 50%, lo cual implica un incremento en el precio relativo de este rubro de la canasta familiar considerablemente mayor a lo que puede ser explicado por factores globales. En parte, ese aumento podría estar asociado con factores de oferta de carácter puramente sectorial, el cual explicaría también el pobre desempeño del sector agropecuario en un año en que todos los demás sectores crecieron fuertemente.
- Por su parte, la **inflación básica**, definida como la correspondiente a la canasta que excluye

alimentos y regulados, muestra en enero un índice de 9.78%, creciendo 25 pbs con respecto al que se observaba en diciembre.

- El hecho de que los indicadores de inflación y en particular los de inflación básica continúen aumentando en Colombia contrasta con la situación de muchos otros países, incluyendo no solo los más avanzados, sino también varios de Latinoamérica como Brasil, México, Perú o Chile, donde existen indicios claros de que el ciclo al alza de la inflación ya tocó techo.
- Los **factores que explican a persistencia de la tendencia ascendente** en el caso colombiano pueden resumirse a mi juicio en tres elementos:

1. En primer lugar, pese a la desaceleración en el crecimiento de la demanda, el **exceso de demanda persiste**, lo que puesto en términos más técnicos se puede expresar en la idea de que el PIB sigue por encima del potencial o que la brecha de producto es aún positiva. Esta situación surge del hecho de que el crecimiento haya sido en 2022 atípicamente alto, más del doble del promedio latinoamericano, fuertemente jalonado por la demanda. Los estimativos del equipo técnico del Banco sugieren que la situación de brecha positiva que se acumuló en 2022 persistiría durante los tres primeros trimestres de este año.
2. Un segundo elemento para explicar la persistencia de la presiones inflacionarias en Colombia se relaciona con la **indexación** de precios. Las altas tasas de inflación observadas en 2022 han desencadenado mecanismos de indexación, entre los cuales se incluyen el aumento de 16% en el salario mínimo y los fuertes ajustes en los precios de algunos servicios públicos, en particular la electricidad. Esos mecanismos de indexación reducen la credibilidad en la meta y probablemente obligan a una política monetaria más restrictiva de lo que se hubiera requerido en otro caso para tener éxito en la política antiinflacionaria.
3. El tercer factor que ayuda a explicar la mayor persistencia de las presiones inflacionarias en el caso colombiano en comparación con otros países es la **depreciación del peso**. Con cifras a día de ayer (8 de febrero), la depreciación del peso colombiano en los últimos doce meses superaba el 20% y en los dos últimos años se acercaba al 35%. Esta última cifra de depreciación del peso (35%) contrasta con apreciaciones nominales para el mismo período de las monedas de Brasil, México, Costa Rica o Uruguay. En el caso de Chile se observa una depreciación, pero mucho más baja que la colombiana, de 9.2%. De manera similar, la tasa de cambio del sol peruano se depreció con respecto a su nivel de dos años atrás, pero solo 5.7%.

   El contraste entre la fuerte depreciación del peso en los últimos dos años y lo sucedido en los principales países de la región con los cuales nos solemos comparar puede explicarse en parte por el deterioro relativo en la solidez fiscal de nuestro país, que le valió la pérdida del grado de inversión en 2021. Más recientemente se ha observado una mejor perspectiva de ajuste fiscal con la reforma tributaria de 2022 y los anuncios del Plan Financiero sobre el cumplimiento del plan de ajuste contemplado en la regla fiscal, lo cual ayudó a la apreciación del peso observada en diciembre y enero pasados, en un entorno internacional favorable. Sin embargo, debe reconocerse que la incertidumbre sobre el futuro de la exploración y la explotación de petróleo y carbón han mantenido una vulnerabilidad grande de la tasa de cambio ante sucesos internacionales y ayuda a explicar que en situaciones internacionales de mayor aversión al riesgo, tales como la observada durante la presente semana, el peso colombiano sufra depreciaciones más grandes que otras monedas de la región.

Perspectivas de inflación

- ¿Cuál es la perspectiva de la inflación para 2023 y 2024? Lo primero que debo decir es que el Banco de la República está fuertemente comprometido con generar las condiciones necesarias para el retorno de esa inflación hacia la meta. Las proyecciones del equipo técnico del Banco sugieren que si bien este año terminaríamos todavía por encima del rango admisible de 3% +/-1%, ese rango lo alcanzaríamos para finales de 2024.
- Tal como lo manifestamos en el comunicado de prensa que emitimos tras la última sesión de la Junta Directiva del Banco, con la decisión de aumentar la tasa de interés de política en 75 pbs en enero pasado la política monetaria se acercó a la postura requerida para inducir en el mediano plazo una convergencia de la inflación hacia su meta de 3%.
- Por supuesto, la incertidumbre es grande y las decisiones futuras dependerán de la información que tengamos en cada momento. En nuestro escenario central, sin embargo, esperamos que la inflación esté próxima a iniciar una senda descendente, la cual estaría inicialmente jalonada por una reducción sustancial en el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos. La inflación básica podría seguir mostrando aumentos durante el resto de este semestre, pero la perspectiva es que en el segundo semestre del año empiece a mostrar también una tendencia descendente, reforzando el comportamiento de los alimentos y coadyuvando al proceso de convergencia en dirección a la meta, proceso que continuaría a lo largo de todo el 2024.
- Ciertamente la incertidumbre es grande y existen riesgos en proyecciones como las descritas. Esas proyecciones además suponen la persistencia de una política monetaria contraccionista, aún si ella implica un crecimiento menor al que en otras circunstancias sería deseable.
- En las discusiones públicas sobre la política monetaria contractiva que ha adoptado el Banco de la República se plantea con frecuencia un dilema entre la búsqueda de una menor inflación y el costo que ello genera en términos de crecimiento económico. Creo sinceramente que se trata de un falso dilema. La alternativa que tenemos no es entre bajar la inflación o crecer más. Por el contrario, bajar la inflación es indispensable para para que tengamos nuevamente tasas de interés de largo plazo en niveles bajos, que estimulen la inversión, y para aumentar el crecimiento a mediano y largo plazo, aún si ello significa sacrificar algo de crecimiento en el corto plazo.
- Garantizar la credibilidad en la meta de inflación, además, es fundamental para que la política monetaria pueda tener en el futuro un carácter contracíclico y estabilizador, como afortunadamente lo pudo tener durante la crisis del COVID. No cabe duda de que el impulso monetario que se dio durante la pandemia fue fundamental para la rápida recuperación que afortunadamente pudimos observar en los dos últimos años.

Leonardo Villar
Cartagena, Febrero 9 de 2023