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
Viernes, 17 noviembre 2023

- Quiero empezar por agradecer al Dr. Mauricio Santa Maria, presidente de ANIF, y al Dr. Miguel Largacha, presidente de su Junta Directiva, por la honrosa invitación a participar en este evento.
- Quiero también resaltar la oportunidad de hablar en este foro coincidiendo con el **centenario del Banco de la República**, que se cumplió el pasado 23 de julio pero que hemos estado celebrando a lo largo de todo el año. Como lo dice el lema que hemos acuñado para estas celebraciones, se trata de **“100 años construyendo confianza”**.
- Los cien años transcurridos desde la fundación del Banco de la República son también cien años en los cuales se ha construido una **institucionalidad** muy sólida. Esa institucionalidad fue fuerte desde la creación del Banco en 1923, pero se hizo aún más fuerte a partir de la Constitución de 1991, cuando el Banco de la República adquirió un rango de entidad autónoma con un mandato muy claro de velar por el poder adquisitivo de la moneda en un contexto de coordinación con el gobierno que propenda por el crecimiento sostenible -y resalto la palabra sostenible- de la actividad económica y el empleo.
- La autonomía otorgada al Banco de la República por la constitución de 1991, así como la

claridad en el mandato que se le otorgó, ayudan a entender una gran paradoja. Me refiero a que el Banco es una de las organizaciones con mejor percepción de la opinión pública en Colombia y también, al mismo tiempo, una organización fuertemente impopular y criticada en muchas coyunturas en las que la Junta Directiva del Banco debe adoptar decisiones dolorosas que generan costos importantes en el corto plazo para mantener la estabilidad de mediano y largo plazo. Fue precisamente para manejar mejor esa aparente inconsistencia entre los costos y beneficios de corto y de largo plazo que al Banco de la República se le otorgó una autonomía que le permite actuar con una perspectiva de tiempo más amplia que la que típicamente tienen los gobiernos de turno e incluso la propia opinión pública.

Política monetaria contractiva

- La coyuntura monetaria actual constituye un buen ejemplo de una situación en la que el Banco debe tomar decisiones que resultan dolorosas a corto plazo en aras de lograr beneficios mayores y más perdurables en el mediano y largo plazos.
- Como ustedes saben muy bien, la tasa de interés de política del Banco de la República fue aumentada en forma drástica en el período de un año y medio comprendido entre septiembre de 2021 y abril de 2023. Durante ese período se completó **un aumento de 11,5 pp**, llevando la tasa desde 1,75 % hasta 13,25 %. Se trató 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 en las tasas de interés sobre la demanda agregada, las importaciones y el crédito, entre otras variables, empezaron a sentirse con claridad desde el último trimestre de 2022, un año después de que empezáramos a endurecer la política monetaria. Esos efectos son en general dolorosos y ciertamente impopulares. Y lo que hace las cosas más complejas, los impactos sobre la inflación se producen con un rezago aún mayor. Solo en el primer trimestre del presente año vimos que la tendencia alcista de la inflación empezó a frenarse y apenas en abril empezamos a ver caídas importantes en esta variable, desde un pico de 13,3 % hasta 10,5 % en el pasado mes de octubre. Por su parte, la inflación básica, medida como la inflación del índice de precios al consumidor (IPC) excluyendo alimentos y los precios regulados por el gobierno, llegó a un tope de 10,5 % en junio y desde ese mes ha caído sistemáticamente hasta 9,2 % en octubre pasado. Hay que decir en cualquier caso que la inflación se encuentra aún en niveles inaceptablemente altos, muy alejados de la meta de 3% que ha establecido el Banco. Estamos apenas en la fase inicial del camino de retorno hacia esa meta, que esperamos tendrá lugar de manera gradual, pero firme, a lo largo de los próximos 12 a 18 meses.
- Me parece relevante resaltar en este punto que, si bien el aumento en las tasas de interés de política nominal durante los dos últimos años fue muy sustancial, ello fue por el dramático aumento en la inflación. Las tasas de interés reales *ex post*, medidas por las diferencias entre la tasa de interés nominal y la inflación observada, ciertamente son mayores hoy de lo que eran en la época de la pandemia, pero son inferiores a la que tuvimos entre 2017 y 2018 o en varios momentos de la primera década del presente siglo.

Actividad productiva y empleo

- Antes de entrar en la discusión de los factores que llevaron la inflación a niveles tan altos como

los actuales y de dar algunos detalles sobre nuestras perspectivas en ese frente, quiero hacer unos comentarios sobre el comportamiento reciente la actividad productiva y el empleo.

- Lo primero que quiero recordar es que la actividad productiva y el empleo tuvieron en 2021 y 2022 un dinamismo mucho mayor y más robusto de lo que nadie había imaginado. El **crecimiento real del producto interno bruto (PIB) fue de casi 11 % en 2021 y de 7,3 % en 2022**. Lo sucedido en 2021 puede entenderse como el rebote tras una caída dramática en el año de la pandemia y no se aleja demasiado de lo sucedido en otros países. Pero la cifra tan alta de crecimiento en 2022 llama mucho más la atención, tanto cuando se la mira en términos históricos como en comparación con lo sucedido en el resto del mundo. En efecto, el crecimiento de Colombia en 2022 fue superior en más de 3 puntos porcentuales al observado en promedio en América Latina, que el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima en 4,1 %.
- No hay duda de que el crecimiento tan alto de la economía colombiana en 2022 fue algo positivo. El problema es que se trató de un ritmo de **crecimiento insostenible**, jalonado por un exceso de demanda. De hecho, la demanda creció en ese año a un ritmo superior al 10 % en términos reales y generó fuertes desequilibrios en diferentes frentes.
    1. Por un lado, el exceso de demanda se convirtió en caldo de cultivo de presiones inflacionarias a las que me referiré en un momento.
    2. Por otro lado, el crecimiento tan acelerado de la demanda no pudo ser atendido con producción nacional y se reflejó en aumentos de las importaciones y en un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que para el año completo fue de 6,2 % del PIB. Este desequilibrio es cercano al máximo histórico observado en Colombia. Solo en 2015 tuvimos uno similar, pero en ese año se explicó en alto grado por una caída muy fuerte en los precios de nuestras exportaciones En 2022, en cambio, los niveles tan altos de déficit coincidieron con un muy buen desempeño de los precios internacionales del petróleo, el carbón y el café, poniendo de presente una vulnerabilidad particularmente grande de la economía, que estaba gastando mucho más que sus ingresos en un año de ingresos atípicamente altos.
    3. Igualmente, el exceso de demanda que caracterizó a la economía colombiana en 2022 se manifestó en **crecimientos del crédito de consumo** que para el tercer trimestre de 2022 llegaron a superar el 23 %, un ritmo muy superior al del crecimiento de los ingresos de los hogares y que de haber continuado habría generado una situación insostenible sobre la capacidad de pago de estos.
- El endurecimiento de la política monetaria y el consiguiente aumento en las tasas de interés, como lo dije al comienzo, empezó a manifestarse desde los últimos meses de 2022 y de manera mucho más clara a lo largo de 2023 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 de 2022 a mostrar tasas de crecimiento anuales negativas a partir de noviembre de ese año. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos bajó del 6,2 % del PIB en 2022 a 4,2 % del PIB en el primer trimestre de 2023 y a solo 3 % del PIB en el segundo trimestre de este año. Para el conjunto del año el equipo técnico del Banco espera que el déficit sea de solo 3,4 % del PIB, notablemente inferior al del año pasado a pesar de que los precios de nuestras exportaciones han experimentado un retroceso considerable. Ese menor déficit externo hace que Colombia actualmente requiera menos financiamiento internacional y hace al país mucho menos vulnerable a las condiciones financieras internacionales, sobre las cuales persiste una gran incertidumbre.

2. En lo que se refiere al comportamiento de la **demanda interna** resulta claro que sus ritmos de crecimiento se redujeron considerablemente en el proceso de ajuste. Su crecimiento era superior al 12 % real en el primer semestre de 2022 y aunque se moderó en el segundo semestre alcanzó un 9,2 % en el año completo. Las cifras en 2023 han sido crecientemente negativas y de acuerdo con lo divulgado esta semana por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) alcanzaron un porcentaje negativo de -6,8 % en el tercer trimestre, considerablemente más fuerte de la que estaba previendo el equipo técnico del Banco. Debe destacarse que en este proceso de ajuste el consumo de los hogares mantiene tasas de crecimiento positivas, aunque bajas y el consumo público crece un 2,4 % real. La mayor contracción se presenta en la formación bruta de capital, que según las cifras del DANE cayó en algo más de 32 % en el tercer trimestre.
3. La contracción en la demanda ha implicado una **desaceleración en la actividad productiva** que se ha reflejado de manera particularmente intensa en algunos sectores como la manufactura y las ventas del comercio, sectores estos en los que hemos visto recientemente cifras de crecimiento fuertemente negativas con respecto a los niveles atípicamente altos observados un año atrás. Para el conjunto de la actividad productiva, el equipo técnico del Banco esperaba un crecimiento bajo en el tercer trimestre, del orden de 0,4 %, pero los datos del DANE nos mostraron una contracción de -0,3 %. Esta sorpresa negativa hará que probablemente el crecimiento del PIB en año completo no alcance la cifra de 1,2 % proyectada por el equipo técnico en su informe de política monetaria del mes de octubre y que posiblemente se acerque más al 0,9 % que el mismo equipo proyectaba para el conjunto del año tres meses atrás.
4. El proceso de ajuste que reflejan las cifras que acabo de describir es ciertamente doloroso y debo decir que a él ha contribuido de manera fundamental la política monetaria restrictiva adoptada por el Banco. A ese proceso ha contribuido también el ajuste que se está llevando a cabo en las finanzas públicas del gobierno nacional en línea con lo planteado en la regla fiscal y que va a conducir a que el déficit del gobierno, que alcanzó 5,5 % del PIB el año pasado, se reduzca este año en más de un punto porcentual a pesar de los menores precios del petróleo, del impacto negativo que tiene la desaceleración económica sobre los recaudos tributarios y de los mayores pagos de intereses que tiene que hacer el gobierno en un contexto de tasas de interés más altas a nivel local e internacional.
5. Resulta importante destacar sin embargo que aún con un crecimiento del PIB del orden de 0,9 %, en este año, como el que puede inferirse en un primer análisis de las cifras que acaba de revelar el DANE, los **niveles de actividad** en 2023 serán acordes con los que hubiéramos visto si las tendencias prepandemia (con tasas de crecimiento del orden de 3% por año) se hubiesen mantenido en los últimos cuatro años. En efecto, si comparamos el crecimiento acumulado del PIB colombiano con respecto a los niveles previos a la pandemia, nuestro desempeño es ampliamente favorable en términos relativos a otros países de la región. En este sentido lo que estamos observando en este año puede entenderse como un proceso de retorno a niveles de actividad más cercanos a los sostenibles, tras un año 2022 en el que a todas luces el crecimiento de la demanda fue muy superior, que generó desequilibrios importantes en la balanza de pagos y graves presiones inflacionarias.
6. 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

últimos datos disponibles, correspondientes a septiembre, siguen registrando aumentos importantes en el número de ocupados frente a un año atrás, de 3,2 % en el agregado nacional y de 2,2 % en las trece principales ciudades. Por su parte, las tasas de desempleo se mantienen en niveles de un dígito, de 9,3 % para el total nacional y de 9,6 % para 13 ciudades, los más bajos desde 2017, esto es desde varios años antes de la pandemia.

7. Ciertamente, las tasas de desempleo, así como las de informalidad laboral son excesivamente altas en Colombia si se las compara con otros países. Ello ha sido así desde hace muchos años y debe conducir a una discusión sobre cómo mejorar las condiciones para la creación de empleo formal. Sin embargo, debe destacarse que el fuerte ajuste macroeconómico que se está realizando ha sido compatible con evitar deterioros en este frente.
8. El aumento en las tasas de interés y la desaceleración de la economía también se ha reflejado en el comportamiento del crédito y con particular intensidad en el crédito de consumo. Como mencioné anteriormente, ese crédito llegó a crecer a tasas cercanas a 23 % anual en el tercer trimestre de 2022. En el período más reciente ha reducido de manera drástica su tasa de crecimiento y los saldos de crédito se han estabilizado en niveles similares, en pesos corrientes, a los que se observaban un año atrás. La desaceleración ha sido menor pero también significativa en el crédito de vivienda y en el crédito comercial, generando además impactos de deterioro en la calidad de la cartera de los establecimientos de crédito y obligando a que dichos establecimientos hagan aumentos importantes en sus provisiones. Esto por supuesto ha reducido las utilidades del sistema financiero, que en 2023 van a ser, en promedio, del orden de la mitad de lo que fueron en 2022.
9. Se trata nuevamente de una situación dolorosa que refleja sin embargo un proceso de ajuste que era necesario y que habría sido probablemente más doloroso si se hubiera diferido en el tiempo y si la burbuja crediticia que veíamos a mediados de 2022 hubiera seguido creciendo hasta explotar de una forma más traumática. Afortunadamente, este ajuste se ha dado en una forma tal que la solidez patrimonial del sistema financiero se mantiene en niveles muy altos, tal como se refleja en unos indicadores de solvencia ampliamente superiores a los mínimos regulatorios.

Inflación y expectativas

- Pasando al tema de los resultados en materia de inflación, las cifras para el mes de octubre ratificaron la tendencia descendente que afortunadamente vemos desde el mes de abril.
- Como mencioné anteriormente, la **inflación total** se ubica ahora en **10,5 %**, bajando casi tres puntos porcentuales frente al 13,3 % que teníamos en marzo. Por su parte, la **inflación básica** ha mostrado una reducción a partir de julio que la llevó a **9,2 %** en octubre, tras alcanzar un máximo de **10,5 %** en el segundo trimestre del año.
- Pese a las tendencias favorables que muestran en los meses recientes tanto la inflación total como la inflación básica, resulta claro que **Colombia se encuentra rezagada frente a otros países de la región como Brasil, México, Perú o Chile, en el proceso de convergencia de la inflación total hacia la meta de largo plazo**. En esos países la inflación se encuentra ya alrededor de 5 % o por debajo tras haber estado en niveles muy superiores, que en los casos de Brasil y Chile alcanzaron a superar incluso los máximos a los que llegó Colombia. La fuerte

reducción que han observado en la inflación les ha permitido avanzar en un proceso de ajuste a la baja en sus tasas de interés nominales. Debo mencionar sin embargo que cuando se calculan las tasas de interés de política reales, calculadas por la diferencia entre la tasa nominal y la inflación observada, éstas se mantienen considerablemente más altas en varios de los países mencionados de lo que están actualmente en Colombia. Esto ilustra nuevamente que el problema que tenemos en Colombia en la actualidad con las tasas de interés nominales tan altas no se explica por tasas reales excesivas sino por los niveles de inflación tan elevados. Razón de más para perseverar en la lucha antiinflacionaria.

- La **persistencia de la inflación** colombiana en niveles tan altos a pesar de que la demanda ya se está ajustando a la baja puede explicarse fundamentalmente por cuatro factores que han hecho particularmente difícil la tarea del Banco de la República:
    1. El aumento en los **precios de los alimentos**. Aunque estos precios presentaron reducciones absolutas en abril y mayo, resulta relevante destacar que en los meses más recientes la inflación anual sigue jalonada al alza por este rubro, que todavía en octubre muestra un incremento de 10,4 % con respecto a un año atrás y superior a 40 % con respecto a dos años atrás. Esto ilustra que, a pesar de la corrección reciente en la inflación de alimentos, sus precios relativos se encuentran todavía en niveles extraordinariamente altos y que las presiones inflacionarias sobre la canasta familiar que se acumularon en este frente fueron muy fuertes, afectando de manera especialmente crítica a los sectores sociales más vulnerables, que son aquellos que tienen una mayor proporción de alimentos en sus canastas de consumo.
    2. Los rubros de la canasta familiar correspondiente a lo que llamamos “precios **regulados**” han aumentado de manera particularmente fuerte en el período más reciente. pasando de crecer 11,8 % anual en diciembre de 2022 a más de **15 %** en todos los meses comprendidos entre abril y octubre de 2023. Estos aumentos se explican en parte por los ajustes en la gasolina, que se hacen indispensables para la sostenibilidad fiscal tras un período largo en que estuvieron congelados (entre 2021 y el tercer trimestre de 2022), generando una deuda implícita de grandes dimensiones a cargo del gobierno nacional. Una lección de la experiencia con el precio de la gasolina es que no resulta conveniente tratar de combatir la inflación mediante el establecimiento de precios o tarifas que generan distorsiones sectoriales. Ello conduce a la postre a que los ajustes se tengan que hacer con creces más adelante. Cabe decir que algo similar se ha visto en el caso de las tarifas de energía eléctrica, particularmente en la costa atlántica, cuyos ajustes fueron diferidos en el pasado y hoy tienen que ser más fuertes de lo que hubieran sido en ausencia de esos diferimientos.
    3. En tercer lugar, las altas tasas de inflación observadas en 2021 y 2022 desencadenaron **mecanismos de indexación** que hacen la inflación más persistente. Esos mecanismos de indexación son considerablemente más fuertes en Colombia que en otros países, posiblemente por la herencia perversa de haber tenido en nuestro país niveles de inflación de dos dígitos durante cerca de tres décadas a finales del siglo pasado. Entre esos mecanismos se incluye el ajuste anual en el salario mínimo, que en los dos últimos años ha sido considerablemente más alto que la inflación observada. Se incluyen también los mecanismos de ajuste en las tarifas de muchos servicios públicos y la regla según la cual los arrendamientos vigentes pueden ajustarse automáticamente con base en la inflación observada el año anterior. Todos estos mecanismos pueden tener sus justificaciones particulares, pero reducen la efectividad de contar con una meta de inflación prospectiva y obligan a una política monetaria más restrictiva de lo que se

requeriría en otro caso para tener éxito en la política antiinflacionaria.

4. El cuarto factor que ayuda a explicar la mayor persistencia que ha tenido la inflación en el caso colombiano en comparación con otros países es la **depreciación del peso**. Ciertamente, la tasa de cambio ha tenido un fuerte ajuste a la baja a lo largo del último año, cercano al 20 %, que seguramente contribuirá a hacer más fluido el proceso de reducción de la inflación. Sin embargo, la comparación con otros países de la región deja al peso colombiano como una de las monedas que más se depreciaron en 2021 y 2022. La apreciación observada desde octubre de 2022 puede interpretarse como un proceso de corrección tardía de una depreciación excesiva que no tuvieron los otros países en esa magnitud.

   El contraste entre la fuerte depreciación del peso en 2021 y 2022 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 por parte de dos calificadoras de riesgo en 2021 y un deterioro en indicadores de percepción de riesgo con respecto a nuestros pares, tales como Brasil, México, Perú o Chile. La posición relativa de Colombia frente a esos países en términos de los indicadores de riesgo no se ha logrado recuperar, pero el exceso de depreciación del peso colombiano sí se ha revertido de manera importante desde octubre de 2022, lo cual mejora las probabilidades de que se pueda romper la persistencia de la inflación alta y de que podamos avanzar en el proceso de convergencia hacia la meta de 3 % en un plazo razonable.

- Las **expectativas de los analistas** encuestados en la última encuesta que hizo el Banco de la República, tras conocerse los resultados de la inflación de octubre, muestran la inflación cayendo a **9,5% en diciembre de 2023 y a 5,3 % en diciembre de 2024 y a algo menos de 4 % a dos años vista**. Estas expectativas implicarían la reducción más fuerte de la inflación en los cien años de historia que cumple este año el BR. Debe reconocerse, sin embargo, que esa reducción es algo más demorada de lo que tenemos como meta. Esperamos que los analistas y los mercados sigan ajustando a la baja sus expectativas en los próximos meses, tal como los hicieron con los resultados del IPC divulgados la semana pasada.
- 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, como lo he dicho en muchas oportunidades y en diferentes contextos, 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 que tengamos nuevamente tasas de interés 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.
- Cabe destacar que las tasas de interés de política que fija el Banco de la República son exclusivamente las correspondientes al mercado interbancario a un día de plazo. Las tasas de interés de más largo plazo, tanto las de los TES como las de los créditos que otorgan los bancos a los hogares y a las empresas, se definen libremente en los mercados y dependen de manera crítica de las expectativas que tienen los diferentes agentes sobre lo que creen que será la inflación y, por lo tanto, las tasas de interés de política en el futuro. Esto implica que un elemento fundamental para mantener bajos los costos de financiamiento del gobierno, de las empresas y de los deudores hipotecarios, es la credibilidad en que el Banco de la República

llevará la inflación a la meta en un plazo razonablemente corto.

- Me atrevo a decir que en la Junta Directiva del Banco de la República hay plena conciencia sobre los beneficios que tendría contar con unas tasas de interés más bajas en la economía colombiana vis-a-vis las que hoy estamos observando. El debate no es ese. Lo que ha hecho diferir una reducción de la tasa de interés de política es el riesgo de que una reducción prematura en las tasas de interés nominales pueda frenar la senda de caída en la inflación y en las posibilidades de tener tasas de interés bajas de manera sostenible. Los dilemas que esto genera, con sus costos, beneficios y riesgos, son analizados de manera muy cuidadosa en cada una de las ocho sesiones de decisión de política monetaria que tenemos anualmente. Obviamente eso haremos nuevamente en la próxima discusión sobre este tema, en el próximo mes de diciembre.