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.

Autores y/o editores

Villar-Gómez, Leonardo

Fecha de publicación
Jueves, 22 febrero 2024

- Quiero empezar por agradecer al Presidente de ANIF, doctor José Ignacio López, y al director Ejecutivo de Fedesarrollo, doctor Luis Fernando Mejía, por la oportunidad de participar en este encuentro, que tantos recuerdos me trae de la época en que estuve en Fedesarrollo y participaba de manera rutinaria en estos eventos tan importantes para el debate público sobre temas económicos.

Política monetaria en tiempos tormentosos

- Tanto en Colombia como en la mayor parte de los países de mundo, las condiciones macroeconómicas han sido extraordinariamente tormentosas desde comienzos de la presente década y han obligado a adoptar políticas monetarias particularmente drásticas.
- En 2020 tuvimos la **pandemia y la necesidad de adoptar una política monetaria fuertemente expansiva**, que en el caso de Colombia se reflejó entre otras en una reducción de la tasa de

interés de política hasta 1.75%, el nivel más bajo en los ya más de cien años de historia del Banco de la República. Hay que recordar que en ese año la política expansiva no solo se hizo en el contexto de una fuerte recesión en la actividad productiva, sino que la inflación fue inferior al 2%; esto es, se ubicó por debajo del rango de más o menos 1 punto porcentual de desviación aceptable con respecto a la meta del 3% establecida por el Banco dentro de su estrategia de política de inflación objetivo.

- Desde 2021 la situación fue muy diferente. La inflación empezó a aumentar en un contexto de recuperación económica más acelerado del que se esperaba a nivel local y también a nivel global. El carácter sorpresivo de la recuperación en la demanda por bienes condujo rápidamente a problemas en el comercio internacional y a grandes congestiones de la capacidad portuaria de las principales economías del mundo. Ello coincidió además con aumentos en los precios de los principales productos básicos que muchos interpretaron como choques de oferta que nada tenían que ver con la demanda y a los que por lo tanto no debería responderse con política monetaria. Esa interpretación ha cambiado radicalmente con el paso del tiempo, cuando se ha hecho evidente que los aumentos en los precios de los productos básicos y de los bienes en general estuvieron vinculados con la recuperación sorpresivamente rápida de la demanda. Debe reconocerse, eso sí, que dichos aumentos de precios se pronunciaron de manera grave a comienzos de 2022 con un choque puramente exógeno y más típicamente de oferta, como fue la invasión de Ucrania por parte de Rusia.
- La política monetaria tuvo que empezar a apretarse de manera importante en todos los países. Los ajustes al alza fueron más acelerados en las principales economías de América Latina, todas las cuales iniciaron su ciclo de endurecimiento de la política en 2021. Brasil comenzó en marzo de 2021, mientras que México, Chile, Perú y Colombia lo siguieron en junio, julio, agosto y septiembre, respectivamente, varios meses antes de las economías avanzadas, que solo lo hicieron en 2022, tras el estallido de la guerra en Ucrania.
- Cabe recordar los fuertes cuestionamientos que recibió el Banco de la República cuando empezó su ciclo de aumentos y se nos acusaba de estar reaccionando con una política monetaria contractiva a problemas que según los críticos eran puramente de oferta y sobre los cuales no deberíamos reaccionar. Las críticas fueron particularmente ácidas por parte de quienes argumentaban que Colombia no estaba viendo subir los precios a ritmos tan altos como otros países. Hoy sabemos que ello estaba asociado a la política que había adoptado el gobierno nacional de congelar los precios de los combustibles y de aplazar los ajustes en algunas tarifas de servicios públicos, algo que ha hecho más difícil reducir la inflación en el período más reciente.
- Como ustedes saben muy bien, la tasa de interés de política del Banco de la República fue aumentada en forma drástica a lo largo del año y medio comprendido entre septiembre de 2021 y abril de 2023. Durante ese período se completó un **aumento de 11,5** pps, 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 rezagados, dolorosos y ciertamente impopulares. Y lo que hace las cosas más complejas, los impactos sobre la inflación se producen con un rezago aún mayor. Sólo en el primer trimestre de 2023 vimos que la tendencia alcista de la inflación empezó a frenarse y apenas en abril empezamos a ver caídas importantes en esta variable.

- En este contexto, la tasa de interés de política se mantuvo estable durante ocho meses y solo empezó a reducirse en las sesiones de la Junta Directiva de diciembre y enero pasados, con ajustes de 25 pbs en cada oportunidad.
- El gran debate actual se centra cada vez más en la velocidad a la que puede reducirse la tasa de interés de política. Los datos reportados por el DANE en las semanas más recientes, conocidos con posterioridad a la última sesión de la Junta del Banco de la República han hecho ese debate particularmente intenso. Antes de hacer algunos comentarios sobre la cautela que debemos mantener en el proceso de reducción de las tasas de interés y normalización de la política monetaria, voy a referirme brevemente a la sorpresa negativa que tuvimos con las últimas cifras de actividad económica del cuarto trimestre de 2023 y al proceso de reducción de la inflación que se refleja en las cifras del mes de enero que se conocieron hace un par de semanas.

Actividad productiva y empleo

- La economía colombiana experimentó en 2023 una desaceleración algo más fuerte de lo que estaba previsto. El **crecimiento del cuarto trimestre de 2023 reportado por el DANE, 0.3%, fue considerablemente más bajo de lo que estábamos esperando, que era del orden de 0.9%.** Para el año completo, el crecimiento terminó en 0.6%, una cifra inferior al 1% que proyectaba el equipo técnico del Banco y bastante más baja de lo que estimaban casi todos los demás analistas.
- Es importante reiterar en cualquier caso que en buena medida **la desaceleración observada en 2023 con respecto a 2022 estaba prevista como parte de proceso de ajuste que resultaba necesario tras dos años, 2021 y 2022, en los que la actividad productiva tuvo tasas de crecimiento jalonadas por la demanda, que resultaban a todas luces insostenibles**.
- El **crecimiento real del 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 2020 y no se aleja demasiado de lo sucedido en otros países. Pero la cifra tan alta de 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. La demanda creció en ese año a un ritmo superior al 10% en términos reales y generó fuertes desequilibrios en diferentes frentes. Por un 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 de 6.2% del PIB. Por otro lado, el exceso de demanda se convirtió en caldo de cultivo de **presiones inflacionarias**.
- El endurecimiento de la política monetaria y el consiguiente aumento en las tasas de interés 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.
- En lo que se refiere al comportamiento de la **demanda interna**, los datos recientemente reportados por el DANE muestran que en 2023 cayó en 3.8%. Ello se tradujo ante todo en menores importaciones, cuyo valor en dólares pasó de crecer a tasas cercanas o superiores a 40% hacia mediados de 2022 a mostrar tasas de crecimiento anuales negativas en 2023, devolviendo los niveles de esas importaciones hacia valores más compatibles con la tendencia prepandemia. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos bajó del 6.2% del PIB en

2022 a 2.8% del PIB en 2023, lo cual hace que Colombia actualmente requiera menos financiamiento internacional y hace al país mucho menos vulnerable a las condiciones financieras internacionales y a la percepción de los mercados sobre Colombia.

- La caída en la demanda explica en alto grado la **desaceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad productiva**, la cual se manifestó de manera particularmente fuerte en la manufactura y las ventas del comercio, para los cuales hemos visto cifras negativas de crecimiento con respecto a los niveles atípicamente altos observados un año atrás.
- Resulta importante observar sin embargo que cuando se descompone la contracción de la demanda, el comportamiento del consumo de los hogares fue radicalmente diferente del de la inversión y también del del consumo público. De hecho, el consumo de los hogares creció en 2023 1.1% en términos reales, una cifra ligeramente más alta al 1% que esperaba el equipo económico del Banco. Allí por lo tanto no estuvo la sorpresa. Se trató de una desaceleración importante en el ritmo de crecimiento del consumo privado, que en 2022 había crecido a ritmos claramente insostenibles, pero el consumo creció tal como estaba previsto y sus niveles en 2023 estuvieron claramente por encima de lo que habrían estado si su crecimiento prepandemia se hubiera sostenido en lo corrido de la presente década.
- El caso del **consumo público** y en mayor grado el de la **formación bruta de capital** son muy diferentes. En estos dos casos hubo una sorpresa negativa importante en los datos revelados recientemente y ambos se asocian a fenómenos que difícilmente se explican de manera exclusiva por la política monetaria contractiva. Para el consumo público, el crecimiento en 2023 fue 0.9%, considerablemente inferior al 2.1% que se esperaba. En el caso de la formación bruta de capital, la caída fue dramática, de -24.8% en términos reales. El reto de recuperar la inversión es sin lugar a dudas fundamental, no solo para impulsar la actividad económica en el corto plazo sino para generar una senda de crecimiento sostenible de la economía en el mediano y largo plazos. Ello probablemente no se lograría con un simple relajamiento de la política monetaria. Por el contrario, tal relajamiento podría ser contraproducente si es percibido como algo insostenible o inconsistente con la convergencia de la inflación hacia la meta.

Reducción de la inflación

- Pasando al tema de los resultados en materia de inflación, los resultados de la política monetaria contractiva se han empezado a observar con el rezago normal. Tras la tendencia ascendente que tuvimos entre 2021 y el primer trimestre de 2023, cuando llegó a 13.34%, la **inflación total** ha bajado en casi cinco puntos porcentuales durante los últimos diez meses, hasta ubicarse en **8.35%** en enero de 2024. Por su parte, la **inflación básica** mostró una reducción a partir de julio que la llevó a **7.8%** en enero pasado, tras alcanzar un máximo de **10.5%** a mediados de 2023.
- Las cifras sobre el comportamiento del Índice de Precios al Productor son aún más favorables que las del IPC. Es así como los bienes producidos y consumidos en Colombia, que en diciembre de 2022 aumentaban a un ritmo de 20.4%, en enero de 2024 lo hicieron a un ritmo anual de sólo 1.3%. Por su parte, los precios al productor de la canasta de bienes que conforman la oferta interna, en la cual se incluyen las importaciones, tuvo en 2023 un crecimiento negativo de -2%. Esto se puede explicar en buena medida por la apreciación del peso colombiano frente al dólar, que en 2023 fue cercana al 20% y logró revertir la depreciación que había tenido en 2021 y 2022, la cual había superado ampliamente a la de las monedas de otros países emergentes comparables con el nuestro.

- Los resultados en materia de reducción de la inflación son particularmente destacables cuando se tiene en cuenta que ellos se dieron a pesar del fuerte incremento *record* que tuvieron los llamados precios “regulados”, que en 2023 llegó al 17.2%. Ello sucedió en buena medida por la necesidad que enfrentó el gobierno de ajustar los precios de la gasolina tras un largo período de congelamiento que implicaba enormes costos fiscales. El aumento de los precios de los regulados también se dio en grado importante por incrementos en las tarifas de energía eléctrica que tuvieron lugar para reversar políticas de alivio establecidas en años anteriores que implicaban altos niveles de subsidio.

Dilemas de la política monetaria y razones para la cautela

- Con la reducción que hemos observado en la inflación desde abril del año pasado, la pregunta que muchos observadores se hacen **es por qué tanta cautela de la Junta del Banco de la República para bajar la tasa de interés de política**. Quiero terminar esta intervención mencionando tres argumentos a favor de la cautela.
- El primer argumento tiene que ver con que, a pesar de la tendencia descendente de **la inflación**, ésta **continúa fuertemente por encima de la meta**. Otros países de la región que han bajado sus tasas de interés en el período reciente, tales como Brasil, Chile, Perú, Uruguay o Costa Rica, tienen niveles de inflación inferiores al 5% y en algunos de ellos se ubica ya dentro del rango meta. Esta es una situación muy diferente a la de Colombia donde, pese a la reducción reciente, la inflación se encuentra más de 5 puntos porcentuales por encima de la meta. No sobra recordar que Colombia se destaca actualmente como el segundo país con la inflación más alta de la OECD, después de Turquía, y el tercero en América Latina, después de Argentina y Venezuela.
- El segundo argumento a favor de la cautela tiene que ver con las **expectativas de inflación y la credibilidad en la meta del Banco**. Si bien las expectativas han ido ajustándose a la baja, no todas ellas son consistentes con el logro de la meta en el horizonte de doce a dieciocho meses anunciado por la Junta Directiva del Banco el pasado mes de noviembre.
    - Las expectativas de inflación implícitas en los precios de mercado de la deuda pública se han ajustado significativamente a la baja en los últimos meses pero siguen ubicándose por encima de la meta establecida por el Banco. Incluso cuando el llamado Break Even Inflation (BEI) se ajusta por primas de liquidez y de riesgo inflacionario, las expectativas implícitas se ubican por encima de 5% tanto a plazos de un año como de dos años (5.7% y 5.2% respectivamente).
    - Las encuestas a analistas muestran expectativas mejor ancladas a la meta de inflación. De acuerdo con la Encuesta Mensual que hizo el Banco de la República en febrero, la mediana de expectativas de inflación a 1 año se ubicó en 5,4% y a dos años en 3.8%, dentro del rango admisible de +/- 1 punto porcentual alrededor de la meta de 3%.
    - Aún así, 2024 será probablemente el cuarto año en que la inflación estará por encima del rango consistente con la meta establecida por la Junta del Banco, algo que por razones obvias reduce de manera importante la credibilidad en esa meta por parte del público en general y de los diferentes agentes que fijan precios y salarios en la economía colombiana. Ello hace más difícil y costoso reducir la inflación y tiene efectos negativos sobre las posibilidades de un crecimiento económico sostenible y sobre la generación de empleo.
    - Ejemplo de lo anterior es la baja credibilidad de la meta de inflación que se ha reflejado

en las negociaciones sobre el salario mínimo que han tenido lugar en los tres últimos años. Los ajustes se han hecho con referencia exclusiva a la inflación observada en el pasado y no en la meta o en la senda descendente esperada. El aumento en los salarios reales que esto implica en un contexto de inflación a la baja (del orden de 6% anual en 2023 y probablemente del mismo orden de magnitud en 2024) es muy superior al aumento de la productividad y del ingreso real percápita de los colombianos y por ello mismo se convierte en una presión alcista sobre la inflación y en fuente de dificultades para el crecimiento del empleo formal.

- El tercer argumento para la cautela se relaciona con la **incertidumbre**. Sin perjuicio de que la Junta considerará las distintas sendas posibles de tasas de interés en cada una de sus próximas decisiones, mantener la cautela será fundamental para evitar situaciones en las que aumenten las probabilidades de tener que frenar o incluso a revertir más adelante el proceso de relajamiento de la política monetaria ante la eventual realización de situaciones inesperadas, como las que pudieran surgir ante cambios en las condiciones financieras internacionales o afectaciones climáticas más drásticas de lo previsto.

En conclusión

- Los argumentos anteriores explican la cautela con la cual la Junta Directiva del Banco ha iniciado desde diciembre pasado una política de reducción de la tasa de interés. La posibilidad de reducciones más audaces en esa tasa de interés en el futuro dependerá críticamente de que la inflación siga bajando en una senda consistente con el cumplimiento de la meta dentro del horizonte de tiempo establecido, que las expectativas de inflación también se ajusten en consonancia con la credibilidad en la meta y que los factores de incertidumbre vayan cediendo el paso a perspectivas más certeras.
- 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 conduce a un alto grado de cautela en la política monetaria es el riesgo de que una reducción en las tasas de interés nominales más acelerada pueda frenar la senda de caída en la inflación y conduzca por esa vía a reducir 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 sesión de Junta con decisión de política monetaria. Obviamente eso es lo que seguiremos haciendo con la última información disponible en todas y cada una de las siete sesiones de ese tipo que nos restan en este año.