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
Martes, 03 diciembre 2024

Notas en el Foro Perspectivas Económicas Corficolombiana
Leonardo Villar, Gerente General del Banco de la República
Bogotá, 3 de diciembre de 2024

Agradecimientos a **Milena López**, Presidente de Corficolombiana, y a **César Pabón**, Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas.

Consideraciones conceptuales sobre la política monetaria

- Recordar que el **objetivo principal asignado por la Constitución** al Banco de la República y a su Junta Directiva es mantener el poder adquisitivo de la moneda, en coordinación con la política económica general.
    - Esto se ha interpretado por parte de la Junta como el objetivo de mantener una inflación

baja y estable, alrededor de 3%.
    - La relación de este objetivo del Banco de la República con el crecimiento económico es claramente positiva en el mediano y en el largo plazos. Una inflación baja y estable permite un mayor crecimiento económico sostenible por varias razones, en particular, (i) una inflación baja y estable genera condiciones de estabilidad y predecibilidad del nivel general de precios que facilita la toma de decisiones por parte de las empresas, los inversionistas y los consumidores, y (ii) una inflación baja y estable es requisito indispensable para mantener en forma sostenible tasas de interés bajas a corto mediano y largo plazos.
    - Por otra parte, en la medida en que la economía está sometida a sorpresas y choques de demanda que generan ciclos económicos, contar con una política monetaria encaminada a mantener la inflación baja y estable ayuda a moderar la magnitud de los ciclos de auge y caída en la actividad económica.
    - Desafortunadamente hay condiciones en las cuales se hace necesario mantener una política monetaria contractiva para bajar la inflación aunque la actividad económica ya se haya desacelerado a ritmos similares o incluso inferiores a los compatibles con el crecimiento potencial de la economía.
        - Ello sucede por ejemplo cuando la inflación se mantiene por encima de sus niveles meta debido a choques de oferta que generan aumentos en los precios de los alimentos.
        - Sucede también cuando hay depreciaciones abruptas de la tasa de cambio asociadas a cambios en los flujos de capitales hacia el país o cuando por razones fiscales se hace necesario ajustar los precios de combustibles o las tarifas de servicios públicos que estaban previamente subsidiados, tal como sucedió en Colombia en años recientes.
        - La necesidad de mantener políticas monetarias restrictivas en un ambiente de desaceleración económica se presenta también, de manera típica, cuando los precios y los salarios están fuertemente indexados a la inflación del pasado, tal como sucede en Colombia con el salario mínimo o con tarifas de servicios tan importantes como las de los arrendamientos de vivienda.
    - Condiciones como estas que acabo de describir imponen una mayor carga a las políticas monetarias restrictivas y hacen más difícil y costoso bajar la inflación en términos del sacrificio temporal que debe hacerse en términos del ritmo de actividad económica y el empleo para bajar la inflación al nivel deseable y recuperar por esa vía la posibilidad de crecer más a mediano y largo plazos.
- Estas consideraciones de carácter general pueden parecer excesivamente teóricas pero quería hacerlas para comenzar mi intervención porque me parecen importantes para analizar lo que ha sucedido con las condiciones macroeconómicas de Colombia en el período reciente. De hecho, como veremos en el resto de esta charla, en los últimos años hemos tenido que adelantar una política monetaria fuertemente restrictiva, incluso más restrictiva que la de países cercanos al nuestro, como Chile o Perú, en los que la inflación enfrentó menos restricciones para bajar. Aún así, me atrevo a decir que afortunadamente nuestra política ha sido exitosa en su propósito de bajar la inflación y se ha modulado de tal forma que, si bien ha tenido costos de corto plazo en materia de actividad económica y empleo, esos costos han sido muy inferiores a lo que muchos preveían.
- Hace exactamente un año, al terminar noviembre de 2023, la Junta Directiva del Banco de la República anticipó públicamente que en 2024 no lograríamos llevar de regreso la inflación a la

meta de 3% y que a ella sólo llegaríamos en 2025. Cuando hicimos ese anuncio éramos conscientes de que llevar la inflación a 3% en 2024 habría exigido una política mucho más contractiva, con tasas de interés más altas, de lo que era viable hacer sin generar un costo excesivo en el crecimiento del PIB. Un año más tarde, el viernes pasado, la Junta reiteró que la meta sigue siendo 3% y que con los resultados ya alcanzados vemos viable cumplir con esa meta en 2025. Para finales del próximo año se avizora una situación en la que, en nuestro escenario central y suponiendo que no se materializan riesgos importantes, ya tendríamos la inflación en donde queremos mantenerla para el mediano y largo plazo. Con ello habríamos terminado el doloroso proceso de ajuste macroeconómico y monetario que hemos tenido que hacer desde finales de 2021. No sólo tendríamos la inflación alrededor de la meta del 3% sino que las tasas de interés podrían en niveles bajos y sostenibles y la actividad económica podría estar creciendo a un ritmo similar a lo que se estima que es el crecimiento potencial de la economía colombiana.
- Dejo acá estas consideraciones generales y paso a comentar en mayor detalle sobre lo que vemos desde el Banco en materia de:
    - la evolución reciente de la inflación,
    - el comportamiento de las tasas de interés de política, las tasas de interés de mercado y su relación con las expectativas, y
    - el desempeño reciente y las perspectivas de la actividad económica, el empleo y la actividad financiera.

I. Evolución reciente y perspectivas de la inflación

La inflación en Colombia ha experimentado una reducción significativa durante los últimos 18/20 meses.

- La **inflación general del IPC** ha caído 8 puntos porcentuales desde abril de 2023, cuando alcanzó un nivel de 13.4%, hasta 5.4% en octubre de 2024.
- Por su parte, la **inflación básica** disminuyó desde un máximo de 10.5% en junio de 2023 al 5.35% en octubre de 2024.
- Esta reducción en la inflación está principalmente asociada a un ajuste en la **demanda interna**, explicado en gran medida por una política monetaria altamente contractiva.
- La contracción en la demanda también permitió un ajuste en el **déficit de cuenta corriente**, que cayó del 6.2% del PIB en 2022 a un promedio de 1.7% del PIB en los tres primeros trimestres de 2024 (de acuerdo con la información publicada ayer por el BR, en la que el dato para el tercer trimestre es 1.6% del PIB).
- En ese contexto, la **inflación de alimentos** cayó desde un máximo de casi 28% en diciembre de 2022 al 1.7% en octubre de 2024, mientras que la **inflación de bienes, excluyendo alimentos y combustibles**, disminuyó de casi 15% a mediados de 2023 a solo 0.4% anual en las cifras más recientes.

Aun así, la inflación ha demostrado ser más persistente en Colombia que en otros países de la región. Hay varias razones para explicar esta persistencia a pesar de una política monetaria contractiva, de las cuales quisiera resaltar dos:

- En primer lugar, el gobierno congeló los precios de los combustibles domésticos en 2021 y

2022, lo que requirió un ajuste considerable iniciando en el último trimestre de 2022. Esto implicó un aumento de cerca del 70% en los precios de la gasolina en solo año y medio.

- En segundo lugar, la indexación a la inflación pasada es extremadamente fuerte en Colombia. Este es el caso de los precios de los arriendos de vivienda, que siguen aumentando en casi 8.0% al año, y del salario mínimo legal, que ha sido ajustado muy por encima de la inflación observada durante los últimos tres años. El aumento de los salarios ha contribuido a mantener un alto nivel de inflación en los servicios, que (excluyendo las tarifas reguladas por el gobierno) se mantiene en 7.3%, en contraste con la baja inflación en los precios de los bienes que ya mencioné.

II. Política Monetaria y tasas de interés

En cuanto a la política monetaria, la tasa de interés de política del Banco de la República se mantuvo en 13.25% durante la mayor parte de 2023. Solo en diciembre de ese año se inició un proceso de reducción muy cauteloso hasta el nivel actual de 9.75%, 350 puntos básicos por debajo de su máximo. Esto implica que todavía **mantenemos una tasa de interés real alta y una política monetaria notablemente contractiva.**

- Los efectos de esta política no sólo se están materializando en la reducción de la inflación observada, sino también en las **expectativas** de que la inflación continuará convergiendo a la meta de 3% establecida.
- Las expectativas del mercado proyectan una inflación alrededor del 5.1% para finales de 2024, muy cercana a la que esperábamos hace un año cuando reiteramos la meta de 3% pero advertimos que solo lograríamos cumplirla en 2025.
- Según nuestras encuestas a analistas independientes, las expectativas sitúan la inflación en 3.86% para finales de 2025, dentro del rango de +/- 1 pp alrededor de la meta.
- Más importante aún, las expectativas para finales de 2025 implícitas en el mercado de deuda pública (el *Break Even Inflation* -BEI. después de ajustes por riesgos diferentes en la liquidez de los títulos a tasa fija y aquellos atados a la inflación), mostraron un ajuste significativo a la baja en los últimos meses hasta el mes de octubre. Más recientemente, coincidiendo con la depreciación del peso observada en octubre, volvieron a subir un poco y están ahora 3.4% por encima de nuestra meta de 3% en donde estaban hace un mes, pero aún por debajo de las expectativas de los analistas.
- En resumen, vamos bien pero los retos siguen siendo grandes.
- En este punto quisiera hacer tres comentarios sobre el debate que de manera totalmente legítima han planteado muchos actores importantes de la economía sobre la posibilidad de un proceso más rápido de reducción de las tasas de interés con respecto al que viene llevándose a cabo por parte de la Junta.
- El primer comentario tiene que ver con la idea de que las **tasas de interés reales** en Colombia son superiores a las de otros países comparables de la región. Ciertamente, nuestras tasas de interés, tanto nominales como reales, son actualmente superiores a las de países como Chile, Perú o Costa Rica, en los cuales la inflación ha bajado sustancialmente más que en Colombia y ya se encuentra alrededor de las metas de política de esos países. Nuestras tasas de interés de política son sin embargo inferiores a las de países como México y Brasil, pese a que esos dos países tienen las tasas de inflación por debajo de la nuestra. Comparando las tasas de interés de política con la última inflación observada, las tasas de interés reales expost se ubican

actualmente para Colombia en 4.35%, un nivel ciertamente alto, pero inferior al de México (5.49% = 10.25 - 4.76) y al de Brasil (6.49% = 11.25 – 4.76). Más importante aún, en el caso de Brasil las tasas de política han aumentado en las dos últimas sesiones del directorio de su banco central y los mercados esperan que sigan subiendo. En Colombia, en cambio, las tasas vienen bajando y las expectativas son de reducciones adicionales.

- El segundo comentario tiene que ver con la idea de que los bancos comerciales han sido más audaces que el Banco de la República en bajar las **tasas** captación de CDTs y de colocación de créditos, y que el Banco de la República debería seguir ese ejemplo. Resulta muy importante tener en cuenta en este punto que las tasas de interés de política del Banco de la República son tasas que aplican para operaciones a un día de plazo y que están encaminadas a afectar directamente las tasas interbancarias. Las tasas de captación de CDTs y las de colocación de crédito del sistema financiero son tasas a plazos que pueden oscilar entre tres meses y cinco años para créditos de consumo y ordinarios y de hasta 20 años en créditos de vivienda. Esas tasas a plazo se han reducido en mayor magnitud que las del Banco de la República precisamente como consecuencia en la credibilidad de que la inflación va a bajar y el Banco de la República va a poder seguir reduciendo sus tasas de política. Reducir las tasas de política más rápidamente, en un contexto en que ello se perciba como insostenible e inconsistente con el logro de la meta de inflación, sería totalmente contraproducente para el proceso de reducción de las tasas de interés a plazo que ofrece el sistema financiero a sus clientes.
- El tercer comentario tiene que ver con los **riesgos que existen en el frente fiscal y que se reflejan en el comportamiento de la tasa de cambio**.
- La fuerte depreciación que tuvo el peso colombiano en 2021 y 2022, después de que la deuda pública de Colombia perdiera su grado de inversión, generó presiones inflacionarias adicionales a las que tuvieron otros países de América Latina. Afortunadamente este fenómeno se revirtió en alto grado durante 2023, cuando la reducción de la inflación fue favorecida por la apreciación del peso colombiano. **A lo largo de 2024, la tasa de cambio del peso ha vuelto a mostrar una depreciación significativa que, con cifras al día de ayer, supera el 16%**. Esta depreciación no ha impedido que continúe el proceso de reducción en la tasa de inflación a la que ya hice referencia, pero sí constituye un factor de riesgo sobre el proceso de desinflación hacia el futuro que debemos monitorear de manera cercana.
- La depreciación del peso en lo corrido de 2024 se explica en alto grado por **factores internacionales que son comunes a casi todas las monedas de América Latina**, tales como el fortalecimiento del dólar estadounidense en un contexto de incertidumbre sobre la economía y sobre la geopolítica mundial. La **caída de los precios internacionales** del petróleo también ha contribuido a la depreciación del peso colombiano en los últimos meses.
- En el período más reciente, en particular durante el mes de octubre, la depreciación del peso ha reflejado adicionalmente una **reacción a la incertidumbre generada en los mercados acerca de la situación fiscal colombiana**, en parte por la falta de claridad sobre el financiamiento del presupuesto de gasto de 2025 y en parte por el trámite acelerado y sorpresivo de una reforma constitucional que obliga al gobierno a aumentar las transferencias a las regiones a través del Sistema General de Participaciones de una manera muy fuerte y sostenida a lo largo de los próximos 14 años.
- Sin entrar en mayores detalles sobre este tema, me limito a decir acá que **las perspectivas fiscales del país ya se veían retadoras y vulnerables sin esa reforma al SGP**. El Marco Fiscal de Mediano Plazo publicado a mediados de 2024 por el Ministerio de Hacienda mostraba que, con la regla vigente, las transferencias del SGP aumentarían de 4.2% del PIB en 2024 a 5.6% del PIB en 2028 y seguirían aumentando en los años subsiguientes hasta el 5.9% del PIB

en 2038. Ello, unido a los altos pagos de intereses sobre la deuda pública acumulada tras la pandemia, requería una gran austeridad en el gasto del Gobierno Nacional Central en todos los demás rubros del presupuesto nacional. Esto se hizo aún más retador hace unos meses, cuando se hizo evidente que el recaudo tributario que se contemplaba en el Marco Fiscal de Mediano Plazo no estaba materializándose.

- El Acto Legislativo aprobado ayer en el Congreso hace este reto aún más complejo en la medida en que el gobierno estará forzado a aumentar las transferencias del SGP de manera aún más pronunciada, llegando a 7.2% del PIB en 2038, esto es, 1.3 puntos porcentuales del PIB por encima de lo previsto en el MFMP y tres puntos porcentuales del PIB por encima de su nivel de 2024.
- El reto fiscal que tiene Colombia en este momento afecta los márgenes de riesgo que cobran los inversionistas internacionales por adquirir bonos de deuda externa colombiana y puede afectar las expectativas en el mercado cambiario con potenciales impactos adversos sobre el proceso esperado de desinflación. Mientras la incertidumbre en estos frentes se mantenga, las decisiones de política monetaria sobre la tasa de política del Banco de la República deberán ser particularmente cautelosas.

III. Actividad económica, empleo y crédito

Con respecto a la actividad económica, el proceso de ajuste fue significativo en 2023, pero ya se está evidenciando una recuperación clara.

- Después de dos años de un crecimiento del PIB extremadamente alto e insostenible en 2021 y 2022 (10.8% y 7.3% respectivamente), la actividad económica se desaceleró al 0,6% en 2023, con una cifra negativa en el tercer trimestre de ese año.
- Sin embargo, **desde el último trimestre de 2023**, cuando hubo una caída del 0.7%, **el crecimiento del PIB ha sido positivo y cada vez mayor trimestre a trimestre**. Con cifras desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario, el crecimiento fue 0.5% en el último trimestre de ese año y en los tres primeros trimestres de 2024 ha ido subiendo a 0.9%, 1.8% y 2%, respectivamente.
- Para el **año completo 2024**, el equipo técnico del Banco prevé un crecimiento de 1.9%, aunque debe reconocerse que esa cifra incorpora comportamientos muy heterogéneos entre los diferentes sectores, con buenos resultados en agricultura y en servicios y resultados bastante pobres en manufacturas y construcción. Para 2025 el crecimiento esperado es de 2.9%, una cifra similar a lo que se estima que es el crecimiento potencial de la economía colombiana.
- En este contexto cabe destacar que pese al fuerte ajuste monetario que ha tenido que hacerse para reducir la inflación, **el empleo total ha seguido creciendo y las tasas de desempleo e informalidad son inferiores a las que se observaban antes de la pandemia**. De hecho, la tasa de desempleo de octubre que dio a conocer el DANE el viernes pasado, de 9,1% a nivel nacional, es la más baja para ese mes desde 2017. Esto no significa que se trate de una tasa de desempleo baja, porque la verdad es que por razones estructurales Colombia mantiene desde hace muchas décadas tasas de desempleo superiores a las de la mayor parte de las economías de la región. Ello por supuesto hace indispensable en políticas apropiadas para mejorar el funcionamiento del mercado laboral.
- Con respecto al sector financiero, como era de esperar, las altas tasas de interés que hemos observado durante el proceso de ajuste macroeconómico reciente han implicado una

desaceleración muy importante en el crecimiento del crédito, junto con un deterioro de la calidad crediticia que ha implicado grandes provisiones. Ello se ha reflejado negativamente, con un número importante de bancos experimentando pérdidas tanto en 2023 como en 2024. No obstante, los indicadores de solvencia siguen siendo favorables y están por encima de los mínimos regulatorios. Además, el proceso de deterioro de la calidad de la cartera está ya estabilizándose y se espera que el crecimiento del crédito comience a recuperarse en el futuro cercano. De manera notable, cabe decir que en los últimos meses hemos empezado a ver nuevamente un crecimiento positivo en términos reales en los saldos de crédito de vivienda. Este es un elemento importante que puede ayudar en el proceso de recuperación de la economía que ya estamos viendo y que se une al crecimiento que también está observándose en la construcción de obras civiles en 2024, tras un 2023 en que la inversión en ese sector tuvo una caída particularmente drástica.

En resumen, para terminar,

- hemos pasado por un periodo difícil de ajuste, pero la peor parte ya ha quedado atrás y las perspectivas de normalización macroeconómica son relativamente buenas a medida que la inflación converge al objetivo y la actividad económica muestra una sana recuperación que esperamos pueda ser apoyada en el futuro próximo con un crecimiento de la cartera del sistema financiero.
- Por supuesto, existen factores importantes de incertidumbre sobre los cuales tenemos que hacer un seguimiento cercano para tomar en cada momento las mejores decisiones con la información disponible.
- En el escenario central de las proyecciones que tenemos actualmente, las tasas de interés de política podrían seguir bajando. Pero teniendo en cuenta los riesgos que persisten, es previsible que los movimientos en esas tasas se hagan de manera gradual y que la cautela siga siendo preponderante en cualquier decisión que se adopte.