Junta Directiva del Banco de la República rinde cuentas al Congreso y a la ciudadanía

Junta Directiva del Banco de la República rinde cuentas al Congreso y a la ciudadanía Introducción
Entre 2020 y 2021 el escenario macroeconómico en Colombia cambió de manera sustancial. Mientras que algunas de las consecuencias de la pandemia del Covid-19 quedaron atrás, persisten problemas y desequilibrios que en la actualidad constituyen difíciles retos para la política económica. Lo primero que cabe destacar es el ritmo de recuperación de la actividad económica. Después de una contracción del PIB del 7,0 % en 2020, la economía colombiana se expandió 10,6 % en 2021, superando los pronósticos del equipo técnico y las expectativas de los analistas del mercado, y se ubicó entre las más dinámicas de la región. Este rebote de la actividad económica fue liderado por el fortalecimiento de la demanda interna, impulsada por el consumo total y, en menor medida, por la expansión de la formación bruta de capital. La demanda externa neta redujo este impulso, debido a un aumento más rápido de las importaciones que de las exportaciones. Gracias a este buen desempeño, al finalizar 2021 se alcanzó un nivel del PIB superior al de prepandemia. Esto se reflejó en una mejora del mercado laboral que, sin embargo, ha sido más lenta que la de la actividad productiva. Hasta diciembre se había recuperado cerca del 80 % de los empleos perdidos entre febrero y abril de 2020.

Los indicadores disponibles para inicios de 2022 muestran que la economía mantendría el impulso que traía al cierre del año anterior. El indicador del crecimiento económico (ISE) para enero exhibió un crecimiento anual del 7,8 %, ritmo todavía sobresaliente, aunque algo menor al observado en diciembre. De forma similar, la encuesta mensual de industria y comercio mostró que la industria manufacturera presentó en enero una variación anual del 15,1 %, y las ventas reales del comercio minorista total alcanzaron un crecimiento anual del 20,9 %. El pronóstico del equipo técnico para 2022 apunta hacia un crecimiento del 4,3 %, el cual podría ser revisado al alza de acuerdo con la información más reciente.

A la par con la recuperación económica surgieron desequilibrios que ameritan la atención de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). Uno de ellos es la ampliación del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que pasó del 3,4 % del PIB en 2020 al 5,7 % en 2021. Este mayor desbalance se originó, en gran medida, en la expansión de la demanda interna que no logró ser atendida en su totalidad por la oferta local. Adicionalmente, las mayores utilidades que las empresas con capital extranjero remiten al exterior ampliaron el déficit de la renta neta de los factores. En ausencia de medidas correctivas, se proyecta que el déficit de la cuenta corriente para 2022 se ubique alrededor del 4,9 % del PIB. No obstante, este pronóstico está sujeto a un elevado grado de incertidumbre, dados los acontecimientos recientes de la guerra en Ucrania, lo que ha tenido un impacto importante en los precios internacionales de los bienes básicos, incluyendo el petróleo. El financiamiento de este desbalance posiblemente sea un proceso más difícil de lo que fue en años recientes, dado el contexto del endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.

El reto más exigente que actualmente enfrenta la JDBR es el control de la inflación, que luego de reducirse al 1,61 % en 2020 como resultado del debilitamiento de la demanda, a partir de mayo de 2021 adquirió una tendencia creciente que la llevó al 5,62 % al cerrar el año. Esta tendencia continuó durante los dos primeros meses del presente año hasta alcanzar 8,01 % en febrero. A diferencia de episodios inflacionarios del pasado, que en su mayor parte obedecieron a fenómenos climáticos, en esta ocasión la principal causa del incremento de la inflación ha sido de origen externo, lo que la ha hecho especialmente impredecible. Esta presión externa tuvo origen en el fuerte repunte del crecimiento de la economía mundial, que sobrepasó la respuesta de numerosos sectores productivos afectados por la pandemia y desbordó las capacidades logísticas de transporte marítimo y

almacenamiento, produciendo un alza significativa de los fletes de transporte internacional, lo que, junto con otros factores, afectó las cadenas de suministro mundial. Como resultado, se produjo un incremento generalizado de los precios de insumos agrícolas, industriales y de bienes básicos que ha sido más persistente de lo inicialmente previsto y terminó por transmitirse a los precios al consumidor. El aumento de los precios internacionales se refleja actualmente en una inflación históricamente alta en prácticamente todo el mundo, fenómeno del cual no ha escapado Colombia. El conflicto generado por la invasión rusa a Ucrania ha agravado aún más la crisis de abastecimiento mundial de los productos básicos en los cuales esos dos países tienen una participación importante, por lo cual se prevé un impacto adicional sobre los precios internacionales de alimentos y de insumos para la producción agropecuaria.

Como se detalla en este *Informe*, en el caso colombiano la mayor inflación internacional y el consiguiente incremento de los costos de producción se ha reflejado en un aumento importante de la inflación de alimentos, cuya variación en doce meses superó el 23 % en febrero. También se presentaron factores internos relacionados con los problemas de orden público y el bloqueo de vías en mayo y junio de 2021, que generaron escasez de insumos y perjudicaron los procesos productivos a mediano plazo en algunas ramas de actividad. Otro factor de presión sobre los precios al consumidor ha provenido de la mayor inflación de los bienes y servicios regulados, como resultado de los incrementos de los precios de la energía en el ámbito internacional, que indujeron incrementos de las tarifas de transporte urbano, electricidad, gas y combustible para vehículos, a lo cual se agregó el desmonte gradual de los alivios a las tarifas de los servicios públicos, que el Gobierno concedió durante el período crítico de la pandemia.

Estas presiones sobre los precios se dieron en el contexto de un fortalecimiento de la demanda interna, en especial desde mediados de año, al registrar una expansión anual del 13,3 % en 2021, lo cual compensó con creces la contracción del 7,5 % observada en 2020. El rápido dinamismo del consumo interno, originado principalmente por el mayor consumo de los hogares, seguido de cerca por el crecimiento del consumo público, fue el principal motor de recuperación de la demanda. La inversión complementó el impulso a la demanda al lograr un repunte importante, puntualmente en los rubros de vivienda, y maquinaria y equipo. El rezago en la respuesta de la oferta agregada afectada por las secuelas de la pandemia, el paro y los bloqueos de vías a mediados de 2021, en el contexto del rápido aumento en el gasto de la economía, contribuyeron al surgimiento de excesos de demanda, las cuales añadieron presiones considerables sobre los precios de varios componentes de la canasta familiar, y se reflejaron en la ampliación del déficit externo.

La respuesta de política monetaria se ha enmarcado dentro del mandato constitucional de velar por mantener el poder adquisitivo de la moneda, en coordinación con la política económica general. Ante el enorme choque económico que significó la pandemia en 2020, la JDBR no dudó en utilizar todos los instrumentos a su alcance para estabilizar la economía y estimular su recuperación, como se describió ampliamente en los dos *Informes al Congreso* de 2021. En particular, redujo la tasa de interés de política hasta alcanzar 1,75 % en septiembre de 2020, su mínimo nivel histórico tanto nominal como real. Esto se complementó con un suministro abundante de liquidez para preservar el sistema de pagos y alentar el crédito. Adicionalmente, se adoptaron mecanismos de coberturas cambiarias y de acceso a liquidez en dólares para estabilizar el mercado cambiario. La recuperación de la actividad económica durante 2021, en un contexto de estabilidad del sistema financiero y de acceso al crédito (a pesar de la incertidumbre por la continuación de la pandemia), son la mejor prueba de que ese paquete de medidas adoptado oportunamente por la JDBR cumplió sus objetivos.

La notable recuperación del producto interno bruto (PIB) en el curso de 2021, que se aproximó a su nivel potencial, una inflación superior a la meta, y la ampliación del déficit de la cuenta corriente a niveles que reflejan importantes excesos de demanda con respecto a la producción nacional, condujeron a iniciar una nueva fase de la postura de política monetaria. En este nuevo escenario se requería un estímulo monetario menor al otorgado durante el período crítico de la pandemia, so pena de poner en riesgo la estabilidad macroeconómica y el cumplimiento de los mandatos asignados al Banco de la República por parte de la Constitución Nacional. Con

este razonamiento, la JDBR decidió, por unanimidad, iniciar un proceso de normalización de la política monetaria a partir de septiembre de 2021. Un factor importante fue moderar las expectativas de inflación, puesto que su posible desanclaje de la meta del 3 % profundizaría fenómenos de indexación de precios y salarios a tasas de inflación altas, haciendo mucho más costoso en términos de actividad económica retomar el control de la inflación.

Como parte del proceso de normalización, la tasa de interés de política aumentó desde 1,75 % en septiembre del año pasado a 4,0 % en enero. Este incremento inducirá ajustes al alza de las tasas de interés de captación y de colocación del sistema financiero a través de un proceso de transmisión que podrá tardar algunos meses. La velocidad y magnitud de respuesta difiere según los instrumentos de captación y modalidades de crédito. Ello implica que el efecto de la política monetaria sobre la inflación y otras variables macroeconómicas, como el ahorro y el gasto, no se produzca de forma inmediata, lo cual explica que durante el proceso de normalización de la política monetaria se continúen presentando incrementos en la tasa de inflación. Así ocurrió durante los primeros dos meses del año, cuando esta llegó al 8,01 % anual en febrero, luego de haber cerrado el año anterior en el 5,62 %.

Las cifras de inflación de febrero mostraron un hecho característico del efecto que las mayores expectativas de inflación pueden tener sobre la variación de precios. Es lo que ocurrió con la inflación básica, definida como aquella que afecta al conjunto de bienes y servicios de la canasta familiar, excluidos los precios de los alimentos y los de los bienes y servicios regulados. Esta medida de inflación, que en diciembre se situaba en 2,49 % (adecuadamente por debajo de la meta), registró en febrero un nivel del 4,11 %, equivalente a un aumento de 162 puntos básicos (pb) en un lapso de solo dos meses. Que esto haya sucedido con una medida de inflación que no contiene alimentos ni regulados, que son los dos rubros que más han presionado la inflación al alza, muestra la manera como la presión inflacionaria comienza a traspasarse a otros componentes de la canasta. Esto ocurre mediante un proceso de indexación de precios inducido por el aumento de las expectativas de inflación, en un contexto donde la inflación pasada y el incremento del salario mínimo fueron elevados, así como por la dinámica de la demanda interna, la cual continúa fuerte, como lo muestran los indicadores de ventas del comercio minorista mencionados atrás. Las demás medidas de inflación básica también aumentaron durante los dos primeros meses del año, de tal forma que el promedio de estos indicadores pasó del 3,45 % en diciembre al 5,22 % en febrero.

La JDBR es consciente de que los incrementos de la tasa de política no contendrán las presiones inflacionarias de origen externo. Es claro que las presiones externas sobre los precios que se han venido produciendo en los últimos meses solo se corregirán a medida que se normalicen las cadenas de suministro. Sin embargo, un paso fundamental para lograr la convergencia de la inflación colombiana a la meta es el esfuerzo de la política monetaria por detener el incremento de las expectativas de inflación y los llamados “efectos de segunda vuelta” sobre la inflación de todos aquellos productos cuyos precios se determinan internamente en Colombia, y que se ven afectados indirectamente por las presiones externas en un contexto de fuerte dinamismo de la demanda agregada.

Como se mencionó, al panorama complejo que dejó la pandemia del Covid-19 se suma el conflicto entre Rusia y Ucrania, el cual, aparte de ser una tragedia humanitaria, genera graves consecuencias sobre la economía mundial. La incertidumbre y volatilidad de los mercados internacionales, al igual que el choque a la confianza de inversionistas y consumidores, retrasarán la recuperación económica global. Desde el punto de vista de Colombia, causan especial preocupación las presiones que se podrían producir sobre los precios de los alimentos, debido a que el país importa una cantidad significativa de cereales, cuyos precios se verán afectados por la reducción de la oferta que tradicionalmente ha sido satisfecha en una proporción significativa por la región en conflicto, y los cuales se emplean para la alimentación de cerdos y pollos. Igualmente, las importaciones de fertilizantes, especialmente urea, que se hacen desde esos países son insumos indispensables para la producción agrícola. Con ello, el alza en sus precios se convertirá en una presión inflacionaria más en el país. Por otra parte,

el bloqueo a Rusia disminuye la oferta de petróleo y aumenta su precio, que ya se encuentra en niveles históricos altos. Si bien esto podría constituir en el corto plazo un efecto favorable para el balance externo y para las finanzas públicas nacionales y territoriales del país, los mayores costos de la energía aumentarán la presión alcista sobre muchas materias primas importadas y sobre los precios locales de los combustibles. Esto último tiene un impacto negativo sobre el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles, pues lo obligaría a aumentar sus faltantes en su esfuerzo por moderar las alzas de los precios finales de los combustibles al consumidor. Paradójicamente, Colombia podría ver aliviada hasta cierto punto sus necesidades de financiamiento externo, en la medida en que los fondos de inversión que se vean forzados a dejar de invertir en Rusia reasignen sus portafolios hacia otras economías emergentes, entre ellas la colombiana.

En las secciones que siguen se amplían y complementan los puntos mencionados, los cuales se desarrollarán con mayor profundidad en el cuerpo de *Informe*.

Fuente: https://d1b4gd4m8561gs.cloudfront.net/es/junta-directiva-del-banco-republica-rinde-cuentas-congreso-y-ciudadania