Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República - Marzo de 2023

Descargar Tenga en cuenta
En cumplimiento con lo estipulado en el artículo 5 de la Ley 31 de 1992, la Junta Directiva del Banco de la República presenta a consideración del Honorable Congreso de la República, un informe al Congreso de la República en el cual da cuenta del comportamiento de la economía y de sus perspectivas. Este informe se presenta dos veces al año, en los meses de marzo y julio, dentro de los diez días hábiles siguientes a la fecha de inicio de las sesiones del Congreso.

Autores y/o editores Ocampo-Gaviria, José Antonio Acosta-Navarro, Olga Lucía Jaramillo-Vallejo, Jaime Steiner-Sampedro, Roberto Taboada-Arango, Bibiana Villamizar-Villegas, Mauricio Villar-Gómez, Leonardo
Cumpliendo con lo estipulado en el artículo 5 de la Ley 31 de 1992, la Junta Directiva del Banco de la República presenta dos veces al año, un informe al Congreso de la República en el cual da cuenta del comportamiento de la economía y de sus perspectivas. Este informe se presenta dentro de los diez días hábiles siguientes a la fecha de inicio de las sesiones del Congreso (en los meses de marzo y julio).

Fecha de publicación Viernes, 31 de marzo 2023 Introducción
En 2023 el Banco de la República celebra 100 años de su fundación. Este es un aniversario de gran significado, el cual ofrece la oportunidad de resaltar el aporte que el Banco ha hecho al desarrollo del país. Su trayectoria como garante de la estabilidad monetaria lo ha consolidado como la institución estatal independiente que genera mayor confianza entre los colombianos por su transparencia, capacidad de gestión y el cumplimiento efectivo de las funciones de banca central y culturales encomendadas en la Constitución y la Ley. En una fecha tan importante como esta, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) hace un reconocimiento a las generaciones de directivos y funcionarios que con su compromiso y dedicación contribuyeron a engrandecer esta institución1.

El mandato del Banco de la República se consolidó en la Asamblea Nacional Constituyente de 1991, para cuya integración los ciudadanos tuvieron la oportunidad de elegir a las setenta personas que tendrían como tarea redactar una nueva constitución. Los dirigentes de los tres movimientos políticos más votados fueron elegidos presidentes de la Asamblea, y esta presidencia tripartita reflejó la pluralidad y la necesidad de consenso entre las diferentes fuerzas políticas para sacar adelante la reforma.

Entre los asuntos considerados, la Asamblea Nacional Constituyente le otorgó especial importancia a la estabilidad monetaria. Por esta razón decidió incluir el tema de banca central y dotar al Banco de la República de la autonomía necesaria para utilizar los instrumentos a su cargo sin injerencia de otras autoridades. El constituyente entendió que velar por la estabilidad de precios es un deber del Estado y que la entidad responsable de este cometido debe estar consagrada en la Constitución y contar con la capacidad técnica y autonomía institucional necesaria para adoptar las decisiones que considere pertinentes para alcanzar este objetivo fundamental, en coordinación con la política económica general. En particular, el artículo 373 estableció que “el Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda”, disposición que coincidía con el esquema de banca central adoptado por países exitosos en el control de la inflación. En 1999, mediante sentencia 481, la Corte Constitucional indicó que “el deber de mantener la capacidad adquisitiva de la moneda no solo se predica de la autoridad monetaria, crediticia y cambiaria, esto es de la Junta del Banco de la República, sino también de quienes tienen responsabilidades en la formulación y

ejecución de la política económica general del país" y que "la finalidad constitucional básica del Banco de la República es la protección de la moneda sana, pero esa autoridad debe tomar en consideración en sus decisiones los otros objetivos económicos de la intervención del Estado, como el pleno empleo, pues sus funciones deben coordinarse con la política económica general."

La reforma al Banco de la República concertada en la Constituyente de 1991 y en la Ley 31 de 1992 se puede resumir en los siguientes aspectos: i) asignó al Banco un mandato específico: mantener la capacidad adquisitiva de la moneda, en coordinación con la política económica general; ii) designó a la JDBR como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia; iii) otorgó al Banco y a su Junta Directiva un importante grado de independencia frente al Gobierno; iv) prohibió al Banco otorgar crédito al sector privado distinto del financiero; v) estableció que para otorgar crédito al Gobierno se requería del voto unánime de su Junta Directiva, a menos que se trate de operaciones de mercado abierto; vi) determinó que el legislador, en ningún caso, podrá ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares; vii) designó al Congreso, en representación de la sociedad, como principal destinatario del ejercicio de rendición de informes del Banco; y viii) delegó en el presidente de la República la función de inspección, vigilancia y control sobre el Banco de la República.

Los miembros de la Asamblea Nacional Constituyente entendieron claramente que los beneficios de una inflación baja y estable se extienden a toda la sociedad y contribuyen al buen funcionamiento del sistema económico. Entre los más importantes cabe mencionar que una inflación baja promueve el uso eficiente de los recursos productivos, al permitir que los precios relativos guíen de mejor forma la asignación de recursos, lo cual promueve el crecimiento económico y aumenta el bienestar de la población. Igualmente, una inflación baja reduce la incertidumbre sobre la rentabilidad esperada de la inversión y sobre el precio futuro de los activos, lo que aumenta la confianza de los agentes económicos, facilita la financiación de largo plazo y estimula la inversión. Una inflación baja evita redistribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza, debido a que los estratos de ingresos bajos de la población no pueden protegerse de la inflación mediante la diversificación de sus activos, y concentran una elevada proporción de su ingreso en la compra de alimentos y otros bienes básicos, ítems que generalmente son los más afectados por los choques inflacionarios2. Por otra parte, una baja inflación facilita las negociaciones salariales, lo cual crea un buen clima laboral y reduce la volatilidad del nivel de empleo. Finalmente, una inflación baja contribuye a que el sistema de impuestos sea más transparente y equitativo, al evitar las distorsiones que la inflación introduce sobre el valor de los activos y de los ingresos que componen la base tributaria. Desde el punto de vista de la autoridad monetaria, uno de los beneficios más relevantes de una inflación baja es la credibilidad que los agentes económicos adquieren en la meta de inflación, lo que la convierte en un ancla nominal efectiva sobre el nivel de precios.

Al recibir su mandato, y en uso de su autonomía, el Banco de la República empezó a anunciar metas puntuales de inflación anual a partir de 1992. Si bien en esta primera etapa las metas de inflación propuestas no se lograron cumplir de forma precisa, sí se consiguió imprimirle a la inflación una tendencia descendente, que la llevó desde un nivel del 32,4 % en 1990 al 16,7 % en 1998. Para aquella época la tasa de cambio se mantenía dentro de una banda, lo cual limitaba la efectividad de la política monetaria, que buscaba cumplir simultáneamente una meta de inflación y un objetivo de tasa de cambio. La crisis asiática se contagió a las economías emergentes y afectó de manera importante a la economía colombiana. La tasa de cambio presentó una fuerte presión a la depreciación al cerrarse el acceso al financiamiento externo en condiciones de un elevado desequilibrio externo. Lo anterior, junto con la falta de flexibilidad cambiaria, impidió hacer una política monetaria contracíclica, lo que condujo a una contracción del producto interno bruto (PIB) del 4,2 % en dicho año. En este contexto de desaceleración económica, la inflación anual se redujo al 9,2 % a finales de 1999, situándose por debajo de la meta del 15 % que se había fijado para ese año. Este episodio reveló plenamente lo costoso que podría ser, en términos de actividad económica, el tener simultáneamente metas para la inflación y para la tasa de cambio.

Hacia finales de 1999 el Banco de la República anunció la adopción de un nuevo régimen de política monetaria que denominó Esquema de Inflación Objetivo. Este régimen, conocido internacionalmente como 'Inflation

Targeting,' venía ganando creciente aceptación en países desarrollados, al haber sido adoptado a partir de 1991 por Nueva Zelanda, Canadá e Inglaterra, entre otros, logrando importantes avances en el manejo de la inflación, sin incurrir en costos en términos de actividad económica. En América Latina, Brasil y Chile también lo acogieron en 1999. En el caso colombiano, el último requisito pendiente por cumplir para adoptar dicho esquema de política era la flexibilidad de la tasa de cambio, la cual se materializó hacia septiembre de 1999, cuando la JDBR decidió abandonar las bandas cambiarias para permitir que la tasa de cambio se determinara libremente en el mercado.

De forma coherente con el mandato constitucional, el objetivo fundamental de este nuevo esquema de política consistía en "el cumplimiento de una meta de inflación que contribuya a mantener un crecimiento del producto alrededor de su capacidad potencial"3. Dicha capacidad potencial se entendía como aquel crecimiento del PIB que la economía puede obtener si utiliza plenamente sus recursos productivos. Para cumplir este objetivo la política monetaria debe cumplir necesariamente un papel contracíclico en la economía. Ello porque cuando la actividad económica está por debajo de su potencial y existen recursos ociosos, la autoridad monetaria puede reducir la tasa de interés ante la ausencia de presiones inflacionarias para estimular por esa vía la economía y, de manera inversa, cuando el producto supera su capacidad potencial. Este principio de política, que está inmerso en los modelos para guiar la postura de política monetaria, hace que, en el mediano plazo, sean totalmente compatibles los objetivos del cumplimiento de la meta de inflación y de un nivel de actividad económica compatible con su capacidad productiva.

Para alcanzar este propósito, en el esquema de inflación objetivo se utiliza la tasa de interés del mercado monetario (a la cual el banco central suministra liquidez primaria a los bancos comerciales), como el instrumento primordial de política. Con ello se sustituyó la cantidad de dinero como meta intermedia de política monetaria, que el Banco de la República, al igual que varios otros bancos centrales, utilizaron por mucho tiempo.

En el caso colombiano, el objetivo del nuevo esquema de política monetaria implicaba, en términos prácticos, que la recuperación de la economía, luego de la contracción ocurrida en 1999, debía lograrse al tiempo que se cumplían las metas decrecientes de inflación establecidas por la JDBR. De manera notable este propósito se cumplió. En la primera mitad de la década del 2000 la actividad económica logró una recuperación importante, hasta alcanzar un crecimiento del 6,8 % en 2006. Entretanto, la inflación fue descendiendo gradualmente, en línea con las metas de inflación. Fue así como la tasa de inflación se redujo desde el 9,2 % en 1999 al 4,5 % en 2006, cumpliendo con la meta de inflación establecida para ese año, mientras que el PIB alcanzó su nivel potencial. Después de lograrse este equilibrio en 2006, la inflación repuntó al 5,7 % en 2007, por encima de la meta del 4 % fijada para ese año, debido a que el crecimiento del PIB del 7,5 % superó su capacidad potencial4.

Luego de comprobarse la eficacia del esquema de inflación objetivo en sus primeros años de operación, este régimen de política continuó consolidándose a medida que la JDBR y el equipo técnico ganaron experiencia en su manejo y se incorporaron modelos económicos de última tecnología para diagnosticar el estado presente y futuro de la economía, y evaluar la persistencia de los desvíos de la inflación y sus expectativas con respecto a la meta de inflación. A partir de 2010 la JDBR estableció la meta de inflación anual de largo plazo del 3 %, que continúa vigente en la actualidad.

La menor inflación ha contribuido a crear un entorno macroeconómico más estable, que ha favorecido el crecimiento económico sostenido, la estabilidad financiera, el desarrollo del mercado de capitales y el funcionamiento de los sistemas de pagos. Gracias a ello se lograron reducciones en la prima por riesgo inflacionario y menores tasas de interés de los TES y de crédito. A su vez, la duración de la deuda interna pública aumentó de forma importante pasando de 2,27 años en diciembre de 2002 a 5,86 años en diciembre de 2022 y la profundización financiera, medida como el nivel de la cartera como porcentaje del PIB, pasó de cerca del 20 % a mediados de la década de los noventa a valores superiores al 45 % en años recientes, en un contexto saludable de los establecimientos de crédito.

Los logros tangibles alcanzados por el Banco de la República en el manejo de la inflación al haber contado con la autonomía que le otorgó la Constitución para cumplir con el mandato de preservar el poder adquisitivo de la moneda, junto con los importantes beneficios que se derivaron del proceso de llevar la inflación a su meta de largo plazo, hacen que el reto que actualmente enfrenta la JDBR de retornar la inflación a la meta del 3 % sea aún más exigente y apremiante. Como es bien conocido, a partir de 2021, y especialmente en 2022, la inflación en Colombia volvió a convertirse en un serio problema económico, con elevados costos de bienestar. El fenómeno inflacionario no ha sido exclusivo de Colombia y es así como muchos otros países desarrollados y emergentes han visto alejarse sus tasas de inflación de las metas propuestas por sus bancos centrales5. Las razones de este fenómeno se han analizado en los recientes Informes al Congreso, y en esta nueva entrega se profundiza al respecto con información actualizada.

La sólida base institucional y técnica que soporta el esquema de inflación objetivo bajo el cual opera la estrategia de política monetaria le da a la JDBR los elementos necesarios para enfrentar con confianza este difícil reto. Al respecto, en su comunicado del 25 de noviembre la JDBR reiteró su compromiso con la meta de inflación del 3,0 %, la cual prevé alcanzar hacia finales de 20246. La política monetaria continuará enfocada en cumplir este objetivo, al tiempo que velará por la sostenibilidad de la actividad económica, tal y como lo ordena la Constitución. Las encuestas a analistas llevadas a cabo en marzo mostraron un incremento importante (del 32,3 % en enero al 48,5 % en marzo) en el porcentaje de respuestas que sitúan las expectativas de inflación a dos años o más en un rango entre el 3 % y 4 %. Este es un indicativo claro de recuperación de credibilidad en la meta de inflación a mediano plazo, lo cual guarda coherencia con el anuncio de la JDBR de noviembre pasado. La moderación de la tendencia alcista de la inflación que se observó en enero, y especialmente en febrero, contribuirá a reforzar esta revisión de expectativas de inflación, y ayudará a cumplir los objetivos propuestos.

Luego de registrarse una inflación del 5,6 % a finales de 2021, la inflación mantuvo una tendencia alcista a lo largo de 2022 debido a las presiones inflacionarias tanto de origen externo, asociadas con las secuelas de la pandemia y las consecuencias del conflicto bélico en Ucrania, como de origen interno, resultantes de: el fortalecimiento de la demanda local; los procesos de indexación de precios estimulados por el aumento de las expectativas de inflación; las afectaciones a la producción de alimentos provocadas por el paro de mediados de 2021, y el traspaso de la depreciación a los precios. Los aumentos del salario mínimo del 10 % en 2021 y del 16 % en 2022, que en ambos casos superaron la inflación observada y el incremento de la productividad, acentuaron los procesos de indexación al haber establecido un elevado referente de ajuste nominal. De esta forma, la inflación total aumentó al 13,1 % a finales 2022. La variación anual de alimentos, que subió del 17,2 % al 27,8 % entre esos dos años, fue el factor que más influyó en la aceleración del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Otro rubro que contribuyó de manera importante a las alzas de precios fue el de regulados, cuya variación anual aumentó del 7,1 % en diciembre de 2021 al 11,8 % a finales de 2022. Por su parte, la medida de inflación básica sin alimentos ni regulados subió del 2,5 % al 9,5 % entre finales de 2021 y finales de 2022. El aumento sustancial de la inflación básica muestra que la presión inflacionaria se extendió a la mayoría de los rubros de la canasta familiar, lo cual es característico de procesos inflacionarios con una indexación de precios generalizada, como ocurre en Colombia.

La política monetaria empezó a reaccionar tempranamente a estas presiones inflacionarias. Fue así como a partir de su sesión de septiembre de 2021 la JDBR inició un cambio progresivo de la postura de la política monetaria a partir del mínimo histórico del 1,75 % de la tasa de interés de política al cual se había llegado para estimular la recuperación de la economía. Este proceso de ajuste prosiguió sin interrupción a lo largo de 2022 y hasta inicios de 2023, cuando la tasa de política monetaria alcanzó el 12,75 % en enero pasado, con lo cual acumuló un incremento de 11 puntos porcentuales (pp). El público y los mercados se han mostrado sorprendidos de que la inflación continuara aumentando, a pesar de los significativos incrementos de la tasa de interés. Pero como lo ha explicado la JDBR en sus diversas comunicaciones, la política monetaria actúa con rezago. Así como en 2022 la actividad económica se recuperó hasta alcanzar un nivel superior al de prepandemia, impulsada, entre otros factores, por el estímulo monetario otorgado durante el período de pandemia y de los meses subsiguientes, así

también los efectos de la actual política monetaria restrictiva se irán dando paulatinamente, lo que permite esperar que hacia finales de 2024 la tasa de inflación converja hacia el 3 %, como es el propósito de la JDBR.

Los resultados de la inflación en enero y febrero de este año mostraron incrementos marginales decrecientes (13 pb y 3 pb respectivamente), en comparación con la variación observada en diciembre (59 pb). Esto sugiere que se aproxima un punto de inflexión en la tendencia de la inflación. En otros países de América Latina, como Chile, Brasil, Perú y México, la inflación llegó a su techo y ha empezado a descender lentamente, aunque con algunos altibajos. Es previsible que en Colombia ocurra un proceso similar durante los próximos meses. El descenso previsto de la inflación en 2023 obedecerá, entre otros factores, a las menores presiones de costos externos por cuenta de la progresiva normalización de las cadenas de suministro, a la superación de los choques de oferta por razones de clima y por los bloqueos viales de años anteriores, lo que se reflejará en menores ajustes en los precios de los alimentos, como ya se observó en los primeros dos meses del año y, por supuesto, al efecto rezagado de la política monetaria. El proceso de convergencia de la inflación a la meta será gradual y se extenderá más allá de 2023. Dicho proceso se facilitará si se revierten las presiones a la devaluación, para lo cual resulta esencial que se continúe consolidando la sostenibilidad fiscal y se eviten mensajes en diferentes frentes de la política pública que generan incertidumbre y desconfianza.

---

1 Este Informe al Congreso contiene el recuadro 1 que resume la trayectoria del Banco de la República en estos 100 años. Adicionalmente, con auspicio del Banco, varios libros que profundizan diversos aspectos de la historia de esta institución fueron publicados en años recientes. Véase, por ejemplo: Historia del Banco de la República 1923-2015; Tres banqueros centrales; Junta Directiva del Banco de la República: grandes episodios en 30 años de historia; Banco de la República : 90 años de la banca central en Colombia.

2 Es por ello que una menor inflación se ha reflejado en la reducción de la desigualdad del ingreso medida a través del coeficiente de Gini al pasar de 58,7 en 1998 a 51,3 en el año previo a la pandemia.

3 Véase Gómez Javier, Uribe José Darío, Vargas Hernando (2002). “The Implementation of Inflation Targeting in Colombia”. Borrador de Economía, núm. 202, marzo, disponible en: https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/5220

4 Véase López-Enciso Enrique A.; Vargas-Herrera Hernando y Rodríguez-Niño Norberto (2016). “La estrategia de inflación objetivo en Colombia. Una visión histórica”, Borrador de Economía, núm. 952. https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/6263

5 Según el FMI, la variación porcentual de los precios al consumidor entre 2021 y 2022 pasó del 3,1 % al 7,3 % para las economías avanzadas, y del 5,9 % al 9,9 % para las economías de mercados emergentes y en vías de desarrollo.

6 https://www.banrep.gov.co/es/noticias/junta-directiva-banco-republica-r…

Fuente: https://d1b4gd4m8561gs.cloudfront.net/es/publicaciones-investigaciones/informe-junta-directiva-congreso/marzo-2023