Intervención del Gerente general en el 18 Congreso Asofondos

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, 3 de abril 2025
Cartagena, Abril 3, 2025

- Un saludo a todos los asistentes a este Congreso de Asofondos y en particular a mis compañeros de panel en esta sesión en esta apertura: el doctor Juan David Correa, presidente del Consejo Directivo de la Asociación, al señor Ministro de Trabajo, doctor Antonio Sanguino, y al Superintendente Financiero, doctor César Ferrari.
- Quiero también expresar mi agradecimiento a los doctores Andrés Velasco y Daniel Wills, presidente y vicepresidente técnico de Asofondos, respectivamente, así como a todos los miembros de Asofondos por la invitación y la oportunidad de participar en este importante evento. Voy a aprovechar esta oportunidad para comentar en primera instancia sobre la perspectiva que tenemos desde el Banco de la República acerca del panorama macroeconómico y monetario colombiano. Adicionalmente, al final de mi intervención haré algunas referencias al papel que va a cumplir el Banco en la administración del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo creado por el Congreso de la República en el marco de la reforma pensional aprobada el año pasado.
- Debo hacer explícito que la visión que voy a presentar no necesariamente representa a la Junta Directiva del Banco ni mucho menos a sus diferentes integrantes, cada uno de los cuales probablemente tendrá diferencias en la interpretación de algunos de los temas a los que voy a referirme.

Sobre la autonomía y los objetivos esenciales del Banco

- Quiero iniciar con un breve comentario sobre las sindicaciones que se han hecho a la Junta y de manera muy especial a algunos de sus miembros sobre supuestas intenciones políticas en la decisión de mantener estables las tasas de interés en la sesión que tuvimos el pasado lunes 31 de marzo. Mi reacción frente a esas sindicaciones es de respaldo contundente a la institucionalidad de una Junta que actúa con criterios técnicos y con un mandato muy claro **asignado por la Constitución**, el cual consiste en velar por el poder adquisitivo de la moneda, en coordinación con la política económica general. Ninguno de los miembros de la Junta Directiva, exceptuando al Ministro de Hacienda, es representante en su seno de un gobierno particular o de eventuales partidos de oposición. Al respecto la Constitución es absolutamente clara en su artículo 372 cuando afirma que “Los miembros de la junta directiva representarán exclusivamente el interés de la Nación”.
- Tengo el gran honor de haber sido miembro de la junta directiva del Banco de la República durante doce años en calidad de codirector y más recientemente durante más de cuatro años en el cargo de gerente general. Puedo decir con toda claridad y contundencia que en todo ese período de mas de 16 años nunca he visto que algún codirector, o la junta como institución, actúe con interés diferente al de lograr lo mejor para la Nación y para el conjunto de sus habitantes. El propósito de todos y cada uno ha sido siempre cumplir con el mandato constitucional de velar por el poder adquisitivo de la moneda y buscar que ello sea compatible con el mayor crecimiento sostenible de la producción y del empleo. En este empeño, los miembros de la junta hemos contado afortunadamente con el apoyo del que considero a todas luces el

mejor equipo técnico de economistas que existe en el país. Cada una de las decisiones que adopta la Junta cuenta previamente con un documento de recomendación de ese equipo técnico, recomendación que no necesariamente es adoptada, pero sí es un punto de referencia de gran importancia y da los mejores elementos de juicio posibles para que los miembros del directorio voten a su mejor saber y entender, bajo el principio del mejor interés de la Nación y de cumplir con el mandato constitucional.

- Durante los últimos 25 años, a todo lo largo del presente siglo, el mandato de velar por el poder adquisitivo de la moneda se ha operacionalizado por parte de la Junta a través de lo que se conoce como estrategia de inflación objetivo, encaminada a mantener una inflación alrededor de 3%, con flexibilidad en la tasa de cambio y con la tasa de interés de muy corto plazo como instrumento principal.
- Desafortunadamente, cuando la inflación es superior a la meta se hace necesario mantener una política monetaria contractiva para bajarla. El costo de esa política contractiva en términos de sacrificio de corto plazo de actividad productiva puede hacerse mayor y más duradero en algunas circunstancias. Ello sucede por ejemplo cuando los precios y los salarios están fuertemente indexados a la inflación del pasado. Sucede también cuando hay aumentos en los márgenes de riesgo país generados por factores de incertidumbre global o por factores idiosincráticos tales como aumentos en la deuda pública y déficits fiscales superiores a los previstos. Condiciones como éstas imponen una mayor carga a la política monetaria en su propósito de bajar la inflación al nivel deseable y recuperar por esa vía la posibilidad de crecer más a mediano y largo plazos.

Proceso de ajuste reciente en Colombia: un caso de éxito

- Las altas tasas de interés de política que hemos tenido a lo largo de los últimos tres años reflejan una política monetaria claramente restrictiva que fue necesario instrumentar porque nos enfrentamos a un choque inflacionario de grandes dimensiones, tal como sucedió en la mayor parte de países del mundo entre 2021 y 2023. Nuestra respuesta de política, con tasas de interés altas, tuvo costos significativos en términos de su impacto de corto plazo sobre el comportamiento de la demanda agregada y el desempeño de la actividad productiva. Afortunadamente esos costos fueron muy inferiores a lo que muchos pronosticaron. No tuvimos la recesión que anunciaban y la desaceleración que observamos en la actividad productiva no fue óbice para que la tasa de desempleo que hoy se observa en el país sea inferior a la que teníamos antes de la pandemia.
- En cambio, la política monetaria restrictiva pudo generar un proceso de reducción de la inflación de más de ocho puntos porcentuales, desde su nivel tope de 13.4% hasta el nivel actual del 5.3%. Además, los excesos evidentes de demanda interna que se manifestaban en un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos superior al 6% del PIB en 2022 se pudieron corregir de manera notable hasta el punto en que ese déficit fue de solo 1.8% del PIB en 2024. El equipo técnico estima que ese déficit aumentaría a 2.4% del PIB en 2025 como consecuencia de una demanda interna que está mostrando una clara recuperación. Aún así, el déficit proyectado en la cuenta corriente de la balanza de pagos sería muy inferior al que teníamos tres años atrás. Ello hace la economía como un todo mucho menos dependiente del financiamiento externo y menos vulnerable ante cambios abruptos en las condiciones domésticas e internacionales, algo muy importante en circunstancias como las que estamos viviendo en estos días.
- Estoy personalmente convencido de que el proceso de ajuste macroeconómico reciente ha sido exitoso y considero destacable el hecho de que en este contexto estemos viendo una clara recuperación de la actividad económica, cuyo crecimiento para 2025 es estimado en 2.8%, un porcentaje que se compara favorablemente con lo que se espera para muchos países de la región y para países más avanzados, como EEUU o los países europeos.
- De acuerdo con las cifras divulgadas por el DANE, el crecimiento de la demanda interna en el último trimestre de 2024 fue de 4.4% real y se estima que en 2025 se mantengan cifras similares, que serían precisamente las que impulsarían la recuperación en el crecimiento del PIB mencionado anteriormente. Ese crecimiento se está reflejando además en los indicadores del mercado laboral, incluyendo el de la tasa de desempleo correspondiente al pasado mes de febrero, que en términos desestacionalizados fue la más baja de cualquier mes desde abril de 2017.

- Sin lugar a dudas, a esa recuperación de la demanda, de la actividad productiva y del empleo contribuyó de manera importante el proceso de reducción en las tasas de interés de política que esta Junta pudo instrumentar entre diciembre de 2023 y diciembre de 2024.

¿Por qué se mantienen tasas de interés relativamente altas?

- Me parece importante resaltar en este punto que nuestras tasas de interés de política se mantienen en niveles que reflejan una política monetaria contractiva. Tanto las tasas de interés nominales como las reales son superiores a las que el equipo técnico del Banco considera que serían neutrales y deseables a mediano y largo plazo, cuando no existan presiones inflacionarias y la economía esté creciendo a un ritmo cercano a su potencial.
- En este contexto quiero reiterar algo que he dicho públicamente en múltiples ocasiones y es que considero que sería deseable tener tasas de interés más bajas que las actuales. Estoy convencido además de que sobre eso hay un consenso entre todos los miembros de la Junta Directiva del Banco.
- ¿Por qué mantenemos unas tasas de interés que consideramos contractivas y superiores a las deseables a mediano y largo plazo? La razón para ello es que a pesar del éxito que hemos tenido en bajar de manera sustancial la inflación con respecto al pico observado hacia marzo de 2023, ese proceso de reducción de la inflación ha sido más lento de lo que fue en muchos otros países de la región y del mundo en los que la inflación ya se encuentra dentro de los rangos meta definidos como aceptables por sus bancos centrales. Ello obedece a los altos niveles de indexación de precios y salarios que existen en Colombia y a otros factores idiosincráticos y coyunturales que han hecho más difícil la reducción de la inflación.
- En adición a eso, el proceso de reducción de las tasas de interés, que todos quisiéramos continuar, tuvimos que ponerlo en pausa en las dos últimas sesiones de decisión de la Junta, en enero y en marzo, en respuesta al hecho de que la inflación frenó su senda de convergencia hacia la meta y varios factores generaron impactos al alza sobre las expectativas de inflación y sobre las tasas de interés internacionales relevantes para el financiamiento externo del país. De manera especial, el aumento de las tasas de interés de largo plazo en los mercados internacionales se unió a un aumento en los márgenes de riesgo país de Colombia en un contexto en que se conoció que el déficit fiscal subió a niveles muy superiores a los que se preveían y la deuda pública como porcentaje del PIB está aumentando a un ritmo considerablemente mayor al consistente con la estabilidad macroeconómica.
- Cuando nos comparamos con otros países de América Latina que tienen como nosotros una estrategia de inflación objetivo, encontramos ejemplos como los de Perú, Uruguay, Paraguay o Costa Rica que han podido avanzar en mayor grado en sus procesos de ajuste a la baja de las tasas de interés gracias a que ya tienen la inflación dentro de los rangos meta establecidos por sus respectivos bancos centrales. En el caso de Chile la inflación está algo por arriba de ese rango por razones muy específicas asociadas al comportamiento de las tarifas de servicios públicos, pero las expectativas son consistentes con que la inflación en ese país terminará 2025 muy cerca de la meta, que al igual que Colombia, la tienen en 3%.
- Los casos de las dos economías más grandes de la región son particularmente relevantes para el análisis. En México tienen la inflación en 3.7%, dentro del rango objetivo de 3% +/- un punto porcentual y eso les facilitó la semana pasada reducir su tasa de interés de política de 9.5% a 9%. Cabe advertir sin embargo que aún con esa reducción el nivel real de esa tasa en términos ex post (la diferencia con la inflación observada) se mantiene en 5.3% (9% - 3.7%), considerablemente superior a la nuestra, que hoy está en 4.2% (9.5% - 5.3%).
- El caso de Brasil, por su parte, es muy llamativo y puede resultar de gran relevancia como referencia sobre los riesgos que enfrenamos en Colombia. La inflación en ese país está actualmente en 5.1%, algo inferior a la colombiana. El Banco Central de Brasil estaba avanzando en un proceso importante de reducción de la tasa de interés de política y tras haberla tenido en 13.75% hasta agosto de 2023 (algo superior a la nuestra de esa época), la había llevado a 10.5% a mediados de 2024. En el segundo semestre de 2024 se presentó un contexto de grandes preocupaciones por la situación fiscal del gobierno brasilero, la tasa de cambio del real experimentó una notable depreciación y las expectativas de inflación aumentaron, lo cual forzó al banco central a aumentar nuevamente esa tasa de manera acelerada, desde el 10.5% hasta su nivel actual

de 14.25%. En términos de tasa de interés real ex post, ese nivel es casi 5 puntos porcentuales superior al que tenemos en Colombia. El Banco Central de Brasil, además, ha enviado señales a los mercados de que esa tasa subiría aún más en los próximos meses. Afortunadamente en Colombia no hemos tenido que enfrentar una situación como esa en el período reciente. Claramente no quisiéramos tampoco enfrentarla en el futuro.

- En el caso colombiano, la tasa de inflación se encuentra aún por encima de la meta de 3% establecida por el Banco de la República y la proyección del equipo técnico en su escenario central para finales de 2025 está por encima del rango de tolerancia de +/- 1 punto porcentual alrededor de la meta anunciada por la Junta en noviembre pasado. De cumplirse esa proyección, 2025 sería el quinto año en que no se cumple la meta de inflación, lo cual iría en contra de un esquema de política de inflación objetivo que cuenta con la credibilidad en esa meta como elemento clave para su buen funcionamiento. Desafortunadamente, las encuestas que hacemos entre analistas sugieren que las expectativas de muchos agentes económicos sobre la inflación se han aumentado en el período reciente y también son superiores a la meta.
- Esta consideración negativa sobre las expectativas de inflación se unió a los riesgos que surgen de la situación fiscal colombiana y a la incertidumbre sobre la economía global por la guerra comercial desatada desde los EEUU para que la mayoría de la Junta decidiera el lunes pasado mantener la pausa en el proceso de reducción de la tasa de interés de política. Tal como afirmamos en el comunicado de prensa de esa sesión, “la decisión de no modificar la tasa de interés mantiene una postura cautelosa de la política monetaria a la espera de allegar nueva información en los próximos meses que permita contar con mayores elementos de juicio para determinar la posibilidad de nuevos recortes en la tasa de interés. Esta decisión mantiene el compromiso de la Junta con la convergencia de la inflación hacia la meta en un contexto de recuperación del crecimiento económico”. Creo que esta frase del comunicado es suficientemente explícita sobre lo que estamos esperando.

El papel del Banco de la República en la administración del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo del sistema pensional

- No quiero terminar esta intervención sin hacer un comentario sobre el papel que jugará el Banco de la República en la administración del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo del sistema pensional, con base en lo aprobado el año pasado por el Congreso Nacional.
- Como ustedes saben muy bien, la Ley 2381 de 2024 plantea que, en el pilar contributivo, los aportes pensionales realizados por todos los trabajadores tendrán un componente de prima media administrado por Colpensiones, correspondiente a las cotizaciones sobre ingresos entre 1 hasta 2,3 smlmv. Dado que actualmente las cotizaciones de esos trabajadores van parcialmente para el componente de ahorro individual, el cambio implicará un aumento importante en los recursos que recibirá Colpensiones desde el momento en que entre en vigencia la reforma. En el futuro esta situación se invertirá porque el pago de pensiones por parte de Colpensiones requerirá de mayores recursos que los que demanda el sistema actualmente vigente.
- En estas condiciones, la Ley previó que el exceso de recursos que recibirá Colpensiones de manera temporal, durante dos o tres décadas, con respecto a lo que hubiera recibido bajo el régimen anterior, sea ahorrado en el Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo – FAPC –. El congreso decidió asimismo que ese Fondo sea administrado por parte del Banco de la República. Los recursos que reciba el Banco de la República a través del FAPC serán canalizados hacia el mercado de capitales a través de administradores profesionales para generar una rentabilidad que ayude al Gobierno a cubrir sus obligaciones de pensiones en el futuro.
- Teniendo en cuenta que hoy en día, antes de que entre en vigencia la reforma, Colpensiones tiene un déficit importante, el gobierno nacional debe hacerle transferencias cuantiosas que hacen parte del gasto público que se aprueba anualmente en el presupuesto nacional y que afecta también el déficit fiscal de la Nación. La creación del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo (FAPC) administrado por el Banco de la República está planteada de tal forma que le asigna a ese Fondo unos ingresos calibrados para que no se afecte el gasto corriente en pensiones del Gobierno nacional ni el ahorro agregado de la economía.

- Resulta importante enfatizar que el excedente temporal de recursos que alimentará el FAPC será insuficiente para cubrir las obligaciones futuras por concepto de pensiones. En los antecedentes del propio proyecto de Ley se estima que el Fondo se habrá agotado plenamente hacia 2070, con lo cual el Gobierno requerirá aportar mayores recursos para cubrir el déficit correspondiente. El reto por hacer sostenible el sistema pensional a largo plazo seguramente requerirá ajustes en los parámetros del sistema, en particular en las edades de jubilación y en los porcentajes de cotización de los afiliados. La necesidad de avanzar en esa dirección sigue latente y no se altera en lo absoluto por el papel de administrador de recursos financieros que va a cumplir el Banco de la República.
- Hace poco más de un mes y medio, el pasado 13 de febrero, en este mismo auditorio, hice una intervención en el marco del Congreso de Tesorería de la Asociación Bancaria en la que llamé la atención sobre la urgencia que teníamos en el Banco de la República por la expedición del decreto del gobierno a través del cual se reglamente el funcionamiento del FAPC. Llamaba la atención en ese momento en que sin la pronta expedición de este decreto resultaría imposible definir los elementos esenciales para empezar a administrar el Fondo de manera oportuna, a partir del 1 de julio, tal como está previsto en la Ley.
- Debo decir que el equipo del Banco de la República había trabajado de manera intensa y constructiva con los funcionarios del Ministerio de Hacienda y la Unidad de Regulación Financiera -URF- en los últimos meses de 2024 con la expectativa de que antes de terminar ese año ya pudiéramos contar con el decreto y empezar a construir la arquitectura institucional y financiera necesaria para tener el Fondo en funcionamiento de manera oportuna. Desafortunadamente el proceso ha sido considerablemente más demorado de lo previsto. En la segunda quincena de febrero vinimos a conocer una versión del decreto que se puso para comentarios del público, versión en la que aparecieron múltiples elementos que el Banco no había conocido previamente, en varios de los cuales detectó disposiciones contrarias a lo previsto en la Ley. Tuvimos por ello que remitir una cantidad importante de comentarios mediante una carta que radicamos el 7 de marzo, la cual afortunadamente tuvo receptividad en varios de sus apartes por parte del Ministerio de Hacienda y la URF, la cual agradecemos. Un nuevo borrador fue publicado para comentarios el pasado viernes 28 de marzo. Debo decir sin embargo que ayer tuvimos que radicar nuevamente una carta reiterando comentarios importantes que habíamos hecho anteriormente, lo cual podría incidir en que la expedición del decreto no se efectúe en el muy corto plazo o en que el mismo no resuelva adecuadamente nuestras inquietudes. Hago todo este recuento de fechas con el único propósito de transmitir la sensación de extrema urgencia que tenemos en este momento de contar con el marco regulatorio requerido para cumplir con el mandato que nos da una ley cuya vigencia empieza dentro de menos de tres meses.
- Sólo cuando el decreto reglamentario esté expedido podremos proceder a la elaboración y firma del contrato de administración del FAPC entre el gobierno y el Banco e iniciar la selección y contratación de los primeros administradores delegados para administrar unos recursos que se estima irán acumulándose a partir del 1 de julio en montos del orden de 1.4 billones de pesos por mes. En ese contrato, entre muchos otros temas, deberá quedar claro que el Banco administrará los recursos del FAPC, tal como sucede con otros fondos, en su papel de agente fiscal del gobierno, proporcionando la infraestructura técnica y operativa adecuada, garantizando una separación estricta entre los recursos del Fondo y los propios del Banco, tanto en términos presupuestarios como contables, y guiado por principios de prudencia y diligencia, comunes en los mandatos de administración fiduciaria, con responsabilidad de medio y no de resultado.
- La Ley establece un Comité Directivo que actuará como autoridad máxima del FAPC y que contará con tres miembros del Gobierno y cuatro miembros independientes expertos nombrados por la Junta Directiva del Banco de la República. El proceso de selección de los cuatro expertos solo podrá iniciarse cuando contemos con el decreto reglamentario correspondiente. El proyecto de decreto que se publicó para comentarios el viernes pasado acogió la propuesta del Banco de un período de transición en que el Banco podría actuar bajo unas reglas provisionales, invirtiendo los recursos en portafolios de riesgo moderado, similares a los que hoy manejan las AFP. Los retos para crear esos portafolios delegados en un plazo tan

corto serán en cualquier caso de gran magnitud.
- Algunos elementos de la reglamentación, además, siguen pendientes de definición. Me refiero en particular a tres puntos que me parecen particularmente urgentes.

- Primero. Debe ajustarse una disposición que persiste en el último borrador del decreto en la que se dispone la posibilidad de usar los recursos del ahorro que se acumule en el FAPC para hacer pagos del régimen contributivo y semicontributivo. Esto es algo que corresponde a la desacumulación del Fondo y debe reglamentarse de manera específica en un decreto diferente que todavía está pendiente sobre las subcuentas generacionales. La Ley establece que ese decreto deberá tener en su momento una revisión y concepto vinculante del Comité Directivo del Fondo que aún no se ha constituido. Por esta razón resultaría no solo inconveniente sino contrario a la Ley que en el decreto que está por salir se dispongan mecanismos de desacumulación de los recursos de ese Fondo.
- Para el Banco de la República como administrador del FAPC es indispensable aclarar en cabeza de qué entidad del Estado estará la contabilidad del Fondo y quien ejercerá la función de auditoría correspondiente. Después de aprobado el proyecto de Ley en el Senado de la República, cuando estaba en curso el debate en la Cámara de Representantes, el Banco alertó sobre la necesidad de hacer esa claridad. Pese a la buena voluntad que vimos en muchos Representantes a la Cámara y en el propio gobierno para hacer el ajuste correspondiente en el texto, este no se pudo hacer por la forma en que se adelantó el trámite legislativo. En estas circunstancias, resulta de gran importancia que el gobierno defina mediante decreto estos aspectos clave para la contabilidad y el control de los recursos.
- Para el proceso de contratación de administradores delegados en el período de transición resulta indispensable que la reglamentación que expida el gobierno especifique los límites que existirán para la remuneración de esos administradores, algo que obviamente deberá seguir los lineamientos de la ley. Para ese propósito es importante que la norma se expida en términos de una tarifa por saldo administrado y no como se plantea en la versión publicada el viernes pasado como porcentajes del ingreso base de cotización. La redacción en esos términos es inaplicable para unos recursos que no corresponden a cotizaciones individuales. En otras partes del borrador del decreto se encuentran también confusiones sobre el carácter del FAPC, como si este fuese un fondo de ahorro de cotizaciones individuales, algo que claramente no coincide con su concepción legal.

  El Banco de la República ha ofrecido y seguirá ofreciendo toda su colaboración para que los actores involucrados trabajemos de manera coordinada y con la celeridad requerida, asegurando así una implementación eficiente del nuevo sistema pensional y la correcta puesta en marcha del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo. Reitero sin embargo la percepción que tenemos de gran urgencia por una reglamentación adecuada sin la cual simplemente no tendremos la posibilidad de cumplir con el mandato que nos otorga la Ley.

  Muchas gracias.

Fuente: https://d1b4gd4m8561gs.cloudfront.net/es/publicaciones-investigaciones/notas-leonardo-villar-18-congreso-asofondos