Intervención del Gerente general en el Foro de Perspectivas Económicas organizado por Valora Analitik y El Colombiano

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
El gerente Leonardo Villar explicó los riesgos que enfrenta la economía colombiana y señaló que las decisiones de la Junta Directiva deberán seguir siendo cautelosas, hasta llevar la inflación a la meta.

Fecha de publicación Miércoles, 12 de noviembre 2025 Bogotá, Club El Nogal, noviembre 12, 2025Tiempos turbulentos

- Hacia marzo de 2023, hace dos años y medio la inflación había subido por encima de 13,4% y las tasas de interés había tenido que ajustarse fuertemente al alza, hasta niveles similares a los de la inflación.
- En Colombia como en muchos países del mundo estábamos atravesando tiempos particularmente turbulentos.
- Tras la recesión global asociada a la pandemia de 2020, experimentamos una recuperación extraordinariamente rápida que generó evidentes excesos de demanda y presiones inflacionarias que se exacerbaron en 2022con el aumento de los precios de los granos y de los insumos agropecuarios en el contexto de la invasión rusa a Ucrania.
- Estas circunstancias llevaron a que las tasas de interés globales pasaran de estar en 2020 en los más bajos niveles de la historia, con tasas de política negativas en varios de los principales países avanzados, hasta ubicarse en 2023 en los niveles más altos observados en los últimos cuarenta años.
- Colombia llevó su tasa de política de 1,75% a 13,25% en un lapso de año y medio, entre septiembre de 2021 y marzo de 2023.

Comportamiento de la inflación en Colombia: Dos fases en el proceso de reducción. Antes y después de noviembre de 2024
Inflación observada cayó en 820 pbs entre marzo de 2023 y noviembre de 2024, cuando se ubicó en 5,2%. A partir de ese momento el proceso de reducción se interrumpió y la tasa de inflación empezó a oscilar alrededor de ese nivel. La cifra revelada el lunes pasado sobre la inflación a octubre de 2025 (5,51%) indica un aumento de 31 pbs frente a la que observábamos en noviembre de 2024 y de 70 pbs frente a la observada en junio.

Inflación básica (sin alimentos ni regulados) siguió cayendo hasta mayo de 2025, cuando llegó a 4,77%, pero a partir de allí empezó un proceso leve de aumento que se aceleró en octubre, cuando fue de 4,99%

Expectativas de inflación para fines de 2025 han aumentado de niveles que en noviembre de 2024 estaban alrededor de 3,7% a niveles que según las encuestas realizadas antes de que se conociera los malos resultados de octubre estaban entre 5 y 5,2%.

Para fines de 2026 las expectativas también se han aumentado significativamente. En noviembre de 2024 estaban alrededor de 3,4%, con una desviación relativamente pequeña frente a la meta, y ahora se encuentran algo por encima del 4%.

Factores que explican el cambio de tendencia:

- Ajuste del **salario mínimo** implicó aumento de 11% en el costo de contratar una persona de salario mínimo y expectativa de que eso se repita para 2026, lo cual hace más costoso y difícil el proceso de bajar la inflación
- Cambio en la **situación fiscal** y percepción de la deuda pública. De acuerdo con el CARF, hacia finales de 2024 se estimaba que el déficit fiscal primario (sin intereses) sería muy cercano a 0 (0,2% del PIB) en 2025, lo cual era consistente con la regla fiscal. Ahora se estima en 2,4% del PIB con riesgos de que sea mayor. El déficit total se estima ahora en 7,1% del PIB y el pago de intereses se lleva una tercera parte de los ingresos que recibe el gobierno por concepto de impuestos. Por supuesto, el peso de esos intereses seguirá creciendo en la medida en que el déficit primario se mantenga en rojo, lo que quiere decir que la deuda tendrá que aumentar en montos superiores a los requeridos para pagar los intereses.
- En parte como consecuencia del aumento en el déficit se aprecia una **aceleración de la demanda interna** con tasas de crecimiento superiores a 4% en todos y cada uno de los últimos cuatro trimestres.

    - A corto plazo, esto ha generado una notoria recuperación del PIB, que se espera que crezca este año alrededor de 2,6%, lo que también ha permitido un crecimiento en el número de ocupados a septiembre del 2,7% anual para las 13 principales ciudades y de 3,0% a nivel nacional. La tasa de desempleo de septiembre fue 8,1% en las principales 13 ciudades y 8,2% a nivel nacional, cifras más bajas que las observadas en muchos años. El crecimiento acelerado de la demanda, sin embargo, genera presiones inflacionarias en la medida en que la producción no puede responder al mismo ritmo.
    - El crecimiento acelerado de la demanda interna vis a vis la producción nacional se ha manifestado también en un fuerte aumento en el valor en dólares de las importaciones, que en los últimos meses ha sido de doble dígito, mientras las exportaciones se mantienen estancadas, en particular por el mal comportamiento de las de petróleo y minería. Esto se ha traducido en una reversión parcial del ajuste que tuvo la balanza comercial externa del país después de los fuertes déficits observados en 2022. Pese al fuerte crecimiento de las remesas de trabajadores y a una reducción en los pagos de utilidades y dividendos sobre la inversión extranjera, el déficit en cuenta corriente no se ha afectado de manera tan fuerte, pero se espera que se ubique alrededor de 2,5% del PIB y 3,0% del PIB en 2026 considerablemente por encima del 1,7% de 2024.

Tasa de cambio y su impacto sobre la inflación

- Debe decirse que la aceleración en la inflación y en las expectativas sobre la misma se ha dado en el último año a pesar de una **notable apreciación del peso frente al dólar.**
- Unos comentarios breves sobre el comportamiento reciente de la tasa de cambio y la apreciación que para muchos observadores ha resultado sorprendente.
- Comparando la tasa de cambio que tuvimos el martes de esta semana ($3.923 por dólar) con la que teníamos a comienzos del año, se observa una notable apreciación del peso, del orden de 15%.
- Hasta hace tres meses, la apreciación del peso colombiano frente al dólar podía ser explicada plenamente por un fenómeno internacional: la depreciación del dólar frente a casi todas las monedas de mundo. Esa apreciación del peso era de hecho muy similar a la que mostraban nuestros pares regionales e incluso el Euro con respecto al dólar.
- En los últimos tres meses el proceso de apreciación del peso ha sido más intenso que el de otras monedas, lo cual es explicado posiblemente en un grado importante por las operaciones de manejo de deuda de la Tesorería General de la Nación y la monetización de recursos de financiamiento externo para cubrir las necesidades generadas por el déficit fiscal.
- La **política del Banco ha sido la de no intervenir en el mercado cambiario** y así se ha mantenido durante varios años, sin perjuicio de la posibilidad de hacerlo ante condiciones extraordinarias. La experiencia internacional y la propia de Colombia sugiere que las intervenciones cambiarias son poco efectivas para afectar el comportamiento de la tasa de cambio y genera impactos monetarios que pueden ser contradictorios con los que se buscan a través de la política de tasa de interés.

- Por supuesto, **lo anterior no significa que el comportamiento de la tasa de cambio sea irrelevante para la toma de decisiones por parte de la Junta Directiva del Banco**. Las tendencias de la tasa de cambio suministran información muy relevante para la toma de decisiones de política monetaria en la medida en que afecten las perspectivas de inflación. Eso por supuesto es parte de lo que se evalúa por parte de la Junta en cada sesión en que se toman decisiones sobre la tasa de interés.
- Vale la pena anotar que la **tasa de cambio real** se encuentra en niveles que no se distancian significativamente de los que teníamos en Colombia antes de la pandemia, entre 2015 y 2019 y es claramente más alta que la que se observaba en el período previo, anterior a la caída del precio del petróleo de 2015.

Política de tasas de interés

- El cambio en la dinámica de la inflación desde noviembre de 2024 implicó una notable reducción en la velocidad con la que venían ajustándose las tasas de interés de política.
- Tras una reducción de 350 pbs en el año anterior (dic 2025-noviembre 2024), en los últimos doce meses la tasa solo se redujo en dos ocasiones (dic 2024 y abril 2025) en un total de 50 pbs.
- La posibilidad de seguir bajando la tasa de interés en los meses más recientes ha venido postergándose y se ve cada vez más lejana, a la vez que la posibilidad de un aumento en las tasas, revirtiendo parte de lo que se bajó en el período previo, empezó a aparecer como un riesgo en el panorama para varios miembros de la Junta, incluso antes de que se conocieran los datos de inflación de octubre.
- 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 la inflación haya convergido a su meta de 3% y la economía esté creciendo a un ritmo cercano a su potencial.
- Cuando nos **comparamos con el resto de América Latina** encontramos muchos países que tienen como nosotros una estrategia de inflación objetivo y 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. Ejemplos de ellos son Perú, Uruguay, Paraguay, Chile, Costa Rica e incluso México en el período más reciente,
- El **caso de Brasil**, por su parte, es muy llamativo. La inflación en ese país está actualmente en 5,2%, muy parecida a la que teníamos en Colombia hasta septiembre, pero inferior a la observada en octubre. El Banco Central de Brasil estaba avanzando en un proceso importante de reducción de la tasa de interés de política, similar al observado en Colombia. Tras haber tenido esa tasa de interés en 13,75% hasta agosto de 2023, la había llevado a 10,5% a mediados de 2024. En el segundo semestre de 2024 se presentó sin embargo 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 15%. Tanto en términos de tasa de interés nominal como de tasa de interés real ex post, ese nivel es superior a 9%, más de 5 puntos porcentuales más alto que el que tenemos en Colombia.
- De cara al futuro, la incertidumbre es grande, tanto por factores internos como internacionales. Las decisiones en cada sesión de Junta dependerán de muchas variables cuyo comportamiento tendremos que evaluar en su momento. Lo que sí puedo decir es que, bajo el marco de política de inflación objetivo que tenemos actualmente, las decisiones que se tomen deberán seguir siendo cautelosas y encaminadas a garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta. Personalmente estoy convencido de que esa estrategia es la más apropiada para estimular un crecimiento económico sostenible en el futuro.

Fuente: https://d1b4gd4m8561gs.cloudfront.net/es/publicaciones-investigaciones/presentacion-gerente-general-foro-valora-analitik-colombiano