

Saludo

- Agradecimientos a la Asobancaria y en particular a su presidente, Dr. **Hernando José Gómez**, por la invitación a esta nueva Convención Bancaria. Un saludo muy especial al doctor **Mario Pardo**, presidente de la Junta Directiva de la Asociación; al doctor **Jorge Castaño**, Superintendente Financiero; a todos los directivos de las entidades financieras y de manera general a todos los asistentes a este importante evento.

Introducción

- Esta Convención tiene lugar en un momento de muchos cambios en la política interna colombiana y de anuncios importantes en el frente fiscal que seguramente tendrán implicaciones importantes en el desempeño de la economía colombiana. Será muy interesante oír de primera mano las propuestas del nuevo gobierno y las perspectivas que al respecto sea planteadas por todos ustedes.
- Pero esta Convención también tiene lugar en un momento particularmente complejo para la política monetaria no solo en Colombia sino en el mundo entero. Estamos hoy en un entorno global muy diferente al que teníamos en 2021, el cual tiene implicaciones sustanciales para todas las variables financieras y las variables económicas que nos afectan directa e indirectamente.
- Pensando en la intervención que yo tendría que hacer en el día de hoy, lo primero que se me ocurrió fue revisar las notas que tenía para la intervención que hice en la Convención anterior, a comienzos de noviembre de 2021. Me pareció particularmente interesante el ejercicio porque hizo evidente la magnitud de los cambios que han tenido lugar en poco más de nueve meses.

- De hecho, en la sesión anterior de esta Convención la tasa de interés de política del Banco de la República se ubicaba en apenas 2,25%. Mi intervención en ese evento se centraba en mostrar los argumentos que justificaban los aumentos que habíamos hecho en las Juntas Directivas de septiembre y octubre de 2021 (de 25 y 50 pbs respectivamente). Destacaba también la perspectiva de un ciclo de reducción del estímulo monetario que en ese momento preveía que podría durar varios trimestres, aunque la magnitud de las alzas en las tasas de interés dependería de la nueva información que fuéramos recibiendo en materia de inflación, de expectativas sobre la misma, de crecimiento económico y comportamiento de la demanda agregada y obviamente, de condiciones financieras internacionales.
- El énfasis en ese momento era en que estábamos saliendo de manera rápida de la crisis económica generada por la pandemia y que la política monetaria requerida para la nueva fase del ciclo económico era muy diferente a la que se había requerido durante 2020 y los primeros tres trimestres de 2021. En noviembre de 2021, sin embargo, era difícil imaginar la magnitud de los cambios que teníamos por delante, los cuales nos llevaron a acelerar el proceso de ajuste de la política monetaria en el período posterior. En diciembre hicimos un aumento de 50 pbs, igual al que habíamos hecho en octubre, pero en las tres primeras juntas con decisión de política que tuvimos en 2022 [en enero, marzo y abril] los ajustes fueron cada uno de 100 pbs. Más recientemente, en junio y julio, esos ajustes fueron de 150 pbs en cada oportunidad, para llevar la tasa de interés de política al 9% en que se encuentra en la actualidad.
- Cuáles fueron las sorpresas que nos llevaron a acelerar el ritmo de ajuste de la política monetaria con respecto a lo que podía preverse en noviembre de 2021. Voy a referirme brevemente a sorpresas en tres frentes:

- i. las relacionadas con la economía global;
 - ii. las sorpresas en el comportamiento de la inflación, las expectativas y los mecanismos de indexación en Colombia;
 - iii. las relacionadas con la actividad económica colombiana y el comportamiento de la demanda agregada.
- Al final de mi presentación haré un par de comentarios muy puntuales sobre temas relacionados más directamente con el sector financiero. Una visión más integral sobre este tema seguramente la tendrán ustedes con mayor conocimiento de parte del Superintendente Financiero.

Sorpresas en la economía global

- Es importante decir de entrada que las sorpresas no solo afectaron la política monetaria colombiana sino de manera muy generalizada la política monetaria de la mayor parte de las economías del mundo.
- Hacia el tercer y cuarto trimestres de 2021 ya era evidente que la inflación a nivel global se estaba viendo afectada por un fuerte aumento en los precios de los principales productos básicos (petróleo, carbón, cobre, níquel y muchos alimentos) y por los precios de productos industriales afectados por graves disrupciones en los sistemas portuarios y de transporte y en las cadenas mundiales de valor. La oferta de muchos de estos productos se mostraba incapaz para responder de manera suficientemente ágil a la muy rápida recuperación de la demanda que estaba siendo impulsada por las política monetaria y fiscal tremendamente expansivas que impulsaron las principales economías del mundo durante la peor fase de la pandemia y que se mantenían en pleno vigor en el segundo semestre de 2021.

- Hoy hay una gran discusión sobre si los impulsos fiscales y monetarios de las principales economías del mundo fueron excesivos o no. Lo cierto en cualquier caso es que, hacia septiembre del año 2021, la percepción generalizada era que los aumentos en precios internacionales respondían a fenómenos temporales de algunos productos específicos que se corregirían gradualmente en unos pocos meses, razón por la cual no era necesario que los principales bancos centrales del mundo empezaran a ajustar al alza las tasas de interés. Grandes economistas como Paul Krugman vinieron a admitir más adelante que su diagnóstico inicial sobre la inflación estaba equivocado. Evidentemente las presiones de precios no se quedaron restringidas a unos pocos productos, sino que ya a comienzos de 2022 se estaban generalizando y generando un proceso inflacionario de características mucho más persistentes de lo que se preveía anteriormente.
- A esto se unió el impacto de la invasión rusa a Ucrania a finales del mes de febrero, que incrementó dramáticamente las presiones sobre los precios internacionales de muchos productos e insumos agrícolas y sobre los precios de la energía a nivel global.
- El aumento en la inflación observada en los meses subsiguientes en Estados Unidos y en la mayor parte de las economías avanzadas ha conducido a la fuerte reacción de política de sus respectivos bancos centrales que todos conocemos. En el caso de EE. UU., los aumentos en la tasa de la FED entre marzo y la actualidad han sido de 225 pbs. Pero mucho más relevante que eso, la expectativa de aumentos adicionales en la tasa de política, que es una tasa a un día, ha implicado ajustes que superan los 300 pbs en las tasas de interés a plazo de los bonos del tesoro americano.
- Los impactos de esta situación sobre los costos de financiamiento de las economías emergentes son aún más grandes. El incremento en las tasas de los tesoros americanos ha generado menor apetito por riesgo de los

inversionistas y movimientos de capitales hacia los Estados Unidos, induciendo una fuerte apreciación del dólar y depreciación de todas las demás monedas frente a la divisa norteamericana. Esto se ha reflejado en indicadores de riesgo tales como los Credit Default Swaps y los EMBI, los cuales han tenido aumentos generalizados en todas las economías medianas y grandes de América Latina y se suman al aumento más idiosincrático que Colombia había tenido previamente, a lo largo de 2021, cuando su posición relativa frente a los pares de la región se deterioró de manera sustancial en forma concomitante con la pérdida del grado de inversión en las calificaciones otorgadas por dos de las principales calificadoras: Fitch y S&P. Lo cierto es que las tasas de interés en dólares de los títulos colombianos emitidos en el exterior a distintos plazos presentaron aumentos del orden de 4 puntos porcentuales, prácticamente duplicándose entre comienzos de 2021 y la actualidad.

- Para los países de América Latina, y para Colombia de manera particularmente fuerte, la depreciación de nuestras monedas y los aumentos en las tasas de interés internacionales se constituyeron en un factor adicional de presión inflacionaria. No es por casualidad que los bancos centrales de todas las economías medianas o grandes de la región aumentaron sus tasas de interés de manera fuerte y algunos de ellos, como Argentina, Brasil y Chile, bastante más fuerte que Colombia.

Inflación y mecanismos de indexación

- En noviembre del 2021 yo destacaba en este foro que Colombia había iniciado su proceso de ajuste de tasas de interés más tarde y de manera más gradual que los demás países de la región. Ello era posible porque teníamos los niveles de inflación considerablemente por debajo de los

demás países. Además, aunque la inflación observada había empezado a distanciarse de la meta del 3%, los indicadores de inflación básica se ubicaban por debajo de nuestra meta y las expectativas de inflación para 2022 y 2023 indicaban una perspectiva acorde con un proceso de convergencia rápida hacia el 3%. En ese momento, [noviembre de 2021] el equipo técnico del Banco preveía que los mecanismos de indexación y los excesos de demanda presionarían la inflación básica al alza durante el 2022 pero que simultáneamente tendríamos un alivio en los precios de los alimentos y en otros bienes muy afectados por restricciones de oferta a nivel internacional.

- Las previsiones que teníamos no se dieron en la forma esperada, en parte debido a los sucesos internacionales a los que ya he hecho referencia. Adicionalmente, la indexación de precios fue considerablemente más fuerte de la prevista y en ello tuvo un papel importante la decisión del gobierno de ajustar el salario mínimo en más de 10% para 2022, casi 4,5 puntos porcentuales por encima de la inflación observada en 2021 y más de 7 puntos por encima de la meta de inflación establecida por la Junta.
- El dato de inflación anual que hoy tenemos es de 10,2%, con cifras al mes de julio. Una parte importante del aumento que hemos visto responde a factores de oferta en el sector agropecuario y a fenómenos internacionales. La inflación de alimentos es 24,6% y se explican en parte por problemas de oferta locales y por el aumento en precios internacionales de cereales y de insumos agropecuarios que ya venían fuertes y se dispararon aún más tras la invasión de Rusia a Ucrania.

- Sin embargo, el aumento de la inflación no ha estado restringido a unos pocos productos o al tema de precios de los alimentos. La **inflación básica**, medida por la canasta sin alimentos y sin regulados, que hasta diciembre de 2021 se mantenía por debajo de 2,5%, está actualmente, con cifras a julio, en **6,4%**.
- Además, el **porcentaje de ítems de la canasta familiar aumentando más que la meta** era del orden de 50% a mediados de 2021, en diciembre de ese año 68% y hoy se acerca al **90%**.
- Por su parte, los diferentes indicadores de **expectativas de inflación** mostraron todos incrementos considerables. Para citar sólo una de las fuentes de información sobre esas expectativas, la Encuesta Mensual de Expectativas del Banco de la República de agosto, realizada hace pocos días, muestra que la expectativa de inflación total para **diciembre de este año es 9,9%**. Las expectativas a mediano plazo tienden a retornar a la meta, pero se mantienen por encima de esta por un tiempo largo. Para **fin de 2023 es de 5,5% y para julio de 2024 de 4,0%**.
- La expectativa de inflación a dos años vista (4%) es levemente inferior al 4,1% de la encuesta realizada en julio, lo cual es algo positivo. Sin embargo, es claro que las expectativas sugieren un período largo antes de retornar a nuestra meta de 3%, lo cual va a hacer particularmente retador mantener la credibilidad en esa meta, algo fundamental de la estrategia de política monetaria que tenemos. Mantener esa credibilidad es muy importante, no solo porque nos ayuda a que la inflación converja más rápidamente hacia la meta, sino porque ella es la que nos permite actuar en forma contra cíclica con respecto a la actividad productiva.

Sorpresas en actividad económica y excesos de demanda agregada

- El **crecimiento del PIB en 2021 fue 10,6%**, mucho más alto que el que se preveía. **Para 2022, el crecimiento del primer trimestre fue de 8,5% y en el segundo trimestre alcanzó 12,6% de acuerdo con los datos divulgados por el DANE el día de ayer.** Esta última cifra es incluso superior a la que esperaba el mercado.
- Para el año completo de **2022** el crecimiento del PIB estimado por el equipo técnico del Banco antes de conocer el dato del segundo trimestre es de **6,9%**, el más alto entre los países medianos y grandes de América Latina y uno de los más altos en el mundo entero. En noviembre del año pasado, yo hablaba de una perspectiva de crecimiento para este año de 4,7%. Una diferencia de más de 2 pps con respecto a lo que estamos estimando ahora.
- Los altos ritmos de crecimiento de la actividad económica constituyen sin duda una fuente de satisfacción. En buena medida ellos fueron impulsados por la política monetaria fuertemente expansiva y las tasas de interés históricamente bajas que tuvo el Banco de la República en el período de la crisis. ¿Por qué entonces no mantener esas tasas bajas y esa políticamente fuertemente expansiva? ¿Es acaso que el Banco de la República no se preocupa suficientemente por el crecimiento? La respuesta a estas preguntas es claramente negativa. Tal como lo ordena la Constitución, el Banco de la República se preocupa permanentemente por el crecimiento económico y su sostenibilidad. El riesgo es que una política monetaria demasiado laxa termine generando crecimientos de la demanda superiores

a los que son compatibles con el crecimiento de la capacidad productiva de la economía y sean por ello mismo insostenibles.

- Esto puede suceder si los excesos de demanda empiezan a manifestarse no solo en actividad económica a corto plazo sino también en presiones sobre los precios, lo cual termina generando inflación y con ello aumentos en los costos de financiamiento de las empresas, deterioros en la capacidad de compra de los trabajadores y distorsiones en las señales requeridas para una apropiada asignación de los recursos. Si ello sucede, no solo se perjudica la distribución del ingreso sin la propia capacidad de crecimiento de la economía en el mediano plazo. El impulso a la demanda agregada en esas circunstancias en caldo de cultivo de procesos inflacionarios que destruyen la capacidad de crecimiento en el mediano y largo plazo.
- Otro mecanismo a través del cual un crecimiento excesivo de la demanda puede ser caldo de cultivo para crisis posteriores es el de su impacto sobre las importaciones y las cuentas externas del país. Uno de los indicios más relevantes sobre la incapacidad que ha tenido la oferta interna de bienes y servicios para responder al incremento tan acelerado de la demanda agregada es el fuerte **deterioro observado durante el último año en el balance comercial y en la cuenta corriente de la balanza de pagos del país.**
- De acuerdo con el DANE, el crecimiento de la demanda interna en el primer trimestre fue de 13,4% y en el segundo trimestre de 14,5%. Estas cifras son muy superiores a las del crecimiento de la producción (que como mencioné fue 8,5% y 12,6%). La principal forma en que se satisface un crecimiento de la demanda superior al de la producción es mediante aumentos en las importaciones. De hecho, el mismo DANE reporta que en términos reales las **importaciones crecieron 36,7 y 31,7%** en los dos primeros trimestres de este año, respectivamente.

- A pesar de un crecimiento no despreciable en nuestras exportaciones y del auge que hemos observado en los precios del petróleo, el carbón y el café, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó para 2021 en un 5,7% del PIB y se estima del orden de 5% en 2022. Estas son cifras cercanas a las más altas que hemos tenido en la historia de Colombia y claramente superan ampliamente las que se observan en otras economías latinoamericanas con características similares a la nuestra.
- Hasta el momento, el déficit en la cuenta corriente se ha podido financiar a través de flujos de inversión extranjera y de múltiples mecanismos de financiamiento del gobierno nacional. Específicamente, en 2021, el déficit en cuenta corriente fue financiado aproximadamente por mitades por flujos de capitales hacia el sector público y por IED. En el primer trimestre de 2022, la IED financió el 96,6% del déficit en la cuenta corriente.
- Hacia el futuro, sin embargo, las posibilidades de financiar déficits externos tan grandes podrían hacerse más difícil debido a niveles de deuda mayores que implican mayor percepción de riesgo sobre el país, a una mayor percepción de riesgo generalizada sobre las economías emergentes y a unos mercados financieros internacionales más estrechos. Cabe recordar que un déficit que no pueda financiarse terminaría también manifestándose en depreciación de la tasa de cambio y en mayores presiones inflacionarias, con todos los efectos perversos que ello conlleva para el crecimiento económico.
- No es cierto por lo tanto que cuando el Banco sube sus tasas de interés es porque no se preocupa por el crecimiento económico. Lo que si es cierto es que en esos períodos está dando mayor prioridad a los problemas de sostenibilidad de mediano y largo plazo de ese crecimiento económico.

- Es en este contexto que se debe entender la política de subida en las tasas de interés que ha implementado el Banco de la República y que es muy similar a la implementada por la mayor parte de los países del mundo. Ciertamente esa política tiene un impacto de reducción en el ritmo de crecimiento de la demanda agregada y puede afectar por esa vía, de manera negativa, el crecimiento económico en el corto plazo. Ello se hace sin embargo para controlar las presiones inflacionarias y los desequilibrios externos que podrían generar impactos mucho mas adversos para el crecimiento económico en el mediano y en el largo plazo.
- Puesto en otros términos, los bancos centrales tenemos el deber de apretar las riendas de la economía cuando el galope es tan acelerado que se corre el riesgo de que el caballo se enferme por ir más rápido que su potencial. Eso es parte del actuar contra cíclico que resulta deseable para los bancos centrales y que, cuando se hace correctamente, les permite también actuar espoleando el caballo con políticas fuertemente expansivas en períodos de crisis como la que se enfrentó a raíz de la pandemia en 2020 y comienzo del 2021.

Sistema financiero

- Termino mi intervención con dos referencias muy puntuales a temas del sector financiero. A los temas más generales del sector se referirá con mayor conocimiento y profundidad el Superintendente Jorge Castaño.
- Mi primera referencia es a la sorpresa que también hemos tenido en términos del **crecimiento de la cartera** durante el presente año. Las cifras a julio (excluyendo la cartera en moneda extranjera) muestran tasas de crecimiento del orden de 17% en el agregado y cercanas al 23% en la cartera de consumo. Estos crecimientos ciertamente han apoyado la rápida

recuperación de la economía. Sin embargo, debemos ser conscientes de que tienen su contrapartida en mayores niveles de endeudamiento de los hogares y las empresas. Con el aumento en la tasa de interés que estamos observando, ese crecimiento tan acelerado en las deudas se reflejará más temprano que tarde en un aumento importante en la carga financiera que esos hogares y empresas deben cubrir. Resulta fundamental seguir avanzando en la dirección de una mayor profundización financiera, con mayor disponibilidad de crédito. Avanzar a un ritmo excesivamente rápido puede sin embargo conducir a situaciones complejas que resulta preferible evitar.

- En mi intervención ante esta Convención en noviembre pasado dije con total convicción que durante la crisis del COVID que atravesamos en 2020 y 2021 el sector financiero fue una parte importante de la solución, a diferencia de lo sucedido en muchas crisis anteriores, en la que había sido parte del problema.
- Las condiciones macroeconómicas han cambiado rápidamente y ya no estamos en la crisis, sino en medio de un auge de demanda que es necesario moderar por las consideraciones que he planteado anteriormente. La cautela del sistema financiero con el crecimiento de la cartera contribuiría enormemente a esos propósitos macroprudenciales y de estabilización macroeconómica.
- Mi último comentario, para cerrar esta intervención, tiene que ver con algo ajeno a la situación macroeconómica, pero que es de gran importancia para el sector financiero y para la sociedad en su conjunto. Me refiero al **papel del Banco de la República en el sistema de pagos y a la decisión que hemos tomado de avanzar hacia el desarrollo de un sistema de transferencias digitales inmediatas, seguras y eficientes, que sea**

totalmente interoperable y que contribuya a la competitividad de los mercados y al desarrollo del país.

- A comienzos del presente mes hicimos la instalación de un **foro de sistemas de pago** para el intercambio de ideas con participantes del mercado y con otras autoridades al que estuvieron invitados representantes de muchas de sus entidades. Confiamos en que ese foro se convierta en una herramienta central para que podamos avanzar de la mejor manera en las decisiones urgentes que tenemos en este frente de los pagos inmediatos. Nuestro referente más cercano para definir lo que quisiéramos tener es el sistema PIX que se ha desarrollado en Brasil, donde tras solo dos años de operación, más del 70% de los adultos utilizan el sistema para sus pagos cotidianos. Más adelante, ese mismo foro podrá servirnos para avanzar también en el diseño de esquemas que amplíen la oferta de pagos transfronterizos y posteriormente, evaluar la conveniencia de emitir o no una moneda digital del banco central.
- En Colombia, la industria de pagos ha tenido una transformación profunda. El uso de canales digitales se ha intensificado y actualmente más del 70% de las transacciones financieras se realiza por medios electrónicos mientras que en 2018 este indicador era 26%. A su vez, el comercio electrónico se ha acelerado con un mayor número de usuarios y frecuencia de compra. En 2021, la participación de las ventas electrónicas se duplicó frente a los niveles previos a la pandemia. En el último año, además, el número de transferencias y de operaciones con tarjetas crédito y débito aumentaron en doble dígito.
- No obstante, pese a la llegada de nuevos actores y soluciones al mercado, existen restricciones de acceso y una falta de interoperabilidad plena que erosiona el potencial de las nuevas alternativas. Los depósitos o monederos

electrónicos de bajo monto, por ejemplo, tienen un potencial de disrupción elevado y hoy ya suman 40 millones en número. Este número tan grande puede leerse como un gran éxito en el desarrollo de los monederos, pero refleja también el hecho de que, ante su falta de interoperabilidad, muchas personas deben tener varios monederos, y aun así no pueden hacer transferencias a cuentas de cualquier entidad financiera, lo cual genera ineficiencias importantes. Asimismo, debe mencionarse que el desarrollo de estos instrumentos de pago en Colombia se ha concentrado principalmente en los pagos entre personas, sin incluir posibilidades de pagos a negocios por esa vía, lo que reduce su capacidad de generar competencia y mayor celeridad en los pagos instantáneos. Estos problemas del sistema actual son los que hacen indispensable la intervención del Banco de la República, al estilo de lo que hizo con el PIX en Banco de Brasil.

- En 2021 el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, en su evaluación al sector financiero colombiano FSAP señalaron la necesidad de acelerar el desarrollo del sistema de pagos, para lo cual recomendaron, entre otros, definir una hoja de ruta público-privada de promoción del ecosistema. Estamos comprometidos con ese propósito y por eso consideré apropiado utilizar este importante foro para comunicarlo al más alto nivel. Esperamos contar con la colaboración de todos ustedes para que logremos avanzar hacia un sistema de pagos inmediato que beneficie de la mejor manera al conjunto de la sociedad colombiana.

Muchas gracias nuevamente a todos ustedes por su atención y a la Asobancaria por la oportunidad de participar en la instalación de esta nueva y muy oportuna Convención.