



Análisis especial: el cierre de política monetaria de 2020 y perspectivas para 2021

- En línea con nuestra expectativa, la Junta Directiva del Banco de la República mantuvo inalterada la tasa de intervención en 1,75%, con 5 votos a favor (2 en pro de reducir). Con ello, dio cierre a un año sumamente retador para la conducción de la política monetaria con una postura de política expansiva, que soportará el proceso de recuperación económica.
- De cara a 2021, esperamos que el Emisor mantenga inalterada la tasa repo hasta el 3T21. En nuestro escenario central contemplamos que el Emisor hará tan solo un incremento de 25 pbs, con lo que la tasa repo de cierre de año prevista (2%). En todo caso, reiteramos que las discusiones de política estarán sumamente condicionadas a la nueva información disponible.
- La normalización de la política será liderada por una JDBR diferente. Argumentamos que los cambios al interior de la Junta no tendrán un impacto sobre la conducción de la política monetaria y, en consecuencia, nuestro escenario base.
- Identificamos que esto último sería consecuencia de que el manejo de la política monetaria en el país es ortodoxo. Las ganancias del país en este frente se asocian favorablemente con la estabilización de la inflación en niveles bajos y, de hecho, contrastan con otros indicadores de institucionalidad local.

18 de diciembre de 2020

**Investigaciones Económicas,
Sectoriales y de Mercados**

Director

Juan Pablo Espinosa Arango

Director

juespino@bancolombia.com.co

Analistas

Juan Camilo Meneses Cortés

Especialista Macroeconómico

juamenes@bancolombia.com.co

Deiby Alejandro Rojas Cano

Analista Macrosectorial

deirojas@bancolombia.com.co

Laura Natalia Capacho Camacho

Estudiante en Práctica

lcapacho@bancolombia.com.co

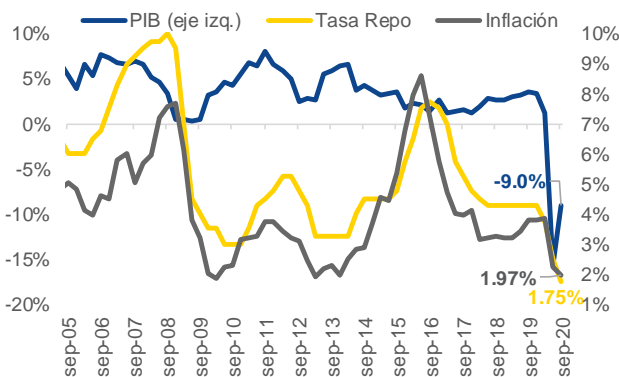
El Emisor cerró un año sumamente retador para la política monetaria con una tasa de 1,75%

- **La reunión de la Junta Directiva del Banco de la República -JDBR- de diciembre cerró un año de retos sin precedentes para la conducción de la política monetaria en el país.** La pandemia, las medidas para contener la propagación del virus y el desplome de los precios del petróleo generaron un choque simultáneo de oferta y demanda de la economía nunca antes visto y que se desarrolló, en contraste con otros ciclos económicos, no en años, sino en cuestión de semanas. La velocidad de los acontecimientos superó aquella con la que tradicionalmente se analizan los eventos económicos, por lo que evaluar el estado de la actividad productiva y realizar pronósticos de esta para tomar decisiones de política monetaria fue una tarea retadora.
- **Esclarecer los determinantes detrás de la evolución de la inflación y pronosticarla fue también un ejercicio sumamente incierto.** En particular, hubo factores atípicos que generaron fuerzas encontradas y que marcaron un año lleno de sorpresas para las expectativas de inflación. El confinamiento y el cambio en la composición del gasto de los hogares se plasmó en un aumento en el precio de los alimentos. Por su parte, la reapertura con las restricciones de aforo y protocolos de bioseguridad asociados, quedó registrada en un costo más alto del servicio de restaurantes y de transporte intermunicipal. Sin embargo, las presiones bajistas pesaron más: el despliegue de alivios del Gobierno (reducción o eliminación temporal del IVA, subsidios en

servicios públicos, congelamiento de tarifas de arriendo, reducción en precio de la gasolina, etc.), y la reducción en el costo de la educación (en particular terciaria) condujeron a que, posiblemente, el año termine con uno de los registros de inflación más bajos desde 1955.

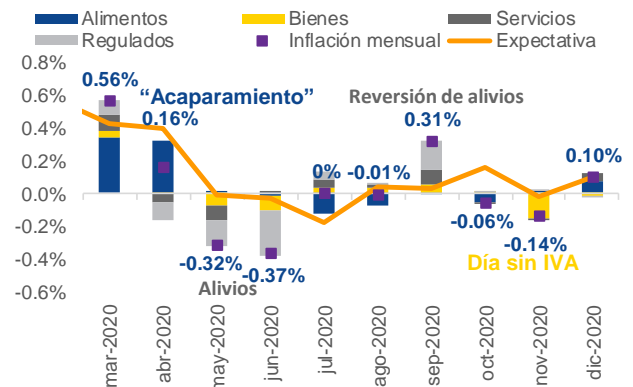
- **Reaccionar a los acontecimientos económicos estuvo igualmente condicionado por un escenario de volatilidad elevada y desvalorización de los activos financieros,** producto del incremento en la aversión al riesgo y la salida de flujos de capitales, notorios en especial entre marzo y abril, pero vigentes en buena medida hasta el 3T20.
- **Ante este contexto, el Banco de la República actuó de forma contundente.** El primer frente de medidas se enfocó en proveer liquidez a la economía, en pesos y en dólares, ampliando el alcance los mecanismos tradicionales y creando otros, lo que permitió mantener una liquidez apropiada en el sistema, que se mantuviera el cumplimiento de pagos, y que se estabilizaran los mercados de deuda y cambiario. Además, el Emisor redujo el encaje bancario, incrementando la disponibilidad de recursos de los establecimientos de crédito para otorgar préstamos. Finalmente, en términos de política monetaria se redujo la tasa repo desde 4,25% hasta 1,75%, un mínimo histórico, que es el nivel con el que culmina 2020 luego de que en la sesión de hoy se definiera así con 5 votos a favor de esta decisión y 2 por reducir la tasa.

Gráfico 1. Crecimiento del PIB, inflación y tasa repo (var. % anual y % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE, BanRep.

Gráfico 2. Descomposición de la inflación de marzo a noviembre y pronóstico para diciembre 2020 (var. % mensual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

En 2021 prevalecería la estabilidad en la tasa y a finales de año se daría inicio a la normalización

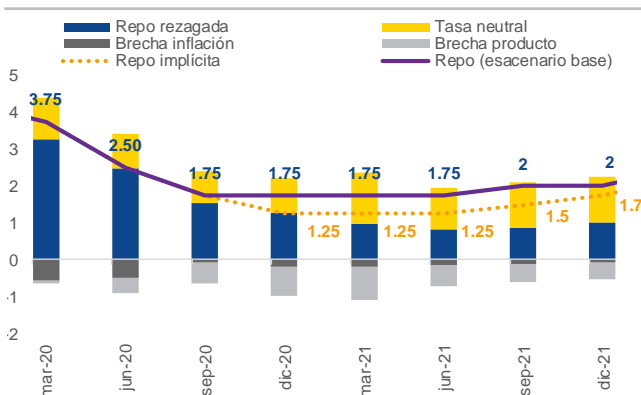
- Efectuado el conjunto de recortes más significativos a la tasa repo este año, esperamos que en 2021 el Emisor la mantenga inalterada hasta el 3T21. De este modo, se profundizaría la fase de estabilidad en la política monetaria, en la que consideramos que la discusión girará entorno a qué tanto se prolongará la postura de política y posteriormente a qué tan rápido se realizará la normalización de la tasa de interés.

- En nuestro escenario central contemplamos que el Emisor hará tan solo un incremento de 25 pbs en 2021, con lo que la tasa de referencia de cierre de año prevista (2%) permanecería en niveles notoriamente expansivos. Debido a las perspectivas de una inflación ascendente hacia 3%, situar la tasa en este terreno sería acorde con mantener un impulso al proceso de recuperación de la actividad productiva, que permanecería por debajo de su nivel potencial en dicho horizonte.

- En todo caso, como se reveló en el disenso de la votación de hoy, la discusión entorno al nivel de la tasa va a seguir altamente condicionada a la nueva información disponible. Esto implica que no se puede suponer como un hecho el escenario de estabilidad y consecuente incremento en la tasa repo, y que tampoco se puede descartar de entrada una senda con recortes adicionales como por la que abogaron hoy dos de los miembros de la Junta ante la sorpresa bajista en los resultados de inflación. De hecho, al realizar una descomposición tradicional de los determinantes de la tasa (a partir de una *regla de Taylor*, ver gráfico 3) encontramos que, con la visión actual en términos de recuperación económica e inflación, hay un margen para profundizar las reducciones hasta 1,25%. Tal evento tiene una posibilidad mayor de presentarse hasta marzo de 2021, aunque, como se ilustra en el gráfico 4, tal escenario pierde relevancia si en el 1T21 se consolida la estabilidad en la tasa repo en 1,75%.

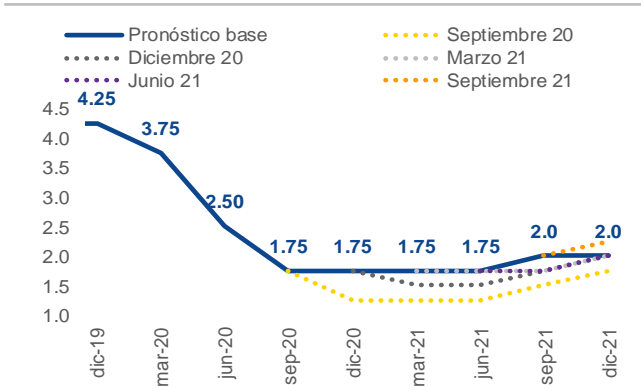
- Por lo tanto, conviene recordar que la evolución de actividad productiva y de las políticas económicas siguen atadas a los eventos, positivos y negativos, de la evolución de la pandemia y sus tratamientos. Esta incertidumbre se traslada, en consecuencia, a las decisiones respecto a la tasa de política monetaria.

Gráfico 3. Descomposición de la tasa repo implícita por Regla de Taylor y escenario base Bancolombia (%)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

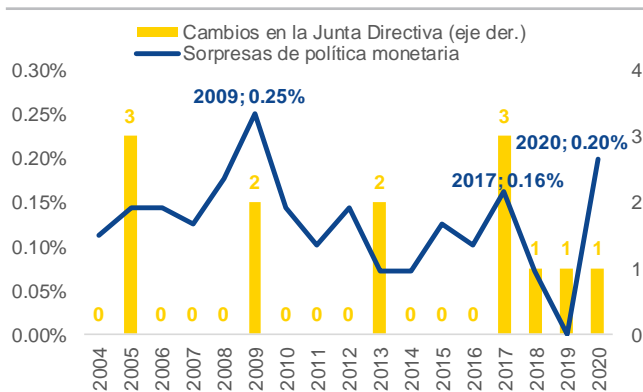
Gráfico 4. Pronóstico de tasa repo y tasa repo implícita según diferentes puntos de partida del escenario base (%)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República, DANE.

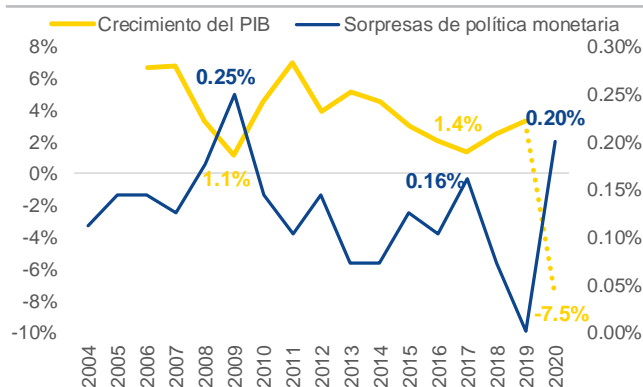
La normalización de la política será liderada por una JDBR diferente: ¿cambiará el panorama?

Gráfico 5. Crecimiento del PIB y sorpresas de política monetaria (var. % anual y % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República, Bloomberg.

Gráfico 6. Crecimiento del PIB y sorpresas de política monetaria (var. % anual y % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República, Bloomberg.

- Ahora bien, el proceso de normalización monetaria que estimamos en nuestro escenario central estará a cargo de una JDBR que tendrá cambios importantes en su composición. En primer lugar, el de Gerente General, producto de la decisión de Juan José Echavarría de no postularse a la reelección para un segundo periodo. Como se anunció recientemente, la JDBR eligió al economista Leonardo Villar para asumir el cargo. El cambio se verá acompañado por la salida de dos codirectores, con lo que en total serían 3 de los 7 miembros que se renovarían el siguiente año.

- Ante dicha situación cabe preguntarse por los posibles impactos que estos cambios puedan tener sobre la conducción de la política monetaria. Para ello, en primer lugar recogimos, desde 2004 a la fecha, la información del número de cambios anuales que ha habido al interior la JDBR (tanto de codirectores como de Gerente), y lo contrastamos contra un indicador de sorpresas de política monetaria, que calculamos como el error cuadrático medio, para cada año, de las expectativas de los analistas económicos encuestados por Bloomberg y el Banco de la República para las reuniones del mes en que se realiza la encuesta.

- El ejercicio es claro en advertir que no hay una relación entre las sorpresas de política monetaria y los cambios que haya al interior de la JDBR. Para ello, es suficiente notar que los años en los que se han registrado mayores sorpresas de política monetaria (2009, 2017 y 2020) son unos en los que ha ocurrido un choque en la economía, que como quedó claro este año, hace relativamente más difícil la lectura de los movimientos del Emisor.

- Además, conviene resaltar que, fuera de lo ocurrido en 2020, desde 2009 la tendencia del indicador de sorpresas monetarias ha sido descendiente. De hecho, el punto más bajo se consolidó entre 2018 y 2019, que fue un periodo en el que se redujo el número de reuniones en las que se decide sobre tasa de interés de 12 a 8 al año (y que se retomará en 2021, según lo comunicado hoy por el Emisor), pero uno en el que se observó cerca de la mitad de los cambios que ha tenido la junta desde el 2004.

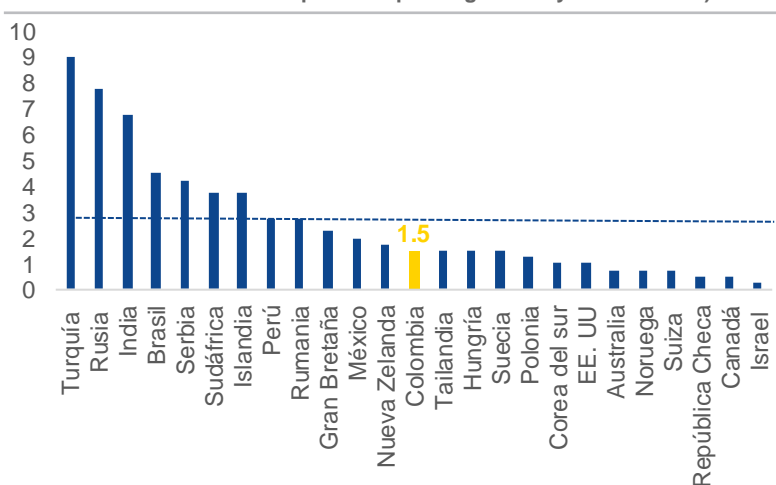
La conducción de la política monetaria en el país es técnica e independiente

- **Para identificar por qué no hay una relación contundente entre los cambios en la composición de la JDBR y los movimientos no esperados en la tasa de interés, analizamos en mayor detalle qué tan ortodoxo es el BanRep frente a los bancos centrales en otras geografías.** Para ello, formulamos una aproximación a qué tan independiente es la conducción en la política monetaria. En particular, construimos un indicador de “ortodoxia monetaria”, definido como la diferencia entre la tasa de interés observada y aquella predicha por una *regla de Taylor*, según la cuál los movimientos de la tasa de interés están determinados por la inflación y la brecha del producto.
- **Para para poder realizar un contraste amplio, calculamos el indicador de ortodoxia sobre una muestra de 25 países.** En este conjunto se incluyeron tanto economías desarrolladas como emergentes que conducen su política monetaria bajo el esquema de inflación objetivo. Para cada país, se obtuvieron las cifras de inflación, meta de inflación, tasa de política monetaria y PIB. Sobre esta última serie se aplicó la metodología propuesta por Julio (2011) para calcular la brecha del producto. Finalmente, para la construcción del índice, se

realizaron estimaciones móviles de la *regla de Taylor*, iniciando con el periodo 1T03-1T15 y culminando con la muestra 1T03-4T19. A partir de este ejercicio, se calculó el indicador de ortodoxia como la desviación de la tasa repo observada y aquella predicha por la estimación de *regla de Taylor*, entre 1 y 8 trimestres adelante, para el periodo 2T15-4T19. De este modo, asociamos los valores más elevados del indicador con países menos ortodoxos (que se desvían más de la regla, o son más discrecionales), y los valores más bajos con los países que conducen la política monetaria de forma más técnica.

- **Los resultados, que se ilustran en el gráfico inferior, muestran que la conducción de la política monetaria en Colombia es ortodoxa.** En efecto, el registro del indicador para el país es de 1,5%, inferior al promedio de la muestra (3%). El registro contrasta notoriamente con lo observado, por ejemplo, en Turquía (9%), cuyas debilidades institucionales en el manejo de la tasa de interés son claras. Por otra parte, en el contraste regional el país queda un una posición igualmente favorable: Brasil (4,5%), Perú (2,8%) y México (2%) presentan desvíos frente a lo dictaminado por un *regla de Taylor*, en promedio, superiores.

Gráfico 7. Indicador de ortodoxia monetaria (desvío, en pps, de la tasa repo observada frente a la predicha por Regla de Taylor 2015-2019)



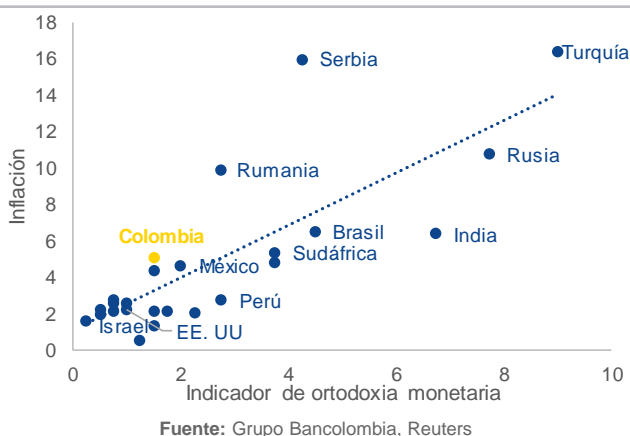
Fuente: Grupo Bancolombia, Reuters, FMI, bancos centrales

La conducción de la política monetaria en el país es técnica e independiente

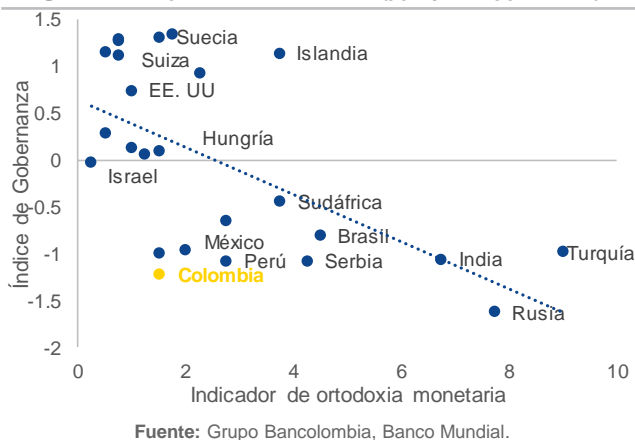
- Por último, para determinar la relevancia del indicador de ortodoxia monetaria y ver su utilidad, lo contrastamos con la inflación promedio de cada país y con el índice de gobernanza extraído del Banco Mundial. Para el primer caso, encontramos una asociación importante: los países con mayor inflación son aquellos menos ortodoxos (que tienen mayores desvíos frente a la regla de política, es decir, un indicador mayor). Tal es el caso de Turquía y Rusia, por ejemplo. En el caso de Colombia, tanto la inflación como el indicador de ortodoxia son bajos, aunque el comportamiento de los precios es levemente superior al predicho según el nivel de tecnicismo del BanRep, algo que posiblemente está explicado por la influencia de los choques transitorios de la inflación de alimentos y de la depreciación del tipo de cambio sobre la inflación total local. Así pues, esta relación pone de manifiesto las ganancias, en términos del control de la inflación, de un marco independiente y técnico en el manejo de la política monetaria, tal como lo ostenta Colombia.

- Por otra parte, encontramos que los países menos ortodoxos en la conducción de la política monetaria son aquellos que tiene un ambiente institucional más débil. Cuando agrupamos los indicadores de gobernanza del Banco Mundial, que tienen en cuenta diferentes dimensiones de la institucionalidad de un país como la estabilidad política, la corrupción, la calidad regulatoria, y la eficiencia del Gobierno, entre otros, y lo comparamos con el indicador de ortodoxia, encontramos una relación negativa. Aunque la asociación es menos clara que con el caso de la inflación, se destaca, por ejemplo, cómo Suiza y Estados Unidos comparten la característica de tener mejor manejo institucional y también ser más ortodoxos en el frente monetario, y también el caso opuesto de Turquía. Lo interesante de este ejercicio es que muestra que para Colombia la ortodoxia monetaria es mucho mayor que la implícita por el nivel de gobernanza. Esta es otra muestra entonces de una de las fortalezas más importantes con las que cuenta el país en el marco de la política económica: la independencia del Banco de la República, que es una característica que permanecerá vigente y en la que no consideramos que el cambio en la JDBR tenga repercusiones desfavorables.

Gráfica 8. Indicador de ortodoxia monetaria e inflación promedio 2000-2018 (pps y var. pps anual)



Gráfica 9. Indicador de ortodoxia monetaria e índice de gobernanza promedio 2000-2018 (pps y var. pps anual)



Consideraciones finales

- **La JDBR se enfrentó a un reto histórico para la conducción de la política monetaria, pero actuó de forma decidida.** Hoy mantuvo inalterada la tasa de intervención en 1,75%, que es de momento el escenario que esperamos prevalezca con mayor probabilidad hasta el 3T21. Sin embargo, la composición en la votación de hoy confirmó lo que los análisis tradicionales sobre los determinantes de la tasa repo sugerían: la discusión sobre la posibilidad de profundizar estímulo monetario en 2021 no está descartada.
- **Si se profundiza la postura de política con recortes adicionales, por cuánto tiempo prolongar la fase de**

estabilidad y qué tan rápido normalizar la postura de política serán interrogantes que serán ponderados por una JDBR con tres miembros nuevos y un nuevo liderazgo. Argumentamos que tal evento no comprometerá una de las fortalezas más grandes con la que cuenta el país en el manejo de su política económica: la independencia de su banco central.

Referencias:

Julio, J. (2011). "Output Gap and Data Revisions". Borradores de Economía, núm. 642. Banco de la República de Colombia.

