

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

116

Diciembre de 2011



Editorial: Algunas reflexiones sobre política monetaria

Actualidad: Algunas consideraciones en torno al incremento del salario mínimo

Indicadores económicos

FEDESARROLLO

Calle 78 No. 9-91

Tel.: 325 97 77

Fax: 325 97 70

A.A.: 75074

<http://www.fedesarrollo.org.co>

Bogotá, D.C., Colombia

DIRECTOR EJECUTIVO

Roberto Steiner

TENDENCIA ECONÓMICA

Editor

Roberto Steiner

INVESTIGADORES

Alex Cañas

María Alejandra Peláez

Julio César Vaca

DISEÑO Y DIAGRAMACIÓN

Consuelo Lozano | Formas Finales Ltda | formas.finales@gmail.com

IMPRESIÓN

La Imprenta Editores S.A.

Calle 77 No. 27A-39

laimprenta@etb.net.co

Bogotá, D.C.

Impresa y hecha en Colombia

Printed and made in Colombia

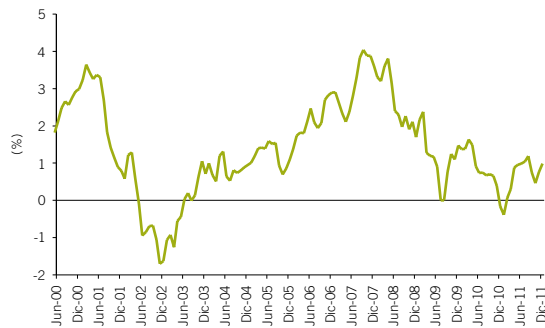
Algunas reflexiones sobre política monetaria

En el periodo 2006-2007 la evolución de la economía colombiana fue muy favorable. Con tasas de crecimiento superiores a 5,5%, en mayo de 2006 comenzó el ciclo alcista de la tasa de intervención. Luego de sucesivos incrementos mensuales de 25pbs en el segundo semestre, la tasa cerró 2006 en 7,5% y la inflación se ubicó en 4,5%, cumpliendo así con la meta estipulada por el Banco de la República. La fase contraccionista de la política monetaria continuó durante 2007 y la tasa de interés de intervención alcanzó su nivel más alto, 10%, en julio de 2008 (Gráfico 1). En la segunda mitad de 2008 se vivía una coyuntura de alta volatilidad en los mercados internacionales. Tras la caída de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, se reversó la postura de la política monetaria en Colombia, llevando la tasa de intervención del banco central a 3,5% al finalizar 2009 y a su nivel mínimo de 3% en mayo de 2010. Este relajamiento de la política monetaria fue un factor determinante para que, no obstante la contracción de casi 1% en la economía global, la actividad económica en Colombia lograra expandirse 1,5%.

El 2010 fue un año recuperación, con la economía colombiana expandiéndose 4,3% y la inflación alcanzando 3,2%. Si bien dicho nivel se ubicaba dentro del rango meta de 2 a 4%, resultaba evidente que el comportamiento de la demanda interna --el consumo de los hogares crecía al 5% y la formación bruta de capital fijo por encima del 8%-- apuntaba a que la tasa de interés de intervención (que en términos reales se ubicó en -0,2% en diciembre de 2010) era a todas luces baja. Así las cosas, en febrero del año pasado se dio inicio a un proceso de “normalización”, con aumentos en la tasa de intervención de 25pbs entre febrero y julio de 2011, alcanzando 4,5% ese mes. Tal proceso se vio interrumpido a principios de agosto cuando la situación externa se volvió altamente incierta tanto por los acontecimientos en Estados Unidos (en particular, la reducción en la calificación de la deuda por parte de Standard & Poor's) como por la profundización de la crisis fiscal en Europa, propagándose desde los países periféricos hacia España, Francia e Italia. El Banco de la República se vio enfrentado a una situación particular: una dinámica interna que aconsejaba mayor restricción monetaria y unas condiciones externas que apuntaban en sentido contrario.



Gráfico 1
TASA DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN REAL



Nota: La tasa de interés real se calculó como $TIR = [(1 + \text{tasa de intervención nominal}) / (1 + \text{inflación 12 meses})] - 1$.

Fuente: Banco de la República. DANE-Cálculos Fedesarrollo.

En noviembre de 2011 la Junta Directiva del Banco de la República aumentó la tasa de interés 25bs hasta 4,75%, seguramente en respuesta al aumento de la inflación en octubre, mes en el que se registró un incremento anual en el nivel de precios de 4,02%, incumpliendo la meta por primera vez en 2 años. En diciembre la JDBR optó una vez más por pausar, la decisión esperada por la mayoría de analistas. En efecto, de acuerdo a la Encuesta de Opinión Financiera de la BVC y Fedesarrollo de diciembre, 77% de los encuestados consideró que la tasa de intervención cerraría 2011 en 4,75% mientras el restante 23% opinó que ésta alcanzaría 5%.

Aunque la economía global continúa caracterizada por una gran incertidumbre y 2012 apunta a ser un año de bajo crecimiento en Estados Unidos y posiblemente una leve recesión en Europa, diversos indicadores de la actividad doméstica sugieren que en Colombia la tasa de crecimiento de 2011 podría haber sido de 5,7% y que una cifra ligeramente inferior a 5% para 2012 es bien plausible. Ante esta disyuntiva, ¿Cómo se vislumbra la política

monetaria en los meses venideros? Bajo el esquema de Inflación Objetivo con tasa de cambio flexible imperante desde fines de 1999, el banco central opera con una “regla de Taylor” donde, en teoría, la tasa de interés depende de (i) la brecha del producto, (ii) las expectativas de inflación y (iii) la diferencia entre la inflación observada y la meta. En la práctica, también pueden jugar un papel (iv) la tasa de cambio, (v) la dinámica del crédito, (vi) los precios de los activos (p.ej. la bolsa de valores o la finca raíz) y (vii) la evolución de los salarios (ver artículo de Actualidad más adelante).

La brecha del producto es la diferencia porcentual entre el nivel del PIB observado y el nivel del PIB potencial: Su estimación (cualquiera sea la técnica utilizada para ello)¹ es clave para dar luces sobre posibles presiones inflacionarias provenientes de la demanda. Es factible que incluso si el crecimiento esperado del PIB no es superior al mejor estimativo de crecimiento potencial, la brecha del producto (en niveles) resulte positiva. Tal sería el caso si se viene de una situación en que elevadas tasas de crecimiento habían permitido alcanzar el producto de tendencia de largo plazo. El Banco de la República en su informe de inflación de septiembre de 2011 había indicado que la brecha del producto habría entrado en terreno positivo desde el segundo trimestre del año y señalaba que la misma continuaría ampliándose en la segunda mitad de 2011 y en el 2012. Por lo tanto, incluso si el crecimiento esperado para 2012 (4,7%) es apenas superior a lo que usualmente se ha creído que es la tasa de crecimiento potencial (entre 4 y 4,5%), es perfectamente factible que la brecha del producto continúe ampliándose en 2012.

El banco central tiene una meta de inflación entre 2 y 4%, tanto para 2012 como para el mediano y largo plazo. Ofrece bastante tranquilidad saber que las expectativas de

¹ Torres, J.L. (2007). “Estimación de la Brecha del Producto en Colombia”, Borradores de Economía No. 462.

inflación están bien ancladas. Así por ejemplo, de acuerdo a la encuesta del Banco de la República de enero de 2012, las expectativas de inflación para fin de año se ubican en 3,55%. Cálculos de Fedesarrollo a partir de comparar el rendimiento de diferentes instrumentos financieros señalan expectativas de inflación de 3,82% para el mediano y de 3,83% para el largo plazo².

En cuanto a desviaciones de la inflación observada respecto de la meta, se destaca que en diciembre de 2011 la inflación fue de 3,73%, dentro del rango meta de 2 a 4%. Es interesante destacar que en dicho mes la inflación de alimentos fue de 5,27%, desarrollo que contribuyó a que la inflación total se ubicara en la parte alta del rango meta. En tanto la inflación de alimentos depende en gran medida de fenómenos de oferta, es poco o nada lo que se debe hacer en términos de política monetaria para contrarrestar dicho fenómeno.

En lo referente a la tasa de cambio, se destaca su reciente volatilidad. Mientras que entre el 18 de agosto y el 5 de octubre de 2011 el peso se depreció 11,6%, entre el 20 de diciembre y el 24 de enero de 2012 nuestra moneda se ha apreciado cerca de 6,6%. Evidentemente, un peso fuerte habrá de mermar la inflación asociada a los bienes transables. Además, con una tasa de cambio bordeando los \$1800 pesos por dólar, un importante factor a ser tenido en cuenta por el banco central tiene que ver con que aumentos en la tasa de interés de intervención pueden estimular la entrada de capitales y ello puede fortalecer aun más el peso.

De otra parte, de acuerdo a cifras de la Superfinanciera a noviembre de 2011, el crédito continúa siendo bastante

dinámico. En particular, el de consumo sigue creciendo a tasas reales superiores al 20%. Si bien los indicadores de calidad de la cartera siguen siendo buenos, no cabe duda que observar durante un largo período de tiempo crecimientos del crédito, y particularmente del crédito de consumo, muy superiores al crecimiento de la economía constituye un factor de preocupación tanto para el banco central como para el supervisor.

Finalmente, se reciben señales encontradas en lo referente al precio de activos vinculados a las acciones de política monetaria. Así por ejemplo, mientras en 2011 el IGBC se contrajo 18,3% (y la relación entre el precio de las acciones y las ganancias de las empresas disminuyó de 27,6 en diciembre de 2010 a 14,8 en diciembre de 2011), se continúan observando aumentos importantes en el precio de la vivienda. Es así como en diciembre el DANE reveló que el Índice de Precios de Vivienda Nueva se incrementó a un ritmo anual de 9,1% durante el tercer trimestre de 2011.

Este recuento refleja el complejo dilema que enfrenta el Banco de la República, tanto así que según los resultados de la EOF BVC-Fedesarrollo del mes de enero de 2012 un 54,8% de los administradores de portafolio considera que en su reunión de fin de enero el Banco de la República debe mantener inalterada en su nivel actual de 4,75% y 35,7% opina que debe haber un incremento de 25pbs. Mientras que una brecha del producto positiva, un crecimiento acelerado del crédito, unos incrementos importantes en el precio de la vivienda nueva y un aumento del salario mínimo muy por encima de la inflación son factores que apuntan hacia aumentos en la tasa de interés, la inflación se encuentra dentro del rango meta,

² La inflación implícita de mediano plazo se calculó como la diferencia entre el rendimiento del TES tasa fija de abril de 2013 y el del TES UVR de marzo de 2013; la inflación implícita de largo plazo se calculó como la diferencia entre el rendimiento del TES tasa fija de julio de 2024 y el del TES UVR de febrero de 2023.

las expectativas de inflación están bien ancladas, el peso se ha fortalecido y la situación externa continúa siendo altamente incierta. Este delicado balance de factores que se contraponen sugiere que probablemente el banco

central mantendrá su tasa de interés estable hasta tanto no se cuente con evidencia más contundente de que es necesario alinear un poco más la tasa de interés real con una brecha del producto que se ha venido expandiendo.

Algunas consideraciones en torno al incremento del salario mínimo

El pasado mes de diciembre el país recibió la noticia que por primera vez en cinco años la Comisión Permanente de Concertación de Políticas Salariales y Laborales había logrado llegar a un acuerdo respecto al porcentaje de aumento del salario mínimo (SM). Empresarios, trabajadores y gobierno acordaron que el SM que regiría para 2012 sería 5,8% superior al del año anterior, pasando de \$535.600 a \$566.700 mensuales. Asimismo se decidió que el subsidio mensual de transporte subiría 6,6%, aumentando de \$63.600 a \$67.800. El incremento del SM para 2012 supera en 2 puntos porcentuales el aumento registrado en el IPC durante 2011.

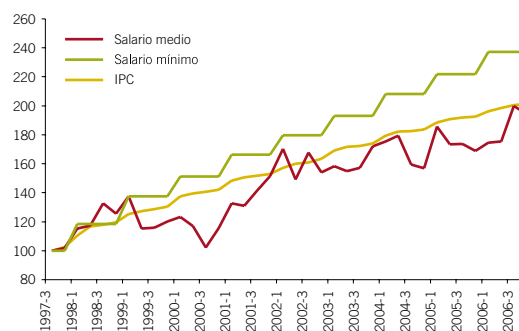
La existencia del salario mínimo (SM) en Colombia se remonta a 1945. Según lo dispuesto en el artículo 8 de la Ley 278 de 1996, el SM es fijado por una Comisión Permanente de Concertación de Políticas Salariales y Laborales, constituida por representantes del gobierno, los sindicatos y los empresarios. Esta comisión debe decidir el aumento del SM para el año siguiente a más tardar el 15 de diciembre. Si no es posible llegar a un acuerdo, es deber del gobierno decretar el incremento antes del 30 de diciembre. Para la determinación del SM se debe tener en cuenta la variación del Índice de Precios al Consumidor del año que termina, la meta de inflación fijada por la Junta Directiva del Banco de la República para el siguiente año y la productividad acordada por la comisión tripartita. De cualquier manera, tal y como lo dispuso la Corte Constitucional por medio de las sentencias C-815 de 1999 y C-1433 del 2000, el incremento del SM en ningún caso puede ser inferior a la inflación del año anterior.

Desde el 2000 la comisión sólo ha logrado llegar a un acuerdo en cuatro oportunidades, conllevando a que

en la mayoría de ocasiones sea el gobierno, mediante decreto, quien decida el aumento. Existe una diferencia no despreciable en el incremento del SM cuando se logra de manera concertada y cuando éste es decretado por el gobierno. Cuando el gobierno ha decretado el SM éste ha aumentado en promedio 0,9% por encima de la inflación del año anterior. En cambio, cuando el aumento ha sido concertado, éste ha superado la inflación del año precedente en promedio en 1,7%. La diferencia entre estos dos porcentajes es, por así decirlo, el “costo promedio de la concertación”.

Como se puede observar en el Gráfico 1, durante el periodo 1997-2006 el salario medio en Colombia aumentó menos que la inflación mientras que el SM se incrementó cerca de 36pps por encima de ésta. Este incremento en el SM real no siempre ha estado respaldado en incrementos en la productividad laboral. En consecuencia, una proporción importante de los trabajadores, 35% de la fuerza de trabajo urbana en 2008, labora de manera informal y devenga un salario inferior al mínimo, situación que con seguridad es más apremiante en las zonas rurales. Más allá del evidente beneficio que representa para quienes

Gráfico 1
SALARIO MEDIO, SALARIO MÍNIMO E IPC
(1997 = 100)



Fuente: Santa María et ál (2008).

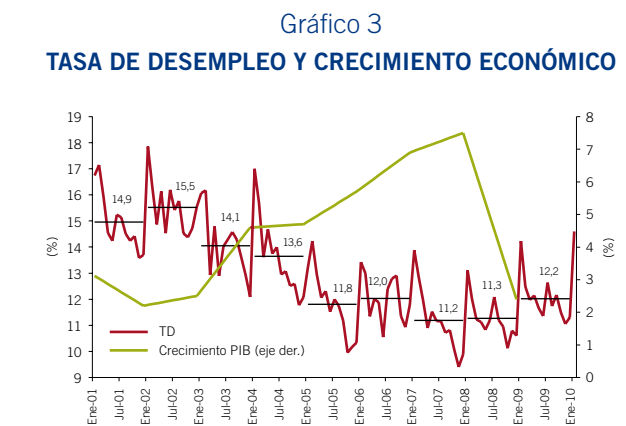
ganan el SM o para quienes el aumento de su remuneración está atado al aumento del SM, incrementar el SM por encima de la inflación puede tener varios efectos no deseados sobre las finanzas públicas, el régimen pensional, las expectativas de inflación y, por encima de todo, sobre las tasas de desempleo e informalidad, que en Colombia suelen ser las más elevadas de la región.

La evolución del SM ha determinado que Colombia tenga el segundo SM más elevado de América Latina en relación con el PIB per cápita, superado solamente por Nicaragua¹ (Gráfico 2). Mientras que el SM representaba un 36% del salario medio en 1996, en 2006 esta proporción ya alcanzaba 54%. Dicho aumento tiene efectos adversos sobre el mercado laboral, en especial sobre el desempleo y la informalidad. Si bien en estos momentos gozamos de una tasa de desempleo baja para los estándares colombianos (9,2% en noviembre de 2011), ésta resulta ser elevada al compararla con los patrones internacionales. El hecho de que el desempleo se mantenga elevado incluso en períodos de favorable crecimiento económico sugiere que, sin duda alguna, se trata de un fenómeno de carácter estructural (Gráfico 3).

No es de sorprender que la literatura especializada resalte el efecto adverso que esta evolución del SM ha tenido sobre la distribución del ingreso. Así por ejemplo, López (2010) encontró que entre 1995 y 2006 el SM aumentó 22,4% en términos reales, incremento que al no responder a la evolución de la productividad laboral, afectó la generación de empleo formal para los más pobres. Este estudio reciente corrobora los hallazgos de Pinzón et al. (2006) quienes habían encontrado que aumentos en el SM no afectan los ingresos de personas en los primeros deciles de la distribución del ingreso pero sí influyen po-



Fuente: Organización Internacional del Trabajo (2006). FMI. *World Economic Outlook* (2009).



Fuente: Santa María et ál (2010).

sitiva y significativamente sobre los ingresos de los deciles más altos. Antes por el contrario, aumentos en el SM disminuyen la probabilidad de que los más pobres estén formalmente empleados. Posso (2010), de otra parte, resalta la ineffectividad de elevar el SM como mecanismo para reducir la pobreza y la desigualdad. Claramente, aumentos del SM muy por encima de la inflación excluyen a muchos colombianos del mercado laboral formal, condenándolos a trabajar en la informalidad donde, por norma

¹ Fedesarrollo (2010) "Cómo derrotar el desempleo y la informalidad." En: R Steiner y V. Traverso (eds) Colombia 2010-2010: Propuestas de política pública. CAF-Fedesarrollo.

general, ganan menos de un SM y carecen de acceso a la seguridad social.

Otra dimensión de la inequidad que se ve afectada por la política salarial está relacionada con el hecho de que el desempleo y la informalidad son fenómenos particularmente agudos entre los jóvenes y en las zonas rurales. Así por ejemplo, en 2008 la tasa de desempleo para jóvenes entre 16 y 25 años era cercana al 25% mientras que para la población entre 25 y 49 años era de 10%. Asimismo, la informalidad es más alta entre los jóvenes y en el sector rural que entre la población en general. En la medida en que típicamente la productividad de los menores de 25 años y de quienes laboran en el campo es menor que la de los trabajadores urbanos mayores de 25, vale la pena considerar la introducción de un SM diferenciado entre edades y entre el campo y la ciudad. El gobierno ya ha dado algunos pasos en este proceso de diferenciación a través de la Ley de Primer Empleo. Esta disposición le permite a las empresas descontar del impuesto de renta los pagos de parafiscales con el fin de incentivar la contratación de menores de 28 años.

Elevar el SM por encima de la inflación tiene evidentes costos fiscales. Según declaraciones del Ministro de Hacienda, un aumento del SM de 1 pps por encima de la inflación tiene un costo fiscal cercano a los \$600.000 millones. De acuerdo a este estimativo, el aumento recientemente concertado para 2012 tendría un costo cercano a los \$1,2 billones. Vale la pena aclarar que ello sucede en el contexto de una favorable evolución del recaudo tributario, el cual se incrementó en cerca de \$11 billones en 2011, monto con el cual se podrá cubrir este aumento salarial sin que se deterioren las cuentas del gobierno para el año 2012. De cualquier manera, no sería prudente apostar a que

todos los años se dará un comportamiento sobresaliente del recaudo tributario.

Un aspecto que generalmente no atrae la debida atención es el impacto de aumentos en el SM sobre diversas dimensiones del tema pensional. Recuérdese que el artículo 35 de la Ley 100 de 1993 estableció que el monto mínimo de la pensión de vejez no puede ser inferior al valor del SM. Por supuesto, aumentos en el SM que no consulten la verdadera evolución de la productividad laboral tendrán efectos importantes sobre el costo de las pensiones otorgadas tanto por el régimen de ahorro individual con solidaridad (RAIS) como por el régimen de prima media (RPM). Para aquellas personas vinculadas al RPM es el gobierno quien debe asumir el costo fiscal de este incremento, sin efecto alguno sobre el afiliado. Ello profundiza aun más los ya graves problemas de cobertura y sostenibilidad que caracterizan al sistema. En el caso del RAIS, el requerimiento de capital necesario para lograr una pensión aumenta, afectando a aquellas personas que cotizan sobre 1 y 2 SMLV², obligándolas a cotizar durante un mayor período de tiempo de manera de poder alcanzar el capital requerido. Este efecto es subsanado en parte por la existencia del fondo de garantía de pensión mínima el cual, a diferencia del régimen público, se autofinancia a partir de la cotización solidaria de los afiliados al sistema.

La indexación de las pensiones al SM y el aumento de éste por encima de la inflación acarrea problemas para aquellas personas que quieren pensionarse en el RAIS a través de la modalidad de rentas vitalicias. Si bien en Colombia el negocio de las rentas vitalicias todavía no está muy desarrollado, ha venido tomando importancia a medida que las diferentes cohortes de población afiliadas al RAIS llegan a la edad de pensionarse. Esta modalidad

² Hoy día 75% de los afiliados al RAIS cotizan sobre 2SMLV o menos.

de pensión consiste en que el beneficiario contrata directa e irrevocablemente con la aseguradora de su elección el pago de una renta mensual de por vida. Esta renta debe ser uniforme en términos de poder adquisitivo constante y no puede ser contratada por valores inferiores a la pensión mínima vigente del momento (Art. 81, Ley 100). Al estar indexada al SM y no a la inflación, es deber de la compañía aseguradora asumir cualquier pérdida contra su propio patrimonio. Estos riesgos no son cuantificables con fundamentos probabilísticos ya que las decisiones sobre el SM muchas veces responden a consideraciones políticas y no necesariamente a aspectos técnicos. En virtud a ello, las compañías de seguros son reacias a contratar rentas vitalicias para la gran generalidad de afiliados de bajo ingreso, que son precisamente los que en mayor medida las necesitan.

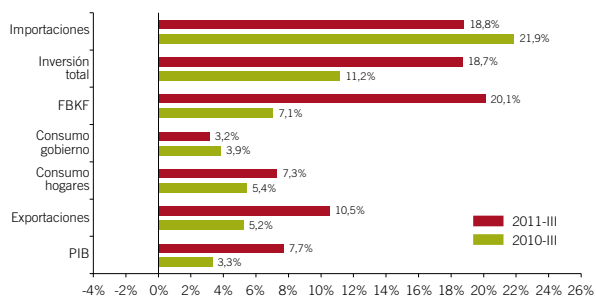
Muchas veces se ha mencionado que los aumentos en el SM presionan la inflación. Aunque ello casi con seguridad es así, en Fedesarrollo consideramos que sugerir prudencia en los aumentos salariales para de esa manera coadyuvar a contener las presiones inflacionarias no es un argumento particularmente sólido. Contener las presiones inflacionarias es una responsabilidad del Banco de la República, que en esa tarea debe tomar como un insumo para la toma de sus decisiones la política salarial. Evidentemente, habrá situaciones en que lo decidido en términos salariales no resulte plenamente consistente con la meta de inflación establecida por el banco central, dificultándole a éste su tarea y, en ocasiones, obligándolo a adoptar una política monetaria más contraccionista de la que sería necesaria en un escenario de menor aumento de salarios. No descartamos que la reciente decisión de aumentar el salario mínimo en 5,7% -valga decir, 2 puntos porcentuales por encima de la inflación de 2011 y 2,7

puntos porcentuales por encima del punto medio del rango meta de inflación para 2012- obligue al Banco de la República a incrementar su tasas de interés de intervención más pronto y de manera más pronunciada de lo que se hubiese requerido con un aumento más moderado del SM.

Bibliografía

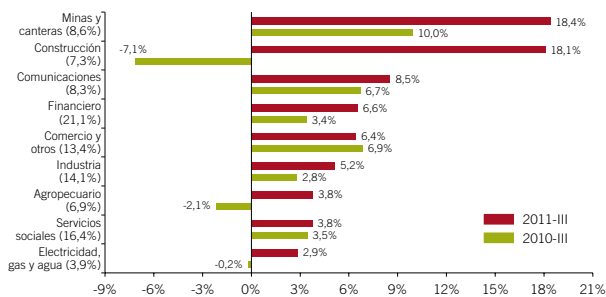
- Arango, C. y Pachón A. (2004). "Minimum Wages in Colombia: Holding the middle with a Bite on the Poor", *Borradores de Economía*, Banco de la República, No. 280.
- Fedesarrollo (2010) "Cómo derrotar el desempleo y al informalidad." En: R Steiner y V. Traverso (eds) *Colombia 2010-2014: Propuestas de política pública*. CAF-Fedesarrollo.
- Hernández, G y Pinzón, E. (2006). "El efecto del salario mínimo sobre el empleo y los salarios", Departamento Nacional de Planeación, *Archivos de Economía*, No. 316.
- Lopez, H. Lasso, F. (2010). "Salario mínimo, salario medio y empleo asalariado privado en Colombia". *Borradores de Economía* No. 484, Banco de la Republica.
- Posso, C (2010) "Incrementos del Salario Mínimo Legal: un Análisis de los Costos y Beneficios sobre los Hogares colombianos en el año 2006". *Borradores de Economía* No. 595, Banco de la Republica.
- Santa María, M. García, F. y Mujica, A. (2008). Los costos no salariales y el mercado laboral: impacto de la reforma a la salud en Colombia. Capítulo 5. Premio Germán Botero de los Ríos 2008.

**PIB DEMANDA
(CRECIMIENTO ANUAL)**



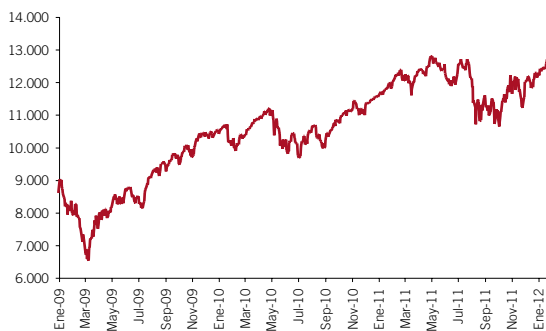
Fuente: DANE.

**PIB OFERTA
(CRECIMIENTO ANUAL)**



Fuente: DANE.

DOW JONES INDUSTRIAL



Fuente: Bloomberg.

IGBC

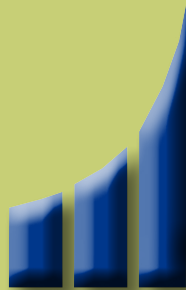


Fuente: Bloomberg.

**PROYECCIONES PIB COLOMBIA
(CRECIMIENTO REAL ANUAL, %)**

Institución	Proyección PIB (%)	
	2011	2012
Fedesarrollo	5,7	4,7
Consensus (promedio)	5,2	4,7
Más alto	5,7	6,0
Más bajo	4,7	3,6

Fuente: *Latin Focus Consensus Forecast*, diciembre.



FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social