

La política monetaria reciente

Carlos Esteban Posada¹. Liz Jeanneth Londoño-Sierra².

I. Introducción

¿Cómo fue la dinámica de la economía colombiana antes de la pandemia? ¿Cuáles fueron sus factores determinantes? La literatura al respecto es grande, e incluye análisis e informes de alto nivel ejecutados por académicos, consultores, gremios y bancos acerca de las tendencias de la economía y sus diversas coyunturas a lo largo de los últimos 20 años. Este escrito ofrece unas respuestas basadas en descripciones sencillas y en unas pocas hipótesis ilustradas con datos. El enfoque que utilizamos a lo largo de este informe sobre la política monetaria ejecutada a raíz de la presencia en Colombia de la pandemia y de los decretos gubernamentales sobre confinamiento y cierre de empresas es macroeconómico. Esto significa que no nos detendremos a examinar sus posibles impactos microeconómicos, sectoriales o sobre diversos grupos poblacionales. Somos conscientes de que la política monetaria ha tenido beneficiarios, unos más, otros menos, entre diversos grupos sociales, sectores y empresas. Pero el objetivo de este escrito es hacer una primera evaluación de sus resultados macroeconómicos.

El origen del cambio negativo coyuntural puede ubicarse entre fines de febrero y principios de marzo del presente año. Fue un choque de oferta: ante los primeros síntomas de la pandemia en Colombia, y ante el cierre de fronteras en las principales economías, el gobierno colombiano procedió a cerrar las nuestras y al

¹ Profesor; Escuela de Economía y Finanzas; Universidad EAFIT. Dirección: cposad25@eafit.edu.co.

² Estudiante del Doctorado en Economía y profesora; Escuela de Economía y Finanzas; Universidad EAFIT. Dirección: llondo11@eafit.edu.co.

INFORME ESPECIAL

ANÁLISIS DE COYUNTURA

■ ■ ■

enclaustramiento. Con ello se indujo una caída enorme de la producción (bienes y servicios) en las ciudades y, en consecuencia, se generó una reducción de la demanda.

Lo anterior es bien sabido. Pero aún no sabemos lo que ha pasado con la brecha del PIB (la diferencia entre el PIB efectivo y el PIB potencial) en vista de que no es fácil estimar la reducción de la verdadera oferta de fuerza laboral ni de las productividades de los factores productivos ni de la llamada productividad multifactorial. Con todo, si parece posible afirmar que las magnitudes de demanda agregada por el PIB y de oferta agregada de éste (para cada nivel de la relación entre los niveles generales de precios y salarios) se han contraído.

Eso ayuda a entender que, desde el punto de vista macroeconómico, la política monetaria anti-depresión puede tener alguna eficiencia, pero también tiene límites: un límite asociado al hecho de que se acentuaron las restricciones por el lado de la oferta, y apenas en junio estas se empezaron a atenuar. Además, la economía es abierta, y esto, como veremos, también ha implicado nuevas restricciones y limitaciones para la política monetaria y sus efectos.

II. El Comportamiento de algunas principales variables externas e internas

Algunas variables externas parecen de especial importancia para evaluar la política monetaria colombiana en la coyuntura colombiana dominada por la pandemia. El cuadro 1 las presenta con sus niveles y variaciones.

INFORME ESPECIAL

ANÁLISIS DE COYUNTURA

■ ■ ■

Cuadro 1. Variables externas: niveles y variaciones

Fecha	Valor del dólar WSJ\$Index	Variación mensual	Precio del petróleo crudo Brent (Futuros) (USD/barril)	Variación mensual	Tasa externa de interés (US Yr. 10)	Variación mensual	Índice de precios de acciones S&P500	Variación mensual
3 de marzo	90,89		51,86		0,997%		3003,37	
3 de abril	95,08	4,61%	34,11	-34,23%	0,596%	-40,22%	2488,65	-17,14%
3 de mayo	93,34	-1,83%	26,44	-22,49%	0,616%	3,36%	2830,71	13,74%
3 de junio	91,50	-1,97%	39,79	50,49%	0,745%	20,94%	3122,87	10,32%
3 de julio	91,34	-0,17%	42,8	7,56%	0,673%	-9,66%	3130,01	0,23%
3 de agosto	88,85	-2,73%	44,15	3,15%	0,559%	-16,94%	3294,61	5,26%
Variación acumulada		-2,24%		-14,87%		-43,93%		9,70%

Fuente: The Wall Street Journal

La primera columna muestra un índice del valor relativo del dólar frente a una canasta de las otras principales monedas del mundo. En marzo se apreció el dólar y posteriormente se ha depreciado. El precio del petróleo se desplomó en marzo y abril, pero después ha mostrado una recuperación parcial. El indicador escogido de tasa de interés externa es la de rendimiento en el mercado de los títulos de la deuda pública federal con vencimiento a 10 años (US year.10); esta tasa cayó inicialmente y luego ha mostrado oscilaciones alrededor de una media relativamente baja. Finalmente, los precios de las acciones en la bolsa de Nueva York (en el cuadro: el índice S & P 500) tuvieron una caída fuerte en marzo, pero luego han mostrado una tendencia casi ininterrumpida a la recuperación en vista de varias oleadas de expectativas optimistas sobre el futuro crecimiento de las economías mundial y de Estados Unidos y de una política monetaria estadounidense que se hizo aún más laxa después de la aparición de la pandemia allí.

El cuadro 2 presenta los niveles iniciales y las evoluciones de algunas variables internas o específicas de Colombia.

Cuadro 2. Variables internas o correspondientes a Colombia: niveles y variaciones

INFORME ESPECIAL

ANÁLISIS DE COYUNTURA

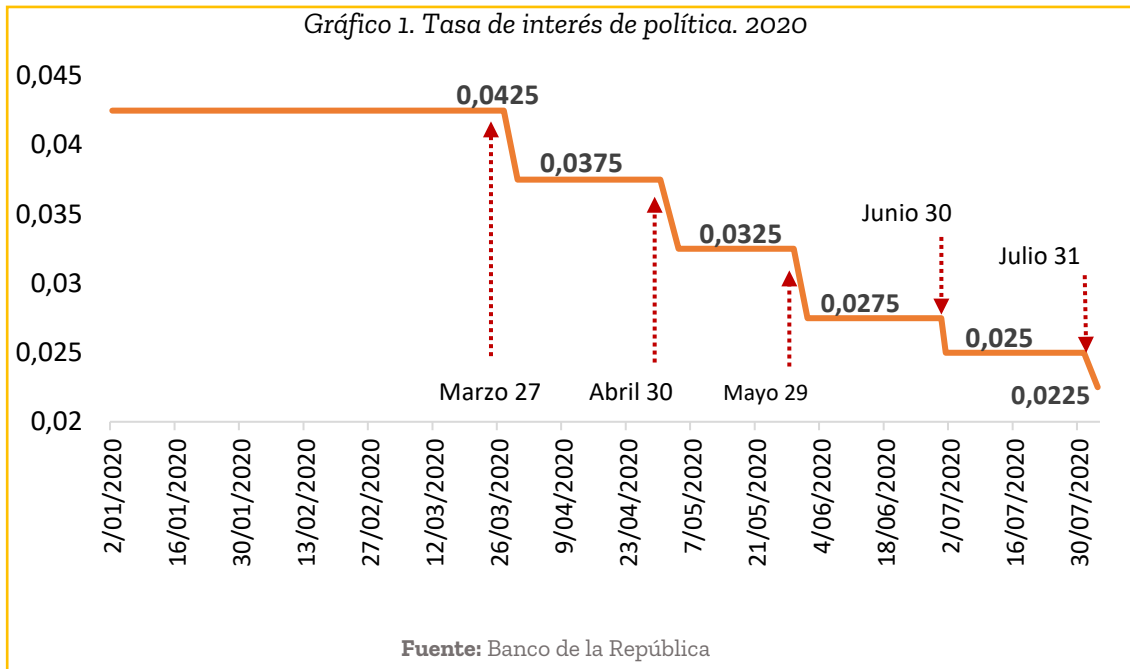
■ ■ ■

Fecha*	Prima de riesgo EMBIG-Colombia (%)	Variación mensual	Tasa nominal de cambio TRM	Variación mensual	1/TRM	Variación mensual	Índice de precios de acciones Colcap	Variación mensual
3 de marzo	200		3455,56		0,0002894		1512,61	
3 de abril	417	108,50%	4008,78	16,01%	0,0002495	-13,80%	1127,55	-25,46%
3 de mayo	392	-6,00%	3932,72	-1,90%	0,0002543	1,93%	1142,04	1,29%
3 de junio	266	-32,14%	3588,89	-8,74%	0,0002786	9,58%	1158,05	1,40%
3 de julio	279	4,89%	3645,90	1,59%	0,0002743	-1,56%	1125,26	-2,83%
3 de agosto	263	-5,73%	3768,39	3,36%	0,0002654	-3,25%	1133,10	0,70%
Variación acumulada		31,50%		9,05%		-8,30%		-25,09%

* Día 4 para la TRM

Fuentes: Banco de la República; Bloomberg; Banco Central de Reserva del Perú

Las cifras de los cuadros 1 y 2 nos servirán como punto de partida para la evaluación de la política monetaria colombiana, una vez presentada la serie de las medidas adoptadas por la autoridad monetaria (la Junta Directiva del Banco de la República). Por lo pronto, vale la pena mencionar que, con la caída del precio del petróleo y el inicio de la pandemia en Colombia, las primas de riesgo ("spread") incluidas en las tasas de interés sobre los créditos externos a Colombia aumentaron, dando origen a una pequeña y corta crisis financiera. Estos tres factores y la primera reducción de la tasa de interés de política del Banco de la República (el 27 de marzo; ver Gráfico 1) generaron la fuerte depreciación del peso (su valor frente al dólar es el inverso de la tasa representativa del mercado: 1/TRM): 13,8% entre el 3 de marzo y el 3 de abril. Puesto que el dólar aumentó su valor frente a las principales monedas del mundo 4,61% en ese mismo período, se puede deducir que la diferencia entre 13,8% y 4,61%, 9,19%, correspondió al efecto conjunto de la reducción del precio del petróleo, los temores sobre los efectos económicos de la pandemia (el mayor spread de riesgo fue causado por estos dos factores) y la postura expansiva de la política monetaria.



En los días inmediatamente posteriores al 20 de abril se produjo "experimento natural": empezó la recuperación del precio del petróleo, se inició la caída en el valor del dólar frente a las demás monedas importantes y se observó la reducción paulatina de las primas de riesgo sobre la deuda externa colombiana. Pero todo esto no llevó a la apreciación del peso que se habría podido prever (permaneciendo lo demás constante); la moneda colombiana siguió perdiendo valor frente al dólar. ¿Qué pasó? Solo se nos ocurre una explicación coherente con tal experimento: la postura de política monetaria colombiana se hizo aún más expansiva: la autoridad monetaria continuó reduciendo la tasa de interés de política y aumentando su oferta de fondos prestables. Esto fue alimentando los incentivos y las posibilidades de aumentos de la demanda neta de dólares y el consecuente incremento del precio del dólar en pesos colombianos.

III. La reacción de la autoridad monetaria: las principales medidas de política

Desde principios de marzo, y a raíz de la crisis financiera (corta y relativamente moderada) desatada por la llegada de la pandemia a Colombia (crisis que podemos

INFORME ESPECIAL

ANÁLISIS DE COYUNTURA

■ ■ ■

situar entre el 6 y el 27 de marzo; ver Gráfico 2), la autoridad monetaria ha venido adoptando medidas para inyectar liquidez en la economía y abaratar el costo del crédito. Los principales objetivos son:

- **La protección del sistema de pagos.**
- **Preservar la oferta de crédito.**
- **Estabilizar mercados esenciales bajo presión.**
- **Estimular la actividad económica.**

Cuadro 3. Medidas tomadas por la Junta directiva del Banco de la República.

Marzo – agosto 2020

Fecha	Descripción	Detalle
12 de marzo	Adopción de un conjunto de medidas encaminadas a reforzar la liquidez del sistema de pagos, en el contexto de la extrema volatilidad global	<ul style="list-style-type: none"> • Nuevo mecanismo de cobertura cambiaria mediante operaciones <i>forward</i> de cumplimiento financiero (NDF por sus siglas en inglés) • Permitir el uso de papeles de deuda privada calificada • Extensión de acceso a los fondos administrados a operaciones de liquidez overnight y a plazo • Ampliación de cupos de las subastas de liquidez a \$17 billones. \$12 billones repos de deuda pública y \$5 billones de deuda privada
16 de marzo	Se amplía el cupo de repos con títulos de deuda privada	El banco aumentó el cupo de repos contra deuda privada de \$5 a \$8 billones, a plazos entre 7 y 30 días. Así el cupo total de liquidez queda en \$20 millones
18 de marzo	Se refuerzan medidas para asegurar la liquidez de la economía en pesos y dólares	<p>Liquidez en pesos</p> <ul style="list-style-type: none"> • Se amplía el acceso de entidades que tienen acceso a las subastas y a la ventanilla de liquidez con deuda pública del BR • Se autoriza a las entidades aseguradoras a participar en las subastas de repos con títulos de deuda pública y deuda privada • Se extiende el acceso a los fondos administrados a través de sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa y sociedades administradoras de REPOS y a la ventanilla con títulos de deuda pública. • Se extiende el plazo de las operaciones de liquidez con títulos de deuda privada a 90 días y con títulos de deuda pública a 60 días. • Se aumenta el cupo total de operaciones de liquidez de \$20 billones a \$23,5 billones <p>Liquidez en dólares</p> <ul style="list-style-type: none"> • Se subastarán FX Swaps por US\$ 400 millones; el BR los venderá de contado y los comprará a futuro (en 60 días)
Fecha	Descripción	Detalle
23 de marzo	BR inyecta liquidez permanente a la economía realizando compras de títulos de deuda pública y privada	<ul style="list-style-type: none"> • Autoriza a BR para comprar títulos privados emitidos por establecimientos de crédito, con vencimiento menor o igual a tres años. Monto total de las compras: \$10 billones

INFORME ESPECIAL

ANÁLISIS DE COYUNTURA

■ ■ ■

		<ul style="list-style-type: none"> • Autorizar compras en marzo de TES por \$2 billones a través del Sistema Electrónico de Negociación de BR • BR subastará repos con títulos privados por \$500 mil millones los días que no haya subastas de compra en firme de esos títulos • BR mantendrá las subastas diarias de repos con títulos
27 de marzo	BR expande apoyo a la liquidez de la economía en dólares y pesos	<p>Liquidez en pesos</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nueva subasta FX Swaps por \$US 400 millones, en los cuales el BR vende dólares de contado y los compra a futuro (en 60 días) • Se amplía el mecanismo de cobertura cambiaria mediante una nueva subasta de operaciones <i>forward</i> de cumplimiento financiero (NDF) por USD 1000 millones a 30 días <p>Así el saldo de FX Swaps llega hasta USD 800 millones y el de <i>Forwards</i> de cumplimiento financiero llegaría a USD 2000 millones.</p> <p>Liquidez en pesos</p> <ul style="list-style-type: none"> • JDBR autorizó el acceso de los fondos de cesantías a las subastas de compras de títulos privados y a las subastas de repos con títulos privados. <p>Se autoriza al Fondo Nacional del Ahorro para participar en las subastas de repos con títulos públicos y privados.</p>
27 de marzo	La JDBR adoptó medidas adicionales en materias de liquidez y de manera unánime recortó en medio punto porcentual su tasa de interés de intervención a 3,75%	
14 de abril	Se inyecta liquidez permanente a la economía mediante la reducción del encaje y refuerza su intervención en el mercado de deuda pública	<p>BR inyecta liquidez permanente a la economía mediante la reducción del encaje:</p> <ul style="list-style-type: none"> • El requisito de encaje (cuentas corrientes, cuentas de ahorro, etc.) pasa de 11% a 8% • El requisito de encaje (CDT de menos de 18 meses) pasa de 4,5% al 3,5% <p>Autoriza la compra de TES en el mercado secundario hasta por \$2 billones</p>
16 de abril	Inclusión de los títulos de solidaridad en sus operaciones de liquidez	A partir de la fecha se incluyen los títulos de solidaridad como títulos admisibles en sus operaciones de liquidez (repo, compras definitivas y apoyos transitorios de liquidez).
30 de abril	Se redujo en medio punto porcentual su tasa de interés de intervención a 3,25% y se adoptaron medidas adicionales de provisión de la liquidez	<ul style="list-style-type: none"> • Incluir a la financiera de Desarrollo Nacional y a las sociedades titularizadoras para que puedan actuar como agentes colocadoras de OMAS • Flexibilizar el funcionamiento de los apoyos transitorios a la liquidez con BR • Aumentar el monto de cobertura cambiaria realizando una nueva subasta de dólares a través de operaciones <i>forward</i> con cumplimiento financiero por un valor de USD 1000 millones • Renovar las operaciones <i>forward</i> con cumplimiento financiero que vencen antes del 30 de mayo de 2020 • Continuar realizando subastas de <i>FX SWAPS</i> hasta por USD 400 millones
8 de mayo	Compras/ventas de TES, títulos de deuda privada y divisas, y portafolio de TES del BR	<ul style="list-style-type: none"> • En abril 2020 se efectuó compras definitivas en TES B en el mercado por \$837.1 mm. Al finalizar abril, el saldo en TES en poder de BR era de \$19.909,6 mm. • En abril, el BR efectuó compras definitivas de títulos de deuda privada por \$3.408,3 mm <p>En el mercado cambiario, el BR realizó ventas de dólares a futuro mediante contratos <i>forward</i> con cumplimiento financiero (NDF) por UDS 1977,9 millones de los cuales USD 1296,4 millones corresponden a renovación de contratos</p>

INFORME ESPECIAL

ANÁLISIS DE COYUNTURA

■ ■ ■

Fecha	Descripción	Detalle
8 de mayo	Se refuerza el suministro de liquidez y se apoya la provisión de crédito	<ul style="list-style-type: none"> JDBR autorizó al BR para efectuar operaciones transitorias de expansión (Repos) con títulos de cartera por un monto de hasta 6,3 billones. Estos tienen un plazo de 6 meses y pueden acceder a ellos los establecimientos de crédito. La JDBR autorizó acceso de FINAGRO a todas las facilidades de expansión transitoria disponibles. JDBR introdujo cambios a los apoyos transitorios de liquidez.
8 de mayo	Se aumentan las reservas internacionales mediante la compra directa de USD 2000 millones al gobierno nacional	
15 de mayo	Canje de TES del BR con el gobierno	<ul style="list-style-type: none"> El 14 de mayo de 2020 realizó un canje de deuda pública con el gobierno por \$1766 mm (valor nominal) BR entregó TES con vencimientos hasta el año 2021, y recibió TES a más largo plazo.
29 de mayo	Se redujo la tasa de interés de política en medio punto porcentual a 2,75%	
29 de mayo	Renovación de vencimientos de NDF del mes de junio	<ul style="list-style-type: none"> Renovará a través de subastas las coberturas cambiarias (NDF) que se vencen en el mes de junio. Continuará subastando el monto no adjudicado de las operaciones autorizadas (NDF y Swaps)
5 de junio	Compras / ventas de TES, divisas y portafolio de TES del BR	<ul style="list-style-type: none"> En mayo se llevó a cabo un canje de deuda con el gobierno por \$1766 mm A fin de mayo el saldo de TES en poder de BR era de \$20704,5 mm Mercado cambiario: BR compró USD 2000 millones al gobierno. BR realizó ventas de dólares a futuro mediante NDF por USD 1668,1 millones, de los cuales USD 978,9 corresponden a renovaciones de contratos. BR realizó compras por USD 399.7 millones correspondientes a los vencimientos de contratos FX Swap
30 de junio	Se refuerza el suministro de liquidez	<ul style="list-style-type: none"> JDBR decidió mantener indefinidamente la facilidad de repos con títulos de carteras. Ya se había autorizado la realización de subastas por un monto máximo acumulado de 6,3 billones de pesos. Se realizarán repos con deuda pública a un año y a nueve meses. Autorizó a FINDETER a todas las facilidades de expansión transitoria
30 de junio	Reducción de la tasa de interés de política en un cuarto de punto porcentual a 2,5%	
7 de julio	Compras /ventas de TES y divisas, y portafolio de TES del BR	<ul style="list-style-type: none"> En junio de 2020 no se realizaron compras ni ventas de TES B en el mercado El saldo de TES en poder del BR fue de \$ 20540,3 mm En el mercado cambiario, en junio el BR realizó ventas de dólares a futuro, NDF, por USD 1351,4 millones, de los cuales USD 1046,4 millones corresponden a renovaciones de contratos.
31 de julio	Se redujo la tasa de interés de política en un cuarto de punto porcentual a 2,25%	
31 de julio	Renovación de vencimientos de los forwards en agosto	Se renovará en agosto los vencimientos de los contratos a futuro de venta de dólares con cumplimiento financiero

Fuente: Banco de la República

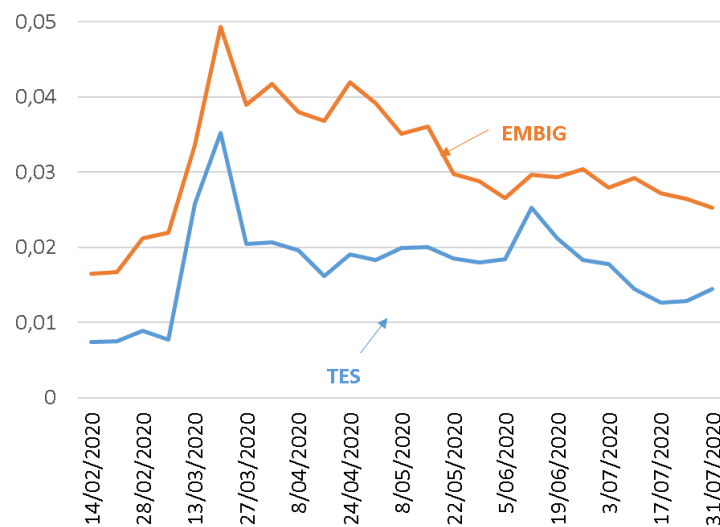
IV. Una evaluación provisional de la política monetaria

Tal como se describió en la sección anterior, la nueva política monetaria ha sido laxa en varias dimensiones: reducción significativa de la tasa de política (ahora la tasa nominal es 2,25% anual, lo que significa que en términos reales es 0 o un poco menor, suponiendo una tasa esperada de inflación entre 2 y 2,5% para los próximos 12 meses); reducción del encaje bancario, ampliación de cupos de crédito, compras de deudas pública y privada; operaciones de cobertura en moneda extranjera y local para reducir riesgos cambiarios o de alteración de precio (en bolsa) de deudas, y garantías para nuevas operaciones de refinanciación por parte del sistema bancario a su clientela, etc.

Pero, ¿qué ha pasado con las tasas de interés real de mercado, la inversión, el consumo y las exportaciones?

Las reducciones de la tasa de interés de política, en términos reales, han influido, sin duda, en la tasa relevante para las decisiones de consumo e inversión, que es el promedio ponderado de las múltiples tasas de interés real (que incluyen primas de riesgo diferentes) pactadas a distintos plazos entre intermediarios financieros y sus clientes, y las de rendimiento de los títulos de deuda con distintos vencimientos transados en bolsa. Aunque no conocemos cálculos recientes de tal promedio si podemos suponer que una cierta tasa, cuyo movimiento va en la misma dirección y con variaciones porcentuales aproximadamente similares que las del promedio ponderado de las diferentes tasas de interés gracias a las continuas operaciones de arbitraje, es la de rendimiento de los títulos de deuda pública nacional, TES, emitidos en unidades de valor real (UVR), cero cupón, con vencimiento a un año (ver Gráfico 2).

Gráfico 2. La tasa de interés real anual de los TES a 1 año (rendimiento de títulos en UVR, o cupón) versus la prima de riesgo (EMBIG Colombia) de los bonos de deuda externa de Colombia. 14 de febrero – 31 de julio



Fuentes: Banco de la República y Banco Central de Reserva del Perú

El Gráfico 2 muestra algunas cosas interesantes sobre dicha tasa. Entre el 6 y el 19 de marzo tuvo un incremento enorme (se multiplicó por 4), y luego descendió, siguiendo el movimiento de las primas de riesgo sobre la deuda externa colombiana. Pero, a pesar de caer en dos ocasiones, su nivel final (1,45% el 31 de julio) es casi 2 veces más alto que el registrado al principio (0,74% el 14 de febrero). Algo casi similar ocurrió con el indicador de prima de riesgo: su nivel final (2,53% o 253 “puntos básicos”, el 31 de julio) es 53% mayor que el inicial (1,65% el 14 de febrero). Si éste no subió tanto como la de rendimiento de los TES (comparando el momento final con el inicial) fue, probablemente, solo por el hecho de que el EMBIG–Colombia es un “spread” sobre

INFORME ESPECIAL

ANÁLISIS DE COYUNTURA

■ ■ ■

valores pactados en dólares, cuyo precio en pesos, como se dijo antes, ha subido de manera significativa. Así, la política de tasa de interés puesta en marcha por la autoridad monetaria pudo, a nuestro juicio, contribuir a que el promedio de las tasas de mercado hubiese caído después del 27 de marzo, pero sin lograr ponerlo, ahora, por debajo del nivel que se había registrado antes de la crisis.

El consumo ha estado en recuperación; esta aún no es plena. Sin duda, la política monetaria expansionista ha contribuido al respecto aunque, como ya se dijo, ahora la tasa de interés relevante probablemente sea más alta que la vigente hasta febrero. Pero hay dos factores distintos e independientes de la política monetaria muy importantes en la recuperación del consumo: se han aflojado las restricciones referidas al encierro de las personas en sus hogares, y se han otorgado subsidios.

En cuanto a la inversión, los factores desfavorables han sido abrumadores, así que el efecto directo de la política monetaria expansionista probablemente se pueda observar en el futuro (dada la existencia de rezagos entre las decisiones y sus efectos en las variables), pero ha debido ser, hasta ahora, demasiado modesto; y su efecto indirecto, vía encarecimiento del dólar, probablemente sea negativo. Más aún, el valor de las empresas ha caído (para el caso de las grandes empresas cuyas acciones se transan en la bolsa colombiana, ver Cuadro 2); esto último permite suponer que los planes de inversión privada se han congelado por un tiempo.

Al respecto, es interesante el contraste entre los desempeños de los precios de las acciones de las empresas registradas en las bolsas de Nueva York y Colombia. Ambos grupos caen cuando se inició la crisis en cada país; pero el primero reinició rápidamente su trayectoria ascendente, ayudado, claro, por la política monetaria, más laxa que antes, del banco central de Estados Unidos, en tanto que el segundo se quedó en un nuevo piso mucho más bajo, a pesar de la política monetaria expansiva colombiana. Las razones de las diferencias son muchas; algunas son de tipo microeconómico (en la canasta Colcap pesan más las acciones de Ecopetrol o Celsia de

INFORME ESPECIAL

ANÁLISIS DE COYUNTURA

lo que pesan las acciones petroleras o de energía en los índices S&P500, DJIA u otros índices); con todo, tenemos la impresión de que, hasta ahora, en Colombia ha dominado una perspectiva pesimista frente al futuro (temores de una mayor carga tributaria a las empresas en el futuro; etc.). En tal ambiente, los efectos de la política monetaria pueden ser de importancia secundaria o, en todo caso, inferiores a los que habría podido tener bajo otras circunstancias.

Las afirmaciones previas son coherentes con las cifras de importaciones de bienes de capital correspondientes al período enero-mayo; estas son inferiores a las de los mismos meses del año pasado (ver Cuadro 4).

Cuadro 4. Importaciones según uso o destino económico (CUODE) 2019-2020.
Total nacional

	Enero - mayo			Mayo		
	2019p	2020p	Variación (%)	2019p	2020p	Variación (%)
	Miles de dólares CIF			Miles de dólares CIF		
Total importaciones	21.871.948	17.859.850	-18,3	4.788.921	2.877.326	-39,9
Bienes de consumo	4.932.237	4.110.920	-16,7	1.053.747	579.099	-45,0
1 Bienes de consumo no duradero	2.646.654	2.516.463	-4,9	566.585	439.853	-22,4
2 Bienes de consumo duradero	2.285.582	1.594.457	-30,2	487.162	139.246	-71,4
Materias primas y productos intermedios	10.036.479	8.647.177	-13,8	2.145.439	1.482.524	-30,9
3 Combustibles, lubricantes y conexos	1.922.665	1.317.399	-31,5	440.275	135.199	-69,3
4 Materias primas y productos intermedios Para la agricultura	823.472	831.609	1,0	189.849	186.401	-1,8
5 Materias primas y productos intermedios Para la industria (excepto construcción)	7.290.342	6.498.170	-10,9	1.515.316	1.160.924	-23,4
Bienes de capital y material de construcción	6.897.657	5.097.635	-26,1	1.588.550	815.335	-48,7
6 Materiales de construcción	690.555	498.633	-27,8	133.699	60.204	-55,0
7 Bienes de capital para la agricultura	50.852	53.366	4,9	9.640	8.346	-13,4
8 Bienes de capital para la industria	4.085.832	3.351.651	-18,0	858.174	554.487	-35,4
9 Equipo de transporte**	2.070.419	1.193.985	-42,3	587.036	192.298	-67,2
Bienes no clasificados	5.575	4.117	-26,2	1.185	368	-69,0

^P Cifras preliminares

**Distinto a vehículos de uso particular, rubro que hace parte del de bienes de consumo duradero

Fuentes: DIAN; DANE

INFORME ESPECIAL

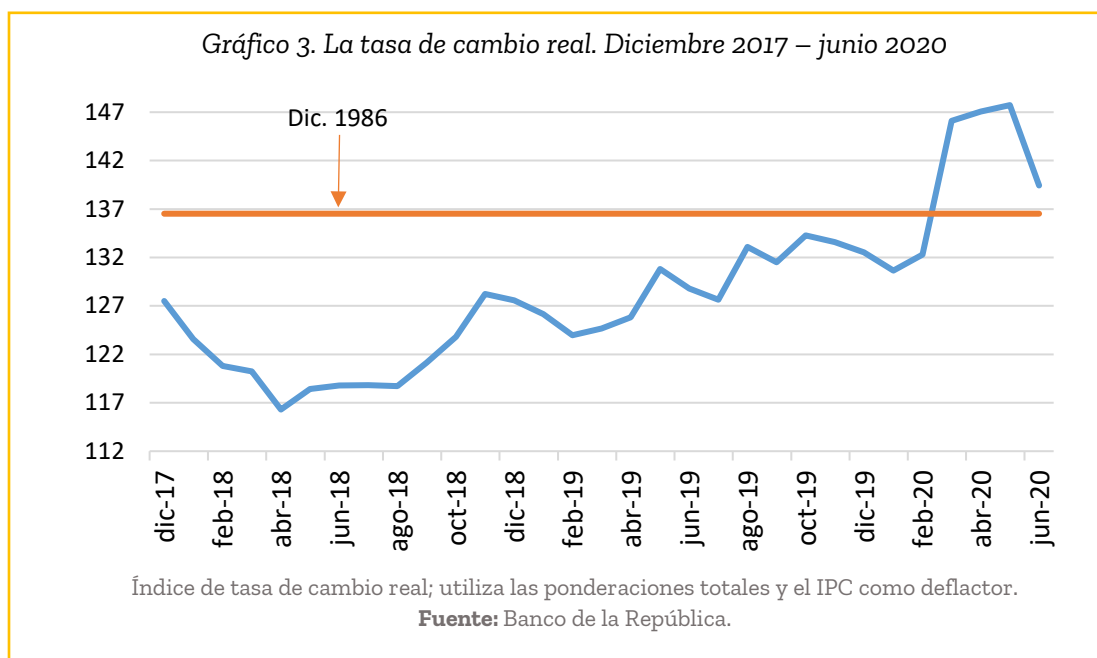
ANÁLISIS DE COYUNTURA

Uno de los efectos de la política monetaria que pueden detectarse de manera más clara ha sido, al parecer, su contribución al incremento de las exportaciones agropecuarias (Cuadro 5) por la vía del estímulo que generó conducente al aumento de la tasa de cambio nominal y, entonces, al de la tasa de cambio real (Gráfico 3). Pero esto fue posible en vista de que el encerramiento de los hogares (y negocios) no incluyó las zonas rurales o de producción agropecuaria.

Cuadro 5. Exportaciones

	Enero - junio			Junio		
	2019p	2020p	Variación %	2019p	2020p	Variación %
	Miles de dólares FOB			Miles de dólares FOB		
Total	20.301.556	15.164.888	-25,3	3.096.363	2.278.120	-26,4
Total Agropecuario alimentos y bebidas	3.774.882	3.796.687	0,6	524.733	615.027	17,2
Total Combustibles	11.776.389	7.173.475	-39,1	1.858.246	929.123	-50,0
Total Manufacturas	3.997.357	3.109.975	-22,2	621.227	488.127	-21,4
Total Otros	752.928	1.084.751	44,1	92.157	245.843	166,8

Fuentes: DIAN; DANE



v. Resumen y conclusiones

La nueva política monetaria, una de laxitud, no tuvo efectos positivos tan grandes como para verse plasmados de manera clara en las cifras sobre variables macroeconómicas disponibles ahora. Pero su impacto pudo ser importante en el sentido de que las cosas hubiesen sido peores de no haberse ejecutado. Sus efectos futuros de largo plazo no necesariamente serán negativos si hay una reversión oportuna y significativa hacia posturas austeras.