

Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La inflación al consumidor rebasó el límite superior del rango meta de BanRep por primera vez desde 4T17. Los factores que han motivado este repunte en los precios son de oferta en su amplia mayoría y de naturaleza transitoria. Sin embargo, existen varios riesgos de corto plazo que podrían seguir acelerando este proceso inflacionario en los próximos meses y hacer lenta la convergencia hacia la meta de 3% en 2022.*
- *Los choques de oferta provienen desde el frente externo e interno, afectando mayoritariamente los precios de los alimentos. Otros precios al consumidor se han afectado al alza por una rápida transmisión de mayores costos al productor hacia precios de consumo final, aunque en una intensidad más moderada. La reciente depreciación del peso frente al dólar, así como la finalización de varios alivios al consumidor este año, han sido ingredientes adicionales en este entorno.*
- *Estructuralmente, las presiones inflacionarias de demanda siguen siendo débiles, en medio de un contexto de excesos de capacidad instalada y alto desempleo. En algunos sectores de la economía, la velocidad de reactivación de la demanda ha sido superior a la del aparato productivo, generando incrementos no previstos en los precios que no han sido suficientes para dominar las presiones desinflacionarias estructurales.*
- *Bajo este contexto, un aumento de tipos de interés luce inminente en la reunión de la Junta de BanRep de este mes. Varias métricas sugieren que el inicio de la normalización monetaria podría estar ya rezagado, lo que abre la posibilidad a incrementos de hasta 50 pbs mensuales en la tasa de intervención en el corto plazo. No obstante, creemos que el ajuste monetario para lo que resta de 2021 y en 2022 será gradual.*

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 9984

Camila Martinez K.
Profesional Universitario
camila.martinez@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 6771

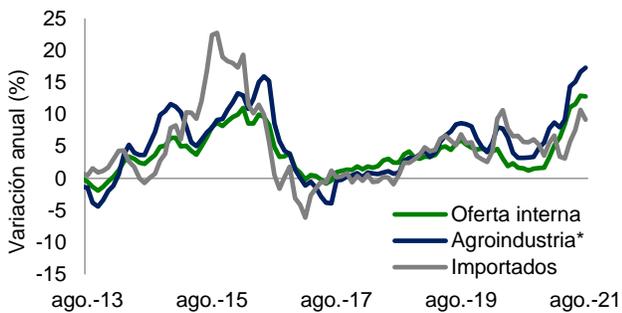
Brayan R. Fonseca
Practicante
brayan.fonseca@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 9003

La certeza del ajuste monetario

Los resultados más recientes del IPC en Colombia sorprendieron con fuerza las previsiones de analistas y autoridades económicas. Según las cifras publicadas por el DANE, la dinámica de los precios al consumidor se aceleró hasta 4.4% en agosto, rebasando de esta forma el límite superior del rango meta de BanRep (4%) y convirtiéndose así en la cifra de inflación más alta desde mayo de 2017.

Al tomar las canastas del IPC por clasificación BanRep, y como ha sido la norma desde el pasado mes de mayo, los precios de los alimentos volvieron a subir con fuerza y su inflación alcanzó niveles que en términos anuales ya bordean el 12%, algo no visto desde el año 2016. Buena parte de esta disparada de la inflación en los alimentos ha sido sustentada por choques de oferta internos, como los cierres viales por los problemas de orden público en abril-mayo y la reciente temporada invernal que ha afectado varios cultivos, aunque también por choques externos como los incrementos en los precios internacionales de las materias primas y la depreciación del tipo de cambio.

Gráfico 1. Costos al productor por tipo de bienes en el IPP



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio aritmético del IPP de agricultura e industria.

Esta situación ha incrementado, naturalmente, los costos al productor, cuyo ritmo inflacionario se ha acelerado significativamente en 2021 a razón de los argumentos descritos anteriormente y en agosto alcanzó niveles máximos desde 2015 (Gráfico 1). En efecto, los precios al productor para la oferta interna (sin bienes importados), los del sector agroindustrial y los de bienes importados, registran dinámicas inflacionarias del orden del 13% anual a la fecha.

Al mismo tiempo, la transmisión de estos choques inflacionarios hacia los precios de bienes de consumo final se ha acelerado en 2021 (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Agosto 30 de 2021](#)). Al comparar el IPP de consumo final (que toma los precios de los bienes finales en la cadena intermedia de producción) con el IPC, es fácil demostrar que la velocidad de transmisión de este choque es la más alta de los últimos años. Según nuestras estimaciones, la elasticidad del IPC a cambios en el IPP de consumo final asciende a niveles de 0.8 p.p. en 2021, la más alta desde los registros del bienio 2017-2018 (Gráfico 2). La intensidad de esta elasticidad, en promedio, también supera la del episodio 2015-2016, cuando múltiples choques internos-externos afectaron al alza los precios en la economía.

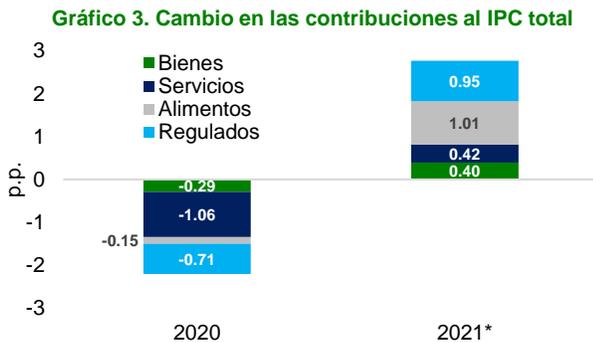
Gráfico 2. Elasticidad IPC a cambios en IPP consumo final*



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.
*El cálculo de esta medición de elasticidad corrige outliers.

La inflación del IPC de bienes y servicios regulados es la segunda, después del IPC de alimentos, que más se ha acelerado en 2021 y a la fecha alcanza ritmos del orden de 6.2%. En su totalidad, la mayor dinámica de los precios de esta cesta se explica por la finalización de muchos alivios al consumidor en 2020 que involucraron reducciones en los precios de los combustibles, matrículas de educación preescolar, primaria y secundaria, y de algunas tarifas de servicios públicos. Aquí el efecto de la baja base de comparación en 2020 es muy importante, pues cerca del 70% del movimiento alcista en el IPC de regulados, según nuestros cálculos, se sustenta por lo anterior.

En lo corrido de 2021, la inflación del IPC total suma una aceleración de 2.8 p.p. frente al cierre de 2020, donde cerca de 2 p.p. (es decir, el 69%) esta sustentada por la contribución del IPC de alimentos y el IPC de regulados (Gráfico 3). Los restantes 0.8 p.p. han sido aportados por las dinámicas inflacionarias del IPC de bienes y el de servicios, que normalmente suelen ofrecer información más precisa sobre la reacción de los precios a cambios en el gasto de los hogares.



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Periodo acumulado enero-agosto de 2021.

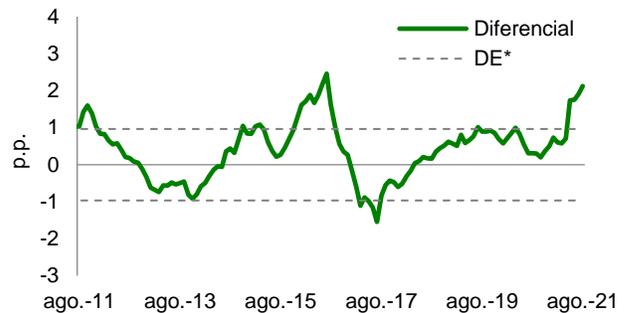
Algunos precios en el IPC de bienes también estarían incorporando la transmisión de los mayores costos al productor y la depreciación del tipo de cambio, aunque en una magnitud y velocidad significativamente inferior a la observada en los precios del IPC de alimentos. La mayor inflación en la canasta del IPC de servicios refleja, en parte, la mejor dinámica del gasto de los hogares en 2021, pero también por una normalización en los precios de algunos servicios sujetos a alivios, como el de los servicios de telefonía móvil e internet, los cuales fueron exentos transitoriamente de IVA durante el periodo mayo-agosto de 2020.

En estas dos canastas del IPC (bienes y servicios), creemos que las presiones desinflacionarias todavía dominan las presiones inflacionarias que se derivan de los factores descritos previamente. Esto es consistente con la relativa baja contribución que han tenido sobre la dinámica del IPC total en lo corrido de 2021, así como con unos excesos de capacidad instalada que persisten en la economía y un mercado laboral con excesos de oferta trabajo, lo cual se ve

reflejado en un elevado desempleo que probablemente persistirá en niveles de 2 dígitos en los próximos años (ver “Tomando fuerza pese a la adversidad” en [CE – Agosto 19 de 2021](#)).

Todo lo anterior demuestra que la naturaleza de este episodio inflacionario en los precios al consumidor tiene un carácter transitorio, más allá de que su duración y magnitud estén sorprendiendo las previsiones iniciales, pues los factores de oferta estarían pesando más que los de demanda. Otra forma de testear esto es comparar la inflación del IPC total, que incorpora los efectos de los múltiples choques sobre los precios (especialmente los de oferta), y el IPC sin alimentos ni regulados (IPC SAR), que es nuestra medida preferida de inflación núcleo y, por definición, sólo incluye las canastas de bienes y servicios, las cuales son sensibles a factores de demanda. Los resultados de este cálculo muestran un diferencial positivo y alto entre ambas medidas, del orden de 2 p.p., superando la desviación estándar sobre muestra y ubicándose en máximos de 5 años (Gráfico 4).

Gráfico 4. Diferencia entre inflación IPC total vs IPC SAR



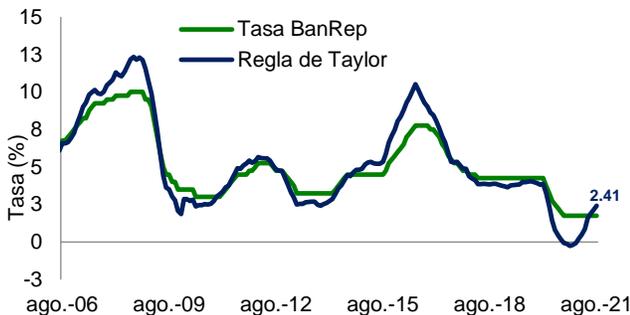
Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.
*Desviación estándar desde enero de 2000 hasta agosto de 2021.

El principal riesgo de que este choque sobre los precios esté superando todo cálculo preliminar, es que puede desencadenar un desanclaje de las expectativas de inflación y activar muchos mecanismos de indexación indeseados en la economía. Como se ha visto en el pasado reciente, la materialización de este riesgo hace lenta la convergencia de la inflación en el tiempo hacia la meta de 3%, especialmente si se tiene en cuenta que Colombia adolece de una inercia inflacionaria

relativamente alta cuando se compara con otros países (ver “Inercia inflacionaria, pausa obligada” en [IMCE – Octubre 13 de 2017](#)). Este entorno dificulta la consecución de los objetivos de corto plazo de la política monetaria y limita su capacidad para apuntalar el crecimiento económico.

En la última reunión de BanRep con decisión de tasas de interés, la Junta del emisor estuvo dividida. Vale la pena recordar que 2 de los 7 miembros votaron por subir la tasa de intervención y definieron un claro sesgo alcista en la postura colegiada de la Junta. No obstante, en consenso, la posición de la Junta es que luce apropiado ir reduciendo la magnitud del estímulo monetario dadas las mejoras en la actividad económica, el reciente comportamiento de la inflación y algunos riesgos externos-fiscales. De hecho, algunas métricas clásicas que permiten simular la función de reacción del banco central, como la Regla de Taylor, sugieren que el ciclo alcista en los tipos de interés de política monetaria en Colombia ya podría estar rezagado cerca de 50 pbs (Gráfico 5).

Gráfico 5. Tasa de política monetaria vs Regla de Taylor*



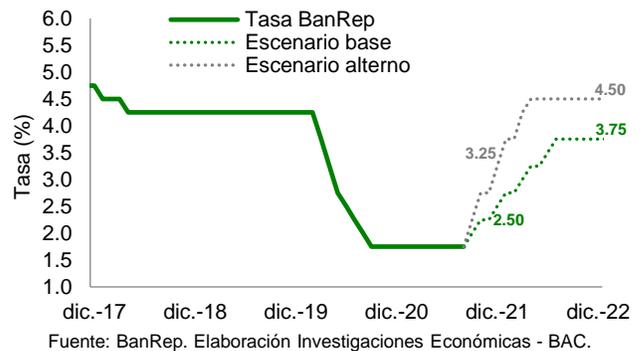
Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.
*Se amplía con brecha de precios, de producto y del mercado laboral.

Aunque las expectativas de inflación a horizontes de política monetaria permanecen relativamente cerca de la meta de 3%, las de cierre de 2021 (las más reactivas a la inflación observada) ya superaron niveles de 4%. Más aún, la información disponible con corte al mes de agosto sugiere que la inflación podría cerrar este año cerca del 5%, lo cual no deja de ser una preocupación porque seguirá empujando al alza las expectativas de la vigencia actual y aumentando los riesgos inflacionarios de cara al futuro. A juzgar por la responsabilidad que siempre ha demostrado

BanRep en estos episodios, su credibilidad frente a la opinión pública y mercado, y la experiencia reciente del episodio de 2015-2016, asumimos ahora como una certeza que el emisor iniciará la normalización de la política monetaria durante su reunión de este mes y elevará la tasa de intervención en 25 pbs hasta 2%.

Anticipamos que la decisión de la Junta para el mes de septiembre estará de nuevo dividida, probablemente con miembros que voten nuevamente por incrementos de 25 pbs en la tasa de intervención (grupo mayoritario), y otros que revelen una preferencia por un movimiento más agresivo de 50 pbs. De hecho, es posible que algún miembro incluso vote por dejar los tipos estables, lo que daría lugar a 3 posiciones distintas dentro de la Junta, algo que resultaría muy atípico. Sin embargo, vemos que la probabilidad de ocurrencia para este último caso es muy baja.

Gráfico 6. Ajuste esperado en tasa de BanRep 2021-2022



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En nuestro escenario base, una vez BanRep inicie en septiembre la normalización monetaria, **estimamos que al cierre de 2021 la tasa de referencia llegará hasta 2.5%**, con aumentos graduales que serán de 25 pbs por mes (en aquellos donde tenga lugar reuniones de la Junta con decisiones de tasas de interés). En el entendido que buena parte de los choques recientes son de oferta y de naturaleza transitoria, y que la brecha del producto seguirá siendo negativa por un par de años más, **es de esperar que el ajuste monetario de cara a 2022 sea también gradual y que BanRep lleve la tasa de interés hasta 3.75%** (Gráfico 6). No obstante, si los riesgos de un desanclaje de las expectativas de inflación se

materializan en el corto plazo, el ajuste monetario podría ser más agresivo y las tasas de interés cerrarían el próximo año en niveles superiores al 3.75% de nuestro escenario central.

AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources, and has been prepared by the members of Economic Research area of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
