



## Comentario Económico

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *Las decisiones de los Bancos Centrales de elevar las tasas de interés de política monetaria, siguiendo su mandato constitucional, no son nocivas desde la óptica macroeconómica. Ciertamente, estas medidas tienen un grado alto de impopularidad. Sin embargo, son fundamentales para el buen funcionamiento de toda la economía en su conjunto, especialmente porque son la herramienta más poderosa y efectiva que existe para combatir la inflación.*
- *Por supuesto, estas decisiones tienen un costo de oportunidad en términos de un menor crecimiento económico. La clave está en entender que una desaceleración económica no es lo mismo que recesión económica. Un Banco Central debe asumir, temporalmente, el costo de un crecimiento más bajo para frenar la inflación.*
- *La actual coyuntura de alta inflación ha motivado un endurecimiento monetario sin precedentes recientes alrededor del mundo, y es natural que las perspectivas económicas de corto plazo se estén deteriorando rápidamente. No obstante, la velocidad de respuesta y la magnitud del ajuste en varias regiones no han sido las mismas.*
- *En EEUU, la Fed ha elevado su tasa de interés a niveles lo suficientemente restrictivos para frenar la inflación y se encuentra muy cerca del techo de este ciclo. La política monetaria en Europa ha estado detrás de la curva de inflación y el espacio del ajuste monetario luce más amplio. En otros casos, como Japón, la política monetaria ha sido muy pasiva, aunque ya existen las primeras señales de un ajuste gradual en el corto plazo.*
- *La respuesta de los Bancos Centrales en LATAM ha sido decidida para hacerle frente a la inflación. Si bien existe un rezago inter-temporal en el ciclo nominal de tasas e inflación entre sus principales economías, el costo de oportunidad para atajar la inflación es el mismo que el de las economías avanzadas.*

Fabio D. Nieto  
Economista Jefe  
[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)



## Un costo llamado oportunidad

Existe la creencia popular de que los aumentos de las tasas de interés son siempre perniciosos. Para un agente representativo (hogar o empresa), un aumento en las tasas de interés no sólo representa una mayor carga financiera en términos del endeudamiento presente, sino también del endeudamiento futuro, pues muchas tasas de interés son variables y aumentan con el paso del tiempo.

Además, el hecho de que los créditos se hagan más costosos genera un desincentivo inequívoco para el gasto corriente. Piense en lo anterior como una restricción para un hogar en términos del consumo de bienes y servicios típicamente apalancado (electrodomésticos, vehículos, televisores, las vacaciones de fin de año, etc.). Para las empresas, aumentos en los tipos son una restricción para la inversión en bienes de capital, así como para la demanda de otros factores de producción que también se financian con crédito.

Sin embargo, dejando atrás esta visión netamente microeconómica, las decisiones de elevar las tasas de interés en una economía, que son definidas por la política monetaria de los Bancos Centrales (BC) siguiendo un mandato constitucional, no son nocivas en lo absoluto desde la óptica macroeconómica. En realidad, éstas son fundamentales para el buen funcionamiento de toda la economía en su conjunto, especialmente porque son la herramienta más poderosa y efectiva que existe para combatir el peor impuesto de todos: la inflación.

Por supuesto, nada en la vida es gratis, y estas decisiones tienen un costo de oportunidad que inevitablemente, en el corto plazo, se traducirá en un menor crecimiento económico. La clave está en entender que un menor crecimiento económico no es lo mismo que recesión económica.

La contracción del producto, síntoma de recesión económica, viene acompañada de aumentos en el desempleo y pérdida de bienestar general, como sucedió en la crisis del COVID-19 en 2020. Es obvio que los BC no buscan eso, pero sí deben asumir, temporalmente, el costo de un crecimiento económico más bajo. El beneficio de asumir un bajo crecimiento en el corto plazo es el de

unas menores presiones sobre los precios a largo plazo, especialmente las derivadas de la demanda agregada. Ese es el remedio que están aplicando los BC para enfriar la inflación.

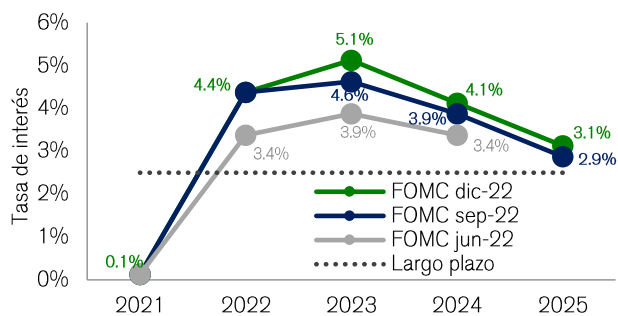
Llegada la temporada navideña y de fin de año, la gran mayoría de los BC en el mundo continúan aumentando los tipos de interés de política monetaria para hacerle frente a la mayor inflación registrada en al menos 40 años (histórica en algunos casos, como Europa). Lo que están haciendo los BC hoy se puede entender como el mejor aguinaldo navideño para los próximos 2-3 años, cuando volvamos a ver una inflación baja, estable y alineada con los objetivos de la política monetaria. De eso se trata la disciplina macroeconómica.

A continuación, presentamos un resumen de las últimas decisiones tomadas por los BC representativos en varias regiones del mundo y sus perspectivas económicas de corto plazo. Por supuesto, los efectos de política son rezagados en el tiempo y no siempre se transmiten a la misma velocidad, pero el objetivo final es el mismo: atajar la inflación.

### EEUU: cerca del techo

En línea con nuestras expectativas y la amplia mayoría del mercado, la Reserva Federal (Fed) elevó su tasa de referencia en 50 pbs durante su reunión de diciembre, llevándola hasta el rango 4.25% - 4.5%, su mayor nivel desde 2007.

Gráfico 1. Trayectorias esperadas en las tasas del Fed\*



Fuente: Reserva Federal. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Senda calculada con la mediana de estimaciones del FOMC.

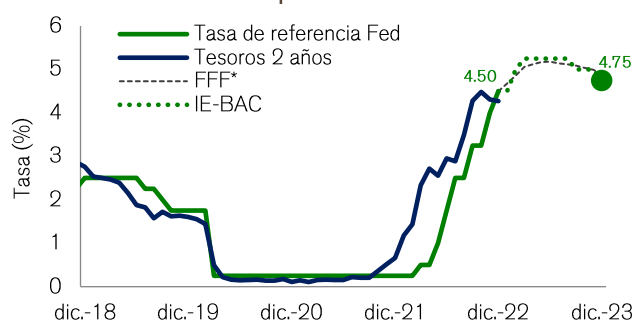
Esta postura monetaria de la Fed es: i) lo suficientemente contractiva para hacer retornar la inflación a la meta de largo plazo de 2%, especialmente si se compara la tasa



de interés actual contra la tasa de interés neutral, la cual se estima en 2.5%; y ii) coherente con un mercado laboral que sigue apretado (bajo desempleo e inflación salarial por encima de 6%) y una inflación al consumidor que, si bien ya está descendiendo, sigue significativamente por encima de la meta del Fed (al corte de noviembre, la inflación del IPC fue 7.1%).

Como cada trimestre, la Fed publicó el nuevo material de proyecciones económicas, basado en las estimaciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC).

Gráfico 2. Tasa Fed implícita en mercados financieros



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*La trayectoria se infiere de la función WIRP al corte del 16 de diciembre.

En materia de inflación, ahora se estima que la dinámica del deflactor del Gasto de Consumo Personal en EEUU (PCE, por sus siglas en inglés) cierre 2022 y 2023 en 5.6% y 3.1%, respectivamente, en ambos casos por encima de los estimativos de septiembre que apuntaban a cierres de 5.4% y 2.8%, en ese mismo orden. El FOMC sigue esperando una menor inflación en los próximos 2-3 años, pero sólo hasta 2025 retornaría a la meta de 2%.

En consecuencia, las expectativas de tasas de interés del FOMC ahora apuntan a una tasa de cierre de 2023 en 5% - 5.25%, lo que representa un incremento de 50 pbs frente al estimativo del pasado mes de diciembre (Gráfico 1).

La Fed anticipó que más aumentos en la tasa de interés lucen apropiados en los próximos meses, pero el techo del actual ciclo podría estar cerca. Dado el nivel actual de tasas, así como el rango estimado para el cierre del próximo año, esto significa que: i) el fin de este ciclo contractivo se alcanzaría en 1T23 (Gráfico 2); y ii) en

dichos niveles restrictivos, ligeramente por encima de 5%, se mantendrían las tasas durante buena parte de 2023.

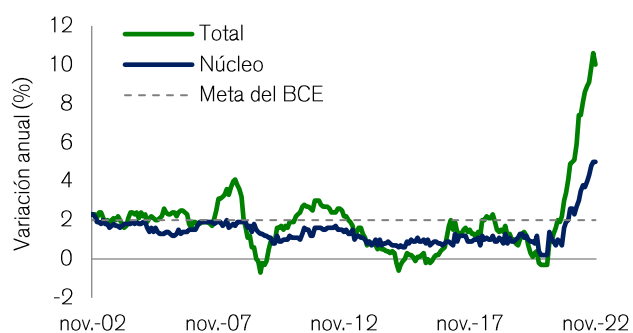
El costo de oportunidad de atajar la inflación vía mayores tasas de interés se refleja en unas perspectivas de menor crecimiento económico y mayor desempleo de cara a 2023. En efecto, el FOMC estima que el crecimiento del PIB para el próximo año será 0.5%, lo que es una previsión inferior en 0.7 p.p. frente al estimativo anterior. Asimismo, el desempleo se pronostica aumentando hasta 4.6% en 2023, superior al 4.4% que se proyectaba de forma preliminar y también al 3.7% al que cerraría 2022.

El emisor también advirtió que seguirá reduciendo sus tenencias de Tesoros y títulos respaldados por hipotecas (MBS), la gran mayoría comprados durante la pandemia para suavizar las condiciones financieras de los mercados. Esto significa que, guardando la coherencia de la postura monetaria de la Fed, la base monetaria de la economía en EEUU seguirá contrayéndose gradualmente en el futuro cercano.

### Europa: a mitad de camino

El Banco Central Europeo (BCE) también tomó decisiones de política monetaria esta semana. Como se esperaba, el BCE elevó su tasa de interés de referencia en 50 pbs hasta 2.5%, un máximo no visto desde 2008, y anticipó más incrementos en el futuro cercano.

Gráfico 3. Inflación al consumidor en la Eurozona



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Esta decisión se toma en función de una inflación que alcanzó en noviembre un máximo histórico de 10.6%, casi 5 veces más alta que la meta de inflación de 2% del BCE, y una inflación núcleo (sin alimentos ni energéticos) que también se sitúa en máximos históricos (Gráfico 3). La

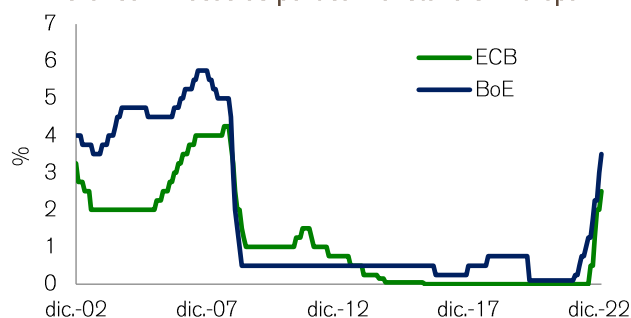


inflación en la Eurozona es cerca de 3 p.p. más alta que la de EEUU. Además, marca una diferencia importante frente al comportamiento de los precios en América, pues en la Eurozona la inflación no está dando señales de desaceleración.

La convergencia de la inflación hacia el 2% se prevé muy lenta durante los próximos años. El *staff* del BCE proyecta una inflación de 6.3% para 2023, desde el 8.4% previsto para el cierre de 2022, y para 2024 y 2025 anticipa niveles de 3.4% y 2.3%, respectivamente.

El BCE anunció que comenzará a reducir las tenencias de títulos que hacen parte de su programa ordinario de compras de activos (APP) en ritmos mensuales de EUR 15,000 millones, a partir de marzo de 2023 y hasta 2T23. A partir de allí, el BCE seguirá reduciendo el tamaño de su hoja de balance, pero evaluará el ritmo de este proceso de normalización. En cualquier caso: i) esta será la primera contracción monetaria del BCE desde 2013; y ii) sus tenencias de activos, como proporción del PIB, representan un 64.4%, una de las más altas del mundo.

Gráfico 4. Tasas de política monetaria en Europa



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Mediana de tasas de política en Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.

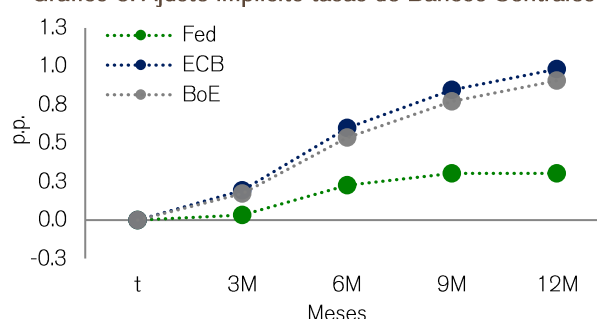
Otro faro monetario de Europa, el Banco Central de Inglaterra (BoE), también ajustó al alza su tasa de interés de política monetaria en 50 pbs llevándola hasta 3.5%, un máximo equiparable al de su par europeo, el BCE (Gráfico 4). La inflación en esta economía se ubica en 10.7%, muy cerca de los máximos históricos de 11% registrados en meses previos y muy lejos de la meta de política monetaria del BoE, que también es 2%.

Como los demás grandes emisores, el BoE advirtió que: i) las presiones sobre la inflación continúan siendo alcistas;

ii) la convergencia a su meta de 2% podría tardar entre 2-3 años; y iii) más incrementos en los tipos de interés lucen requeridos en el corto plazo.

El BoE anunció que reducirá el tamaño de sus tenencias de activos en GBP 3,250 millones en 1T23, a través de ventas de títulos de deuda pública de distinta maduración incluidos en el programa de Facilidades de Compras de Activos (APF). De esta manera, el emisor reanudará el proceso de normalización de la base monetaria en el Reino Unido, luego de los sucesos de septiembre que lo frenaron temporalmente (ver “¿Apagando la hoguera con candela?” en [CE – Septiembre 30 de 2022](#)).

Gráfico 5. Ajuste implícito tasas de Bancos Centrales\*



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y deuda pública.

El principal factor común entre el BCE y el BoE es que están muy por “detrás de la curva” de la inflación (tasas de interés reales muy negativas). En Europa, la disparada de la inflación obedece, mayoritariamente, a factores de oferta causados por la invasión de Rusia a Ucrania, muy en particular sobre los precios de los energéticos, avizorando incluso la posibilidad de una crisis energética en el corto plazo.

Es previsible, en consecuencia, que **el ajuste en las tasas de interés de política monetaria en Europa irá mucho más allá de 1T23**, algo que los mercados financieros ya tienen descontado a la fecha (Gráfico 5).

Una vez más, el costo de oportunidad asumido por los BC para atajar la inflación es frenar el gasto agregado y, en consecuencia, el crecimiento económico. El caso del BoE es particularmente retador, pues el costo del endurecimiento monetario en materia de crecimiento es considerablemente alto, máxime cuando se conjuga con



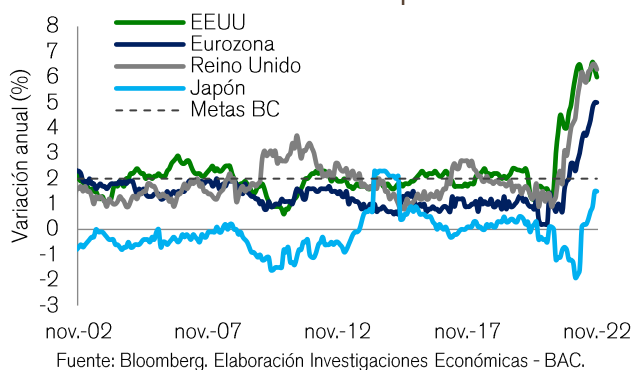
los efectos rezagados de los elevados precios de los energéticos sobre la producción y la demanda.

En efecto, el BCE proyecta ahora un crecimiento de 0.5% para 2023 en la Eurozona, que si bien es inferior al 0.9% previsto un trimestre atrás, no revela una perspectiva de recesión. En contraste, el BoE estima una contracción de 1.9% del PIB del Reino Unido para el próximo año, aún más fuerte frente a la caída de 1.2% que proyectaba en septiembre pasado.

### Japón: apenas despegando

El Banco Central de Japón (BoJ) ha sido el faro monetario más pasivo de las economías avanzadas en esta batalla contra la inflación. En los últimos 20 años, las características más destacables de la economía japonesa han sido su bajo crecimiento (0.6% promedio-año) y una inflación que sistemáticamente ha estado por debajo de la meta de 2% del BoJ.

Gráfico 6. Evolución IPC núcleo en países desarrollados



En la actualidad, y a diferencia de lo que ocurre con otras economías avanzadas, la inflación en Japón se sitúa en 3.7%, no muy lejos de la meta de política monetaria. Más aún, la inflación núcleo (inflación de demanda) se ubica en 1.5%, por debajo de la meta del BoJ, lo que hace muy particular el caso de Japón (Gráfico 6). Parte de las razones del BoJ para mantener una postura ultra expansiva, en el entorno inflacionario actual, radican precisamente en estos hechos.

Sin embargo, y como hacía mucho tiempo no ocurría, el BoJ sorprendió recientemente con una medida de política monetaria que se ha interpretado como la primera señal de un eventual proceso de normalización monetaria en

2023. En efecto, el BoJ ha mantenido su tasa de referencia de corto plazo inalterada en -0.1%, pero aumentó el objetivo de su programa de Control de Curva de Rendimientos (YCC) desde 0.25% hasta 0.5%.

Gráfico 7. Rendimientos bonos soberanos en Japón



Desde su creación en 2016, el YCC fue diseñado para afectar las tasas de interés de títulos de deuda pública con vencimientos a 10 años (tasas de largo plazo) y mantenerlas cerca al 0%. Este cambio ha sido, per se, marginal frente a las decisiones de otros emisores. No obstante, dada la frugalidad histórica de la política monetaria en Japón, dicha medida ya ha comenzado a afectar las tasas de interés inter-temporales de esa economía a una velocidad llamativa (Gráfico 7).

Es claro que las perspectivas de crecimiento en Japón para 2023 no son comparables con las de otras economías, donde el endurecimiento monetario ha sido ampliamente superior. En efecto, mientras que la desaceleración del crecimiento económico se espera que sea del orden de 2 p.p. en el resto del mundo avanzado, el PIB de Japón crecería 1.9% en 2023, apenas por debajo del 2% previsto para 2022.

### LATAM: rezagos temporales, mismo efecto

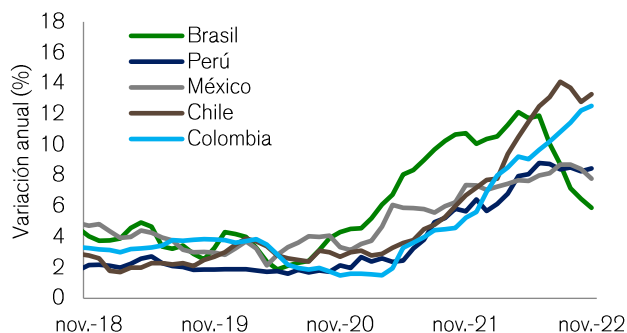
Los BC en LATAM también están haciéndole frente a la mayor inflación de las últimas décadas, subiendo los tipos de interés de política monetaria. Aunque existen rezagos en los ciclos nominales en la región (inflación y tasas), el costo de oportunidad asumido por los BC de LATAM es el mismo que el de las economías avanzadas; para atajar la inflación es necesario sacrificar algo de la dinámica del gasto agregado.





En efecto, el comportamiento de la inflación en la región durante 2022 ha sido heterogéneo en magnitud y persistencia. En algunos casos, como en Brasil, la disparada de la inflación comenzó al menos unos 6 meses antes frente al promedio de otros países, pero asimismo ha sido la primera que lleva varios meses descendiendo ininterrumpidamente y se sitúa en mínimos desde principios de 2021.

Gráfico 8. Inflación al consumidor en economías LATAM



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En Perú, México y Chile, las dinámicas de los precios se han estabilizado, pero no dan señales contundentes de un descenso marcado como el caso de Brasil. En otros casos, como Colombia, la tendencia ha sido claramente alcista, sin ninguna señal de estabilización (Gráfico 8).

En los casos puntuales de Chile y Colombia, donde se observan las inflaciones más altas en LATAM, los excesos de demanda son evidentes. En ambos casos, las brechas del producto, según diferentes estimaciones, se encuentran en terreno positivo, contrario a las brechas negativas de Brasil, México y Perú.

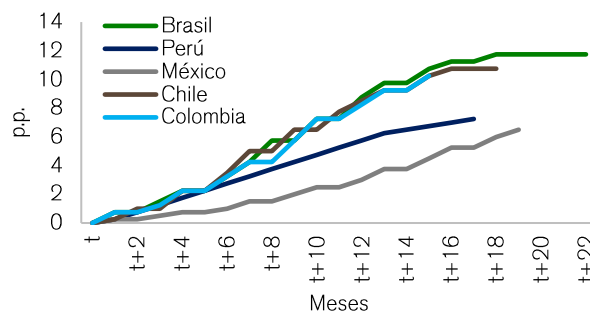
Además, el déficit de cuenta corriente, otra medida de exceso de gasto macroeconómico, se encuentra alrededor del 10% del PIB en Chile y de 7.1% en Colombia, en ambos casos muy por encima del promedio de 2% del PIB del resto de economías grandes de la región. Y no sólo eso: un déficit externo elevado causa una depreciación nominal de la tasa de cambio, creando así más inflación<sup>1</sup>. Sin duda, esto exige una postura más

contractiva de los respectivos BC para frenar esa inflación subyacente de demanda.

El caso de Brasil también es particular, pero por el descenso que viene registrando la inflación. Allí no sólo la moderación de los choques externos en costos ha ayudado a que la inflación se desacelere, sino también el hecho de que el BC de Brasil inició unos 6 meses antes que cualquier otro BC en la región el ciclo de incrementos en su tasa de referencia (Gráfico 9).

En magnitud, el endurecimiento monetario de los BC de Brasil, Chile y Colombia ha sido el más fuerte en la región, con ajustes que superan los 10 p.p. desde el inicio del ciclo contractivo (Gráfico 9). Lógicamente, en el caso de Chile y Colombia el ajuste monetario responde a una fuerte inflación de demanda que el exceso de gasto está generando. Aunque eventualmente la inflación tendrá que ceder, probablemente lo hará a una velocidad inferior a la vista en el caso de Brasil, donde los excesos de capacidad instalada son amplios y ayudan al proceso desinflacionario.

Gráfico 9. Ciclo monetario contractivo BC en LATAM\*



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Ajuste al alza en tasas de interés de política monetaria desde 2021.

Pero a pesar de estos rezagos temporales, así como de las diferencias en la magnitud de los aumentos de tasas de referencia de los BC, el costo de oportunidad para todas las economías será el mismo: un menor crecimiento económico en el futuro cercano. Según la última encuesta de Focus Economics<sup>2</sup>, el crecimiento para 2023 de todas

<sup>1</sup>No sorprende que el peso chileno y el peso colombiano sean las monedas más depreciadas frente al dólar en lo corrido de 2022. La

depreciación del peso chileno asciende a 4.2%, mientras que la del peso colombiano es de 14.6%.

<sup>2</sup>LatinFocus Consensus Forecast – December 2022.



las grandes economías de LATAM será inferior al de 2022.

Las perspectivas para Perú, Colombia y México son las mejores de cara al próximo año, con crecimientos previstos de 2.3%, 1.6% y 1.1%, respectivamente. Para Brasil se estima un crecimiento de 0.9%, mientras que Chile registraría una contracción de 0.7%.

Como lo explicamos en un informe reciente, es altamente probable que el crecimiento de Colombia sea inferior a ese 1.6% implícito en las encuestas. En efecto, creemos que el crecimiento de Colombia el próximo año será de 1.1%, incluso con un sesgo bajista (ver “Actividad económica” en [IMCE – Diciembre 6 de 2022](#)). De materializarse esta expectativa, Brasil, Chile y Colombia serían las economías de menor crecimiento en 2023, justamente las que más han tenido que ajustar al alza las tasas de interés de política monetaria para frenar la inflación.



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 Economic Research staff 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.

---