



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Esta semana se llevará a cabo la primera reunión de política monetaria de BanRep, sobre la cual se espera que el emisor aumente de nuevo la tasa de intervención. Las opiniones de analistas, mercado y de la propia Junta del BanRep están divididas, pues si bien hay una necesidad indiscutible de seguir incrementando los tipos de interés, existen una serie de argumentos que justifican una moderación en el ritmo al que se vienen ajustando al alza las tasas.*
- *En primer lugar, la postura monetaria de BanRep ya es lo suficientemente contractiva para frenar las presiones de demanda que se derivan de una sobreutilización de la capacidad instalada. De hecho, varios indicadores ya están dando cuenta de una desaceleración importante en la dinámica del gasto agregado.*
- *Segundo, el accionar de BanRep no ha estado “detrás de la inflación”, como es el caso de los faros monetarios de Europa que tendrán que seguir ajustando agresivamente al alza los tipos, a pesar de que la inflación ya alcanzó su pico.*
- *Tercero, como lo demuestra la evidencia empírica en todo choque inflacionario, cuando las expectativas comienzan a anticipar correctamente las dinámicas futuras de la inflación y se estabilizan, los bancos centrales desaceleran el ritmo del ajuste en las tasas de interés. Colombia estaría entrando en esa etapa durante los primeros meses de 2023, lo cual libera presión dentro de la función de reacción de BanRep.*
- *En cuarto lugar, la presión de oferta-costos lleva varios meses cediendo y eventualmente se tendrá que transmitir a los precios al consumidor. En el muy corto plazo, la crisis en el suroccidente del país por el cierre de la vía Panamericana podría incrementar temporalmente los precios de algunos bienes de primera necesidad, pero no cambiaría la tendencia.*

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

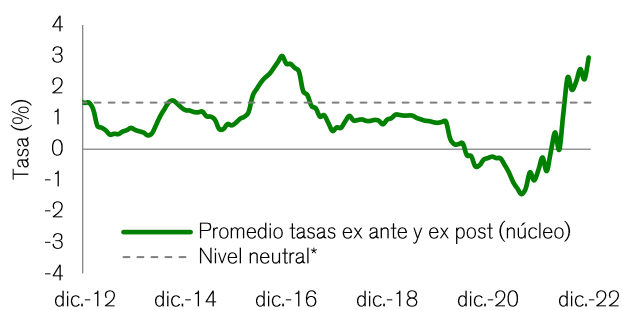


Moderar no significa finalizar

El próximo viernes 27 de enero tendrá lugar la primera reunión del año del Banco de la República (BanRep), sobre la cual el mercado espera un nuevo incremento en la tasa de interés de referencia. Las apuestas están abiertas, pues el rango de posibilidades de dicho aumento, según las expectativas de analistas y mercado, oscila entre 50 y 100 pbs.

El lenguaje de BanRep en su última reunión de 2022 refuerza la necesidad de seguir incrementando los tipos, teniendo en cuenta el evidente exceso de demanda en la economía, el continuo incremento de la inflación total y básica, y el abultado déficit de cuenta corriente (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Enero 12 de 2023](#)). Sin embargo, la unanimidad al interior de la Junta, que prevaleció durante buena parte de 2021-2022, se ha quebrantado en meses recientes.

Gráfico 1. Histórico de la tasa real de política monetaria



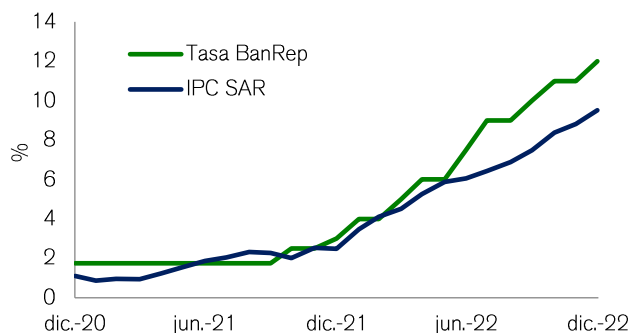
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasa de interés real neutral estimada por el equipo técnico de BenRep.

De hecho, en la reunión de diciembre, la división de la Junta en torno a la magnitud de aumentos en tasas fue notoria, marcando tres grupos con votación distinta. A saber: i) el grupo mayoritario (4 miembros de Junta), que votó por un aumento de 100 pbs en la tasa de interés; ii) un director que votó por un incremento de 125 pbs, advirtiendo una elevada persistencia inflacionaria y la no consecución de la meta de 3% en el horizonte de política (2 años); y iii) otro que lo hizo por subir la tasa en 25 pbs, señalando que la postura monetaria ya es lo suficientemente contractiva y que en 4T22 se evidencia una desaceleración importante de la demanda.

Esta división de analistas, mercado y de la propia Junta de BanRep, refleja el gran reto que tiene la política monetaria en 2023. Todos los diferentes argumentos, particularmente los expuestos por los miembros de la Junta, tienen plena validez en la coyuntura actual. Ciertamente, el actual balance de riesgos sigue sustentando incrementos adicionales en las tasas de interés, probablemente más allá del techo de 13% que actualmente descuenta el mercado local. No obstante, seguir ajustando al alza los tipos en magnitudes agresivas del orden de 100 pbs, como ocurrió en el pasado reciente, podría no ser tan necesario en el presente.

En **primer lugar**, la postura monetaria ya se encuentra en terreno contractivo. La tasa de interés real de política, descontando las expectativas de inflación a 1 año y la inflación núcleo (medida de inflación de demanda), completó en diciembre 6 meses consecutivos superando el nivel neutral de 1.5 p.p. que estima el equipo técnico de BanRep. Más aún, los niveles actuales de esta tasa se sitúan muy cerca de los máximos de la última década, registrados en noviembre de 2016 (Gráfico 1).

Gráfico 2. Política monetaria vs inflación núcleo



Fuente: BanRep y DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

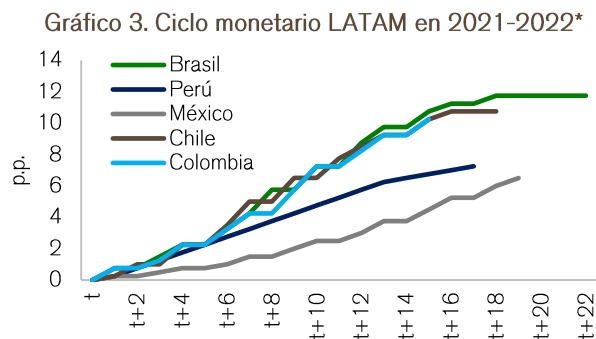
En **segundo lugar**, y consecuente con el exceso de demanda en la economía, BanRep no ha estado “detrás de la inflación”, como sí ha ocurrido con la mayoría de los Bancos Centrales (BC) de economías avanzadas (ver “Un costo llamado oportunidad” en [CE – Diciembre 20 de 2022](#)). Esto es particularmente evidente al tomar medidas de inflación núcleo como la inflación sin alimentos ni regulados (IPC SAR), que aísla los componentes de oferta-volatilidad que han presionado al alza los precios desde 2021 (especialmente los de alimentos) y responde mayoritariamente a factores de demanda.



En efecto, esta medida de inflación se sitúa en 9.5%, por debajo del 12% al que se encuentra la tasa de referencia de BanRep. Desde que el emisor inició su ciclo contractivo a finales de 2021, la inflación núcleo ha estado buena parte del tiempo detrás de la senda de ajustes en la tasa de interés de BanRep (Gráfico 2). Dicho de un modo más coloquial, BanRep ha estado al frente de la jugada inflacionaria.

Según nuestras estimaciones, el pico de la inflación núcleo SAR en 2023 sería del orden de 11.5%. Esto significa que, incluso con un techo de tasas de interés en 12% (nivel actual), la inflación núcleo permanecería “detrás del BanRep” este año.

En **tercer lugar**, y como ha ocurrido históricamente, cerca al pico de choques inflacionarios los BC moderan los aumentos en las tasas de interés. Esto obedece a que, dentro de la función de reacción de los emisores, las expectativas juegan un rol fundamental. Si las expectativas comienzan a anticipar correctamente las dinámicas futuras de la inflación, el componente reactivo de las expectativas se disipa, lo cual suaviza la presión sobre las decisiones de política monetaria atadas a este determinante.



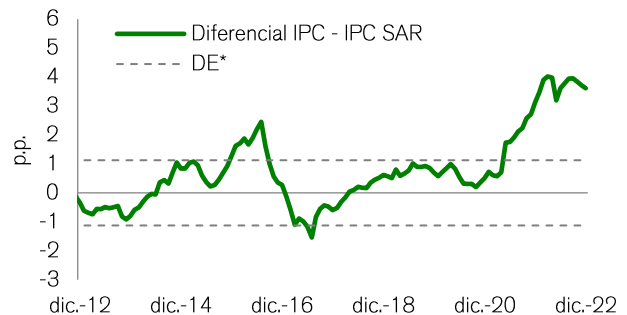
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Momento en que las tasas de política monetaria comienzan a subir.

El episodio inflacionario actual no ha sido la excepción, y muchos BC desaceleraron los aumentos de tasas de interés antes de alcanzar sus respectivos picos de inflación. Esto es particularmente llamativo en economías de mercados emergentes como LATAM (Gráfico 3), donde algunos BC incluso ya finalizaron su ciclo restrictivo.

Por ejemplo, el BC central de Brasil llegó a incrementar hasta 150 pbs mensuales su tasa de referencia hacia finales de 2021, pero comenzó a desacelerar dichos ajustes en 1T22, un par de meses antes de alcanzar el pico inflacionario en abril de ese año. El BC de Chile, que también llegó a ejecutar subas de 150 pbs mensuales en las tasas de interés, hizo lo propio unos 6 meses antes del pico de inflación registrado en agosto del año pasado en ese país.

En Colombia, BanRep también realizó aumentos mensuales de 150 pbs en los tipos de interés hacia mediados de 2022, pero durante la segunda mitad del año desaceleró el ajuste hasta 100 pbs por mes. Según nuestros cálculos, el pico inflacionario se alcanzaría en 2T23, antes de iniciar una corrección lenta durante la segunda mitad de año hasta un cierre de 9.8% (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Enero 12 de 2023](#)). Las estimaciones más ácidas apuntan a un pico de la inflación hacia 3T23, pero también anticipan una corrección a finales de este año, la cual se prolongaría en las próximas vigencias.

Gráfico 4. Presión de oferta en precios al consumidor



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.
*Desviación estándar desde enero de 2000 hasta diciembre de 2022.

En este sentido, luce improbable que las expectativas de inflación sigan aumentando a la velocidad que lo han hecho en el último año y medio, lo que en teoría le libera presión a BanRep para seguir ajustando agresivamente la tasa de interés. Por una simple regla de intertemporalidad, la reducción del ajuste en tasas tendría que llegar en 1T23.

En **cuarto lugar**, la presión de oferta sobre los costos al productor se ha debilitado en los últimos 6 meses, y eventualmente tendrá que comenzar a transmitirse sobre



los precios al consumidor. En efecto, la inflación del IPP de oferta interna fue de 19.4% en diciembre pasado, la más baja registrada desde diciembre de 2021. La dinámica del IPP de agricultura también se ha reducido hasta mínimos de 14 meses de 33.7%, desde máximos que superaron ritmos anuales del 50% hacia 3T22.

En este entorno, el diferencial de la inflación del IPC total contra la inflación del IPC SAR, que sirve como una medida de presiones de oferta (o distintas a demanda) en los precios al consumidor, alcanzó un máximo histórico de 4 p.p. en 1T22. A pesar de que dicha presión sigue siendo alta en la actualidad, este indicador se ha estabilizado e incluso viene cediendo, aunque lentamente (Gráfico 4).

Es probable que en el muy corto plazo dichas presiones de oferta sobre los precios vuelvan a intensificarse, afectadas por factores puntuales como el desabastecimiento de algunos bienes de primera necesidad en el suroccidente del país, consecuencia del cierre total de la vía Panamericana. No obstante, dicho efecto sería temporal. En la medida que las presiones de oferta se sigan disipando en el agregado, es de esperar que este diferencial corrija con fuerza más adelante en el año.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, y aunque la probabilidad de otra suba de 100 pbs en enero no es despreciable, **creemos que BanRep tiene argumentos para desacelerar los incrementos en las tasas de interés hacia ritmos de 50-75 pbs mensuales en los próximos meses.**

También consideramos que la tasa terminal de este ciclo podría ser ligeramente superior al 13% de nuestro escenario base. Este nivel de tasas se alcanzaría en marzo-abril, y allí permanecería inalterado durante buena parte del año.



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.
