



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *En línea con nuestras expectativas, BanRep incrementó en 25 pbs su tasa de interés de referencia y la llevó hasta 13.25%. Por primera vez, luego de 13 reuniones consecutivas, el sesgo de la JDBR no fue totalmente alcista. Dos miembros votaron por dejar la tasa inalterada, reforzando así la proximidad del fin del ciclo contractivo.*
- *No obstante, el lenguaje del emisor deja claro, una vez más, su modo data-dependiente. Esto se da en un entorno donde la inflación de demanda se sigue acelerando marcadamente y la desaceleración económica está siendo menos intensa frente a lo previsto.*
- *Desde esta óptica, las señales que podrían sugerir estabilidad en la tasa de referencia, a partir de este momento, son aún débiles. Más aún, la probabilidad de recortes en las tasas de política durante 2023 se ha reducido significativamente.*
- *Vale la pena recordar que el efecto de la política monetaria sobre los precios tiene un rezago incluso superior frente al que existe sobre las variables de gasto agregado. Según nuestras estimaciones, este efecto sobre la inflación tarda entre 6 a 12 meses más en comenzar a sentirse.*
- *Adicionalmente, las brechas de producto y empleo son todavía positivas, lo cual indica que persisten presiones inflacionarias derivadas de un exceso de demanda. La depreciación acumulada de la tasa de cambio también ha creado presiones importantes sobre los precios y no existen señales de estarse suavizando.*
- *Aunque el grueso del mercado y analistas esperaban estabilidad de tasas, creemos que el efecto de la decisión de BanRep sobre el mercado será limitado. El reciente aumento de la prima de riesgo había ya presionado los precios de los activos en días previos, por lo que la sorpresa monetaria no debería tener efectos importantes.*

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

Natalia Ossa M.
P.S. – Macroeconomía
natalia.ossa@bancoagrario.gov.co

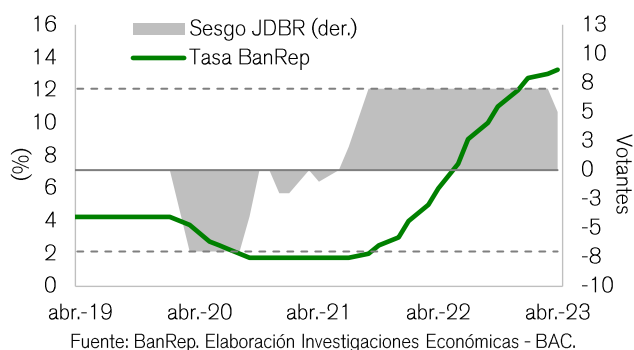


Vuelve y juega: cerca del techo, lejos del fin

En línea con nuestra expectativa, BanRep aumentó en 25 pbs su tasa de interés de referencia y la llevó hasta 13.25% (ver sección de “Precios y política monetaria” en [IMCE – Abril de 2023](#)). Este nivel en la tasa de política monetaria es el más alto que se tiene desde octubre de 1999.

La decisión de la Junta Directiva del BanRep (JDBR) fue por mayoría. De los 7 miembros que la conforman, 4 votaron por un aumento de 25 pbs (grupo mayoritario) y 1 lo hizo por incrementar la tasa en 50 pbs. Sin embargo, tras 13 reuniones consecutivas donde el sesgo de la JDBR fue totalmente alcista (todos los miembros votaron por subir tasas), esta vez 2 miembros votaron por dejar la tasa de interés inalterada (Gráfico 1).

Gráfico 1. Tasa de referencia vs distribución JDBR



El lenguaje del comunicado de la JDBR deja claro, una vez más, el modo data-dependiente del emisor. Si bien la inflación total y sus expectativas a horizontes de 1 y 2 años se han estabilizado, todavía permanecen muy por encima de los objetivos de política monetaria.

Más aún, y citando textualmente el comunicado, *la actividad económica continúa desacelerándose, pero a un ritmo inferior al previsto*. De hecho, el equipo técnico de BanRep volvió a revisar al alza su proyección de crecimiento y ahora espera una expansión del producto de 1% para todo 2023.

Esto también se encuentra en línea con lo que habíamos analizado en un informe reciente, pues las cifras

disponibles de 1T23 no estaban confirmando una fase de desaceleración fuerte de la economía (ver “Resistiendo a la adversidad” en [IMCE – Abril de 2023](#)).

Ciertamente, el hecho que el sesgo de la JDBR ya no sea 100% alcista es sinónimo de que el final de este ciclo de alzas en los tipos de interés está muy cerca. No hay dudas que las tasas se encuentran en niveles lo suficientemente contractivos para que la inflación, especialmente la que surge por presiones de demanda (inflación núcleo), comience a moderarse.

Tampoco se puede obviar el riesgo colateral de que seguir incrementando las tasas de interés puede desembocar en una recesión económica. Esto es particularmente importante cuando efectos agregados se conjugan con otros microeconómicos.

Entre estos efectos se pueden mencionar los siguientes: i) el deterioro en la confianza de los agentes; ii) la mayor carga financiera que implica unas tasas de interés altas para hogares y empresas; iii) restricciones en la oferta de créditos asociadas a un aumento en la probabilidad de impago (saltos en mora y cartera vencida); y iv) cambios en las decisiones intertemporales de gasto-inversión.

No obstante, en nuestra opinión, las señales que podrían sugerir estabilidad en la tasa de interés de referencia, a partir de este momento, son aún débiles. Muchos indicadores sugieren que las presiones inflacionarias en la actualidad siguen siendo fuertes, más allá de la inercia creada por una inflación de dos dígitos

De hecho, no descartamos que un último incremento de 25 pbs en la tasa de interés ocurra en la próxima reunión de la JDBR con decisión de tasas, la cual tendrá lugar hasta el próximo mes de junio. Esto significa que una sorpresa inflacionaria del dato de IPC de abril no tendrá respuesta en mayo, sino hasta el próximo mes de junio cuando BanRep tome decisiones de política.

En nuestro escenario base, la tasa terminal de este ciclo se situará entre 13.25% y 13.5%. Más aún, esperamos que estos niveles de tasas de interés se mantengan allí hasta el cierre de año y al menos hasta 1T24, cuando los excesos de demanda se cierren y los



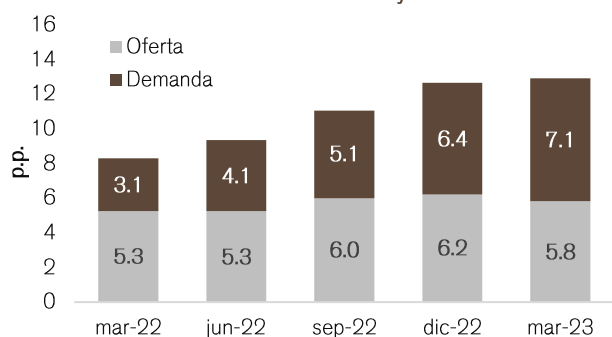
rezagos de política monetaria se sientan con mayor intensidad.

Entre decisiones y rezagos

En primer lugar, los efectos de la política monetaria sobre los precios no guardan el mismo rezago que existe sobre la demanda.

En el contexto actual, es posible que dicho rezago sea incluso mayor, teniendo en cuenta la fuerte inercia inflacionaria que se ha creado desde el año pasado. En consecuencia, garantizar que la inflación retorne al rango objetivo (2% – 4%) requerirá que BanRep no solamente mantenga una postura altamente contractiva, sino que además las tasas altas se mantendrán por un periodo de tiempo prolongado.

Gráfico 2. Contribuciones de oferta y demanda en el IPC



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

La información disponible apunta a que la inflación total ya habría llegado al techo en marzo, y existe buena evidencia que sugiere un inminente descenso en los próximos meses.

Sin embargo, como sucede en todo el mundo, en Colombia tal corrección proviene en su totalidad por factores de oferta y no de demanda, que es lo que está en control de la política monetaria.

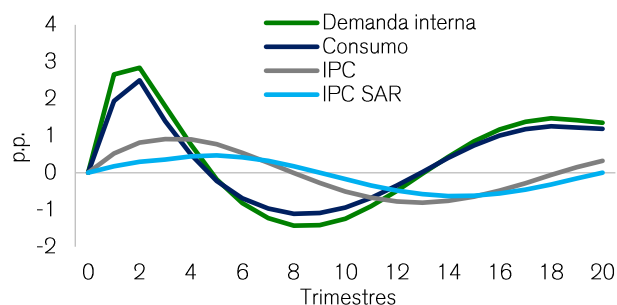
En lo que va corrido del año 2023, mientras que la inflación total aumentó 0.2 p.p., la inflación núcleo sin alimentos ni regulados (IPC SAR) lo hizo en 1 p.p., es decir, a un ritmo 5 veces superior. Nada más en marzo, el

aumento de la inflación núcleo fue de 0.5 p.p., es decir, el 50% del aumento acumulado de 2023.

Durante el mismo periodo de tiempo, las contribuciones de oferta sobre la variación anual del IPC se redujeron 0.4 p.p., en contraste con las de demanda que se han incrementado en 0.7 p.p. (Gráfico 2). De hecho, las contribuciones de demanda en el IPC ya completan 4 meses consecutivos superando las de oferta y muestran una tendencia claramente creciente.

Pero el problema de una persistente presión inflacionaria de demanda no termina allí. Como sucede en casi todas las economías de mercado, en Colombia el rezago de la política monetaria sobre los precios es mayor en comparación al rezago que tienen las decisiones del BanRep sobre la demanda interna.

Gráfico 3. Reacción a decisiones de política monetaria*



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.
*Respuesta a impulso de 1 unidad no factorizada en tasa BanRep.

Es decir, las decisiones de política monetaria, que tienen un rezago natural en la economía, se sienten primero sobre el gasto agregado y luego sobre la inflación.

Estimaciones propias, utilizando modelos de vectores autoregresivos (VAR)¹, sugieren que dicho rezago de los efectos de política monetaria sobre la inflación, en promedio, es hasta 3-4 trimestres mayor en comparación al que tiene la política monetaria sobre la demanda interna y el consumo de los hogares (Gráfico 3).

De hecho, según estos mismos cálculos, el rezago contra la inflación núcleo, que es la inflación de demanda, es

¹ Para el cálculo se estimó un modelo VAR no restringido que sigue la forma $y_t = C + B_1y_{t-1} + B_2y_{t-2} + e_t$, donde se tiene que el vector $y_t' = (di_t, co_t, ipc_t, ipc_sar_t)$.



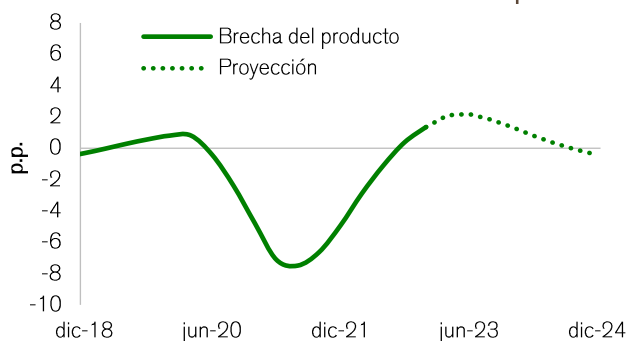
superior. En efecto, la reacción llega a ser hasta 5-6 trimestres más amplia frente al que tiene la política monetaria sobre las variables de gasto.

Brechas de producto y empleo positivas

Otro elemento para destacar es que las brechas de producto y empleo son aún positivas, más allá de la desaceleración económica ya observada.

Esto significa que, si bien van a comenzar a cerrarse en el futuro próximo gracias a las decisiones contra-cíclicas de BanRep, son brechas que hoy presionan la inflación. Esto es absolutamente consistente con un entorno de exceso de demanda en la economía.

Gráfico 4. Evolución reciente de la brecha del producto



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

En efecto, según nuestras estimaciones, la brecha del producto es positiva en la actualidad. A la velocidad que está mostrando la desaceleración de la actividad económica, sólo hacia mediados de 2023 la brecha comenzaría a cerrarse (Gráfico 4), moderando así las presiones de demanda sobre la inflación núcleo.

La brecha positiva de empleo también tendrá que irse cerrando en el corto plazo, en la medida que la brecha del producto lo haga. Normalmente, esta brecha se mide a partir del diferencial existente entre la tasa de desempleo observada y la tasa de desempleo natural en la economía.

Según estimaciones de BanRep, la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés) a nivel urbano es 11.5% - 12% (ver sección de "Mercado Laboral" en [IMCE – Abril de 2023](#)).

Teniendo en cuenta que la tasa de desempleo urbana se sitúa ligeramente por debajo de 11%, eso significa que el desempleo observado es inferior al estructural. En otras palabras, el empleo utilizado es superior al potencial (brecha de empleo positiva).

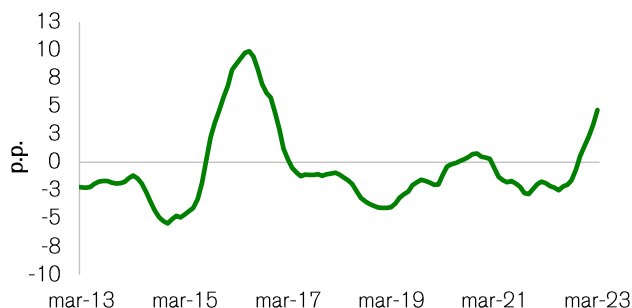
Luce optimista, desde esta óptica, pensar que las presiones desinflacionarias asociadas a una menor demanda van a desaparecer rápidamente. Como lo acabamos de describir, el proceso de cierre de brechas positivas de producto y empleo, ambos indicadores de excesos de demanda, apenas está comenzando y sólo hacia la segunda mitad de 2023 culminaría.

Depreciación inflacionaria

La depreciación de la tasa de cambio sobre los precios al consumidor también actúa con rezagos. Empíricamente, dicho rezago oscila entre 6 a 12 meses. Además, para que la inflación del IPC sensible al tipo de cambio supere el 3%, en promedio, la depreciación nominal debe mantenerse en ritmos anuales por encima del 20% (ver "Cayendo parado" en [IMC – Abril de 2023](#)).

Tanto el rango temporal como la magnitud de la depreciación se cumplen en este momento. En efecto, la depreciación acumulada de la tasa de cambio durante la segunda mitad de 2022 fue 19%, y en lo corrido de 2023 registra un promedio de 21.6%.

Gráfico 5. Brecha inflacionaria TCR en última década*



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.
*Brecha suavizada con un promedio móvil de 12 meses.

Al mismo tiempo, la inflación al consumidor sensible al tipo de cambio, según nuestros cálculos, saltó desde 11.8% hasta 16.3% entre junio y diciembre del año pasado, y en 2023 registra un promedio de 16.5%. Esto representa una desviación positiva (y no despreciable) de 13.5 p.p.



frente a la meta de política de 3%, en gran medida sustentada por la depreciación del tipo de cambio.

Una forma más técnica de demostrar lo anterior es utilizando la brecha inflacionaria de la Tasa de Cambio Real (TCR)². De acuerdo con nuestras estimaciones, las presiones inflacionarias asociadas a la depreciación de la tasa de cambio, controlando la evolución de los precios relativos internos-externos, son en la actualidad las más fuertes desde el choque de los precios del petróleo de 2015-2017 (Gráfico 5).

Efectos sobre el mercado local

Aunque el grueso del mercado y analistas esperaban estabilidad de tasas, creemos que el efecto de esta decisión de BanRep sobre los precios de los activos locales será limitado y no necesariamente se encaja como “sorpresa monetaria”.

Factores idiosincráticos habían presionado fuertemente al alza la prima de riesgo-país días antes de la reunión de la JDBR. De hecho, los CDS de 5 años aumentaron más de 20 pbs hasta niveles por encima del nivel crítico de 300 pbs.

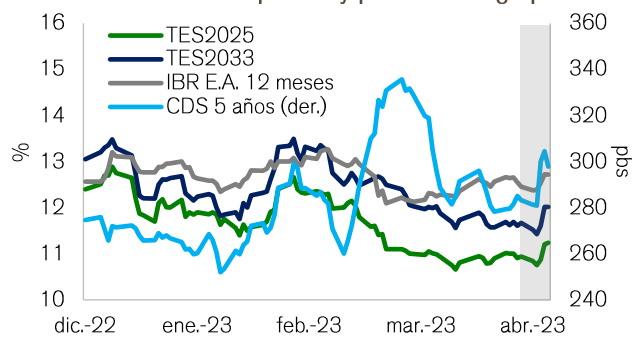
superando el incremento de 33 pbs que mostró el IBR 12 meses y la misma sorpresa monetaria de 25 pbs en la tasa de política de BanRep (Gráfico 6).

En cuanto a la tasa de cambio, efectos de corto plazo asociados a la decisión de BanRep tampoco serían significativos. En nuestra opinión, lo que podría generar un desacople de la tasa de cambio frente a sus niveles de equilibrio es que el diferencial de tasas locales y externas (tasa Fed) se reduzca, elevando así la exposición de los activos locales a choques externos.

Esto solo podría ocurrir por dos vías. Por un lado, que BanRep reduzca las tasas de interés antes que sus pares externos. La otra opción es que las tasas externas sigan subiendo y BanRep frene anticipadamente el actual ciclo.

En cualquiera de estos dos casos, una decisión anticipada de BanRep que cierre este diferencial crearía una presión adicional al alza en la tasa de cambio nominal y sobre la inflación. No en vano, y como desde hace muchos años no ocurría, dentro de la función de reacción de BanRep la tasa de referencia de la Fed de EEUU ha ganado mucha relevancia.

Gráfico 6. Deuda pública y prima de riesgo-país



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Esto fue particularmente marcado en el mercado de TES, donde las tasas de interés a distintos plazos registraron incrementos promedio de 54 pbs en jornadas previas. Los rendimientos de los TES con duraciones más cortas, que responden más a factores monetarios, saltaron 49 pbs,

valor de largo plazo (no inflacionario). Estimamos este valor utilizando la descomposición tendencia-ciclo del filtro Hodrick-Prescott. Valores positivos de la brecha TCR implican presiones alcistas sobre los precios.

² La brecha inflacionaria TCR mide las presiones inflacionarias derivadas de la tasa de cambio nominal y de los precios relativos en la economía. Para su cálculo, utilizamos la desviación acumulada 12 meses de la TCR que publica BanRep frente a su componente tendencial, el cual es un



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.
