



Comentario económico

Política monetaria

Febrero 1 de 2024

Decisión acertada

Autores:

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas

Tesorería

En línea con nuestras expectativas, BanRep redujo su tasa de interés de referencia en 25 pbs hasta 12.75% en su primera reunión del año. Por segundo mes consecutivo, la decisión colegiada al interior de la JDBR fue por mayoría, con cinco miembros votando por este recorte de 25 pbs y los restantes dos codirectores por un recorte de 50 pbs.

La JDBR volvió a destacar el descenso de la inflación y sus expectativas, y unas dinámicas de la actividad económica que se mantienen muy bajas. También volvió a destacar la corrección que ha tenido el desbalance externo, reduciendo las vulnerabilidades de la economía a choques externos, así como un suavizamiento de las condiciones financieras internacionales.

No obstante, la inflación actual se mantiene en niveles todavía muy altos y la JDBR advirtió que existen algunos riesgos a la vista que podrían afectar la velocidad de convergencia de la inflación. De hecho, la JDBR espera que la inflación retorne hacia la meta de 3% a más tardar durante el primer semestre de 2025, lo que se puede interpretar como una señal de preocupación y precaución al mismo tiempo.

Los riesgos que señaló BanRep sobre la inflación giran en torno al ajuste del salario mínimo para 2024, los potenciales efectos inflacionarios que generan choques climáticos como el fenómeno de El Niño y el ajuste en los precios de la canasta del IPC de regulados. A estos riesgos se podría sumar uno más, que es endógeno a las decisiones propias del emisor y tiene que ver con los efectos contraproducentes de acelerar la magnitud de recortes en las tasas de interés.

En nuestro escenario base, BanRep continuará recortando su tasa de interés de referencia gradualmente en 25 pbs mensuales hasta mediados del año. Durante el segundo semestre, en la medida que la inflación le otorgue margen de acción, creemos que BanRep podría iniciar reducciones mensuales de tasas más agresivas de al menos 50 pbs.



BanRep: a paso lento, pero seguro

En línea con nuestras expectativas, BanRep redujo su tasa de interés de referencia en 25 pbs hasta 12.75% en su primera reunión del año. Por segundo mes consecutivo, la decisión colegiada al interior de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) fue por mayoría, con cinco miembros votando por el recorte de un cuarto de punto porcentual.

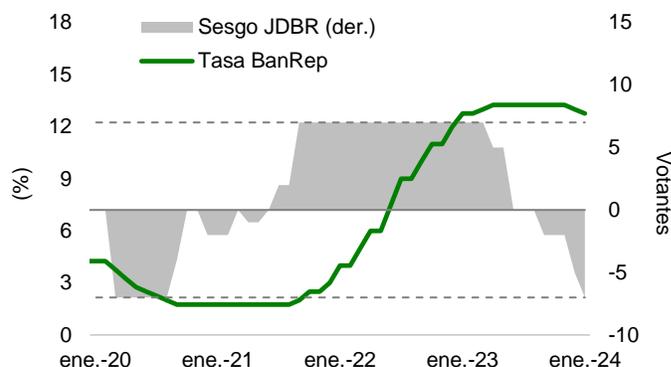
A diferencia de la reunión de diciembre, en esta ocasión los restantes dos codirectores votaron por un recorte de 50 pbs, con lo cual el sesgo bajista de la JDBR se tornó 100% bajista, algo que no ocurría desde la época de la pandemia (Gráfico 1). Ante esta nueva distribución de la JDBR, es altamente probable que los recortes de tasas continúen en los próximos meses, tal como lo habíamos advertido en informes recientes (ver “Regalo de navidad” en [CE – Diciembre 20 de 2023](#)).

La JDBR volvió a resaltar la trayectoria bajista en la que están encaminadas tanto la inflación como sus expectativas desde 2T23, senda que probablemente se mantendrá a lo largo de 2024. Asimismo, según lo sugieren las proyecciones del equipo técnico de BanRep, el crecimiento económico se mantendría bajo y la importante corrección que tuvo el desbalance externo desde el año pasado se mantendría en 2024, reduciendo las vulnerabilidades de la economía a choques externos.

En efecto, el equipo técnico mantuvo estables sus pronósticos de crecimiento del PIB en 1% para 2023 y 0.8% para 2024, ritmos de expansión que son sustancialmente inferiores al crecimiento potencial que se estima alrededor de 3%. Según nuestros cálculos, incluso suponiendo que el crecimiento del PIB en 2024 fuese ligeramente superior al 1% (como es nuestra expectativa), la brecha del producto se tornaría negativa este año (Gráfico 2).

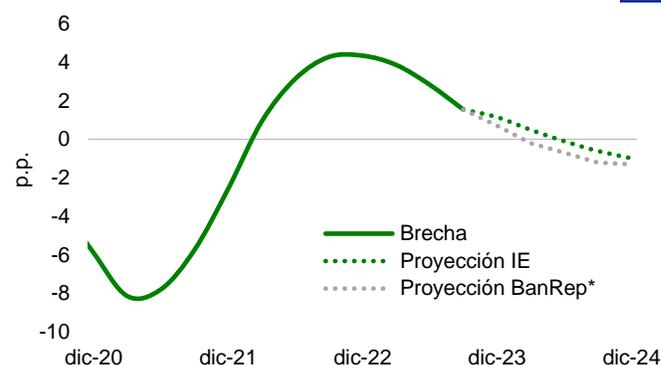
En cuanto al déficit de cuenta corriente, el equipo técnico de BanRep estima que se sitúe en 2.8% del PIB en 2023 y 2.9% en 2024, desbalances que en ambos casos son significativamente inferiores al 6.2% del PIB registrado en 2022. Estas estimaciones del *staff* de BanRep son similares a las nuestras (2.5% en 2023 y 3.1% en 2024) y en ambos casos apuntan a un desbalance externo que se

Tasa de intervención vs distribución JDBR



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Proyección de brecha del producto en Colombia



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Senda estimada en el Informe de Política Monetaria de octubre de 2023.



mantendría en niveles inferiores a sus promedios históricos (Gráfico 3).

Ciertamente, los niveles de tasas de interés actuales siguen siendo altamente contractivos y BanRep acierta en seguir recortando la tasa de referencia. Nuestras estimaciones de tasa de interés real de política sugieren niveles del orden de 5.5%, que son muy superiores al nivel neutral de 1.5% (Gráfico 4). Ante unas perspectivas de crecimiento muy débil y un déficit de cuenta corriente bajo control, está clara la necesidad de continuar con el proceso de flexibilización monetaria.

No obstante, la inflación actual se mantiene en niveles muy altos (9.3%), casi triplicando la meta de 3%. Además, la JDBR resaltó que existen algunos riesgos a la vista que podrían afectar la velocidad de convergencia de la inflación hacia la meta en el horizonte de acción de la política monetaria.

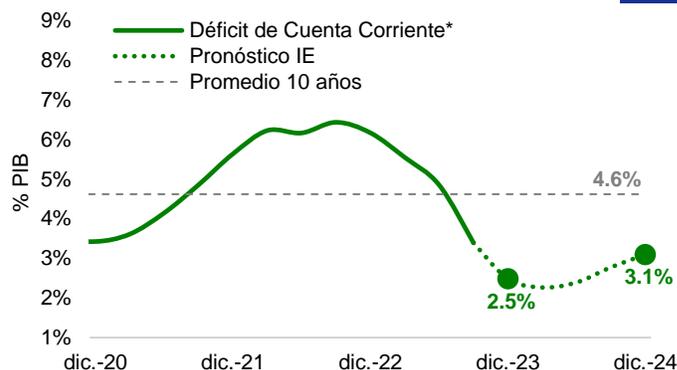
A saber: i) el aumento del salario mínimo para 2024, el cual estuvo por encima de lo previsto e influye en la proyección de inflación del equipo técnico, especialmente en la canasta del IPC de servicios (altamente expuesta a la indexación de precios); ii) el fenómeno de El Niño, cuyas afectaciones se darán principalmente en el IPC de alimentos; y iii) el ajuste en los precios del IPC de regulados, todavía incierto y posiblemente más lento de lo previsto.

La propia JDBR reconoció que con estos riesgos presentes necesita algo más de certeza en materia de inflación para acelerar, eventualmente, el ritmo de los recortes de tasas de interés. Más aún, en el propio comunicado oficial se resalta que la JDBR espera que la inflación retorne hacia la meta *a más tardar durante el primer semestre de 2025*, una frase que no deja de llamar la atención si se tiene en cuenta que hasta hace pocos meses atrás BanRep se mostraba más convencido de alcanzar niveles de inflación en 2024 muy cercanos a la meta de 3%.

En nuestra opinión, a los riesgos anteriores podría agregarse otro que es endógeno a las propias decisiones del BanRep. Si la JDBR decidiera en el muy corto plazo aumentar la magnitud de los recortes mensuales en su tasa de referencia (100 pbs, por ejemplo), se podría afectar el diferencial de tasas de interés locales-externas y por esta vía: i) deteriorar la ya débil entrada de flujos de

Proyección del desbalance externo de Colombia

3

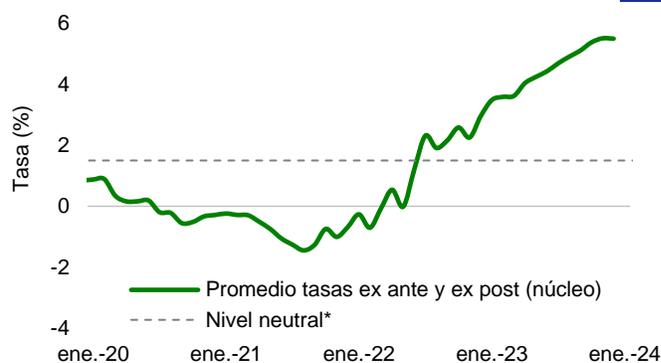


Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Serie suavizada con una sumatoria acumulada de 4 trimestres (año móvil).

Tasa de interés real de política monetaria

4



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Tasa de interés real neutral estimada del equipo técnico de BanRep.



capitales extranjeros al país (ingresos de USD al mercado local); ii) afectar negativamente la percepción de riesgo-país; y iii) depreciar la tasa de cambio, lo que iría en contravía de reducir la inflación (aumentos en la tasa de cambio afectan al alza los precios de los bienes importados).

Casos de referencia interesantes se tienen en la región, como el de Chile. Allí, el peso chileno se ha depreciado casi un 15% desde que el Banco Central de Chile comenzó a reducir en magnitudes mayores o iguales a 100 pbs mensuales su tasa de interés de política (ver “Un peso resistente como el roble en [IMC – Enero de 2024](#)). Esto ha ocurrido en un país donde la inflación está casi 4 p.p. por debajo de la inflación actual en Colombia y su nota soberana está varios escalones por encima de la nuestra.

En nuestro escenario base, seguimos esperando que la inflación siga descendiendo gradualmente a lo largo de 2024 para cerrar en niveles de 6.3%. Es altamente probable que, en los próximos meses con decisión de tasas de interés, la JDBR vuelva a recortar los tipos de interés en 25 pbs.

De esta forma, y en cualquier caso sólo si la inflación otorga espacio, **BanRep aceleraría el ritmo de la flexibilización monetaria hacia mediados de este año, con recortes mensuales en la tasa de referencia de al menos 50 pbs.** Nuestro pronóstico de tasas al cierre de 2024 lo mantenemos en 9.75%.



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.
