



Comentario económico

Macroeconomía local

Agosto 9 de 2024

Prudencia requerida

Autores:

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Natalia Ossa M.

P.S. - Macroeconomía

natalia.ossa@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 su más reciente reunión de política monetaria, y en línea con nuestra expectativa, BanRep recortó su tasa de intervención en 50 pbs y reiteró su posición de continuar con este ciclo para estimular la actividad económica. Sin embargo, el emisor advirtió que este proceso de estímulo monetario sigue enfrentando múltiples riesgos que subsisten sobre la inflación. Una frase del comunicado oficial fue contundente en este sentido, subrayando que las decisiones adoptadas deben mantener una prudencia requerida.

Aunque la tendencia del último año en la inflación observada y sus expectativas ha sido marcadamente bajista, el ritmo al que todavía viaja es superior a los objetivos de política. El reciente aumento en los precios de los alimentos ha creado presiones alcistas en la inflación total, pero en el balance no han sido significativas. Según nuestras estimaciones, la persistencia inflacionaria se explica casi en su totalidad por el desanclaje de las expectativas de inflación, los fenómenos de indexación de precios, y los rezagos en el ajuste de precios y tarifas de algunos bienes regulados.

El crecimiento de la economía en lo que va corrido de 2024 ha superado los pronósticos, en gran medida por impulsos no previstos de oferta y demanda. Por el lado de la oferta, el impulso del sector agropecuario desde 4T23 le ha aportado cerca de 0.3 p.p. de mayor crecimiento al PIB. Asimismo, según nuestros cálculos, el impulso de demanda asociado al carácter contracíclico de la política fiscal habría contribuido con 0.2 p.p. al mejor dinamismo del PIB.

En este entorno, la probabilidad de que el crecimiento económico se sitúe entre 1.5% y 2% este año se ha hecho más alta, contrastando con unos estimativos preliminares que bordeaban apenas el 1%. Esto significa que los excesos de capacidad instalada en todo 2024 serían menores a los previstos inicialmente, más allá de que el crecimiento en la segunda mitad del año tendrá que moderarse por la finalización de los impulsos descritos.

Mantenemos nuestra expectativa de que BanRep seguirá recortando su tasa de interés de referencia a ritmos de 50 pbs mensuales para lo que resta de año, con lo cual la tasa terminal de política cerraría en 9.25%. Consideramos poco probable que el emisor acelere las reducciones de tasas de interés en los próximos meses, teniendo en cuenta el actual contexto macroeconómico.



Inflación persistente

Aunque la tendencia del último año en la inflación observada y sus expectativas ha sido marcadamente bajista, el ritmo al que todavía viaja es superior a los objetivos de política y no deja de ser preocupante. Esto sin mencionar el elevado grado de heterogeneidad que existe en las dinámicas de sus componentes y los múltiples riesgos alcistas que enfrenta en el corto plazo.

Como lo habíamos advertido desde hace varios meses atrás, el IPC de alimentos ha sido uno de los responsables de este reciente comportamiento de la inflación total. Muchos riesgos de oferta locales-externos finalmente se materializaron y han presionado al alza la inflación de este componente (ver “¿Freno en la desinflación?” en [CE – Mayo 29 de 2024](#) y “Riesgos materializados” en [CE – Junio 13 de 2024](#)).

En efecto, desde mínimos del orden de 1.7% en 1T24, la inflación del IPC de alimentos se disparó hasta el actual 5.3%, aportando cerca de medio punto porcentual (p.p.) a la dinámica del IPC total en los últimos 4 meses. De hecho, el IPC de alimentos ha sido el único componente cuyas contribuciones sobre la inflación total aumentaron durante este periodo (Gráfico 1).

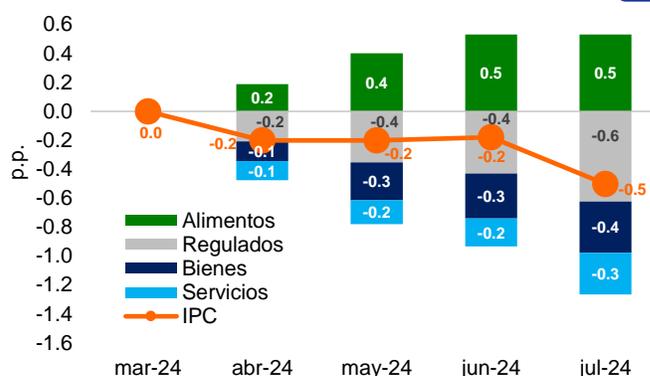
Los riesgos sobre los precios de los alimentos en los próximos meses siguen siendo alcistas. Además de la posible llegada del fenómeno de La Niña entre septiembre y noviembre, cuya probabilidad de ocurrencia supera el 70% según el IDEAM, muchos costos externos continúan al alza presionados por el aumento en los costos mundiales de transporte marítimo.

Pero el problema de la persistencia de la inflación en niveles altos no sólo responde al repunte del IPC de alimentos, cuyos movimientos son típicamente causados por factores de oferta y son de naturaleza transitoria. En otros componentes, particularmente en las canastas de servicios y regulados que tienen unas ponderaciones más altas que la canasta de alimentos sobre el IPC total, las rigideces en las dinámicas de algunos precios han hecho aún más lenta la desinflación.

Esta es una preocupación manifiesta para la mayoría de los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), pues no sólo limita la velocidad de

Contribuciones individuales al IPC desde 1T24

1



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



convergencia de la inflación hacia la meta, sino que además crea efectos inerciales indeseados. Por ejemplo, si la inflación persiste en niveles altos, las expectativas de inflación, que son reactivas a la inflación observada, se mantendrán también elevadas y pueden contaminar el ajuste de otros precios en la economía.

Adicionalmente, muchos otros precios cambian solo una vez al año y se indexan a la inflación causada en la última vigencia, como es el caso de los arriendos que pesan el 25% en el IPC. Si la inflación cierra este año muy por encima de la meta de BanRep, la indexación implica ajustes altos en muchos precios, multiplicando de esta forma el efecto inercial.

Realizando un análisis de descomposición de varianza en el IPC, utilizando varios determinantes, encontramos que las expectativas de inflación y los mecanismos de indexación explicaron un 39% de la variabilidad total de la inflación desde que inició su descenso durante la primera mitad de 2023. En lo corrido de 2024, la contribución de esta inercia inflacionaria creada por expectativas desancladas e indexación aumentó significativamente hasta 52% (Gráfico 2).

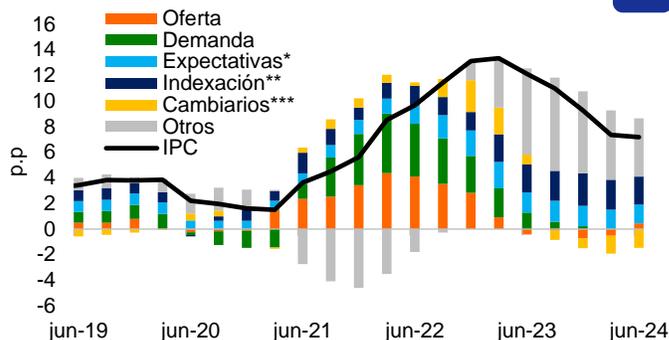
Según nuestras estimaciones, las contribuciones a la varianza del IPC por factores de oferta fueron en promedio negativas durante el último año. Sin embargo, en meses recientes se tornaron nuevamente positivas y le vienen aportando cerca de 0.4 p.p. a la inflación total, muy en línea con lo que explicamos previamente en torno a la evolución reciente del IPC de alimentos.

Las contribuciones por factores de demanda han sido bajas desde el año pasado y en la actualidad son prácticamente nulas. Esto es consistente con una debilidad del gasto de los hogares y una brecha negativa del producto desde finales de 2023. Asimismo, las contribuciones asociadas a factores cambiarios han sido negativas, coherente con la fuerte apreciación acumulada de la tasa de cambio desde finales de 2022 y que ha suavizado presiones sobre precios de bienes importados.

Es importante anotar que buena parte del resto de la variabilidad del IPC obedece a otros determinantes distintos a los controles en nuestro análisis. En efecto, estos factores sustentan casi el 48% de la varianza del IPC desde 2023 (Gráfico 2), lo cual es un porcentaje

Descomposición del IPC por determinantes

2



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

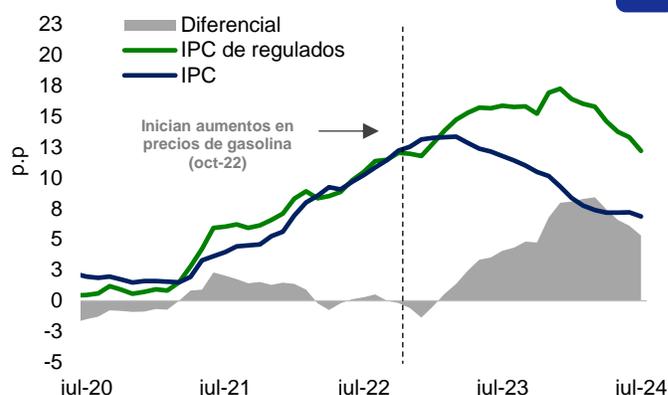
*Promedio de 1 y 2 años, cierre de vigencias e implícitas en los TES.

**Promedio entre inflación salarial e IPC rezagado 12 meses.

***Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real.

Brecha entre inflación de regulados y el IPC total

3



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



atípicamente elevado si se compara con los estándares históricos.

Creemos que la no despreciable incidencia de este residual está altamente ligada al incremento rezagado en los precios de algunos bienes regulados como los combustibles, los cuales iniciaron precisamente hacia finales de 2022 con el precio de la gasolina. Esto coincide con el creciente diferencial entre las dinámicas de la inflación del IPC de regulados y del IPC total desde ese momento (Gráfico 3). En efecto, mientras que la inflación de los precios regulados viaja a ritmos del orden de 12.2%, la inflación total lo hace al 6.9%.

Impulsos de oferta y demanda

El crecimiento de la economía en el primer semestre de 2024 ha superado las expectativas y evidencia un proceso de recuperación gradual. Los datos de PIB en 1T24 mostraron un cambio de tendencia en el ritmo de expansión de la economía frente a los registros de finales de 2023 (ver “Ganando tracción” en [CE – Mayo 17 de 2024](#)), al tiempo que las cifras disponibles de 2T24 sugieren un crecimiento del producto superior al de 1T24 (ver “Milagro por calendario” en [IMCE – Julio de 2024](#)).

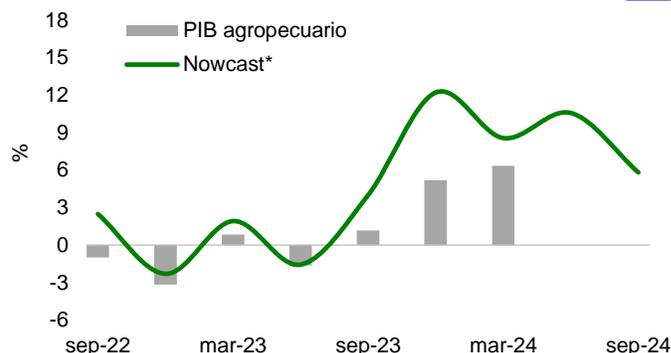
Gran parte de este mejor comportamiento de la economía responde a unos impulsos de oferta y demanda que iniciaron desde finales de 2023. En esencia, dichos impulsos son de carácter transitorio, lo que significa que se deben diluir en el corto plazo. Sin embargo, indudablemente van a repercutir en un mayor crecimiento del PIB para todo 2024, el cual estará probablemente en el rango 1.5% - 2%. Esto contrasta con unos estimativos preliminares que bordeaban, en el mejor de los casos, apenas el 1%.

Por el lado la oferta, la normalización de la producción agrícola y la anticipación de cosechas de cultivos de ciclo corto a finales del año pasado, impulsaron el crecimiento del PIB agropecuario a ritmos promedio de 5.8% entre 4T23 y 1T24. Estos ritmos de expansión son muy superiores al crecimiento promedio de 0.1% registrado entre 1T23 y 3T23 (Gráfico 4).

La contribución del sector agropecuario al crecimiento del PIB durante este periodo aumentó en 0.3 p.p. Esto significa, en otras palabras, que este impulso de oferta

Impulso en el sector agropecuario desde 4T23

4

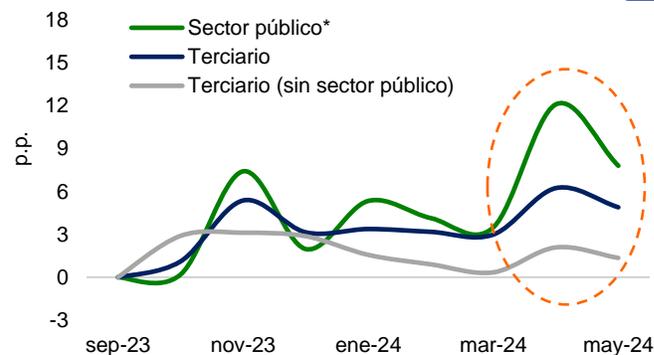


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Pronóstico adelantado de actividades agropecuarias con modelo propio.

Respuesta del ISE al impulso en gasto público

5



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Administración pública, servicios sociales, salud, educación y otros.



explicó un 19.8% del mayor crecimiento económico en los últimos 2 trimestres. De acuerdo con nuestro modelo *Nowcast* de actividades primarias, el crecimiento del PIB agropecuario mantendría este impulso en 2T24, pero comenzaría a diluirse a partir de 3T24, según la información disponible de agosto.

Por el lado de la demanda, el carácter contracíclico de la política fiscal desde mediados de 2023 también ha dado un soporte importante al crecimiento de la economía. Tomando como variable *proxy* del gasto público el ISE de administración pública (sector público), cuando el Gobierno nacional comenzó a acelerar la ejecución del presupuesto el año pasado, su crecimiento se aceleró progresivamente.

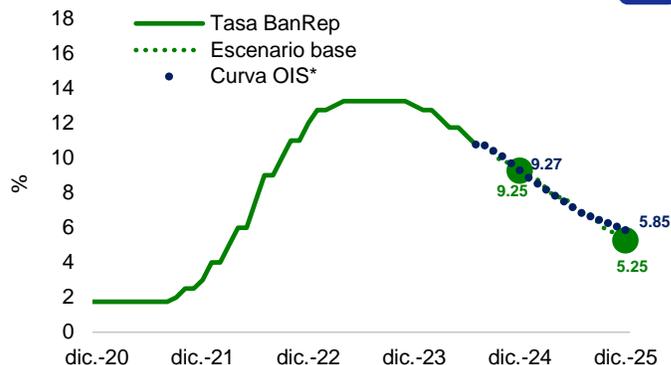
El crecimiento del ISE del sector público durante la primera mitad de 2023 fue de 3.9%. Para la segunda mitad de ese año, producto del impulso en el gasto público, dicho crecimiento se aceleró hasta 5.1%. En lo que va corrido de este año, la expansión de este índice en 1T24 fue 5.5% y la información disponible de 2T24 sugiere crecimientos muy altos del orden de 11.1%. En términos de su contribución al PIB, según nuestros cálculos, este impulso de demanda la habría aportado cerca de 0.2 p.p. de mayor crecimiento a la economía en los últimos 12 meses.

Lo anterior también ha favorecido el crecimiento del ISE de servicios y actividades terciarias, que representan cerca del 61% del PIB. En efecto, el crecimiento promedio de las actividades terciarias en lo corrido de 2024 se sitúa en 2.5%, superando el crecimiento de 1.4% del año pasado. Aislado este impulso del gasto público, el crecimiento del ISE terciario en 2024 sería de apenas 0.4%, muy por debajo del ISE terciario incluyendo sector público (Gráfico 5).

Similar al choque positivo de oferta en el PIB agropecuario, este impulso de demanda también tendrá que diluirse durante la segunda mitad de 2024. En la presentación del Marco Fiscal de Mediano Plazo, el Gobierno anunció un ajuste de 1.2% del PIB en el presupuesto de este año, requerido para cumplir la meta de déficit fiscal de 5.3% del PIB consistente con la ley de regla fiscal. Esto significa que el crecimiento del gasto público, necesariamente, será más bajo en los próximos meses.

Trayectoria esperada tasas de política monetaria

6



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas implícitas en la curva OIS al corte del 9 de agosto de 2024.



Implicaciones de política

No resulta sencillo justificar que BanRep acelere los recortes de tasas de interés en un contexto como el actual. La posibilidad de este escenario depende de unas condiciones macroeconómicas más deterioradas que generen una desinflación ligada a insuficiencias de demanda (recesión), algo que no se vislumbra en el futuro cercano. De hecho, afanar los recortes de tasas de interés podrían crear desequilibrios que a la postre resultarían en más inflación.

Técnicamente, si la inflación observada y esperada todavía persiste en niveles altos y por encima de la meta de política monetaria, el margen de respuesta de BanRep seguirá siendo estrecho. Además, dados los impulsos de oferta y demanda analizados previamente, la brecha del producto en 2024 ya no sería tan negativa como se estimaba inicialmente, reduciendo la necesidad de llevar rápidamente la postura de política a terreno expansivo.

En la medida que la inflación siga descendiendo como se anticipa, BanRep tendrá suficiente espacio para seguir recortando la tasa de referencia en magnitudes apropiadas. Por esta vía, el emisor daría soporte al proceso de recuperación económica en el corto plazo, sin generar efectos contraproducentes.

Por todo lo anterior, **mantenemos nuestra expectativa de que BanRep seguirá recortando la tasa de interés en 50 pbs mensuales hasta llevarla a 9.25% al cierre de año**. El mercado también se ha ajustado a esta perspectiva y las tasas implícitas en la curva OIS descuentan niveles alrededor de 9.25% para finales de 2024 (Gráfico 6).



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.
