



Comentario económico

Política monetaria

Septiembre 24 de 2024

Llegó la hora de acelerar

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

La reciente sorpresa inflacionaria de agosto abrió el debate sobre la conveniencia de que BanRep acelere su ritmo de recortes de tasas de interés en sus próximas reuniones de política monetaria. En tan sólo dos meses, la inflación total y núcleo se desaceleraron en promedio casi 100 pbs, en ambos casos superando holgadamente la reducción de 50 pbs de julio en la tasa de referencia de BanRep.

Dada la nueva información disponible, el balance de riesgos se inclina a favor de recortes mensuales ligeramente más agresivos en la tasa de interés de política. En nuestra opinión, existen 6 argumentos que sustentan lo anterior. Primero, las presiones inflacionarias de demanda siguen bajo control y las de oferta no han sido tan severas como lo previsto. Segundo, las expectativas de inflación siguen descendiendo y liberando riesgos sobre la inflación futura, especialmente por el canal de fijación de salarios y otros mecanismos de indexación.

En tercer lugar, una brecha negativa del producto ayuda a reducir la inflación, pero podría generar aumentos no deseados sobre la tasa de desempleo si la insuficiencia de demanda se torna muy persistente en el tiempo. Cuarto, el déficit de cuenta corriente se encuentra en mínimos de 15 años y mantiene bajo control las vulnerabilidades externas de la economía. Quinto, la tasa de cambio ha sido consecuente con lo anterior y no está generando presiones inflacionarias. En sexto lugar, la reciente decisión de tasas de la Fed le permite ahora a BanRep acelerar los recortes de tasas sin generar riesgos de turbulencias cambiarias importantes.

A pesar de los recortes ejecutados sobre la tasa nominal a lo largo de todo 2024, la postura de política monetaria de BanRep sigue siendo altamente contractiva y parece algo rezagada. La tasa real de política ha descendido muy lentamente y de cara al cierre de 2024 seguiría siendo casi el doble de sus niveles neutrales. Acelerar ligeramente los recortes mensuales en las tasas de interés no implica un cambio drástico en la postura monetaria, es consistente con la consecución de una meta de inflación de 3% y genera un alivio adicional para la economía.

Por todo lo anterior, esperamos que BanRep recorte la tasa de referencia en 75 pbs durante su reunión del próximo 30 de septiembre, llevándola hasta 10%. Ratificamos nuestra expectativa de que la tasa de interés cerrará este año en niveles de 8.5% - 8.75%, consistentes con una postura menos restrictiva.



Los seis sentidos

La reciente sorpresa inflacionaria de agosto abrió el debate sobre la conveniencia de que BanRep acelere su ritmo de recortes de tasas de interés durante su próxima reunión de política monetaria a llevarse a cabo el lunes 30 de septiembre (ver “En descenso por tobogán” en [IMCE – Septiembre de 2024](#)).

En tan sólo 2 meses (julio y agosto), la inflación total se desaceleró 106 pbs hasta 6.1% y la inflación núcleo¹ lo hizo en 74 pbs hasta 6.2%. En ambos casos, estas magnitudes superaron holgadamente la reducción de 50 pbs de julio en la tasa de referencia, pues en agosto BanRep no tomó decisiones de tasas de interés por calendario de política monetaria.

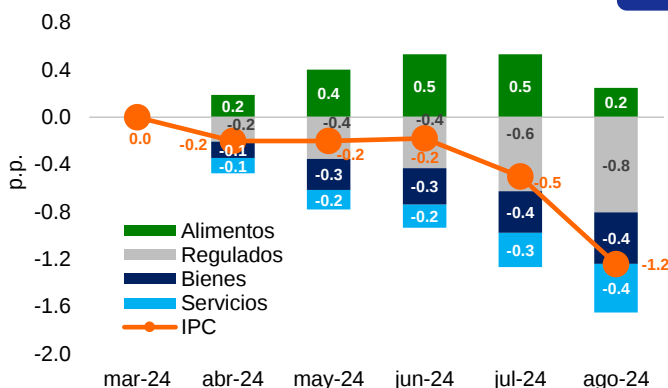
Dentro de la balanza de riesgos, son varios los argumentos que, dada la nueva información disponible, sustentan unas menores presiones para que BanRep suavice sus parámetros de cautela en el actual proceso de flexibilización monetaria. Existen algunos argumentos que van más allá de la evolución reciente de la inflación en sí misma y del mandato constitucional del emisor (estabilidad de precios), incluidos factores exógenos, lo que alimenta las expectativas de un ajuste de tasas más acelerado en el futuro cercano.

Primero, además del buen comportamiento de la inflación núcleo (componentes de demanda en el IPC), los riesgos de oferta que se materializaron en 2T24 se diluyeron mucho antes de lo previsto y sus presiones alcistas fueron más moderadas relativo a lo que se esperaba (ver “Prudencia requerida” en [CE – Agosto 9 de 2024](#)). En efecto, los ítems de alimentos y regulados dentro del IPC, que miden las presiones de oferta, le han aportado en conjunto -0.7 p.p. a la dinámica de la inflación desde junio (Gráfico 1), es decir, casi el 70% de la reciente desinflación.

El efecto del paro de transportadores a comienzos de septiembre sobre los precios parece haber sido marginal. Como siempre ocurre, estos episodios son de carácter transitorio y no afectan la tenencia estructural de la inflación. En ese mismo sentido, otros riesgos sobre el horizonte, como la reciente reducción de los embalses de

Contribuciones individuales al IPC desde 1T24

1



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

¹ Movimiento promedio de las medidas de inflación sin alimentos, sin alimentos ni regulados y núcleo 15 entre junio y agosto.



agua que afectaría al alza las tarifas de la energía, así como la probable llegada del fenómeno de La Niña hacia finales de 2024 que haría lo propio con los precios de los alimentos, también serían de naturaleza transitoria.

En **segundo** lugar, el promedio de expectativas de inflación a 1, 2 y 5 años que se sustrae de las encuestas a los analistas descendió en septiembre hasta 3.7%, niveles mínimos no vistos desde finales de 2021. Además, esta medición de expectativas de inflación, que sirve entre otras cosas para medir la credibilidad del banco central, completó 8 meses por debajo del límite superior del rango meta de BanRep (4%).

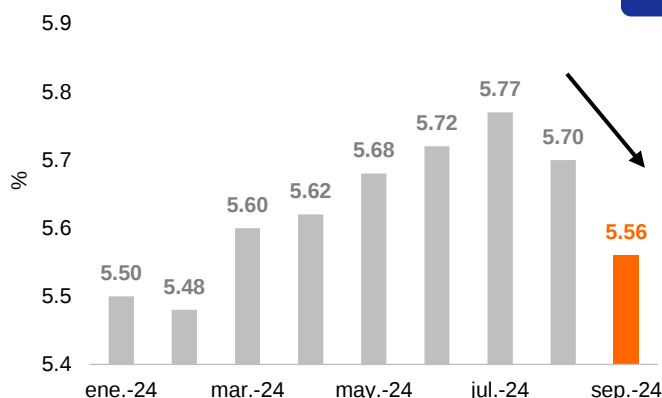
Las expectativas de inflación para el cierre de 2024 también han descendido y se sitúan actualmente en 5.6%, su punto más bajo desde el pasado mes de febrero (Gráfico 2). Para efectos del ajuste del salario mínimo de 2025 y la inercia que genera la indexación de precios atada a la inflación pasada, lo anterior es una buena noticia ya que libera presiones alcistas sobre la inflación futura.

Tercero, si bien la brecha del producto en 2024 está siendo menos negativa frente a los estimativos iniciales, en cualquier caso se prevé que persista en este terreno hasta 2026 (ver “Sí se puede” en [CE – Agosto 21 de 2024](#)). Sus implicaciones benignas sobre el actual proceso desinflacionario en la economía son ampliamente conocidas y por demás requeridas, pero podrían tener un costo innecesario sobre el mercado laboral en la medida que no se haga un balance adecuado. Es decir, una brecha negativa del producto ayuda a reducir la inflación, pero podría generar aumentos no deseados sobre la tasa de desempleo si la insuficiencia de demanda se torna muy persistente en el tiempo (Gráfico 3).

Cuarto, el déficit de cuenta corriente como proporción del PIB alcanzó recientemente mínimos no vistos en 15 años (ver “Recomposición de fuentes” en [CE – Septiembre 6 de 2024](#)). En efecto, el desbalance externo fue de 1.6% del PIB en 2T23, muy por debajo del promedio histórico de 4.5%, algo que libera presiones cambiarias e inflacionarias asociadas al egreso neto corriente de USD de la economía. Es de esperar aumentos en el déficit externo para los próximos años teniendo en cuenta el ciclo económico, pero en cualquier caso permanecerían por debajo de sus referencias históricas.

Encuesta de expectativas de inflación cierre de 2024

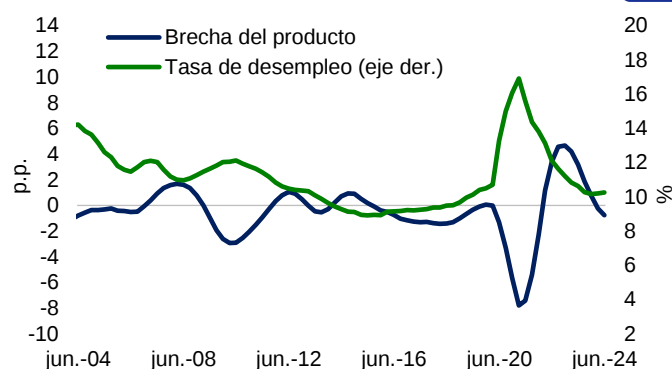
2



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Brecha del producto vs tasa de desempleo*

3



Fuente: DANE. Elaboración y cálculos Investigaciones Económicas - BAC.
*Series tienen un suavizamiento con un promedio móvil de 4 trimestres.



En **quinto** lugar, y relacionado al punto anterior, la tasa de cambio en 2024 ha mostrado una estabilidad importante y consistente con unos buenos fundamentos locales (ver “Dos caras de una misma moneda” en [IMC – Agosto de 2024](#)). Eso ha permitido que la inflación de muchos precios de bienes importados en 2024 sea prácticamente nula, apoyando por esta vía la desinflación del IPC total.

Según nuestras estimaciones de brecha de tasa de cambio real, en la actualidad no existe evidencia de presiones inflacionarias que se estén creando por el comportamiento del tipo de cambio (Gráfico 4). La depreciación nominal del peso en las últimas semanas ha bordeado apenas el 5% anual, algo que tampoco sugiere una transmisión fuerte a los precios importados. La depreciación actual es sustancialmente más baja frente al ritmo de 20% anual que históricamente se requiere para que la inflación se acelere a niveles de alarma².

Un **sexto** argumento es el diferencial de tasas locales y externas. En la medida que se cierre abruptamente este diferencial, particularmente con reducciones fuertes de las tasas internas, esto puede desembocar turbulencias cambiarias con sus respectivos efectos inflacionarios en la economía local.

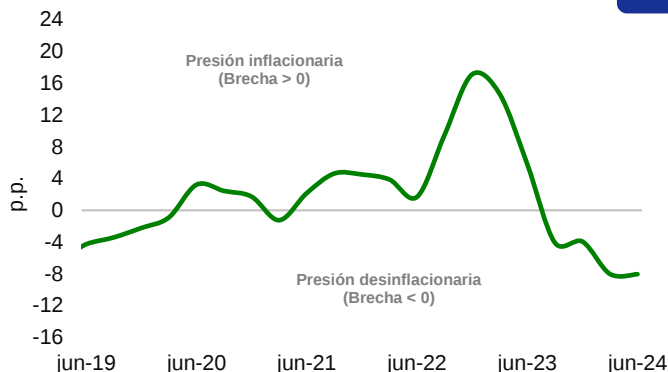
La prudencia de BanRep en este frente ha sido representativa en LATAM, evitando volatilidades innecesarias en la tasa de cambio. Sin embargo, dado el agresivo recorte de tasas de política monetaria que la Fed ejecutó en septiembre, y con el cual dio inicio a su ciclo de flexibilización monetaria (ver “Tiempo de relajamiento” en [CE – Septiembre 19 de 2024](#)), esta presión externa también se ha suavizado, dando margen a BanRep para acelerar los recortes de tasas sin generar riesgos cambiarios.

Postura muy restrictiva

La tasa de interés real de política monetaria³ es una buena medida de la postura de un banco central. Al corte de agosto, la tasa real de política se situó en 5.7%, muy por encima del nivel neutral de 2.4% que estima el equipo

Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real*

4

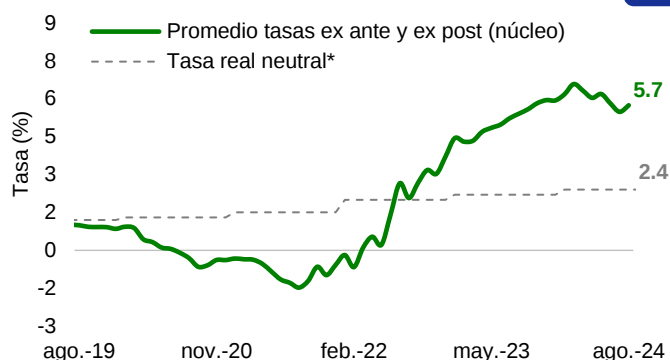


Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

*Modelo propio de tendencia-ciclo aplicado sobre la tasa de cambio real.

Evolución de la tasa real de política monetaria

5



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Tasa de política neutral estimada por el equipo técnico de BanRep.

² Frente a los niveles promedio de 4200 pesos que ha registrado la tasa de cambio en septiembre, una depreciación del 20% anual sería consecuente con niveles del orden de 4800 pesos. Este evento tiene una probabilidad de ocurrencia muy baja en el corto plazo.

³ Para nuestros análisis utilizamos el promedio de la tasa de interés real ex ante y ex post. La tasa real ex ante la calculamos descontando las expectativas de inflación a 1 y 2 años, mientras que para el cálculo de la tasa real ex post descontamos la inflación núcleo.



técnico de BanRep (Gráfico 5). Esto significa que, a pesar de los recortes ejecutados sobre la tasa nominal a lo largo de todo 2024, la postura real de política monetaria de BanRep sigue siendo altamente restrictiva y parece rezagada dado el estado actual de la economía. De hecho, frente al nivel máximo de 6.6% que alcanzó la tasa real en febrero, a la fecha su reducción ha sido de apenas 0.9 p.p.

Un ejercicio prospectivo sencillo permite complementar lo anterior. En nuestro escenario base, estimamos que la inflación observada tiene un espacio de reducción cercano a 0.5 p.p. entre septiembre y diciembre de este año. Suponiendo que las expectativas de inflación se mantienen estables, recortes mensuales de 50 pbs en la tasa de referencia durante las 3 reuniones que restan del año con decisión de tasas, implican una disminución de 1 p.p. en la tasa real. Es decir, frente al nivel actual de 5.7%, la tasa real descendería hacia niveles de 4.7% al cierre de año, todavía muy por encima del nivel neutral de 2.4% (de hecho, casi el doble).

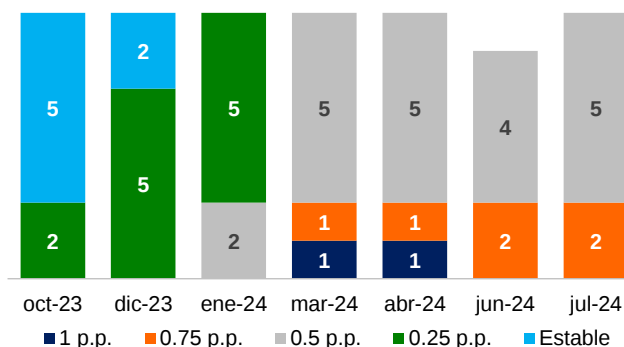
Tomando el mismo escenario anterior, pero ahora suponiendo que BanRep acelera la magnitud de los recortes mensuales de tasas a 75 pbs para lo que resta del año, la tasa real descendería 1.8 p.p. hasta niveles de 4%. Nótese que este nivel terminal de tasa real también sería superior al 2.4% neutral, pero no implicaría una postura tan contractiva como en el caso anterior. En este sentido, BanRep mantendría una postura requerida para consolidar la convergencia de la inflación hacia la meta, dando al mismo tiempo algo de alivio a la actividad económica sin perjudicar sus objetivos de política.

La distribución de miembros de la Junta Directiva de BanRep (JDBR) se ha mantenido en 5-2 durante las últimas dos reuniones⁴, siendo la votación del grupo mayoritario (5) recortes de 50 pbs y los restantes miembros (2) votando por recortes de 75 pbs. Como ocurre en todo ciclo, el sesgo de las decisiones va mutando en función de la nueva información disponible y en el caso actual no sería la excepción (Gráfico 6).

Creemos que algunos miembros de la JDBR podrían migrar en sus preferencias hacia un recorte de 75 pbs en septiembre. De hecho, para que este sea el recorte efectivo, se requiere que 2 miembros de la JDBR se

Distribución JDBR en ciclo de recortes de tasas*

6



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Solo se toman los meses en los que hubo decisión de tasas de interés.

⁴ Un miembro de la JDBR estuvo ausente en la reunión de política monetaria de junio.



decidan en esta dirección y conformen el nuevo grupo mayoritario (distribución 3-4). En nuestra opinión, esto luce muy probable a la luz de los seis argumentos expuestos previamente y que la postura monetaria sigue muy contractiva.

Expectativas de corto plazo

BanRep ha sido el principal responsable de que la inflación esté bien encaminada hacia la meta de 3% y que las expectativas de inflación sigan descendiendo. Las decisiones adoptadas hasta el momento han sido exitosas gracias a la prudencia y el rigor netamente técnico con el que ha actuado la JDBR desde el momento en que inició el ciclo de recortes de tasas de interés (ver “Prudencia requerida” en [CE – Agosto 9 de 2024](#)).

Sin embargo, es precisamente desde esa óptica técnica que ahora consideramos que llegó el momento para acelerar los recortes de tasas de interés, una situación que ha hecho eco entre muchos analistas y los mercados financieros. El margen de maniobra de BanRep luce ahora más holgado y aumentar los recortes de tasas de interés parece lo más apropiado. Como lo explicamos previamente, acelerar los recortes no necesariamente implica un cambio drástico en la postura de BanRep, es consistente con la consecución de los objetivos de política y genera un alivio adicional para la economía.

Ratificamos nuestra expectativa de un recorte de 75 pbs en la tasa de interés de BanRep durante su reunión de septiembre, llevándola hasta 10%. En nuestro escenario central, seguimos esperando recortes mensuales de 75 pbs para los meses siguientes donde haya decisión de tasas, por lo que mantenemos nuestra expectativa central de 8.5% para el cierre de 2024.



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.
