



Comentario económico

Política monetaria

Agosto 3 de 2026

Más allá del tipo de cambio

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 una decisión sorpresiva para los analistas y el mercado, BanRep mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 12% durante su reunión de julio. La decisión al interior de la JDBR fue dividida una vez más, distribuida entre estabilidad y aumentos de 50 pbs (4-3). Dada esta distribución, bastaría que el voto de solo un miembro del actual grupo mayoritario cambie a favor de incrementos en tasas para que la decisión en septiembre sea, de nuevo, aumentar los tipos de interés por mayoría.

El simple hecho de que no existan en este momento votos a favor de recortes de tasas de interés, pero sí tres votos por aumentos de tipos, sugiere un sesgo sin ninguna duda alcista que es el más marcado desde mayo de 2023. Esto resulta coherente con el lenguaje del comunicado de prensa de BanRep, donde cuatro de los cinco elementos que allí se mencionan, y que se discutieron en la JDBR para tomar esta decisión, reforzaban un aumento en la tasa de referencia en julio.

El único argumento esgrimido por BanRep para justificar esta estabilidad de tasas de interés es el reciente comportamiento de la tasa de cambio. Textualmente, el comunicado del emisor señaló que la evolución del tipo de cambio contribuye a mitigar presiones inflacionarias, algo ciertamente verificable con los datos disponibles. En este sentido, BanRep anunció un programa de acumulación de reservas por USD 4,000 millones a través de opciones put, algo que luce adecuado dados los actuales bajos niveles del USDCOP y las favorables condiciones del mercado cambiario.

La última vez que BanRep adoptó este tipo de medidas fue a finales de 2023, anticipándose a la posterior decisión del FMI en 2025 de suspender el acceso a la Línea de Crédito Flexible al país. En aquella ocasión, BanRep logró acumular cerca de USD 1,500 millones a lo largo de todo 2024, sin generar movimientos divergentes del USDCOP frente a sus principales pares de LATAM ni alterar su comportamiento tendencial.

El segundo semestre de este año será el más difícil de sortear en materia de precios, dados los múltiples riesgos inflacionarios que persisten a la vista. Entre otros aspectos que refuerzan más aumentos de tasas de interés, quizás el más importante es el hecho de que la inflación observada y sus expectativas prácticamente duplican la meta de 3% de BanRep. Por todo lo anterior, mantenemos nuestra expectativa de tasas de interés cerrando 2026 en 13%.

Tasas estables

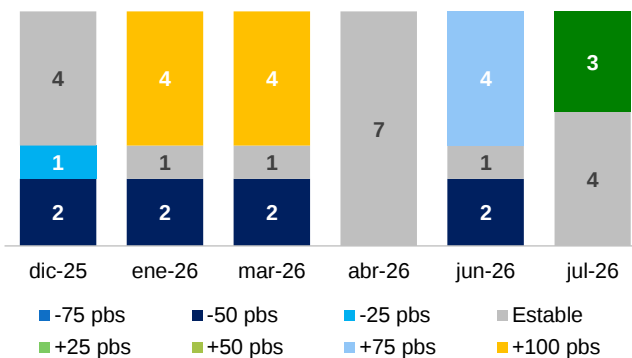
En una decisión totalmente sorpresiva para la mayoría de los analistas y el mercado, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió mantener inalterada la tasa de interés de referencia en 12% durante su reunión del mes de julio. La decisión de la JDBR fue dividida una vez más, aunque en esta oportunidad con 4 miembros votando por estabilidad de tipos de interés y los restantes 3 por un incremento de 50 pbs (Gráfico 1). Esto contrasta con la distribución de meses previos, cuando la decisión mayoritaria fue de 4 miembros (grupo mayoritario) votando por aumentar los tipos de interés, 2 por recortar la tasa y 1 por estabilidad (ver “Se acabó la fiesta” en [IMCE – Julio de 2026](#)).

Por simple aritmética, si los 2 miembros que votaron por recortes en junio cambiaron su voto por estabilidad en la reciente reunión, el grupo mayoritario en julio se conformó por el cambio de preferencias de apenas 1 miembro que en el pasado había votado por incrementos de tasas. Desde esta óptica, si el grupo de 3 codirectores que votaron en julio por aumentar la tasa de interés se mantiene, **bastaría que el voto de solo 1 miembro del otro bando migre hacia esta postura ortodoxa para que la decisión mayoritaria en septiembre sea, de nuevo, la de incrementar los tipos de interés.** Naturalmente, dicho voto tendría que ser exactamente el mismo del resto de estos codirectores para conformar la mayoría (4 votos), independientemente de lo que voten el resto de los miembros de la JDBR.

Entender la distribución de la JDBR es clave para identificar el sesgo actual de BanRep, dado el estado actual de la economía que revela fuertes presiones inflacionarias de demanda y riesgos al alza no despreciables en los precios de algunas subcanastas como la de alimentos y la de energéticos. El simple hecho de que no existan en este momento votos a favor de recortes de tasas de interés, pero sí 3 votos por aumentos de tipos, sugiere un sesgo sin ninguna duda alcista que es el más marcado desde mayo de 2023 (Gráfico 2). Esto resulta coherente con el lenguaje del comunicado de prensa de BanRep, donde 4 de los 5 elementos que allí se mencionan, y que se discutieron en la JDBR para tomar esta decisión, reforzaban un aumento en la tasa de referencia en julio.

Distribución de votos JDBR en últimos 6 meses*

1



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Sesgo en la distribución de votos de la JDBR*

2



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencia entre votos por aumentos y recortes de tasas de interés.

En efecto, el comunicado fue categórico en destacar que: 1) la inflación continuó aumentando en junio hasta 6.1%; 2) las expectativas de inflación para cierres de 2026-2027 volvieron a subir y las del mercado de TES persisten por encima de 6%; 3) la economía se aceleró en 2T26 y el desempleo se ubica en mínimos históricos; y 4) el conflicto en Medio Oriente y el probable fenómeno de El Niño pueden acentuar las presiones inflacionarias.

Acumulación de RIN

El único argumento esgrimido por BanRep para justificar esta estabilidad de tasas de interés es el reciente comportamiento de la tasa de cambio. Textualmente, el comunicado del emisor señaló que la evolución del tipo de cambio contribuye a mitigar presiones inflacionarias, algo que a la luz de lo que sugieren los datos es ciertamente verificable. Según nuestras estimaciones, la apreciación acumulada de la tasa de cambio en el último año le ha ahorrado cerca de 0.8 p.p. de más inflación a la dinámica actual del IPC (ver “Ahorro inflacionario por efecto cambiario” en [CE – Julio 30 de 2026](#)).

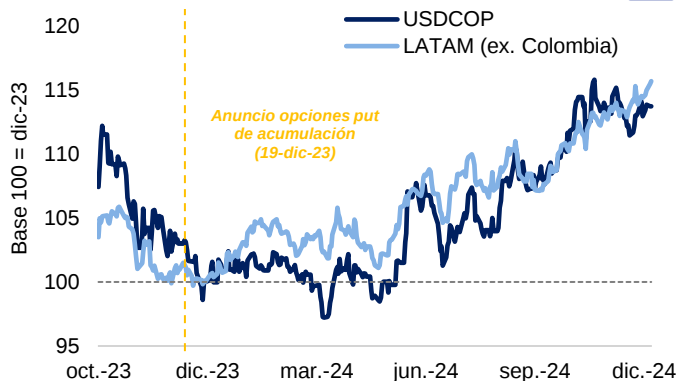
En este entorno, y con el propósito de fortalecer la liquidez externa del país, BanRep anunció un programa de acumulación de Reservas Internacionales (RIN) de hasta USD 4,000 millones que tendría un plazo inicial de 2 años, según lo dijo el propio Gerente General del BanRep en rueda de prensa. El programa se ejecutará a través del mecanismo de subastas de opciones put de acumulación, las cuales se realizarán mensualmente y cuyo monto se anunciará en cada convocatoria. Las opciones se podrán ejercer únicamente cuando la TRM se ubique por debajo de su promedio móvil de los últimos 20 días hábiles.

La última vez que BanRep adoptó este tipo de medidas fue a finales de 2023, anticipándose a la posterior decisión del FMI en 2025 de suspender el acceso a la Línea de Crédito Flexible (LCF) al país. En aquella ocasión, BanRep logró acumular cerca de USD 1,500 millones a lo largo de todo 2024, sin generar movimientos divergentes del USDCOP frente a sus principales pares de LATAM ni alterar su comportamiento tendencial (Gráfico 3).

En nuestra opinión, este anuncio luce adecuado dadas las favorables condiciones del mercado para acumular RIN a un costo bajo. Adicionalmente, como lo explicamos en un informe reciente, [este programa tendría un impacto](#)

Respuesta del tipo de cambio a intervención BR

3



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

limitado sobre la tendencia de la tasa de cambio, pues su objetivo no es frenarla ni manipular el precio del USD en el mercado, algo que guarda total consistencia con los objetivos de política de BanRep (llevar la inflación a la meta de 3%) y con la esencia de un sistema de libre flotación cambiaria (ver “Los 3000, los nuevos 2000” en [IMC – Julio de 2026](#)).

Expectativas de corto plazo

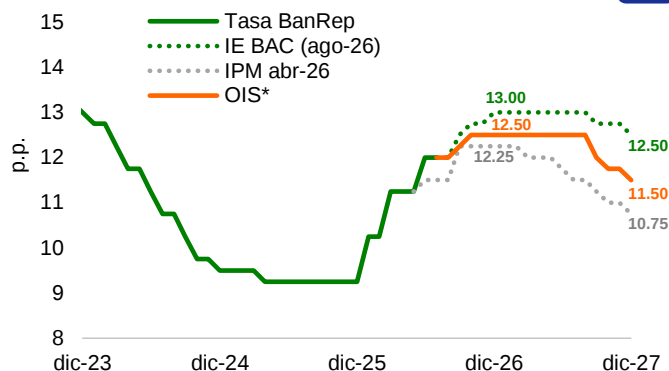
En el balance, toda esta información sugiere que la estabilidad de tasas de interés de julio no implica necesariamente el pico del actual ciclo monetario. El segundo semestre de este año será el más difícil de sortear en materia de precios, dados los múltiples riesgos inflacionarios que persisten a la vista y que podrían llevar la inflación a niveles ligeramente por encima de 7% al cierre de este año (7.2% es nuestro pronóstico central).

Además, si bien la tasa de cambio está ayudando a compensar parcialmente la inflación en 2026, no es el único determinante en la función de reacción de BanRep. No sobra recordar, entre otros muchos aspectos, que la inflación observada y sus expectativas siguen muy elevadas y prácticamente duplican la meta de 3% de BanRep. En 2026, la inflación completará 6 años por encima del límite superior del rango meta de inflación (4%) y todo indica que su convergencia hacia a la meta será muy lenta en los próximos años.

Por todo lo anterior, **mantenemos nuestra expectativa de tasas de interés cerrando 2026 en 13%**. El mercado monetario también anticipa más incrementos de tasas de interés en los próximos meses, aunque con una tasa terminal implícita para 2026 inferior a nuestra proyección (Gráfico 4). A falta de solo tres reuniones de la JDBR con decisión de tasas de interés este año (septiembre, octubre y diciembre), lo anterior implica que en al menos una de ellas los tipos de interés aumentarán 50 pbs, siendo septiembre el mes más probable en nuestra opinión.

Trayectoria estimada tasas de política monetaria

4



Fuente: BanRep y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas implícitas en los swaps IBR con corte al 3 de agosto de 2026.

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.
