



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Esta semana la atención del mercado local estará centrada en la reunión de política monetaria del BanRep, sobre la cual se espera un nuevo anuncio de incrementos en la tasa de interés de referencia. Las presiones inflacionarias no son menores en la economía y las cifras de IPC de agosto revelaron una fuerte presión al alza en el nivel general de precios que va más allá de la alta inflación de los alimentos.*
- *La credibilidad del BanRep es muy alta y siempre ha sido su objetivo ajustar apropiadamente la postura monetaria sin crear sobresaltos bruscos en la economía. Desde esta óptica, no parecería mal un ajuste de 100 pbs en vez de otro de 150 pbs en el corto plazo. Sin embargo, el ambiente se ha tornado más retador y mantener un endurecimiento monetario agresivo luce ahora más probable y apropiado.*
- *Existen, en nuestra opinión, varios argumentos que sustentan otro ajuste de 150 pbs en las tasas de interés en la reunión de septiembre. Las más importantes giran en torno a la excesiva desviación de la inflación observada y sus expectativas frente a la meta de 3%, y también el exceso de gasto agregado en la economía, que ha sido muy evidente en lo corrido de 2022.*
- *Otras consideraciones hacia futuro también van a influir en la función de reacción del BanRep. Entre ellas están: i) la fuerte inercia que puede crearse si no se controlan ahora las expectativas de inflación, haciendo lenta la convergencia de la inflación hacia la meta en el futuro; y ii) las presiones inflacionarias asociadas al ajuste del salario mínimo y de los precios de la gasolina para 2023.*
- *Revisamos al alza nuestros pronósticos de inflación para 2022 y 2023 hasta 12.5% y 9.8%, respectivamente. También esperamos que BanRep lleve ahora la tasa de referencia hacia niveles cercanos al 12% antes de finalizar el año, lo que incluye un aumento de 150 pbs este mes. Anticipamos que los recortes de tasas de interés esperados para 2023 serán muy graduales.*

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

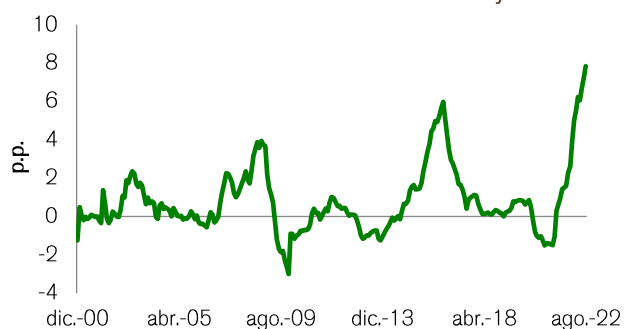


Más vale prevenir que curar

Esta semana la atención del mercado local estará centrada en la reunión de política monetaria del Banco de la República (BanRep), sobre la cual se espera un nuevo anuncio de incrementos en la tasa de interés de referencia.

Las presiones inflacionarias no son menores en la economía y el dato más reciente de IPC en agosto, que alcanzó una inflación anual de 10.8% (la más alta desde abril de 1999), reveló con claridad una fuerte dinámica al alza en el nivel general de precios que va mucho más allá de la elevada inflación del segmento de alimentos (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Septiembre 7 de 2022](#)).

Gráfico 1. Diferencia en inflación observada y meta EIO



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Hasta hace un par de semanas atrás, nuestro escenario base contemplaba un aumento de 100 pbs en la tasa de referencia para el mes de septiembre y una tasa terminal de 11% para 2022. Sin embargo, con la nueva información disponible, ahora creemos que la magnitud del ajuste de tasas en septiembre podría ser mayor a esos 100 pbs.

El BanRep goza de una altísima credibilidad y su objetivo siempre ha sido ajustar apropiadamente la postura de política monetaria, sin crear sobresaltos bruscos en la economía. Desde esta óptica, y a juzgar por el tono de varios de sus codirectores, no parecería mal un ajuste de 100 pbs en vez de otro de 150 pbs en el corto plazo, tal como ha ocurrido en las dos últimas reuniones del emisor con decisiones de tasas (junio y julio).

Pero el ambiente local y externo se ha tornado más retador frente a lo previsto y un endurecimiento monetario más agresivo no sólo luce ahora más probable, sino también más apropiado desde varios puntos de vista.

En primer lugar, desde la adopción del Esquema de Inflación Objetivo (EIO) en Colombia desde el año 2000, es la primera vez que BanRep enfrenta una desviación enorme entre la inflación observada y la meta del EIO. En efecto, actualmente dicha desviación se sitúa en un máximo histórico de 7.8 p.p. (Gráfico 1), algo que se deduce de la diferencia entre la inflación anual al corte de agosto (10.8%) y la meta puntual de inflación que es 3%.

Gráfico 2. Expectativas de inflación analistas vs mercado



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

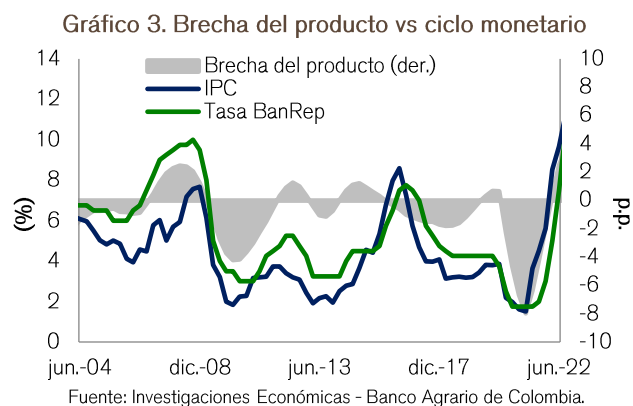
*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.

En segundo lugar, como consecuencia de la disparada histórica que evidencia la inflación, las expectativas de inflación de los agentes se han desanclado significativamente. Es así como las medidas de inflación esperada a 1 y 2 años que se derivan de las encuestas a analistas, así como las implícitas en el mercado de TES, se sitúan en niveles promedio de 6.5%, es decir, 3.5 p.p. por encima de la meta del BanRep.

Este desanclaje de expectativas es el más fuerte desde que se tienen registros (Gráfico 2). No actuar decididamente puede ser un duro revés para la credibilidad de la política monetaria, pues unas expectativas de inflación muy altas generan: i) una contaminación indeseada sobre todos los precios de la economía; y ii) una transmisión rezagada de la alta inflación actual sobre la determinación futura de precios, haciendo más difícil su convergencia hacia la meta en el tiempo.



En tercer lugar, y de acuerdo con un estudio que hicimos hace varios años atrás, la inercia inflacionaria en Colombia es una de las más altas de economías emergentes (ver “Inercia inflacionaria, pausa obligada” en [IMCE – Octubre 13 de 2017](#)).



Este hecho estilizado hace aún más retador el problema del desanclaje de las expectativas para el BanRep. Padecer de una elevada inercia hace, por definición, que la velocidad de convergencia de la inflación hacia la meta sea muy lenta en el tiempo.

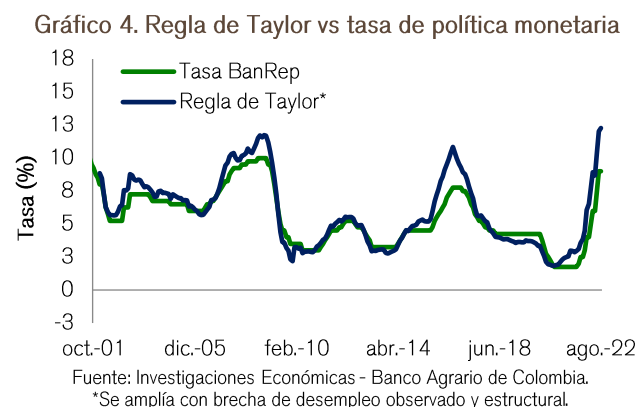
En cuarto lugar, como lo explicamos en informes recientes, la brecha negativa del producto en Colombia se ha venido cerrando a una velocidad superior a la prevista (ver “Recuperando el potencial” en [CE – Mayo 23 de 2022](#)).

Aunque las condiciones del mercado laboral no se encuentran significativamente estrechas, sí estarían presionando en alguna medida la inflación a través de una mayor dinámica salarial, algo que es consistente con un cierre de la brecha negativa del producto. De hecho, en lo corrido de 2022, la inflación anual de los salarios en la economía, según nuestros cálculos, ronda ritmos del orden del 11%.

Más aún, de acuerdo con la información del primer semestre del año, la brecha del producto ya sería ligeramente positiva. Según nuestras estimaciones, la brecha del producto seguiría siendo positiva en lo que resta de 2022 y comenzaría a cerrarse apenas durante la

segunda mitad de 2023 (ver “Más allá del efecto base” en [CE – Agosto 22 de 2022](#)).

En consecuencia, si la brecha del producto se mantiene positiva en el corto plazo, es de esperar que las presiones inflacionarias de demanda se mantengan fuertes y agudicen los problemas de una inflación más alta y persistente en el horizonte de política monetaria.



En efecto, las cifras de agosto de la inflación sin alimentos ni regulados (la medida preferida de inflación núcleo del BanRep) muestran ritmos del orden de 6,9%, también muy por encima de la meta de 3% del BanRep. Esto implicaría que las tasas de interés del BanRep necesariamente tendrían que aumentar casi al mismo ritmo al que la inflación total lo viene haciendo, teniendo en cuenta la coherencia que debe existir entre el ciclo nominal y real en la economía (Gráfico 3).

Reglas sencillas de política monetaria que incorporan estas brechas nominales y reales, como la Regla de Taylor (RT), dan cuenta de lo anterior. En efecto, nuestros cálculos de RT sugieren que la tasa de referencia del BanRep tendría que estar al menos en niveles de 12% (Gráfico 4), es decir, unos 3 p.p. por encima del 9% actual.

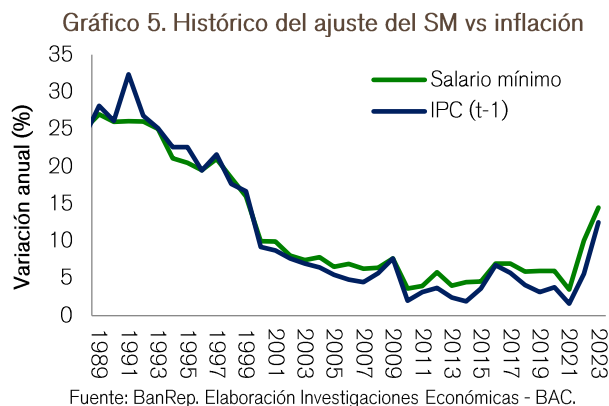
En quinto lugar, las negociaciones del salario mínimo para 2023 podrían marcar ajustes nominales entre el 13% y 15%¹, lo que sería uno de los ajustes salariales más altos en los últimos 20 años de historia (Gráfico 5).

¹ Históricamente, en promedio, el ajuste del salario mínimo ha sido de 1,3 p.p. por encima de la inflación causada. A manera de ejemplo, si la

inflación cierra 2022 en 12,5%, el ajuste del salario mínimo para 2023 sería de 13,8%.



Si bien los efectos de estos ajustes sobre las condiciones de empleo, informalidad y pobreza se deben discutir en función de los salarios reales, y sus efectos son más tangibles sobre esas variables que frente a la inflación², el riesgo inherente de un ajuste de esta magnitud es el de una indexación aún mayor en el nivel general de precios de la economía. Es importante recordar que muchos precios de bienes y servicios se atan no a la inflación causada del IPC, sino a la variación del salario mínimo.



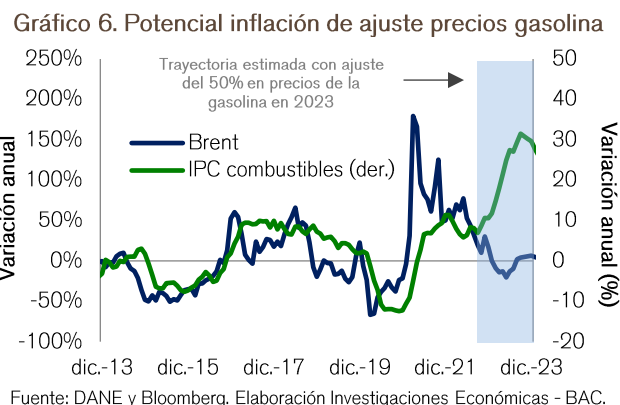
En sexto y último lugar, existe también una preocupación por la inflación que puede causar el ajuste necesario al alza en los precios de la gasolina, acción requerida para cerrar el diferencial de compensación entre precios locales y externos, y que actualmente está creando un déficit significativo en el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).

El Gobierno anunció, recientemente, que dicho ajuste iniciará gradualmente a partir de octubre, con aumentos estimados de 200 pesos mensuales hasta diciembre. No obstante, se espera que dichos ajustes se aceleren en 2023 y creen presiones inflacionarias, teniendo en cuenta que el diferencial de compensación ronda actualmente los 6,000 – 7,000 pesos.

Suponiendo que dicho diferencial se ajuste en apenas un 50% durante 2023, según nuestros cálculos, la inflación

² Ver “Efectos macroeconómicos del salario mínimo en Colombia” en Ensayos sobre Política Económica (ESPE No. 103 – Descarga [aquí](#)). Allí se concluye que ajustes en el salario mínimo tienen efectos heterogéneos sobre la inflación al consumidor y no parecen ser persistentes en el tiempo. No obstante, se encuentra que los precios de bienes no transables (servicios mayoritariamente) exhiben

anual del IPC de combustibles saltaría desde el actual 8.1% hacia niveles cercanos al 30% (Gráfico 6)³.



Manteniendo todo lo demás constante (es decir, asumiendo un efecto indirecto-multiplicador nulo sobre el resto del IPC), esto implicaría una mayor contribución entre 0.5 y 0.9 p.p. a la inflación total de 2023, algo que incorporamos como un supuesto dentro de nuestro escenario base dados los recientes anuncios del Gobierno.

Si el ajuste en los precios de la gasolina fuese del 100%, *ceteris paribus*, la mayor contribución del IPC de combustibles al IPC total sería cercana a 1.8 p.p. Sin embargo, este último escenario tiene una probabilidad de ocurrencia baja.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, revisamos al alza nuestros pronósticos de inflación hasta 12.5% en 2022 y 9.8% en 2023.

Asimismo, ahora esperamos que el BanRep lleve la tasa de referencia hasta 12% al cierre de este año. Implícitamente, esta nueva expectativa asume un incremento de 150 pbs en la tasa de referencia durante la reunión de este mes del emisor, coherente con todos los argumentos expuestos anteriormente.

comparativamente una mayor intensidad en el traspaso de un ajuste de 1% del salario mínimo (0.18 p.p.).

³ El IPC de combustibles recoge los precios de la gasolina y el ACPM. Por facilidad del análisis, se asumió que el ajuste del IPC es igual al ajuste requerido en los precios de la gasolina, lo cual sesga en principio al alza la estimación. Sin embargo, como el efecto indirecto-multiplicador no se incorpora, creemos que dicho sesgo puede ser mínimo.



Además, en nuestra opinión este sería un mensaje decidido de BanRep para combatir todos los riesgos expuestos previamente, especialmente el fuerte desanclaje que exhiben las expectativas de inflación. Hacia finales de año, esperamos que la magnitud de estos incrementos en la tasa de referencia se modere a ritmos mensuales de 50-100 pbs.



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.
