

## El delicado balance de la política monetaria

En la reunión del mes de enero de la Junta Directiva del Banco de la República, se evidenció un quiebre en los incrementos de 100 pb en la tasa de intervención que se registraban en cada reunión desde agosto del 2022. En este periodo, se decidió por un aumento de 75 pb, con lo cual la tasa se ubicó en 12.8%. Esta decisión se produce en una coyuntura donde la mayoría de los agentes del mercado esperaban una decisión más fuerte por parte de la junta, tal como lo refleja la EARC de enero publicada por ANIF. Además, en esta reunión se evidencia cierto rompimiento en el consenso entre los miembros de la junta del banco central que no tomaron la decisión de forma unánime. Con todo, las expectativas de inflación siguen siendo elevadas. El 2022 cerró con un incremento general de precios de 13.1%, la cifra más elevada en este siglo.

En este *Comentario Económico del Día*, abordamos las principales causas que han llevado a la inflación a superar niveles históricos y la trayectoria que esperamos en términos de política monetaria.

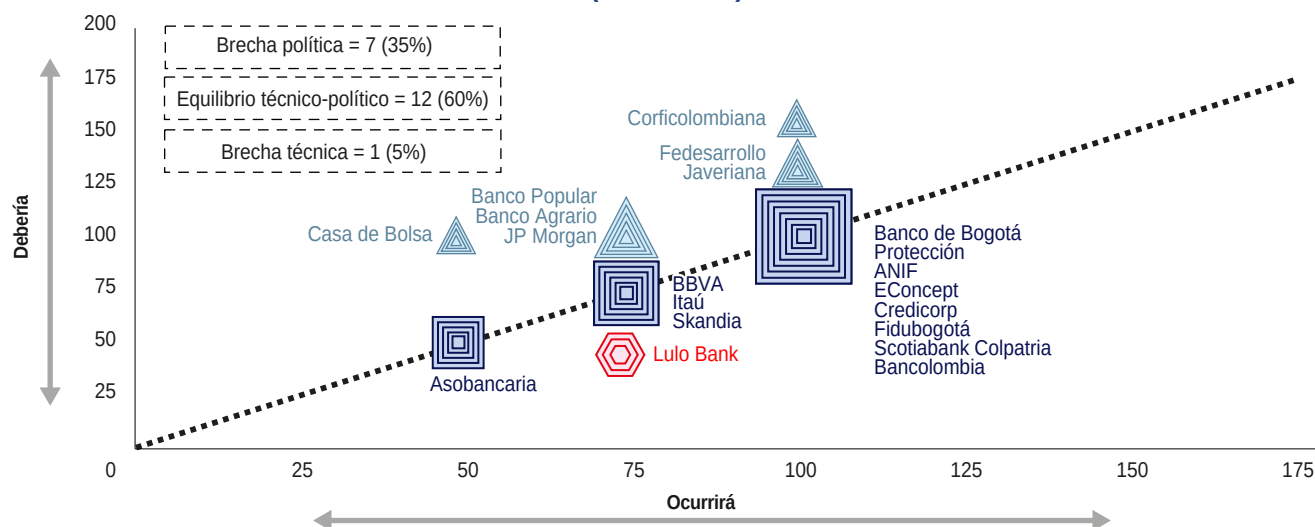
### La inflación desbordada que nos dejó la pandemia

El 2022 se caracterizó por una rápida recuperación de la economía. Con el crecimiento de 10.7% en el 2021 y un pronóstico para el 2022 en el que esperamos un cierre entre 7.5% y 8.0%, el aparato productivo se ha mostrado su solidez y registra las tasas de mayor crecimiento en la historia reciente. Además, el mercado laboral se ha ido reajustando de manera progresiva frente a los fuertes impactos que dejó la pandemia. El

2022 cerró con un desempleo promedio del orden de 11.2%, en línea con los niveles históricos. Sin embargo, a pesar de las noticias positivas, el gran lunar de la economía continúa siendo la inflación.

El año anterior y el comienzo del presente se han caracterizado por discusiones en torno al incremento en el costo de vida. El colombiano promedio ha sentido en los últimos meses como el costo de su canasta de alimentos ha subido alrededor de un 27.8% y las cuentas de energía un 22.4%, por nombrar algunos. Ese incremento de precios no se observaba desde los años noventa. Debido a que el país estaba acostumbrado a tener inflaciones de un dígito, el impacto ha sido mucho mayor. En particular, esta situación sigue siendo más difícil para los hogares de menores ingresos que siguen padeciendo la inflación de forma más pronunciada. En el reporte de inflación correspondiente al mes de diciembre, se observó que para los hogares pobres el incremento en el costo de vida rondó el 14.9%, superior a la inflación general del año pasado en 1.80 p.p. Esa situación empeora si se compara el resultado del 2021 vs 2022. El incremento ha sido de 8.1 p.p. entre ambos años, lo que repercute de manera importante la estabilidad financiera de este segmento de la población.

Ante esa situación, la respuesta de la política monetaria ha sido aumentar de forma acelerada las tasas de interés, esperando una reducción de la inflación en los próximos meses. Sin embargo, con base en los datos de diciembre, la de enero fue una decisión que sorprendió al mercado porque un 60% de este esperaba un incremento de 100pb (Gráfico 1).

**Gráfico 1. Expectativas de los agentes de mercado de las acciones de política monetaria (enero 2023)**

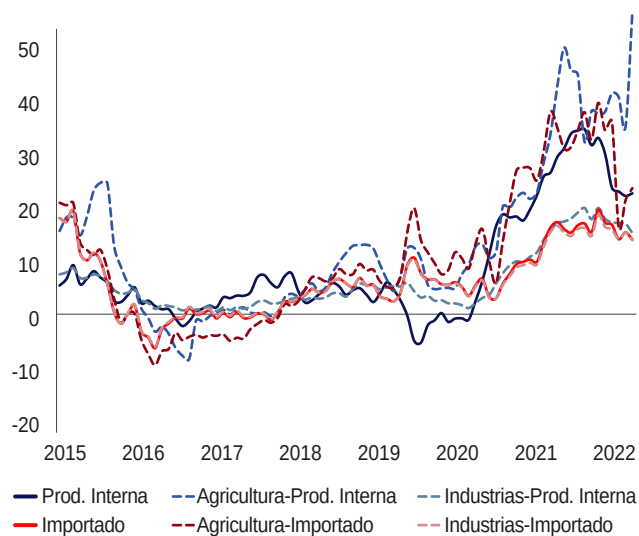
Fuente: cálculos de ANIF con base en resultados de la EARC.

Esa decisión parece indicar que la posición del banco central se irá suavizando de forma paulatina. Por todo lo anterior, en esta entrega se expondrán elementos internos y externos que han apalancado la dinámica reciente de precios sobre la cual ha tenido que navegar la política monetaria.

### Detonantes externos de la inflación

Como hemos mencionado en otras publicaciones, persisten elementos externos de incertidumbre global que han afectado el tipo de cambio y por ende, el comportamiento de los precios de los bienes importados (Gráfico 2). Los riesgos de una recesión en Estados Unidos sumado a un fenómeno inflacionario circunscrito a la mayoría de los países han tenido un efecto en los movimientos de capitales en el mundo.

Además, la cadena de suministros global se afectó desde la pandemia y no ha logrado acoplarse a las

**Gráfico 2. Índice de Precios al Productor – Consumo Intermedio (% variación anual, con corte a diciembre 2022)**

Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

dinámicas de la demanda. Eso ha ocasionado un aumento en el costo de las materias primas que se comercian en el mercado internacional. Ese factor se ve amplificado por el conflicto entre Rusia y Ucrania que ha encarecido el costo de algunas materias primas esenciales para el agro colombiano.

A todo lo anterior se le suman los efectos de la depreciación acumulada del 2022 que se situó en niveles cercanos al 15%, y que han pasado factura sobre los bienes que importaron a lo largo del año, en particular en el último trimestre.

### En el mercado doméstico, los alimentos siguen siendo la gran preocupación

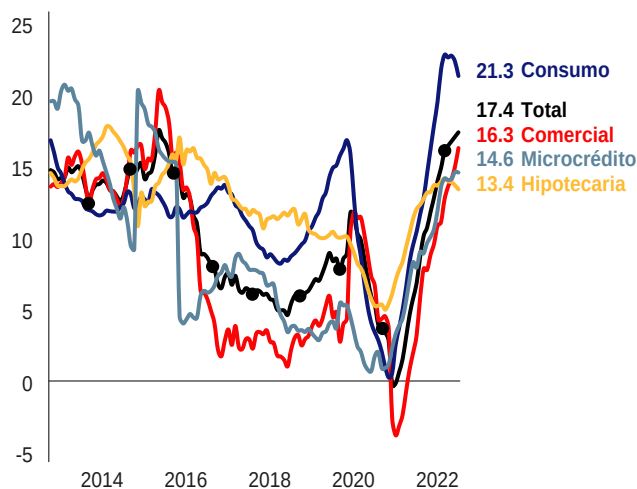
Los alimentos se han convertido en el centro del desempeño de la inflación. En lo corrido del año pasado, el incremento de precios a estado consistentemente por encima del 20%. El fenómeno de la niña, que lleva más de dos años afectando el país ha reducido de forma sustancial el rendimiento de las cosechas de todos los productos agrícolas. Las intensas lluvias han dificultado el abastecimiento de los alimentos, lo que ha presionado su precio al alza. De la mano con el fuerte incremento en los insumos y la devaluación, eso ha constituido una combinación difícil de sortear. Además de eso, algunos gremios insisten en los efectos adversos que dejó el paro nacional del 2021, y del cual el aparato productivo todavía no ha logrado recuperarse por completo.

### La dinámica del consumo, bajo la lupa

Aparte de la situación compleja en los alimentos, existe una dimensión adicional para tener presente. La cartera de consumo, que registró crecimientos por encima del 10% en 2021 y 2022, también ha detonado la inflación.

Tal como se observa en el Gráfico 3, la emisión de cartera ha crecido a niveles superiores que el periodo prepandemia, lo que en buena medida ha apalancado el proceso de reactivación económica. No obs-

**Gráfico 3. Evolución de la cartera bruta + leasing y titularizaciones (variación nominal % anual, octubre 2022)**



Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera, Titularizadora Colombiana y DANE.

tante, a medida que la demanda se fortalece, se ha desacoplado de la oferta y ha generado una presión mayor sobre el costo de vida.

Debido al enérgico crecimiento del crédito, la calidad de cartera merece un monitoreo especial. El endurecimiento de las condiciones de crédito por parte del banco central incrementa el costo del dinero y puede, eventualmente, empeorar el impago de las obligaciones bancarias. Eso, además, tendría fuertes impactos sobre la actividad económica.

### Atención con las decisiones de la FED

Además de los elementos mencionados, las decisiones de la reserva federal impactan la política monetaria doméstica. En efecto, la inflación en Estados Unidos ha estado por encima de las expectativas del mercado en gran parte del 2022. No obstante, en los últimos 3 meses ha mostrado una ligera reducción en su ritmo de crecimiento, lo que ha dado indicios al mer-



@ANIFCO



AnifOficial



ANIF

cado sobre el aterrizaje suave que podría darse para la economía norteamericana en el 2023. Eso, también daría espacio al Banco de la República para reducir la magnitud de los incrementos de tasas. (Gráfico 4).

Sin embargo, es necesario mencionar que en la reunión del 1º de febrero del presente año, la Reserva Federal (FED) ha dado señales de que la tarea para el control de la inflación no está terminada. El presidente de la FED, Jerome Powell, en la rueda de prensa expresó cautela a pesar de las buenas datos del nivel de precios. En esta rueda de prensa, dio señales que con la subida acordada en esta reunión, no había finalizado el proceso de aumento de tasas. Sí señaló que la reserva estaba observando un quiebre en la tendencia y un proceso de retorno a niveles de inflación normales. Este último elemento podría llevar a concluir que si bien en las reuniones del mes de marzo y mayo se pueden dar aumentos en la tasa de intervención, lo más probable es que sean aumentos leves del orden de 25 pb.

**Gráfico 4. Inflación anual y tasa de la FED en Estados Unidos (con corte a enero 2023)**



Fuente: ANIF con base en Bureau of Labor Statistics & Federal Reserve Economic Data (FRED).

El contexto de Estados Unidos está mejorando, lo cual le puede ofrecer un mejor panorama a las economías en vías de desarrollo. Sin embargo, elementos coyunturales que se presenten en los próximos meses pueden alterar las decisiones de la Reserva Federal. Aún permanecen los riesgos en materia cambiaria y de efectos del *pass through* sobre el nivel de precios. El contexto internacional viene mejorando pero esto no es una invitación para no estar preparados ante un escenario que sigue siendo incierto.

### Comentarios finales

El banco central se enfrenta a una coyuntura compleja. Por un lado, se enfrenta al alza de precios más dramática del presente siglo, que impacta la calidad de vida de todos los colombianos, especialmente de los de menores recursos. Por otro lado, la economía comenzó a ralentizar su ritmo de crecimiento desde finales del tercer trimestre, lo que podría profundizarse por el endurecimiento de las condiciones de financiamiento. Por esa razón, desde el equipo técnico del Banco de la República se prevé un crecimiento moderado del 0.2% en 2023.

Las minutas de la reunión del mes de enero reflejaron un cambio de postura de la política monetaria. El Banco menciona que, según su opinión, el trabajo de desincentivar el consumo ya está hecho y que gran parte del componente inflacionario más reciente ha sido de oferta, explicado por la devaluación acumulada y las condiciones externas. Sin embargo, temen que la indexación de precios siga motivando un incremento sostenido en la inflación. Todo eso motivó a la junta para que el incremento fuera menor al esperado por el mercado. La postura de dos de sus integrantes muestra que en el futuro próximo, los aumentos podrán seguir una senda de menor magnitud.

En el contexto externo, la decisión de incrementar 25 pb por parte de la Reserva Federal estuvo en línea con las expectativas de mercado. La decisión tomada por la FED comienza a dar señales en una moderación de la política monetaria de Estados Unidos, aunque



se señale que el proceso de alza de tasas no necesariamente ha finalizado. Sin embargo, comienza a dilucidarse una menor presión sobre el Banco de la República en lo que respecta al diferencial de tasas de interés aunque sigue siendo recomendable la prevención en un escenario que continúa siendo muy volátil.

Las decisiones de los próximos meses serán un difícil ejercicio que busque balancear los riesgos entre mantener la capacidad adquisitiva de los colombianos, evitar la posibilidad de una recesión económica

y afectar el mercado laboral, así como cuidar el mercado financiero y cambiario por los incentivos de rendimientos que tienen hoy los capitales extranjeros. Este ejercicio será fundamental para llevar a la economía colombiana a buen puerto y lograr anclar las expectativas de inflación. Ad portas de conocer los datos de la inflación de enero, confiamos en que el 2023 inicie con una cifra positiva que la lleve a cierre de año a una cifra entre 7.5% y 8.0%. Sin embargo, el panorama muestra grandes riesgos en la tarea por delante de retornar a la meta de inflación.

#### Equipo de Investigaciones de ANIF

**Presidente de ANIF**  
Mauricio Santa María S.

**Vicepresidente de ANIF**  
Anwar Rodríguez C.

**Investigador Jefe de ANIF**  
Camila Ciurlo A.

#### Investigadores

José Antonio Hernández R.  
Laura Llano C.  
Norberto Rojas D.  
Erika Schutt P.  
Daniel Franco L.

Fabián Suárez N.  
Alejandro Lobo C.  
María Camila Carvajal P.  
Sarah Garcés A.



@ANIFCO



AnifOficial



ANIF