

Comentario Económico del Día

Septiembre 7 de 2023



Inflación, tasas de interés e independencia del Banco de la República (BR)

Hoy, 7 de septiembre a las 6:00pm, el DANE publicará el dato de inflación para el mes de agosto. Desde marzo de 2023 la inflación anual ha presentado una tendencia a la baja, consecuencia de menores presiones externas e internas, especialmente la reducción marcada de la demanda interna desde principios de este año, así como en respuesta al buen manejo de la política monetaria del BR. Ese cambio en la tendencia de la inflación ha incrementado el optimismo en los mercados. Sin embargo, la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en julio se ubicó en 11.8%, un número que todavía casi que triplica el límite superior del rango meta establecido por el BR. Al hacer un análisis más detallado de las cifras, se observa que aún la inflación núcleo (sin alimentos y ni regulados) se encuentra elevada y que, aunque las expectativas de inflación se han moderado, éstas aún están fuera del rango meta. En este *Comentario Económico del Día*, queremos aprovechar que pronto conoceremos los datos de inflación de agosto para resaltar la importancia de que las decisiones de la Junta Directiva del Banco de la República se den con la mayor rigurosidad técnica, así como dentro de un contexto de independencia total y resaltar que en ANIF creemos que todavía es prematuro un cambio en la postura de la política monetaria en este momento.

La inflación tocó techo, pero todavía hay riesgos

En Colombia la inflación total alcanzó su pico en marzo de 2023 (13.3% anual). Desde ese momento se ha consolidado una tendencia a la baja, pero la reducción en el nivel de precios ha sido más lenta de lo esperado. Otros países de la región (México, Perú, Chile) alcanzaron un techo en la inflación antes (a finales de 2022) y han presentado una desaceleración mucho más rápida en el nivel de precios. Por lo anterior, en esos países ya se ha dado inicio a una postura más suave de su política monetaria. Vale la pena analizar si es el momento para que Colombia siga esa dirección.

En ese sentido, es necesario recordar que, por un lado, el fenómeno inflacionario impactó a todas las economías en períodos diferentes, por lo que la implementación de la política monetaria restrictiva se dio desde antes en esos países. Entre febrero y agosto del 2021 se comenzaron a elevar las tasas de interés de manera sostenida en los países mencionados, mientras que Colombia comenzó a subir las tasas el 30 de septiembre de 2021. Como las decisiones de política monetaria actúan con cierto rezago sobre las decisiones de ahorro, inversión y consumo,

valdría la pena esperar a alcanzar niveles más bajos de inflación antes de empezar a disminuir la tasa de interés. Además, nuestros niveles de precios siguen significativamente altos y muy por encima del rango meta. De hecho, según el último dato que publicó el DANE, la inflación de julio se ubicó en 11.8%, como se dijo anteriormente.

Ahora, el Banco de la República debe actuar con mucha cautela. En este momento, la reducción de las tasas de interés sería una medida apresurada dado el comportamiento de la inflación núcleo, es decir sin alimentos y bienes y servicios regulados. En los últimos meses, este indicador se ha ubicado por encima de 10% (ver Gráfico 1), muy superior, por ejemplo, a países similares donde se encuentra entre el 5% y 6%. Además, su crecimiento fue muy rápido. La persistencia de la inflación núcleo muestra que aún hay excesos de demanda que se deben corregir en la economía y que, de no atenderse, seguiríamos expuestos a niveles de inflación no deseados ni saludables, que perjudican

de manera desproporcionada a las poblaciones de menores ingresos.

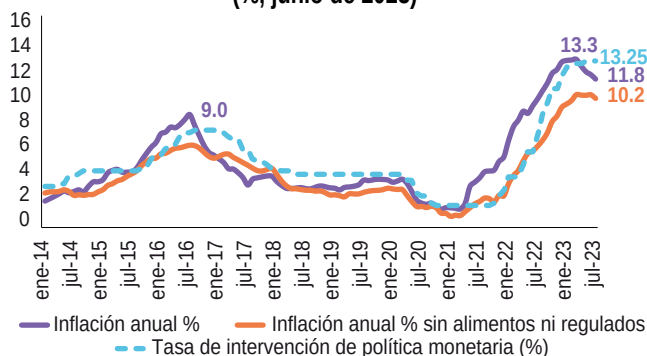
Finalmente, vale la pena resaltar que, dado el comportamiento de la economía estadounidense y los anuncios más recientes del Presidente de la Reserva Federal, se espera que las tasas de interés continúen en sus niveles actuales. Con eso el diferencial de tasas de entre Estados Unidos y Colombia seguirá elevado en el corto plazo.

¿Persisten riesgos inflacionarios?

Como ya se mencionó la inflación ha cedido, sin embargo, existen riesgos con respecto a su comportamiento que no se deben subestimar. En primer lugar, la inflación continúa en niveles muy altos con respecto a países semejantes de América Latina, como fue mencionado previamente, lo cual indica que el Banco de la República debe seguir priorizando el control de

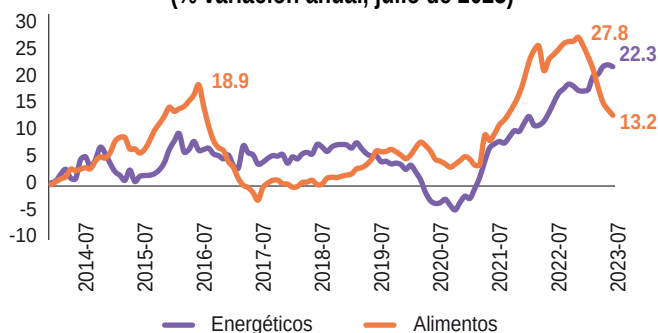
Gráfico 1.

Inflación Anual y Tasa de Intervención de Política Monetaria
(%, junio de 2023)



*Datos de tasa de intervención del BR y de inflación hasta mayo 2023.
Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República y DANE.

Inflación por divisiones de gasto: alimentos y energéticos
(% variación anual, julio de 2023)



precios, pues es el factor que actúa como el mayor impuesto regresivo a la población más vulnerable.

En segundo lugar, vale la pena mencionar otros factores que podrían perjudicar la tendencia bajista hasta el momento. Por un lado, el efecto que podría tener el fenómeno del Niño sobre el precio de los alimentos y la energía hacia el final del año y el comienzo del 2024. Con respecto al precio de los alimentos, que ha contribuido con la moderación de la inflación, también es importante mencionar los efectos que ha tenido el cierre de vías importantes como la vía al Llano, teniendo en cuenta que el Oriente colombiano es uno de los mayores abastecedores agrícolas del centro del país. Lo anterior produce preocupación sobre la falta de oferta de alimentos en grandes ciudades y, por ende, el encarecimiento de los productos. Sumado a eso, también hay que tener en cuenta la entrada en vigor de los llamados impuestos saludables en noviembre.

Por otro lado, será importante tener en mente las continuas alzas previstas en los precios de combustibles y qué efectos colaterales implicarán los acuerdos del gobierno con el gremio de taxis. Finalmente, la incertidumbre que rodea el ambiente económico internacional que genera inestabilidad en el entorno macroeconómico.

Expectativas desancladas

Los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República han sido enfáticos en que una condición necesaria para bajar tasas es que la inflación y las expectativas sigan ajustándose a la baja en los próximos meses. Sin embargo, la tendencia a la baja en las expectativas de inflación mensual se interrumpió para agosto por primera vez desde enero (2023), subiendo de 0.3% en julio a 0.4% en agosto. Así mismo, en el último mes, la Encuesta de Expectativas de Analistas Económicos del Banco

de la República refleja subidas en las expectativas de inflación para diciembre de 2023 (9.1%) y en la inflación a 24 meses (4.0%). Esto quiere decir que, no sólo siguen desancladas las expectativas de los analistas de la meta de mediano plazo del Banco de la República, sino que han interrumpido su tendencia a la baja. En cuanto a las expectativas de inflación derivadas del mercado de TES, controlando por riesgos de liquidez y prima inflacionaria, se ubicaron en 5.6% y 4.6% para dos y cinco años respectivamente (a corte de agosto). A esto se le suma que, para el mes de julio, por primera vez en tres meses, el dato de inflación se ubicó por encima de las expectativas de los analistas económicos.

A medida que se desanclan las expectativas de inflación, se podría esperar que los analistas esperen un endurecimiento de la política monetaria, o al menos que el Banco de la República permanezca en una posición contractiva por un mayor tiempo. No obstante, el IBR OIS (Indicador Bancario de Referencia *Overnight Index Swap*) muestra lo contrario. El OIS refleja lo que los operadores del mercado están descontando de la tasa de interés del Banco de la República. Desde hace un mes, de manera consistente, los operadores han descontado una tasa de política monetaria inferior a la actual (13.25%), con un relajamiento de la postura monetaria que se consolidaría dentro de 3 meses. Lo que más llama la atención es que, para la tasa a un mes, las expectativas han caído a un mayor ritmo en la última semana.

Consideraciones finales: reputación del Banco y credibilidad de sus decisiones

Con respecto a la decisión que deberá tomar el Banco de la República el 29 de septiembre de 2023, en ANIF resaltamos la importancia de tener una posición coherente con el contexto ante el cual se encuentra la economía colombiana. El nivel actual de la tasa de interés de política (13.25%) es adecuado

para continuar consolidando el descenso de la inflación hacia el rango meta del Banco de la República. Siendo así, cobra gran importancia defender la credibilidad y confianza de esa institución para que no se afecten los mecanismos de transmisión de política monetaria. Por lo tanto, la autonomía del Banco debe ser respetada. Las presiones por subir o bajar la tasa de interés afectan la reputación del emisor y limitan su margen de maniobra. En ese escenario, cualquier decisión que tome la Junta, en medio de presiones públicas para adoptar una posición determinada (por ejemplo, a que reduzca su tasa de intervención), podrá interpretarse como permeada por esas presiones o, en general, por aspectos diferentes a los netamente técnicos. Así, las presiones por subir o bajar

la tasa de interés, sean justificadas o no, obligan al BR, por un lado, a sopesar que tanto sus decisiones pueden ser interpretadas como una respuesta a las presiones y, por otro, a evitar tomar acciones que afecten la credibilidad de sus decisiones futuras. La credibilidad es uno de los mayores activos con los que cuenta la autoridad monetaria en cualquier país.

Ahora bien, independientemente de lo que decida la Junta en la sesión de este mes, en ANIF creemos que todavía no es tiempo de disminuir la tasa de interés de política monetaria, debido a que la inflación núcleo no cede tan rápido como se esperaba y que las expectativas de inflación a 3, 6, 12, e incluso 24 meses, aún se encuentra fuera del rango meta objetivo.

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.
Daniel Franco L.
Fabián Suárez N.
María Camila Carvajal P.
Sarah Garcés A.
Ana María Castiblanco L.

Asistente de Investigación

María Camila Oliveros M.
Pablo Montealegre M.
Laura Castaño O.
Elissa Gallego M.

Pasante de Investigación

Sofía Vega A.