

No. 1625

Septiembre 23 de 2024

ISSN 1794-2616

ANIF

Calle 70A No. 7-86
PBX: 601 744 6700
Bogotá D.C.

José Ignacio López G.
Presidente

Luz Magdalena Salas B.
Vicepresidente

Andrea Ríos S.
Jefe de estudios
macroeconómicos

Fabián Suárez N.
Jefe de estudios sectoriales

Investigadores

Laura Llano C.
María Camila Carvajal P.
María Camila Oliveros M.
Juan Felipe Triana G.
Sofía Vega A.
Laura Castaño O.
Thomas Martínez R.

www.anif.com.co

E-mail: anif@anif.com.co



@ANIFCO



AnifOficial



ANIF



@ANIFCO



@AnifOficial

MOMENTO DE ACELERAR LOS RECORTES DE TASAS DEL BANREP

- El próximo lunes 30 de septiembre, la Junta Directiva del Banco de la República se reunirá por sexta vez en el año para tomar una decisión en materia de tasas de interés.
- Tanto los analistas como los mercados financieros debaten entre dos opciones: un recorte, nuevamente prudente, de 50 puntos básicos, o uno de 75 puntos básicos.
- Desde ANIF consideramos que es el momento de acelerar el ritmo de recorte de tasas.
- Entendemos varios elementos que han llevado a la Junta del Banco de la República a ser cauta en el ritmo de recortes, en particular diversas preocupaciones sobre las expectativas de inflación, el tema fiscal, un eventual aumento desmedido del salario mínimo, choques de oferta en 2025 y una devaluación del peso colombiano como resultado de tasas más bajas.
- La decisión del Banrep dependerá, en últimas, de la ponderación de estos riesgos, que analizamos en este informe.
- Un ejercicio extremadamente simple, pero a nuestro modo de ver informativo sobre la política monetaria del país en los últimos años, nos lleva a concluir que: 1) El Banrep se demoró y fue lento en responder al choque inflacionario en 2022; 2) La tasa tendría que haber sido más alta en el pico inflacionario; y 3) el nivel actual es excesivamente contractivo.

La política monetaria tiene mucho de ciencia y algo de arte. La teoría económica ha desarrollado un importante arsenal de modelos para acompañar las decisiones de los hacedores de política. No obstante, dichas decisiones dependen, al final, de tantos factores, que no resulta sorprendente la divergencia en opiniones entre expertos y analistas.

El próximo lunes 30 de septiembre, la Junta Directiva del Banco de la República se reunirá por sexta vez en el año para decidir en materia de tasas de interés, el principal instrumento dentro del esquema de inflación objetivo que tiene la autoridad monetaria. Las opiniones están divididas. Tanto los analistas como los mercados financieros debaten entre dos opciones: un recorte, nuevamente prudente, de 50 puntos básicos, o uno de 75 puntos básicos.

En nuestra opinión, la Junta debería inclinarse por la segunda opción. Un recorte más audaz estaría justificado por la dinámica reciente de la inflación, el mercado

Septiembre 23 de 2024

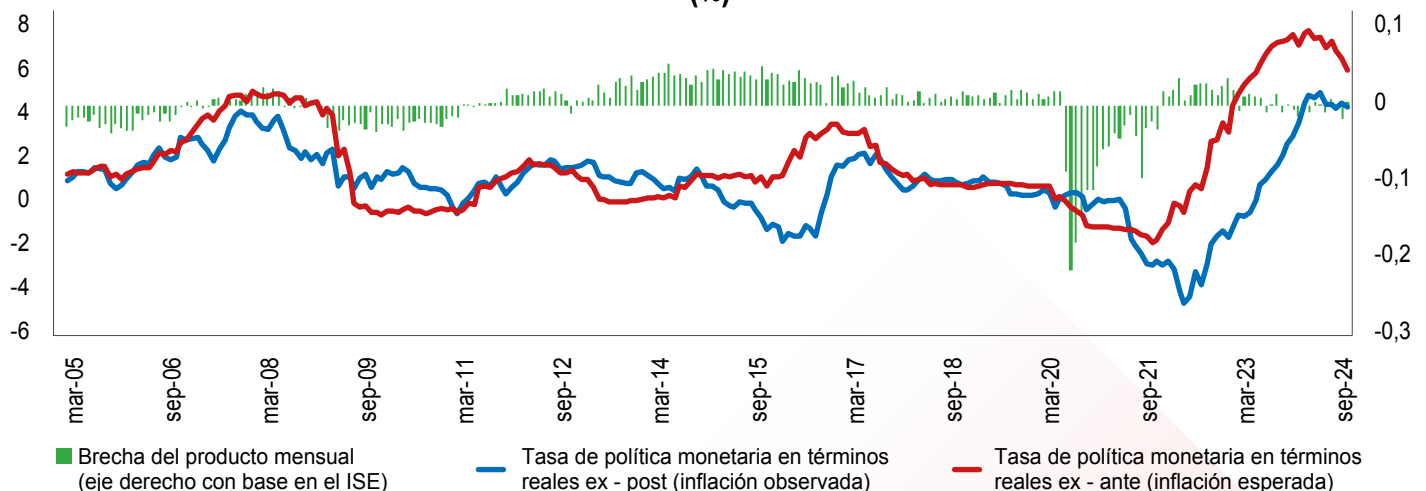
de crédito y el consumo de los hogares, una brecha negativa del producto, la corrección del déficit en Cuenta Corriente y un contexto externo más favorable para un recorte mayor, debido, entre otros, a la reciente reducción de tasas de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Un recorte de 75 puntos básicos no estaría exento de críticas. Una decisión más prudente podría justificarse en la preocupación por la política fiscal expansiva del Gobierno, la posibilidad de un tipo de cambio más débil, y presiones inflacionarias en 2025 por cuenta de un aumento significativo del salario mínimo y eventuales choques de oferta, entre otros. No obstante, en nuestra opinión, la mejor opción en la actual coyuntura es avanzar en una senda de recortes más decididos, a un ritmo de 75 puntos básicos en las tres reuniones restantes del año.

Analicemos varios de los elementos en cuestión. La inflación ha sorprendido dos meses a la baja, y en su dato anual se encuentra en 6,12%, 3,16 puntos porcentuales por debajo de lo observado a finales del año pasado. De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Analistas Económicos, la inflación de septiembre sería de 5,8% y dentro de un año estaría bordeando 4,14%. Las mismas encuestas sugieren que para diciembre de 2025 la inflación estaría por debajo del techo del rango del 4%, y es probable que, de continuar las sorpresas en los datos mensuales, veamos nuevas reducciones en el pronóstico de dicha variable.

Esta reducción en la inflación observada y anticipada ha puesto a las tasas de intervención en términos reales en el nivel más alto de las últimas dos décadas (Gráfico 1). Tanto la medida de tasa de política monetaria real ex-ante (utilizando la inflación

Gráfico 1. Tasa de política monetaria en términos reales y brecha del producto (%)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Septiembre 23 de 2024

esperada a un año), como la tasa ex-post (con base en la inflación anual observada) se encuentran al menos 2 puntos porcentuales por encima de los niveles promedio de los dos últimos ciclos de política monetaria restrictiva.

Esto ocurre en un momento donde la brecha del producto, la variable que mide la diferencia entre el nivel de producto potencial o tendencial frente al observado, se encuentra en cero o en terreno negativo. Es cierto que el dato oficial más reciente de actividad, el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) sorprendió al alza en julio con un crecimiento anual de 3,8%. No obstante, este indicador ha mostrado una importante volatilidad en meses recientes, y la cifra de crecimiento acumulado hasta julio es de apenas 1,8%, muy por debajo de lo que la economía colombiana debería crecer. Con una inflación a la baja, y un crecimiento débil, vale preguntarse si las tasas actuales no se encuentran en un nivel lo suficientemente restrictivo como para considerar recortes de 75 puntos básicos en lo que resta del año.

En línea con una demanda agregada que crece poco, el déficit en la Cuenta Corriente del país se redujo a 1,6% del PIB durante el segundo trimestre de este año, después de haber bordeado niveles cercanos al 6% en 2021 y 2022. Recordemos que un déficit en Cuenta Corriente refleja la dependencia de un país a los flujos de financiamiento externo. Gracias en parte a la política monetaria del Banco de la República, la demanda de los hogares y las firmas se ha contraído tras el fuerte rebote post-COVID en 2021 y 2022, haciendo que el país tenga

un menor nivel de importaciones, y por ende una menor necesidad de endeudamiento frente al resto del mundo. En otras palabras, el ajuste del ahorro del sector privado ha llevado, a pesar del persistente déficit fiscal, a una mejora de la posición externa del país.

Adicionalmente, si bien el contexto externo es siempre dinámico e incierto, la reducción de 50 puntos básicos por parte de la Reserva Federal, así como la revisión de la senda futura de tasas en Estados Unidos, alivia la preocupación que un recorte de tasas a nivel local pueda tener un efecto disruptivo en el tipo de cambio y por ende mitiga algunos de los temores relacionados con recortes de tasas de interés a nivel local. Frente a este punto vale la pena mencionar que hace algunas semanas, desde este mismo informe, sugerimos que el tipo de cambio estaba sobreapreciado, y con base en dicho análisis, anticipamos una devaluación de 6% del peso colombiano. Tras dicha publicación, no debido a ella -obviamente-, el peso colombiano efectivamente se devaluó, alcanzando niveles similares a los que nuestro ejercicio de tasa de equilibrio sugiere. La semana pasada a raíz de la decisión de la Fed, el peso tuvo algo de fortaleza, cerrando en un nivel de 4151 pesos por dólar. El temor de un peso más débil como resultado de una política monetaria menos restrictiva en Colombia es válido, pero en este momento y tras la corrección de buena parte de la sobrevaloración, no parece ser un argumento lo suficientemente potente.

Por otra parte, no pueden ignorarse los riesgos inflacionarios en materia fiscal y de eventuales cho-

Septiembre 23 de 2024

ques de oferta en 2025. La preocupación frente a las finanzas públicas es genuina, pero está mediada por la actual paradoja en materia de gasto: si bien el Gobierno planeó un ambicioso presupuesto para 2024, la ejecución ha sido deficiente. En lo corrido del año hasta agosto, la ejecución del presupuesto, excluyendo la deuda, va en 48%. No es para nada trivial decidir cómo ponderar lo apropiado versus lo realmente ejecutado, que es lo que impacta de manera directa la actividad económica y la inflación. De hecho, las preocupaciones fiscales, en un contexto de baja ejecución, elevan la prima de riesgo país, haciendo más contractivas las condiciones financieras para el propio Gobierno, las empresas y las familias. El año entrante la historia puede ser similar.

Adicionalmente, un aumento injustificado del salario mínimo o choques de oferta adicionales en 2025, asociados, por ejemplo, a mayores precios de energéticos, son elementos importantes que llaman a la cautela en materia de política monetaria en estos momentos. Frente al primer elemento, la coordinación en materia económica podría ayudar a mitigar dicha preocupación, pero es un elemento de incertidumbre siempre presente en nuestra economía.

Con respecto a los choques de oferta, la prudencia también es importante. No obstante, al final la política monetaria no puede asumir la materialización de todas las contingencias posibles, más allá de un escenario base y unos escenarios de riesgo. Sería importante entender si los pronósticos de inflación del equipo técnico plasma-

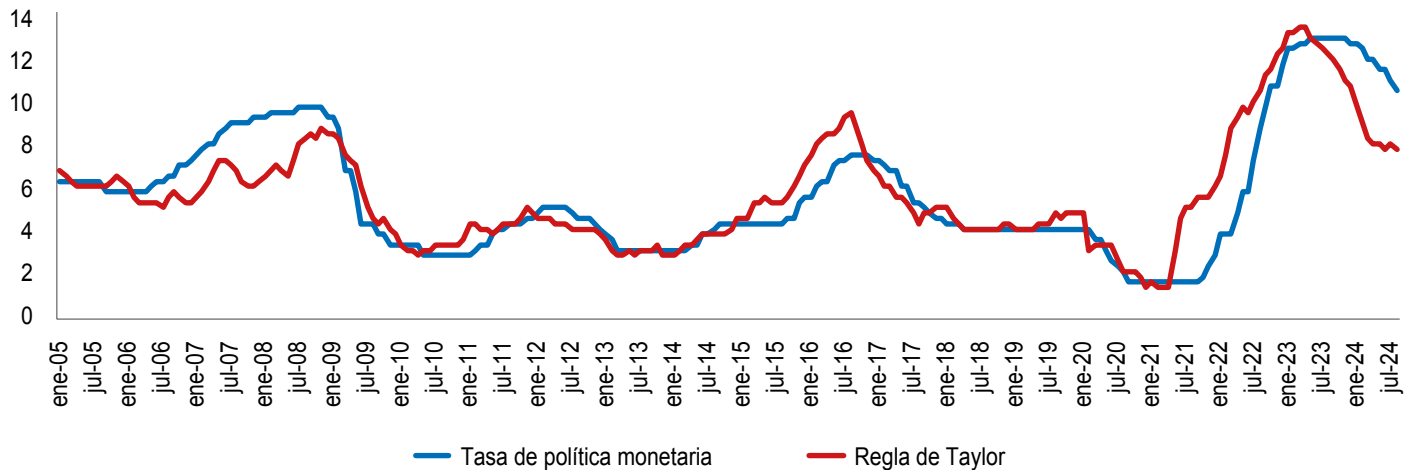
dos en el reciente informe de política monetaria, que sugieren una convergencia a la meta del 3% en el cuarto trimestre de 2025, incorporan algunos riesgos de eventuales choques de oferta. Una pregunta compleja es cómo debería responder la política monetaria a la eventual materialización de un evento extremo como un apagón, que sería *estanflacionario*, es decir, un choque de precios más altos y menor actividad económica. Como es evidente, son muchos los elementos a considerar. La Junta del Banco de la República del próximo 30 de septiembre será larga.

Un ejercicio simple para reducir la complejidad del problema es calcular la tasa de política monetaria que el Banco de la República debería fijar usando una Regla de Taylor. La Regla de Taylor es una caracterización simplista, pero útil, de cómo los Bancos Centrales deben fijar (o fijan) sus tasas de política monetaria. En los modelos neokeynesianos la Regla de Taylor sirve para caracterizar un equilibrio estable dentro del marco de inflación objetivo.

Hay muchas versiones de la Regla de Taylor, y existe una amplia literatura que discute sus alcances y usos. En el gráfico 2 se muestra la tasa de intervención del Banco de la República y una estimación de la Regla de Taylor basada en inflación observada y esperada (proyección de los analistas a 12 meses), y un cálculo de la brecha del producto. Al ser tan escueta, puede no capturar todas las complejidades de las decisiones sobre política monetaria, pero su misma simpleza facilita algunas reflexiones.

Septiembre 23 de 2024

Gráfico 2. Tasa de política monetaria observada y estimación mediante Regla de Taylor



Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República y DANE.

Como puede verse, la estimación de esta versión de la Regla de Taylor resulta sugestiva en tres aspectos: 1) El Banrep se demoró y fue lento en responder al choque inflacionario en 2022; 2) La tasa tendría que haber sido más alta en el pico inflacionario; y 3) el nivel actual es contractivo en exceso. A nuestro criterio estas tres observaciones son correctas, más allá de las posibles críticas al ejercicio y su simpleza.

Finalmente, más allá de lo técnico, hay una realidad política imposible de ignorar. El Gobierno elegirá dos de los cinco codirectores de la Junta del Banco

de la República a comienzos del año entrante. Es probable que el equipo de cinco miembros que han votado de manera prudente en las decisiones recientes se disuelva. Decisiones más ortodoxas ahora donde la inflación ha sorprendido a la baja, podrían incentivar recortes más fuertes en 2025. Lo mejor para la institucionalidad del Banco de la República y la credibilidad del propio Gobierno, sería buscar un consenso en el ritmo de descenso de tasas de interés antes de los cambios, de tal manera que se mantenga bajo la nueva composición de la Junta, dándole tranquilidad a los mercados financieros sobre el carácter técnico del emisor.

Septiembre 23 de 2024

INDICADORES ECONÓMICOS

\$MM(1) CAMBIO PORCENTUAL ANUAL					
	6 septiembre 2024	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)	182.532	8,5	6,3	3,9	-7,1
2. Base monetaria (B)	154.203	11,4	11,2	8,6	-2,5
3. Efectivo	115.353	11,7	10,5	6,3	-3,5
4. Cuentas corrientes	67.179	3,4	-0,4	0,1	-12,2
5. Cuasidineros	609.199	8,2	8,7	10,4	13,2
6. Total ahorro bancos comerciales	297.636	11,3	10,9	10,9	-9,5
7. CDTs	311.563	5,4	6,7	9,8	46,5
8. Bonos	24.060	-18,9	-18,4	-14,4	-12,5
9. M3	838.581	6,7	7,0	6,8	6,6
10. Cartera total	629.039	0,9	1,3	0,6	6,1
11. Cartera moneda legal	612.451	0,9	1,3	1,2	6,8
12. Cartera moneda extranjera	16.588	0,6	0,4	-16,2	-15,7
13. TES ⁽²⁾	13-Sep-24 557.665	13,9	12,5	13,5	11,8
14. I.P.C.	Ago	4,33	6,86	7,16	11,43
15. IPC sin alimentos	Ago	6,78	7,24	7,83	11,19
16. IPC de alimentos	Ago	3,38	5,18	4,40	12,44
17. TRM (\$/US\$)	Sept23 4.156,89	5,27	-1,38	0,72	-9,84

VALORES ABSOLUTOS

18. Reservas internacionales ⁽³⁾		63	62.226	60.694	57.740
19. Saldo de TES (\$MM)		557.664,62	549.302,94	538.294,38	491.277,77
20. Unidad de Valor Real (UVR)	Sept23	\$ 375,8401	\$ 375,2834	\$ 372,7187	\$ 352,3574
21. DTF efectiva anual	23-sept/29-sept	9,63	9,95	10,16	13,08
22. Tasa interbancaria efectiva	Sept19	10,74	10,75	11,76	13,22

FECHAS CLAVE Septiembre 23 a 27 de 2024

LUNES 23

COL: Índice de Costos de Transporte de Carga por Carretera (ICTC), agosto.
EE.UU: PMI de servicios, septiembre.
EE.UU: PMI de manufacturas, septiembre.
U.E: PMI de manufacturas, septiembre.
U.E: PMI de servicios, septiembre.

MARTES 24

EE.UU: Índice de precios de vivienda, julio.
EE.UU: Confianza del Consumidor, septiembre.
Japón: PMI de manufacturas, septiembre.
Japón: PMI de servicios, septiembre.

MIÉRCOLES 25

Australia: Índice de Precios al Consumidor (IPC), agosto.

JUEVES 26

EE.UU: PIB anual, segundo trimestre.
Japón: Índice de Precios al consumidor (IPC), septiembre.

VIERNES 27

COL: Índice de Costos de la Construcción de Obra Civil (ICOCIV), agosto.
COL: Cuentas Nacionales por Sector Institucional, segundo trimestre.

(1) Miles de millones de pesos. (2) Saldo TES del sector público. (3) Millones de dólares.
Nota: Las reservas internacionales y el saldo de TES están con corte al 13 de septiembre, último corte disponible.
La tasa interbancaria está con corte al último resultado disponible.
Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República.