

Recuadro 2

Determinantes de la velocidad de ajuste de la TPM

Los niveles de la tasa de interés de política monetaria (TPM) se fijan periódicamente luego de procesos de deliberación dentro de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). Estas discusiones se nutren de una evaluación detallada del comportamiento de la inflación, sus expectativas, el crecimiento económico y otras variables clave que afectan la estabilidad macroeconómica. Este análisis lo realiza regularmente el equipo técnico del Banco de la República y se presenta trimestralmente en el *Informe de Política Monetaria*.

La actual fase de recortes de tasas de interés, iniciada en diciembre de 2023, ha sido posible gracias al descenso observado de la inflación total y básica (sin alimentos ni regulados). Dichas inflaciones anuales alcanzaron valores máximos durante la primera mitad de 2023 (13,3% para la inflación total en marzo y 10,5% para la inflación básica en junio), momento en el cual comenzaron a descender hasta registrar valores del 7,2% y 6,0% en junio de 2024 para la inflación total y básica, respectivamente. Este descenso de la inflación se debe, en buena medida, al ajuste que registró la actividad económica, en particular el componente de la demanda interna. Dicho ajuste, promovido, en parte, por una política monetaria contraccionista que buscaba corregir los importantes desequilibrios internos y externos que arrastraba la economía pospandemia, contribuyó a reducir las presiones inflacionarias provenientes de la demanda interna.

Ahora bien, surge la pregunta sobre: ¿a qué velocidad y hasta qué punto debería disminuir la TPM? Para responderla es útil introducir el concepto de tasa de interés neutral. La tasa de interés neutral, un concepto planteado por primera vez por Wicksell (1898), es aquella que es compatible con un producto que crece a su nivel potencial y una inflación alrededor de su meta (Laubach y Williams, 2003). Así, si la TPM se fija en un nivel igual a la tasa de interés neutral, la política monetaria no estimula ni restringe el crecimiento económico, es decir, no es contractiva ni expansiva. Por el contrario, si la TPM está por encima de la neutral, la política monetaria es contraccionista, mientras que si está por debajo es expansionista. La tasa de interés neutral se puede descomponer en la suma de su componente real y de las expectativas de inflación relevantes. Su nivel real depende de factores estructurales fuera del alcance de la política monetaria, tales como el crecimiento de largo plazo de la economía (que depende de las tendencias de la productividad y la demografía), los balances de ahorro e inversión agregados o los niveles de aversión al riesgo de los agentes, entre otros factores. Sobre la evolución actual de los determinantes de la tasa de interés neutral real se tienen consideraciones mixtas. Por un lado, los factores demográficos relacionados con la caída del crecimiento poblacional y el incremento en las expectativas de vida apuntarían a una disminución de la tasa de interés neutral (Ho, 2024), lo que se suma al lento crecimiento de la productividad observado en los últimos años. Por otro lado, los mayores niveles de deuda pública luego de la pandemia, junto con el posible incremento en la demanda global de capital por el desarrollo acelerado de la inteligencia artificial y la necesidad de energías renovables, podrían sugerir desbalances entre el ahorro y la inversión agregados, presionando al alza las tasas de interés neutrales no solo en Colombia sino también en buena parte del hemisferio occidental (Williams, 2024). Dado que la tasa de interés neutral real es una variable no observable, el Banco de la República cuenta con distintas metodologías para su estimación (véase Grajales y Pulido, 2018), que se actualizan y monitorean continuamente.

Que la política monetaria haya buscado ser contraccionista tras el brote inflacionario pospandemia se refleja en que la TPM se ubicó por encima de su nivel neutral. Por tanto, la respuesta a la pregunta sobre la velocidad y el límite de la reducción de la TPM depende de dos cuestiones distintas: 1) ¿a qué ritmo debe converger la TPM a la neutral para dejar de ser contractiva? (proceso que se conoce como la normalización de la política monetaria), y 2) ¿qué ha ocurrido con el nivel de la tasa neutral?

En primer lugar, el ritmo óptimo de normalización de la política monetaria depende de los niveles actuales y previstos de la inflación y del crecimiento, así como de la consideración de los riesgos que pueden afectar dichas previsiones. En el primer frente, aunque se ha

reducido significativamente la inflación, esta sigue siendo alta (7,2% a junio), respecto a la meta del 3% con la que está comprometida la JDBR en cumplimiento de su mandato constitucional. Esta inflación supera la de otros países de la región, como Chile, Perú, Brasil y México, que tienen niveles de inflación inferiores al 5%, algunos de los cuales esperaron a tener inflaciones más bajas que Colombia para iniciar sus fases de normalización (véase Banco de la República, 2024a). Sobre los niveles aún altos de la inflación existen, además, riesgos al alza que, aunque se han atenuado en los últimos meses, no han desaparecido. En el frente interno, existe incertidumbre sobre el alcance de los mecanismos de indexación, particularmente en los precios de los servicios. La variación anual del precio de los servicios se ha mostrado más inflexible que la del resto de canastas, debido a que muchos de estos precios tienden a ajustarse con base en las inflaciones observadas y con los incrementos pasados de salario mínimo, dado que los servicios son intensivos en trabajo. Además, existe incertidumbre sobre los efectos que los fenómenos climáticos puedan tener sobre los precios de los alimentos y la energía. En particular, el ajuste anual de los alimentos aumentó entre mayo y junio del 4,4% al 5,3%, más de lo previsto por el equipo técnico, debido al repunte de los precios de algunos alimentos perecederos afectados por El Niño. En el frente externo, el ritmo de normalización de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos se espera que sea gradual. Esto, en un ambiente de primas de riesgo de la deuda colombiana en niveles relativamente altos, hace más probable que, si la TPM colombiana desciende más rápido que la estadounidense, surjan presiones al alza sobre la tasa de cambio del peso frente al dólar. Dicha depreciación podría desencadenar, a su vez, presiones alcistas sobre la inflación, dificultando la convergencia hacia su meta.

En segundo lugar, respecto a la tasa de interés neutral, las estimaciones del equipo técnico sobre su componente real sugieren que las consideraciones mencionadas acerca de los desbalances entre el ahorro y la inversión en un ambiente de niveles altos de endeudamiento podrían tener mayor peso, y muestran una tasa de interés neutral real que se ajusta ligeramente al alza durante el horizonte de pronóstico, hasta llegar al 2,5% en promedio en 2025 (Banco de la República, 2024b). En cuanto a las expectativas de inflación, según la encuesta a los analistas económicos de julio, a horizontes cortos (doce meses) se ubican en niveles cercanos al 4,2%, un valor superior al 4% del rango de tolerancia sobre la meta, mientras que a horizontes más largos su nivel se acerca más a la meta de inflación. Estas expectativas son también influenciadas por el ritmo esperado de ajuste de la TPM, por lo que el nivel terminal de la fase de recortes de la TPM (la tasa de interés neutral nominal) puede depender, a su vez, de la velocidad con la que se lleve la normalización de la política monetaria.

Todos los elementos anteriores sugieren que el ajuste a la baja de la TPM debería ser llevado de una manera gradual. En primer lugar, las consideraciones sobre el ritmo óptimo de normalización antes descritas implican que existe el riesgo de que descensos muy rápidos de la TPM tengan que revertirse si se materializan los riesgos alcistas sobre la inflación. Dichas reversiones de la TPM no son convenientes, pues una mayor volatilidad afecta las expectativas de los agentes, dificultan la convergencia de la inflación hacia su meta y generan, a la postre, pérdidas de bienestar general (véase, por ejemplo, Woodford, 2003). Además, los riesgos alcistas sobre la inflación aumentan la probabilidad de incumplimiento de la meta, lo que podría erosionar la credibilidad de la política monetaria y hacerla menos efectiva, un efecto que aumenta exponencialmente si persiste por varios periodos dicho incumplimiento (para una cuantificación reciente de este canal en el caso colombiano, véase Grajales *et al.*, 2024). Finalmente, en un ambiente de crecientes desbalances macroeconómicos, que configuran presiones al alza sobre la tasa de interés real neutral, un posible desanclaje de las expectativas de inflación, como consecuencia de caídas más rápidas de la TPM respecto a las esperadas, aumentaría aún más los niveles terminales de la TPM, por lo que conviene ser prudente en el proceso de normalización.

Así las cosas, si bien es deseable una recuperación económica vigorosa, para lo cual indudablemente ayudaría un rápido relajamiento de la política monetaria, es aún más conveniente que el proceso de normalización de la política monetaria se dé a un ritmo compatible con el cumplimiento de la meta de inflación y con la convergencia del crecimiento hacia un nivel sostenible. La experiencia internacional muestra que dichos ritmos de normalización suelen ser no lineales, y más graduales conforme se acerca la TPM a su punto terminal (Romer y Romer, 2024). Sin duda, lo más relevante es que dicha normalización se lleve a un ritmo consistente con las consideraciones acá reseñadas, y en especial, a la velocidad que pondere la posible materialización de los riesgos sobre los pronósticos, a partir del continuo monitoreo de la nueva información disponible.

Referencias

- Banco de la República (2024a). “¿Tardó Colombia en iniciar sus ciclos monetarios?”, Blog Banrep, 12 de marzo, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/blog/tardo-colombia-iniciar-sus-ciclos-monetarios>
- Banco de la República (2024b). “Principales variables sobre el pronóstico macroeconómico”, Anexo al *Informe de Política Monetaria*, abril, disponible en <https://doi.org/mt54>
- Grajales, A.; Pulido, J. (2018) “Nuevas estimaciones de la tasa de interés neutral en Colombia”, Recuadro 2, *Informe sobre Inflación*, septiembre, Banco de la República.
- Grajales, A.; Hamann, F.; Naranjo, S.; Pulido, J. (2024) “Policy Implications of Losing Credibility: Lessons from Colombia’s Post-Pandemic Inflationary Surge”. manuscrito no publicado, próximamente en Borradores de Economía, Banco de la República.
- Ho, P. (2024) “How Do Demographics Influence r^* ?” Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief, núm. 24-18.
- Laubach, T.; Williams, J. (2003). “Measuring the Natural Rate of Interest”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, núm. 4, pp. 1063-1070.
- Romer, C.; Romer D. (2024). “Lessons from History for Successful Disinflation”, NBER Working Paper, núm. 32666.
- Woodford, M. (2003) “Optimal Interest-Rate Smoothing”, *The Review of Economic Studies*, vol. 70, núm. 4, pp. 861-886.
- Wicksell, K. (1898). *Interest and Prices*. London: Macmillan.
- Williams, J. (2024). “R-Star: A Global Perspective”, Discurso en el ECB Forum de Banca Central, disponible en <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2024/wil240703>