

Expectativa de política monetaria en abril: El valor de actuar

Autores:

Nicolás Cruz Walteros
 Analista de Investigaciones
 Económicas
nicolas.cruz@corfi.com

Julio Romero A.
 Economista jefe
julio.romero@corfi.com

- **Para la reunión de mañana, esperamos que la JDBR aumente en 75 puntos básicos (pbs) la Tasa de Política Monetaria, a 12,0%.** Al choque inflacionario generado por el aumento del salario mínimo se está sumando el impacto del conflicto en Oriente Medio sobre los costos de producción, lo cual, dado el actual desanclaje de las expectativas, refuerza la necesidad de una postura más contractiva.
- **La evidencia muestra que las presiones inflacionarias en el primer trimestre de 2026 fueron principalmente internas, persistentes y asociadas a la indexación al salario mínimo.** El encarecimiento de fertilizantes y otras materias primas derivado del conflicto en Irán empezará a transmitirse a los precios al consumidor en Colombia en los próximos meses, pero no explica el repunte inflacionario observado hasta marzo.
- El componente de servicios sin arrendamientos, intensivo en mano de obra, muestra el impacto del salario mínimo, pasando de contribuir a la desinflación entre 2023 y 2025 a ser el principal motor del aumento reciente de precios.
- **En este contexto, el papel del Banco de la República resulta fundamental, ya que su respuesta busca evitar que estas presiones se vuelvan persistentes y se consoliden a través de efectos de segunda vuelta.** Minimizar este diagnóstico no solo conduce a errores de política, sino que pone en riesgo la credibilidad del banco central, un activo clave para garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta.

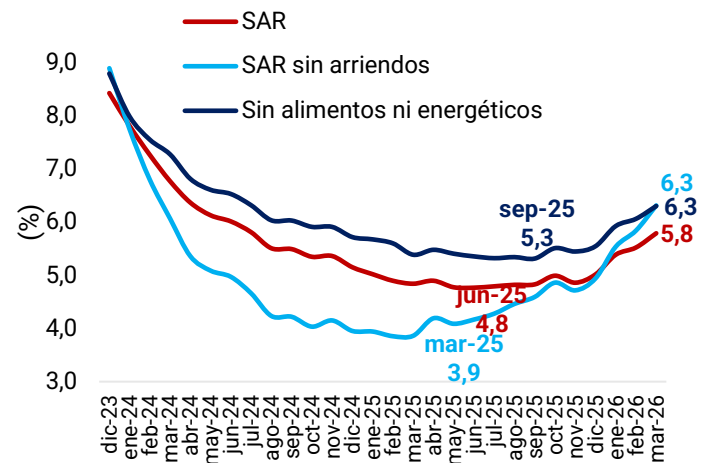
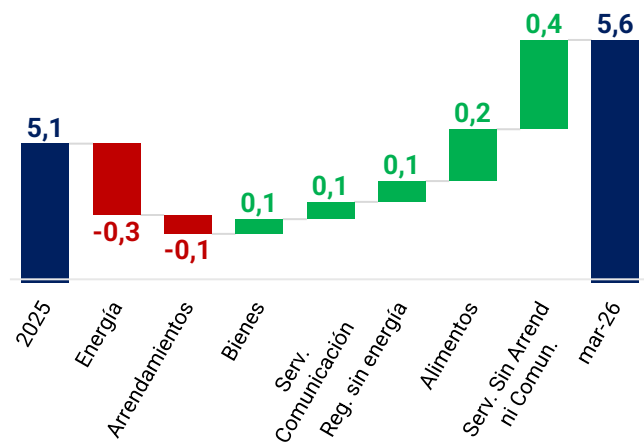
¿La inflación en Colombia está subiendo por choques de oferta?

Sostener que la inflación responde exclusivamente a choques de oferta no es consistente con la evidencia. En lo corrido del año, la inflación se ha acelerado 46 pbs (de 5,10% a 5,56%), de los cuales 45 pbs —equivalentes al 98,8% del aumento— provienen de los componentes de bienes y servicios (Gráfico 1). Este comportamiento apunta a presiones de demanda e indexación, particularmente asociadas al incremento del 23% del salario mínimo, más que a factores de oferta.

En efecto, las medidas de inflación básica vienen acelerándose. La inflación sin alimentos ni regulados se aceleró 80 pbs en el primer trimestre, pasando de 5,0% a 5,8%, acumulando cuatro meses consecutivos al alza y alcanzando su nivel más alto desde julio de 2024. En la misma línea, al excluir también los energéticos para aislar aún más los factores de oferta, este indicador se ubica en 6,3%, es decir, 80 pbs por encima del nivel de cierre de 2025 (Gráfico 2).

Ahora bien, los precios de los alimentos han aumentado como consecuencia de presiones de oferta, pero hasta marzo explicaban la menor parte del choque inflacionario. En el primer trimestre, este componente contribuyó con 23 pbs al incremento de la inflación, principalmente por factores climáticos asociados a la temporada de lluvias. En consecuencia, el abastecimiento interno se contrajo 1,8% frente al cuarto trimestre de 2025, aunque está 4,7% por encima de su nivel de hace un año.

Gráfico 1. Contribución al cambio en la inflación anual entre dic-25 y mar-26 **Gráfico 2. Medidas de inflación básica**



Fuente: DANE y Banco de la República. Cálculos Corfic Colombiana.

Se está mezclando un diagnóstico correcto sobre los choques externos asociados al conflicto en Irán con una conclusión equivocada sobre su impacto en la inflación observada.

Los costos de fertilizantes aumentaron 54% entre febrero y marzo, pero esto no se ha traducido a los alimentos, como lo evidencia el IPP agro de marzo, que aumentó 1,2%, por debajo de su promedio histórico 1,8%. Es decir, hasta marzo la inflación en alimentos no se había visto afectada por el contexto externo. Por otro lado, el aumento en los precios internacionales del petróleo tampoco se trasladó a la inflación en el primer trimestre; de hecho, durante ese periodo el precio interno de la gasolina cayó \$901 por galón (-5,6%) y contribuyó a que la inflación disminuyera. En este sentido, el choque de oferta asociado al conflicto se sumará a las presiones inflacionarias internas, explicadas en su mayoría por el aumento del salario mínimo.

También se afirma que el aumento de la inflación está explicado por el incremento mensual en marzo de 3,15% en los servicios de comunicación fija y móvil y provisión a internet, sumado al aumento de las tarifas de electricidad en el mismo mes de 2,78%, explicado principalmente por el aumento en Bogotá del 9,02%. Sin embargo, esta afirmación contrasta con el hecho de que en lo corrido del año el aumento en las tarifas de comunicación tan solo aportó 0,1 pps a la inflación total, y por el contrario las tarifas de electricidad aportaron 0,4 pps a reducir la inflación, con caídas mensuales de 0,9% y 1,2% en enero y febrero, respectivamente.

De hecho, los componentes de energía (electricidad, combustibles y gas) y de arrendamientos han ayudado a que la inflación total no sea mayor. El primero le ha restado 0,32 pps en el primer trimestre, ante la caída de los precios de la electricidad y los

combustibles, sumado al efecto base del gas, que el año pasado aumento 14,4% en febrero de 2025, tiene un efecto neutro sobre la inflación pese a los aumentos mes a mes que ha mostrado en 2026. Por su parte, los arriendos han presentado una indexación menor al 100%, aumentando en promedio 4,96% anual y aportando 0,1 pps a la reducción de la inflación.

¿El aumento del salario mínimo no afecta la inflación?

Las señales de que la inflación en Colombia se aceleró en el primer trimestre de 2025 como resultado del aumento de 23% del salario mínimo son irrefutables. El componente de servicios sin arrendamiento, altamente intensivo en mano de obra y, por tanto, más sensible a este choque, se aceleró de 6,7% en diciembre de 2025 a 8,7% en marzo (Gráfico 3). Este componente, que representa el 23,7% de la canasta del IPC, aportó 47 pbs al aumento de la inflación en el primer trimestre, confirmando un traspaso inmediato de los mayores costos de mano de obra a los precios al consumidor en un contexto de en donde los mecanismos de indexación y los ajustes contractuales amplifican su impacto. Así, los servicios sin arriendos pasaron de contribuir con 107 pbs a la desinflación entre 2023 y 2025 a aportar 47 pbs para que aumente en apenas tres meses (Gráfico 4).

Gráfico 3. Aumento del salario mínimo vs inflación de servicios sin arriendos

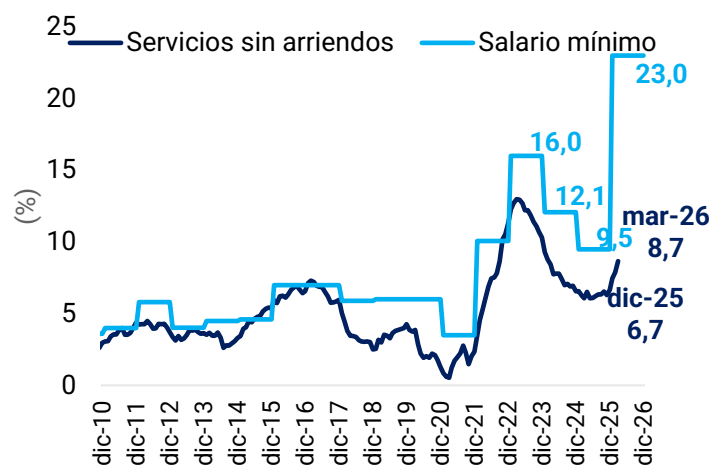
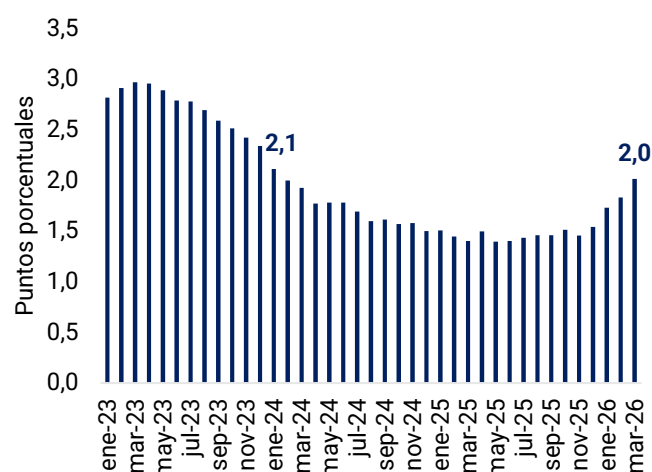


Gráfico 4. Contribución de la inflación de servicios sin arrendamientos a la inflación total



Fuente: DANE. Cálculos Corfic Colombiana

En conclusión, afirmar que el aumento de la inflación obedece a choques de oferta es contraevidente: la inflación en 2026 está siendo impulsada principalmente por factores internos: i) el 98,8% del aumento proviene de bienes y servicios; ii) la inflación básica sube 80 pbs y acumula varios meses al alza; y iii) servicios intensivos en mano de obra muestran una aceleración directa tras el aumento del salario mínimo. **Los choques de oferta existen, pero no explican la dinámica reciente. El problema hoy es persistencia inflacionaria interna.**

Bajo este contexto, el papel del Banco de la República resulta fundamental, ya que su respuesta busca evitar que estas presiones se vuelvan persistentes y se consoliden a través de efectos de segunda vuelta. **Negar las causas de la inflación no solo conduce a errores de política, sino que pone en riesgo la credibilidad del banco central, un activo clave para garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta y preservar la estabilidad macroeconómica.**

Decisión de política monetaria de abril

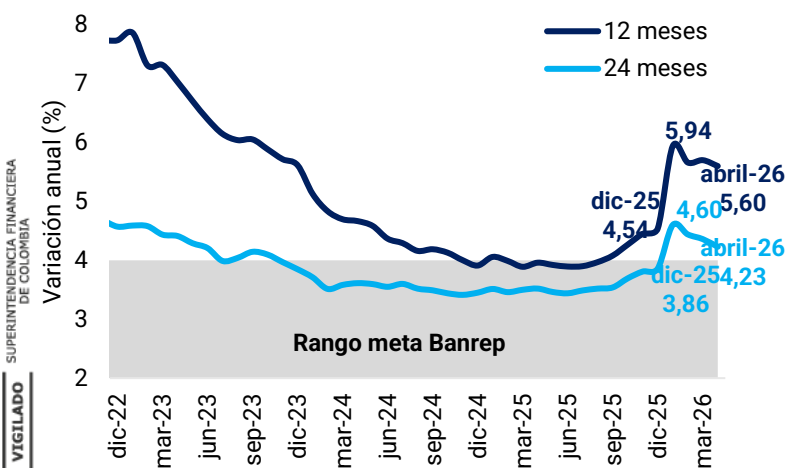
La decisión de política monetaria de abril ocurre en un contexto atípico. La última reunión estuvo marcada por una ruptura en la dinámica institucional, con la salida anticipada del Ministro de Hacienda y un cuestionamiento público a la Junta. Desde entonces, el debate se ha intensificado, incluyendo propuestas de modificar el marco de política monetaria. Este entorno eleva la importancia de una señal clara del Banco de la República para preservar la credibilidad de su mandato.

Más allá de este contexto, los fundamentos macroeconómicos apuntan a la necesidad de profundizar la postura contractiva. En lo corrido del año, la inflación ha retomado una senda alcista y las medidas de inflación básica continúan aumentando como resultado de presiones persistentes asociadas a indexación, en particular en servicios intensivos en mano de obra. **Lo anterior es consistente con un entorno en el que los ajustes de precios ya no responden únicamente a choques transitorios.**

A esto se suma que las expectativas de inflación se mantienen por encima de la meta en distintos horizontes, tanto en encuestas como en medidas de mercado (Gráfico 5). **Para un banco central bajo un esquema de inflación objetivo, este es un elemento central de la decisión, en la medida en que el anclaje de expectativas determina el costo del proceso desinflacionario.**

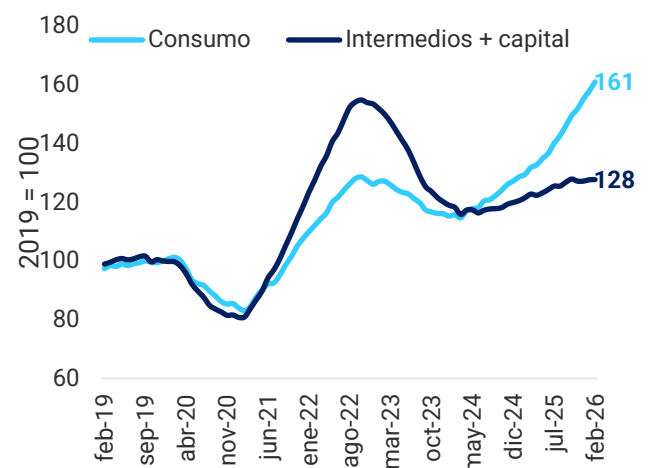
Por el lado de la actividad económica, si bien algunos indicadores muestran moderación, la demanda interna sigue siendo un soporte relevante del crecimiento. El consumo privado continúa dinámico y se refleja en el comportamiento de las importaciones, que crecen a tasas cercanas al 30% anual (Gráfico 6), en un contexto de bajo dinamismo exportador. **Esto ha ampliado el déficit en cuenta corriente, señalando que el ajuste externo es incompleto y que persisten presiones de demanda.** La fortaleza del consumo se refleja particularmente en el desempeño de sectores como comercio y entretenimiento, que continúan mostrando tasas de crecimiento positivas y sosteniendo buena parte de la actividad. En la misma línea, el mercado laboral mantiene una dinámica favorable, con niveles de ocupación resilientes que respaldan el ingreso de los hogares y, por ende, su capacidad de gasto.

Gráfico 5. Expectativas de inflación



Fuente: Banrep. Cálculos Corfi colombiana

Gráfico 6. Evolución de las importaciones según destino económico*



Fuente: DANE. Cálculos Corfi colombiana. * Series año móvil

En paralelo, los desequilibrios fiscales y externos siguen siendo un factor de riesgo relevante. El Banco ha advertido en distintas instancias sobre la importancia de la consistencia entre política fiscal y monetaria. En particular, el déficit primario de 2025 fue el segundo más alto de los últimos 22 años, excluyendo el periodo de la pandemia, a lo que se suma el deterioro de la cuenta corriente. En conjunto, los déficits gemelos incrementan la fragilidad de la economía. El entorno de déficit elevados sin una senda clara de consolidación se viene traduciendo en mayores primas de riesgo, presiones cambiarias y efectos adicionales sobre la inflación. La rebaja en la calificación soberana de Colombia a BB- por parte de Standard & Poor's confirma lo que los mercados vienen anticipando desde mediados de 2025 a través de los CDS, y es que la posición fiscal de Colombia hoy es peor que la de Brasil y otros pares en la región.

En este contexto, y como lo ha enfatizado el gerente Leonardo Villar en intervenciones públicas recientes, la política monetaria opera con rezagos significativos. Las decisiones actuales impactan la inflación con un desfase de varios trimestres, por lo que la postura de hoy debe evaluarse en función de la convergencia hacia la meta en el horizonte de política, no de la inflación observada en el corto plazo. En particular, **las decisiones que tome la Junta ahora contribuirán a llevar la inflación al rango meta en 2027.**

Este punto es particularmente relevante en el momento actual. En 2026, la inflación completará seis años consecutivos por encima del límite superior del rango objetivo, lo que ya supone un desafío para la credibilidad del esquema. En este entorno, **una señal de relajación prematura podría reforzar el desanclaje de expectativas y aumentar el costo del ajuste posterior.**

Bajo este balance de riesgos, **esperamos que la Junta continúe el proceso de endurecimiento en abril, con un incremento de 75 puntos básicos que llevaría la tasa de política a 12%.** Esta decisión, por mayoría nuevamente, sería consistente con la información disponible: inflación persistente, expectativas elevadas, demanda aún dinámica, desequilibrios externos y fiscales, y la necesidad de preservar la credibilidad del Banco. **Una pausa en este contexto no sería neutral. Implicaría aceptar un mayor riesgo de persistencia inflacionaria y, en consecuencia, un ajuste más costoso en el futuro.**