

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Septiembre de 2023

La Encuesta ANIF EARC - Tasa de Intervención del Banco de la República- del mes de septiembre de 2023 mantiene cierto nivel de consenso entre los analistas respecto a sus perspectivas de lo que debería ocurrir y lo que ocurrirá con la tasa de política del Banco de la República (BanRep), en su próxima reunión el 29 de septiembre, luego de mantenerla inalterada en 13.25% desde abril. En el sondeo participaron 4 centros de investigación, 6 bancos locales, 2 bancos extranjeros, 4 comisionistas de bolsa, 2 gremios, 1 fiduciaria y 2 AFP para un total de 21 entidades que hicieron parte de la EARC para el mes de septiembre de 2023. La encuesta contiene las preguntas presentadas a continuación:

1. En la sesión del mes de septiembre de la Junta Directiva del Banco de la República, ¿cuál considera que debería ser la variación de la tasa de interés de intervención?
2. En la sesión del mes de septiembre de la Junta Directiva del Banco de la República, ¿cuál cree que será la variación de la tasa de interés de intervención?
3. Para el cierre del año 2023, ¿cuál cree que será la tasa de interés de intervención definida por la Junta Directiva del Banco de la República?
4. Para el cierre del año 2024, ¿cuál cree que será la tasa de interés de intervención definida por la Junta Directiva del Banco de la República?

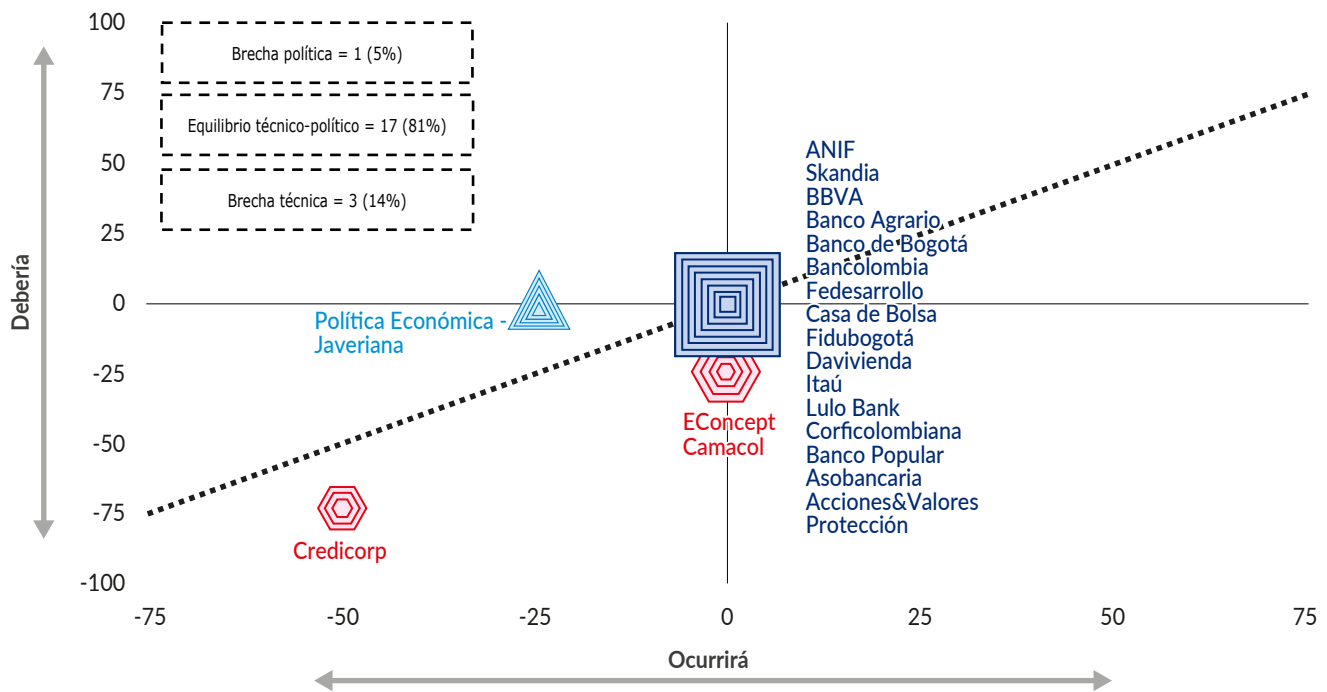
ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

BRECHA POLÍTICA VS. BRECHA TÉCNICA

El diagrama de Brechas Técnico-Políticas permite analizar las discrepancias entre lo que el mercado piensa que técnicamente debería hacer el BanRep y lo que políticamente cree que puede realizar a través de su política monetaria, ver Gráfico 1. Cada diferencia de 25 puntos básicos (pb) entre lo que los analistas consideran que debería hacer y lo que efectivamente hará constituye una brecha. La línea diagonal divide el plano entre la Brecha Política (BP - parte superior izquierda) y

GRÁFICO 1. EXPECTATIVAS DE LOS AGENTES DE MERCADO DE LAS ACCIONES DE POLÍTICA MONETARIA (SEPTIEMBRE 2023)



Fuente: elaboración ANIF con base en respuestas de la EARC.

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

la Brecha Técnica (BT - parte inferior derecha). En la BP, lo que los analistas creen que debe ocurrir es mayor a lo que efectivamente ocurrirá. Por el contrario, en la BT, lo que los analistas consideran debería ocurrir es inferior a lo que creen que ocurrirá. Los puntos sobre la diagonal (equilibrio entre el *debería* y el *hará*) revelan un Equilibrio Técnico-Político (ETP).

De los 21 analistas que respondieron el sondeo, 17 se encuentran en ETP, 2 menos que en el sondeo de la EARC para el mes de julio. De las entidades en ETP, todas consideran que debería ocurrir y que efectivamente ocurrirá que la tasa se mantenga inalterada sobre 13.25%. De los encuestados, 1 entidad se ubicó en la región de BP, y manifestó que la tasa se debería mantener inalterada pero que efectivamente bajará 25pb. Llama la atención que, respecto a la entrega pasada de la EARC, aumentó el número de entidades en BT (3). De estas, 2 entidades consideran que la tasa se mantendrá inalterada pero que debería disminuir en 25pb. La entidad en BT restante se ubicó en un terreno aún más flexible, esperando una disminución de 50pb y recomendando una de 75pb. Del total de la muestra, la mayoría de las entidades (90.5%) esperan que el ajuste será de 0pb, y 18 de 21 (85.7%) consideran que así debería ocurrir. Es evidente como las señales de moderación de la inflación y ralentización en el crecimiento económico inclinan a cada vez más analistas a anticipar un relajamiento de la política monetaria. Lo que es seguro para la mayoría es que el ciclo alcista de tasas puede haber encontrado su techo.

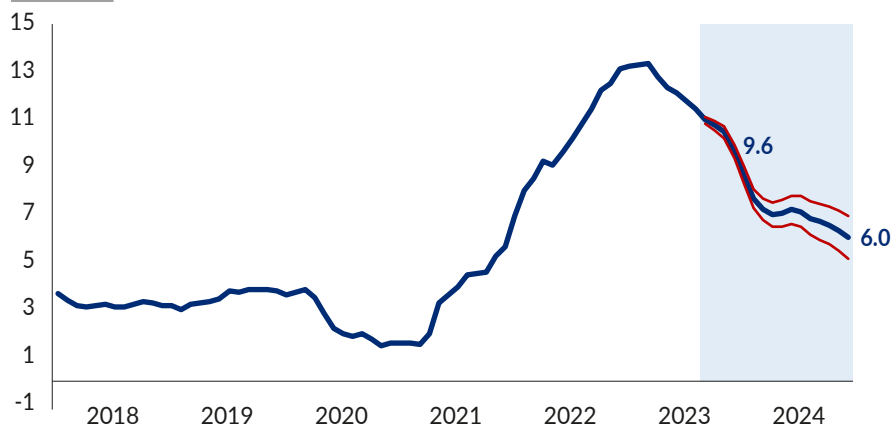
A pesar de la moderación en el prospecto sobre la tasa de política monetaria, la existencia de factores de riesgo locales e internacionales ha generado un repunte en las expectativas de inflación. Según la Encuesta de Analistas Económicos del BanRep, las expectativas de inflación mensual se ubicaron en 0.53% para septiembre, 13pb por encima del mínimo anual alcanzado en julio (0.30%). De manera similar, las expectativas de inflación anual para final de año aumentaron 46pb en el último mes (de 9.09% en agosto a 9.55% en septiembre). Genera preocupación que las expectativas de mediano plazo también subieron el mes pasado (6.1% a 12 meses y 4.1% a 24 meses) y están cada vez más desancladas del rango meta del BanRep (2%-4%). El que los agentes sigan descontando la persistencia de la inflación por encima del objetivo de las autoridades monetarias, puede reflejar una pérdida de confianza y credibilidad que podrá obstaculizar la transmisión de los mecanismos para el control de precios.

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

En la misma línea que los analistas, y ponderando los nuevos factores de riesgo para la inflación, desde ANIF incrementamos nuestra expectativa de la variación anual del IPC (Índice de Precios al Consumidor), respecto al prospecto presentado en la anterior entrega de la EARC. Pasamos de 9.0% a 9.6% para diciembre de 2023 y de 5.5% a 6.0% para diciembre de 2024, ver Gráfico 2. Las expectativas de inflación van estrechamente ligadas al comportamiento esperado de la política monetaria local. Por esto, cobra importancia el análisis de los factores locales y externos que ponen en riesgo la consolidación de la tendencia descendente del nivel de precios, y como consecuencia, hacen poco probable un relajamiento de corto plazo en la política monetaria.

GRÁFICO 2. PRONÓSTICO DE VARIACIÓN ANUAL DEL IPC
(%, VARIACIÓN ANUAL, PROYECCIÓN DE SEPTIEMBRE A DICIEMBRE DE 2024)



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

CONTEXTO LOCAL

A nivel local, persiste la incertidumbre frente al futuro del crecimiento económico y el nivel de precios. La inflación anual para agosto se mantuvo a la baja, con un resultado de 11.4% cercano al de septiembre de 2022. No obstante, la sorpresa

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

alcista en la variación mensual (0.7% frente a 0.5% en julio) puede ser interpretada como una señal de alarma de un posible repunte en el nivel de precios. El cambio de tendencia se puede explicar principalmente por el comportamiento de los alimentos, que luego de contribuir a la moderación de los precios en lo corrido del año, volvieron a tomar un rol protagónico en su contribución al IPC en el último mes.

Los precios de los alimentos en el mundo disminuyeron en agosto (según el informe de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura), por lo que se puede inferir que la presión es local. Esta presión alcista se puede asociar a factores de riesgo coyunturales como el Fenómeno del Niño y el cierre de vías importantes de abastecimiento de productos agrícolas como la vía al Llano. Además, desde noviembre de 2023 empezarán a cobrarse los impuestos saludables a las bebidas azucaradas y los alimentos ultra procesados, lo que podrá generar presiones adicionales. Por otro lado, en lo que resta del 2023, el IPC podrá seguir capturando el efecto indexación de servicios como los arriendos y el efecto de los choques climáticos y el incremento en el precio de los combustibles sobre la canasta de energéticos.

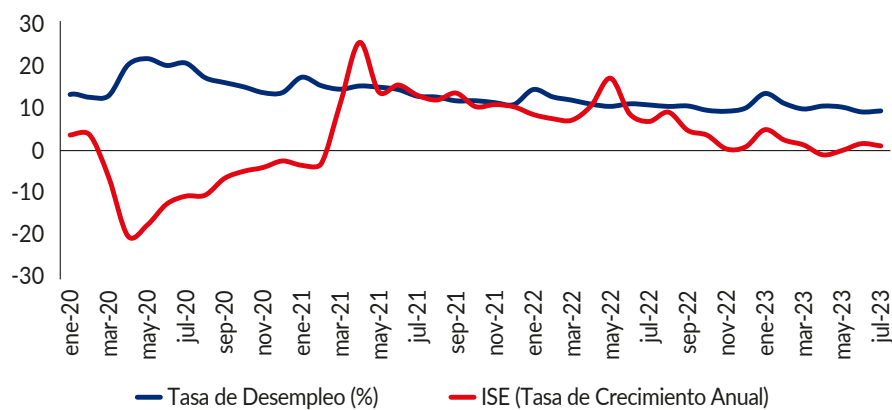
Recientemente, el BanRep ha recibido presiones para relajar su política monetaria para evitar un sobreajuste en la economía. Es cierto que hay señales claras de desaceleración económica, luego de los niveles históricos de crecimiento que se alcanzaron en el periodo de recuperación post pandémica. Ejemplo de esto es el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE), que registró una contracción intermensual para julio (último dato disponible). Así mismo, la producción real de la industria manufacturera y las ventas reales de comercio minorista se contrajeron, con una caída particularmente profunda en bienes como los vehiculares, reflejo de una disminución en la capacidad de consumo de los hogares.

La preocupación se deriva de la falta de dinamismo de sectores estratégicos para la economía por sus encadenamientos y su capacidad de generar empleo, aumentando el temor de una posible recesión en el país. No obstante, el comportamiento resiliente del mercado laboral, con una tasa de desempleo que se mantiene en un dígito, aleja el prospecto de un aterrizaje forzoso en la economía a pesar de afrontar un menor ritmo de crecimiento, ver Gráfico 3. Además, una desaceleración en el crecimiento económico no implica una contracción

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

GRÁFICO 3. INDICADOR DE SEGUIMIENTO A LA ECONOMÍA (ISE) Y TASA DE DESEMPLEO (% JULIO DE 2023)



Fuente: cálculos ANIF con base en datos de DANE.

del producto interno bruto en el corto ni mediano plazo. De hecho, en ANIF, mantenemos la expectativa de un crecimiento positivo de la economía, de entre 1.0% y 1.6% para 2023 y entre 1.5% y 2.0% para 2024. Los temores de recesión toman aún menos fundamento al tener en cuenta las políticas tomadas por la Superintendencia Financiera para estimular la liquidez, tales como el relajamiento temporal de la implementación del Coeficiente de Fondo Estable Neto (CFEN).

La propuesta de un relajamiento en la política monetaria implica que el efecto contractivo sobre la demanda interna ya ha sido suficiente; no obstante, la persistencia de la inflación núcleo por encima de niveles históricos demuestra lo contrario. Esta canasta del IPC, que mide el comportamiento de los precios controlando la volatilidad de los alimentos y los energéticos, es un buen indicador de que aún hay excesos de demanda, por lo que la tarea de las autoridades monetarias por controlar los desequilibrios en la economía aún no ha terminado. Además, en un escenario con una demanda interna sobre estimulada, su contracción parcial no es una mala noticia. De hecho, es esto lo que ha permitido un ajuste

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

del desbalance externo y como consecuencia la disminución en la volatilidad local frente a choques exógenos.

CONTEXTO EXTERNO

El comportamiento global en el precio del petróleo resulta un factor determinante para el balance externo de Colombia. El repunte en la demanda global de crudo y los recortes de suministro de la OPEP+ (Organización de Países Exportadores de Petróleo) llevan a un incremento en los precios del petróleo y a un consecuente encarecimiento de sus derivados a nivel local. Por lo tanto, en tanto el precio global del crudo suba, será más difícil moderar la inflación de la canasta de energéticos en Colombia. No obstante, el mayor precio del petróleo podrá contribuir al ajuste del desbalance externo de Colombia vía un incremento en el valor de sus exportaciones, y generar una posterior reducción de la vulnerabilidad local frente a presiones internacionales.

El incremento en el precio del crudo se une a un repunte en el apetito por riesgo y la caída generalizada en la prima de riesgo de Latinoamérica, para mejorar el prospecto regional de entrada de capitales y permitir la revaluación de las monedas locales. El flujo de inversión se ha catalizado por un mejor prospecto de crecimiento, en un contexto de inflación moderada y el inicio del ciclo bajista de tasas de interés en algunos países, como Brasil. Aunque esto podría interpretarse como una presión para la reducción de tasas locales, es importante entender el contexto que diferencia a Colombia de sus pares de LATAM.

En primer lugar, es necesario recordar que Colombia empezó a implementar una política monetaria restrictiva después que otros países comparables, por lo que su fin también debería llegar más tarde. Además, en Colombia aún no hay evidencia de una tendencia bajista consolidada en el nivel de precios. Más aún, el contexto local imprime un sentimiento de incertidumbre que nos aísla del optimismo latinoamericano. Ejemplo de esto es la probabilidad de que Colombia sea clasificada como Mercado Frontera, lo que castigaría el volumen de entrada de flujos de portafolio y la confianza de los inversionistas.

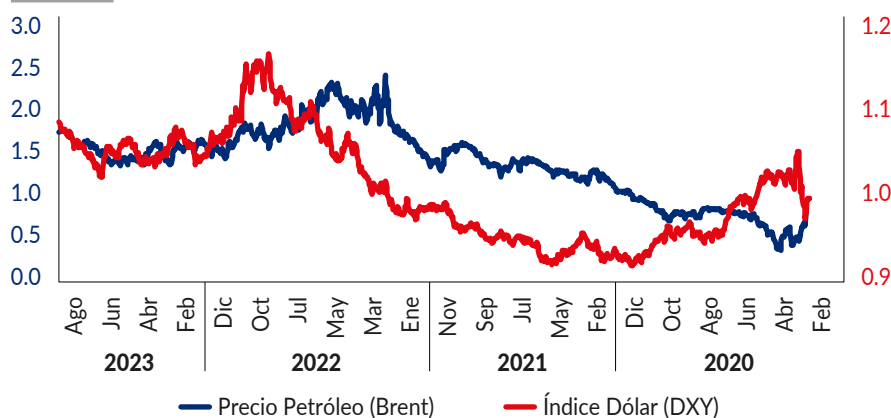
ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A esto se le suma la decisión de política monetaria de la Reserva Federal (FED) de la semana pasada, que optó por mantener su tasa de interés en un rango contractivo de entre 5.25% y 5.50%. La posición aún restrictiva se explica por las señales de resiliencia económica en EE.UU., y por el compromiso de las autoridades monetarias de retornar el nivel de precios a la meta. Así mismo, se reconoce la existencia de riesgos inflacionarios en EE.UU., asociados al dinamismo del consumo y choques externos como el precio del crudo. El mercado reaccionó a la decisión con un repunte en la cotización del índice del dólar (DXY), que podrá limitar las ganancias que el peso colombiano ha acumulado en el año, ver Gráfico 4.

Las decisiones de política monetaria de EE.UU. indican directamente en la postura local. En primer lugar, la devaluación del peso frente al dólar podrá reinstaurar las presiones inflacionarias locales vía el encarecimiento de la deuda y los bienes importados, lo que hará necesario una postura contractiva del BanRep por un tiempo más prolongado. Además, en tanto los altos tipos de interés mantengan al alza los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU., se podrá generar una presión adicional para que el BanRep mantenga tasas altas que sean competitivas en el mercado de renta fija.

**GRÁFICO 4. ÍNDICE DEL DÓLAR Y PRECIO DEL PETRÓLEO
(ÍNDICE 1 = MARZO DE 2020)**



Fuente: elaboración ANIF con datos de Investing.

ENCUESTA ANIF EARC

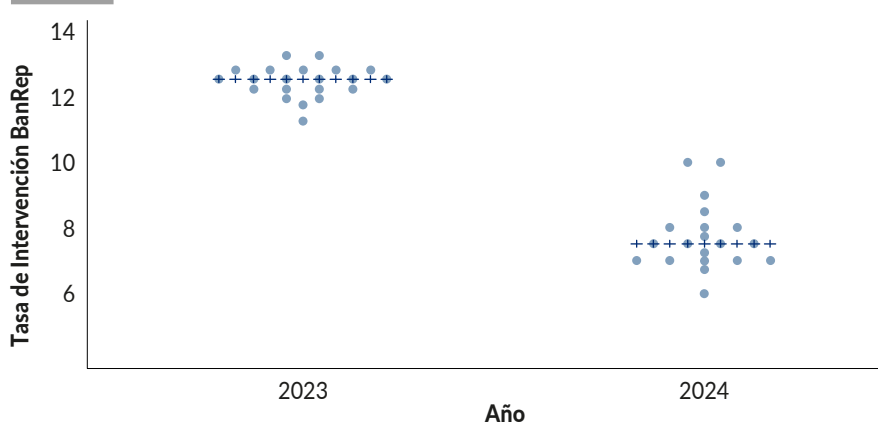
TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

CONSIDERACIONES GENERALES

El cambio en la tendencia inflacionaria y la prevalencia de factores de riesgo internos y externos han generado cambios en las expectativas de los analistas. Las expectativas de mediano plazo desancladas de la meta de mediano plazo del BanRep se ven reflejadas en una pérdida de confianza de la capacidad de las autoridades monetarias por controlar el nivel de precios. En esta línea, las proyecciones de tasas de política monetaria de la EARC se ajustaron al alza desde julio, con una mediana de 12.5% para el final de 2023 y de 7.5% para el cierre de 2024, ver Gráfico 5. La corrección de las expectativas puede indicar que se espera un descenso más lento de la inflación, que se ralentizaría todavía más de relajar prematuramente las tasas de interés.

Desde ANIF, consideramos que la tasa de interés de política monetaria (13.25%) está en un nivel adecuado para consolidar el descenso de la inflación hacia el

**GRÁFICO 5. PRONÓSTICO DE TASA DE POLÍTICA MONETARIA
(%, PROYECCIÓN DE SEPTIEMBRE A DICIEMBRE DE 2023 Y 2024)**



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

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

rango meta del BanRep. Esto, a la vez que se mantiene la estabilidad macroeconómica en un contexto que posibilita un aterrizaje suave. Hasta el momento el BanRep ha hecho un buen trabajo como autoridad monetaria y, aunque estamos de acuerdo con el haber encontrado techo en su ciclo alcista, consideraríamos prematuro un relajamiento de la política monetaria. De generar descensos antes de lo necesario, se podría incurrir en un riesgo para la credibilidad del BanRep, generando dudas, no sólo acerca de su compromiso con el retorno del nivel de precios a la meta, sino también acerca de la independencia que lo ha caracterizado. Teniendo en cuenta lo anterior, esperamos que, para su junta de septiembre, el BanRep mantenga su tasa inalterada y priorice el cuidado de su mayor activo: la confianza.

Equipo de Investigaciones de ANIF

Presidente de ANIF Mauricio Santa María S.	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.	Laura Castaño O. Elissa Gallego M.
Vicepresidente de ANIF Anwar Rodríguez C.		Asistentes de Investigación María Camila Oliveros M. Pablo Montealegre M.	Pasantes de Investigación Sofía Vega A. Martina Gutiérrez S.
Investigador Jefe de ANIF Camila Ciurlo A.			