

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Octubre de 2023

La Encuesta ANIF EARC - Tasa de Intervención del Banco de la República- del mes de octubre 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 31 de octubre. No obstante, luego de mantenerla inalterada en 13.25% desde abril, cada vez más encuestados ponderan la necesidad de un relajamiento de las condiciones monetarias. En el sondeo participaron 4 centros de investigación, 5 bancos locales, 2 bancos extranjeros, 4 comisionistas de bolsa, 1 gremio, 1 fiduciaria y 1 AFP para un total de 18 entidades que hicieron parte de la EARC para el mes de octubre de 2023. La encuesta contiene las preguntas presentadas a continuación:

1. En la sesión del mes de octubre 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 octubre 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?

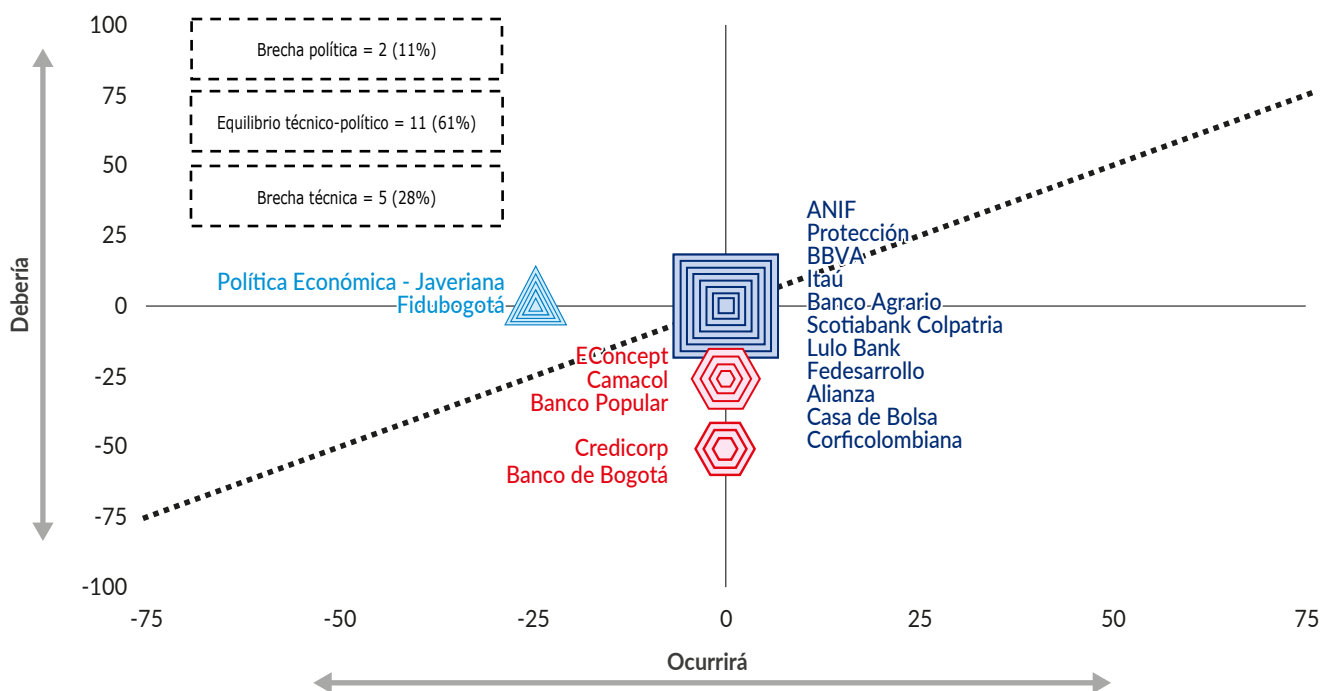
ENCUESTA ANIF EARC

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 la Brecha Técnica (BT - parte inferior derecha). En la BP, lo que los analistas creen

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



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

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

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 18 analistas que respondieron el sondeo, 11 se encuentran en ETP, 6 menos que en el sondeo de la EARC del mes de septiembre. Todas las entidades en ETP coinciden en que debería ocurrir y que efectivamente ocurrirá que la tasa se mantenga inalterada sobre 13.25%. El número de entidades en BT y en BP ha incrementado, y en todos los casos, se inclinan por relajamientos de la política monetaria. Las 2 entidades en BP manifestaron que la tasa se debería mantener inalterada pero que efectivamente bajará 25pb. Por su parte, todas las entidades de BT consideran que la tasa se mantendrá inalterada pero que debería disminuir. 3 entidades creen que debería haber una disminución de 25pb y 2 se inclinan por un relajamiento más pronunciado de 50pb.

Aunque la entrega de la EARC para octubre registra una mayor variabilidad en las expectativas, la mayoría de las entidades aún espera que el ajuste sea de 0pb (16 de 18) y la mayor parte considera también que así debería ocurrir (13 de 18). No obstante, las señales locales de moderación de la inflación y enfriamiento de la actividad económica, junto con los mensajes contundentes del gobierno nacional, inclinan a cada vez más analistas a anticipar un relajamiento de la política monetaria en la próxima reunión de la junta del BanRep.

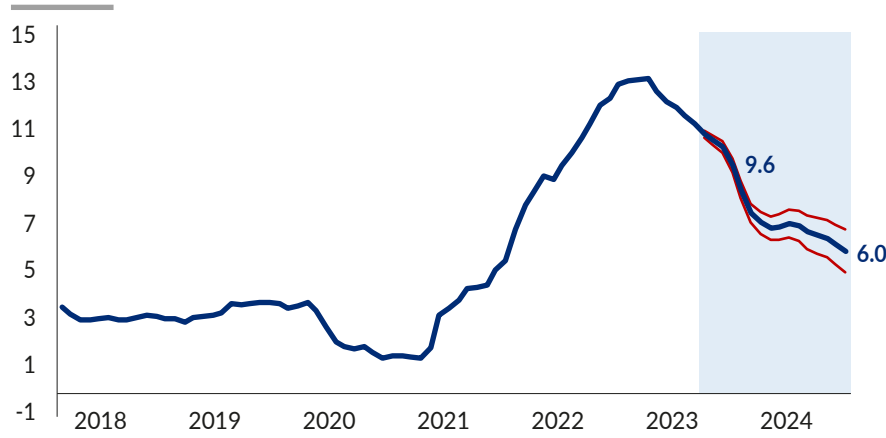
La lectura de inflación para septiembre consolidó su tendencia bajista y permitió una moderación de las expectativas de los agentes sobre el nivel de precios en el corto y mediano plazo. La Encuesta de Analistas Económicos del BanRep registró para octubre una expectativa de inflación mensual de 0.37%, 16pb menor que lo esperado en septiembre. De manera similar, las expectativas a 12 y 24 meses disminuyeron 16pb (ubicándose en 5.89%) y 4pb (ubicándose en 4.10%), respectivamente. El retorno de las expectativas de mediano plazo a la meta del BanRep (rango entre 2% y 4% anual) refleja una mayor confianza en las autoridades monetarias, y como consecuencia podrá generar una transmisión más efectiva de la política monetaria en sus esfuerzos por normalizar el nivel de precios.

Las expectativas de ANIF para la inflación al cierre de 2023 se alinean con el promedio de los analistas encuestados por el BanRep y se ubican sobre 9.6% anual,

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

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



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

ver Gráfico 2. Esto implicaría que la inflación anual baje de manera consistente un total de 139pb durante los próximos tres meses. No obstante, nuestras expectativas a diciembre de 2024 (6.0%) se mantienen más de 40pb por encima del consenso de los analistas, con un sesgo alcista asociado a factores de riesgo local e internacionales como la aversión al riesgo y los potenciales choques de oferta. En este contexto, cobra importancia el análisis de los posibles factores que la junta del BanRep podrá tener en cuenta al momento de evaluar un relajamiento de la política monetaria en el corto plazo.

CONTEXTO LOCAL

A nivel local, persiste un alto grado de incertidumbre frente al futuro del crecimiento económico y el comportamiento de la inflación. Para septiembre, la inflación anual alcanzó una variación de 10.99% y consolidó su tendencia a la baja. Por su parte, el resultado mensual se encontró en 0.53% y revirtió la sorpresa alcista de agosto. Ambos resultados se encontraron en el rango de las expectati-

ENCUESTA ANIF EARC

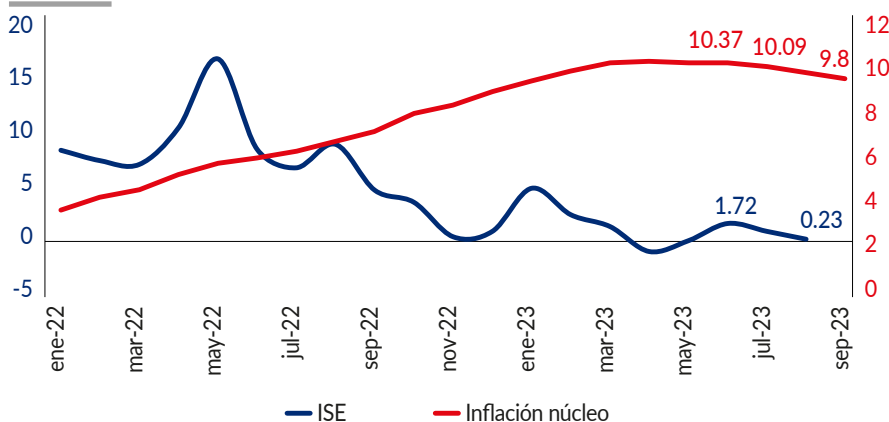
TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

vas de los analistas, con un resultado más predecible que potencialmente acotó la volatilidad en los mercados.

Vale la pena resaltar el resultado de la inflación núcleo, que al excluir rubros de alta volatilidad como los alimentos y los energéticos, suele ser un buen proxy de la demanda interna. La inflación núcleo presentó una variación anual de 9.8%, siendo el primer resultado de un dígito después de haber exhibido variaciones de dos dígitos desde febrero de 2023, ver Gráfico 3. El crecimiento de esta canasta se ha moderado en los últimos meses, evidenciando los efectos de la política monetaria contractiva del Banco de la República sobre la demanda. Por lo tanto, de mantenerse sobre su senda bajista, podría dar la señal que espera el emisor para comenzar recortes de la tasa de interés de intervención en el futuro cercano.

No obstante, cabe resaltar que existen factores de riesgo que aún deben tenerse en cuenta. El incremento en el precio de los alimentos para el mes de septiembre resulta alarmante si se compara con el comportamiento histórico del Índice de Precios al Consumidor (IPC) mensual. El promedio de las variaciones del IPC entre el 2014 y el 2022 muestra que, tradicionalmente, el precio de los alimentos crece a

**GRÁFICO 3. EVOLUCIÓN ISE E INFLACIÓN NÚCLEO
(%, SEPTIEMBRE DE 2023)**



Fuente: cálculos ANIF con base en datos de DANE.

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

un menor ritmo que el total durante los primeros meses de la segunda mitad del año. Por lo tanto, el hecho de que el IPC de alimentos se haya ubicado por encima del total durante los meses de agosto y septiembre puede anticipar una variación aún más pronunciada hacia final de año, especialmente teniendo en cuenta el efecto proyectado del fenómeno del niño sobre el rendimiento de los cultivos.

En este contexto, la división de alimentos y bebidas no alcohólicas pasó de generar contribuciones negativas a la inflación mensual (durante abril, mayo y junio) a ser la de mayor aporte en puntos porcentuales (22pp) para agosto. Así, el efecto de los alimentos sobre el IPC total y su presión desproporcional sobre los hogares de menores ingresos puede ser un argumento importante para que el BanRep evite relajamientos prematuros de su tasa.

Por otro lado, es importante tener en cuenta las señales de desaceleración económica en el país. Para el mes de agosto, el Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) mantuvo la tendencia a la baja con un resultado de 0.23%, ver Gráfico 3. De igual manera, el comportamiento de los indicadores líderes confirma el proceso de contracción que ha registrado la economía colombiana en los últimos meses, explicado principalmente por caídas en los sectores de industria y comercio. De acuerdo con lo reportado en la Encuesta Mensual Manufacturera con Enfoque Territorial (EMMET), la producción real de la industria manufacturera cayó un 8.6% anual para agosto y acumula una pérdida de 4% en lo corrido del año. De manera similar, las ventas reales del comercio minorista disminuyeron en 9.8%.

Aunque se espera una recuperación de la industria y el comercio desde el 2024, parece que el proceso será más lento de lo esperado debido al bajo dinamismo del sector de vivienda que se ha prolongado desde el año pasado. Al tener en cuenta que este es un sector intensivo en mano de obra, se podrá ver su efecto rezagado sobre la generación de empleo, que, si bien sigue registrando resultados optimistas, podrá permearse del comportamiento contractivo del ciclo económico. Como resultado, se puede dar pie a una menor dinámica de consumo, que ya se ha visto restringido por la persistencia del pesimismo entre los consumidores, según lo plasmado en la Encuesta de Opinión del Consumidor de Fedesarrollo.

Dentro de los factores locales, es importante tener en cuenta la postura del gobierno nacional y las posibles presiones que puede ejercer sobre la decisión del

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

BanRep. El ministro de hacienda, desde la última reunión de la junta, ha sido enfático en que la tasa de interés ya llegó a su tope de utilidad y por lo tanto es momento de priorizar una reducción de tasas para la reactivación y el dinamismo de la economía. Uno de los principales argumentos para esta postura es que el IPC anual se ha estabilizado y podrá ubicarse en un dígito al cierre de 2023. No obstante, es crucial tener en cuenta que el nivel de la inflación anual sigue muy por encima de la meta del BanRep y parece decrecer a un ritmo menor que algunos de nuestros pares regionales.

El contexto interno, con la moderación conjunta de la inflación núcleo y los indicadores líderes, puede ser evidencia de que el efecto contractivo de la política monetaria sobre la demanda interna ha sido suficiente, por lo que una reducción de tasas en la próxima reunión de la junta no sería una decisión sin fundamento. Sin embargo, los recortes progresivos de tasas no deberán implicar un cambio en la postura contractiva del emisor, cuya prioridad deberá seguir siendo preservar la capacidad adquisitiva de la moneda.

CONTEXTO EXTERNO

El sentimiento del mercado está siendo altamente influenciado por un repunte en la aversión al riesgo internacional. La expectativa de tasas de política monetaria más altas por un tiempo más prolongado por parte de la Reserva Federal (FED) de Estados Unidos (EE.UU.), generó en las últimas semanas un repunte en los rendimientos de los bonos del Tesoro Americano hasta un nivel no visto desde el 2007, ver Gráfico 4. El aumento en las tasas se explica por la lucha contra la inflación y se avala por la fortaleza de la economía, que para el tercer trimestre de 2023 creció a su mayor ritmo desde 2021. Además, el crecimiento del déficit presupuestario (que aumentó 23% respecto al año anterior) acentúa la importancia de hacer la deuda de EE.UU. competitiva para atraer flujos de capital.

La deuda pública de EE.UU. es una inversión segura para los operadores del mercado. Por esto, a medida que sus tasas luzcan atractivas para el mundo, podrá atraer los flujos de capital y alejarlos de activos más riesgosos como los colombianos. Bajo esta dinámica, a pesar del balance positivo de la renta fija de emer-

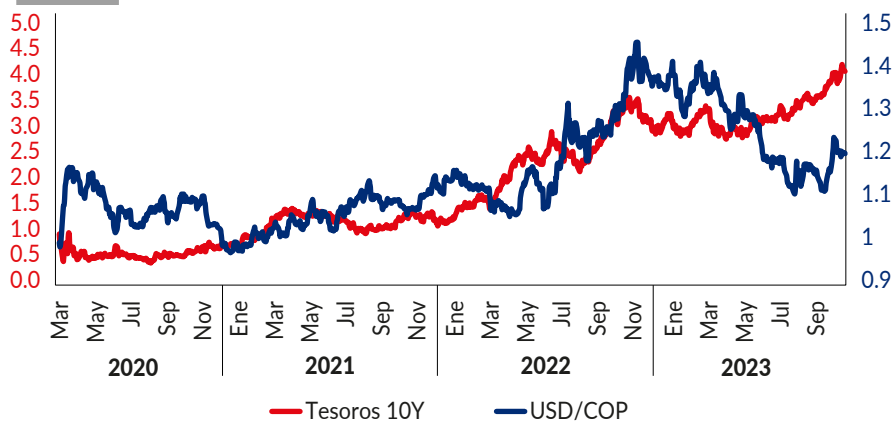
ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

gentes en el primer semestre del año, se han registrado retrocesos en los últimos meses. Así, a medida que la FED endurece su política monetaria, la deuda pública en Colombia se desvaloriza, con un valor observado en los rendimientos de los TES por encima de su valor justo. Por lo tanto, a pesar de las señales de desaceleración locales, la postura contractiva de EE.UU. podrá ser argumento suficiente para restringir las posibilidades de flexibilización de tasas en el corto plazo por parte del BanRep.

La postura monetaria contractiva por parte de los desarrollados se traduce en un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales que podrá repuntar la aversión de riesgo global. El efecto sobre Colombia podrá ser más que proporcional, en un contexto de mayor volatilidad catalizado por la reciente subida en la prima de riesgo local (medida por el Credit Default Swap). La relación directa entre el estrés de los mercados financieros y el dólar, junto con la fuga de capitales de Colombia a EE.UU., podrán llevar a una devaluación del peso colombiano que potencialmente aumentará las presiones sobre la inflación local vía el encarecimiento de la deuda y las importaciones, ver Gráfico 4.

**GRÁFICO 4. TESOROS EE.UU A 10 AÑOS Y USD/COP
(ÍNDICE 1 = MARZO DE 2020)**



Fuente: elaboración ANIF con datos de Investing.

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Un efecto adicional que seguirá afectando la cotización del par USD/COP es la cotización del Brent, cuya tendencia sigue con un alto grado de incertidumbre entre la proyección de una menor demanda global por las condiciones financieras restrictivas y la presión alcista por la reducción del suministro por parte de Rusia. Aunque un mayor precio del petróleo podría ser una buena noticia para la Inversión Extranjera Directa (IED), será difícil que su efecto logre contrarrestar la salida de inversión extranjera de portafolio que se ha reportado en lo acumulado del año. La venta neta de activos en el mercado local es un reflejo de una mayor desconfianza y podrá generar una mayor devaluación del peso en lo que resta del 2023.

CONSIDERACIONES GENERALES

El escenario de incertidumbre global, de la mano con la expectativa de que las tasas de los desarrollados bajarán a un menor ritmo que los emergentes, podrá presionar al BanRep para mantener una postura contractiva en lo restante del año. Sólo en el caso en el que la FED acelere un recorte de tasas por señales de recesión, el contexto internacional sería propicio para un relajamiento de la política monetaria local. No obstante, las señales de desaceleración de la economía local y las presiones políticas del gobierno nacional podrán aumentar la expectativa de un recorte pronto de las tasas.

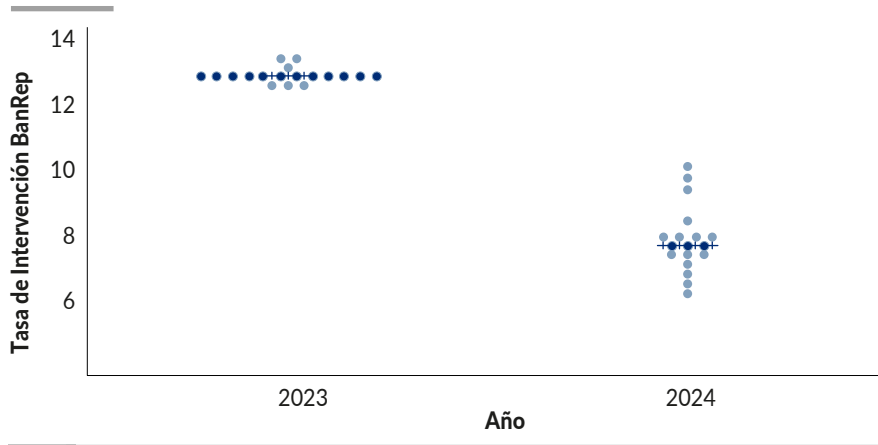
Las expectativas de mediano plazo del BanRep parecen ponderar en un mayor nivel el contexto local. Así, confluyen alrededor de 12.75% para el cierre de 2023, lo que implicaría un recorte total de 50pb en lo restante del año. Sin embargo, las señales mixtas han llevado a las expectativas para el cierre de 2024 a tener un menor nivel de consenso, y se ubican un rango amplio entre 6.5% y 10.0%, ver Gráfico 5. La volatilidad en las respuestas refleja el sentimiento de incertidumbre que puede imprimir un mayor nivel de volatilidad de corto plazo en los mercados. Desde ANIF, consideramos que las condiciones internas son suficientes para iniciar un descenso de los tipos de interés durante los últimos meses del año. No obstante, habrá que considerar los factores de riesgo locales e internacionales para evitar relajamientos prematuros que pongan en riesgo la tendencia bajista de la inflación hacia el rango meta del emisor. En esta tarea, re-

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

saltamos la importancia de que el BanRep se mantenga como una autoridad monetaria técnica e independiente, garantizando la continuidad de su credibilidad y la construcción de su confianza.

GRÁFICO 5. EXPECTATIVAS DE TASA DE POLÍTICA MONETARIA A CIERRE DE AÑO (% , PROYECCIÓN DE OCTUBRE A DICIEMBRE DE 2023 Y 2024)



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

Equipo de Investigaciones de ANIF

Presidente de ANIF	Investigadores	Asistentes de Investigación	Pasantes de Investigación
Mauricio Santa María S.	José Antonio Hernández R. Laura Llano C. Norberto Rojas D. Fabián Suárez N. María Camila Carvajal P. Sarah Garcés A. Ana María Castiblanco L.	María Camila Oliveros M. Pablo Montealegre M. Laura Castaño O. Elissa Gallego M.	Sofía Vega A. Martina Gutiérrez S.
Vicepresidente de ANIF			
Anwar Rodríguez C.			
Investigador Jefe de ANIF			
Camila Ciurlo A.			