

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Diciembre de 2023

La Encuesta ANIF EARC -Tasa de Intervención del Banco de la República- del mes de diciembre de 2023 muestra un mayor nivel de disenso 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 última reunión del año que se llevará a cabo el 19 de diciembre. Con una tasa que se ha mantenido inalterada desde abril, en esta entrega de la EARC es evidente que el grueso de los analistas anticipa y estarían a favor de un relajamiento de las condiciones monetarias. En el sondeo participaron 4 centros de investigación, 4 bancos locales, 2 bancos extranjeros, 2 comisionistas de bolsa, 1 gremio y 1 fiduciaria para un total de 14 entidades que hicieron parte de la EARC para el mes de diciembre de 2023. La encuesta contiene las preguntas presentadas a continuación:

1. En la sesión del mes de diciembre 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 diciembre 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 2024, ¿cuál cree que será la tasa de interés de intervención definida por la Junta Directiva del Banco de la República?

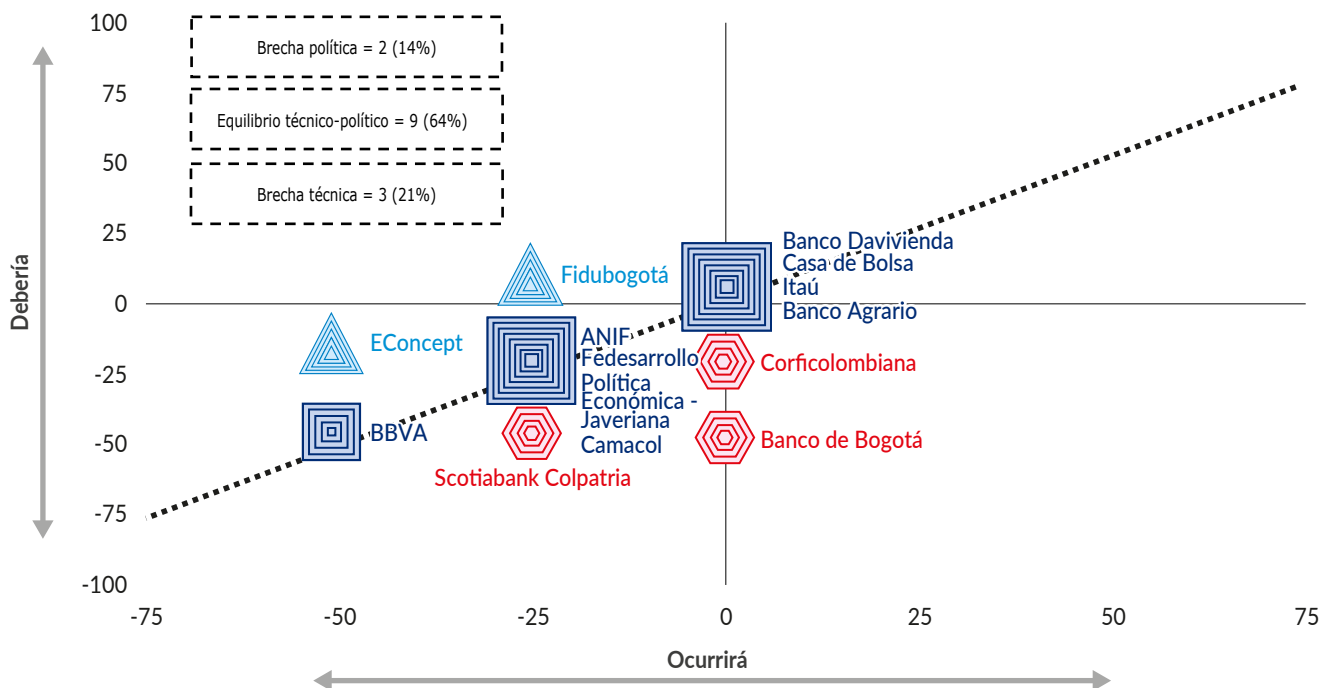
ENCUESTA ANIF EARC

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 (DICIEMBRE 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 14 analistas que respondieron el sondeo, 9 se encuentran en ETP, 3 menos que en el sondeo de la EARC del mes de octubre. 3 entidades se ubican en un equilibrio de 0pb, y coinciden en que la tasa debería mantenerse y se mantendrá inalterada sobre 13.25%. 3 entidades se ubican en un ETP de -25pb y una se ubica en un equilibrio de -50pb. De las entidades en BT y BP, todas anticipan y están a favor de un relajamiento de la política monetaria. Ambas entidades en BP coinciden en una brecha de 25pb entre lo que debería ocurrir y lo que efectivamente ocurrirá. Una piensa que la tasa debería mantenerse inalterada pero que va a disminuir -25pb, y la otra cree que será de -50pb pero que debería ser de -25pb. Por su parte, 2 de las 3 entidades en BT creen que la tasa se mantendrá inalterada, pero que debería bajar en -25pb y -50pb, respectivamente. La última entidad en BT piensa que se dará una reducción de -25pb pero que debería ser de -50pb.

En esta entrega de la EARC, por primera vez en el año, la mayoría de las entidades (11 de 14) espera un relajamiento de la política monetaria y está de acuerdo en que así debería ocurrir. Parece que la relativa tranquilidad interna y externa, junto con las señales contundentes de desaceleración, han llevado a anticipar un relajamiento de la política monetaria del BanRep para su última reunión del año.

De la mano con el prospecto de una postura menos contractiva del emisor, observamos una moderación de las expectativas de inflación para diciembre del 2023, de 9.51% (noviembre) a 9.49% anual (Encuesta Mensual de Expectativas de Analistas Económicos BanRep). Las expectativas a mediano plazo también se moderaron, con una disminución de 11pb y 12pb a 12 y 24 meses, respectivamente. Aunque esta es una buena noticia, resulta preocupante que las expectativas de inflación a sesenta meses siguen por encima de la meta del 3% del BanRep, lo que puede estar descontando una persistencia inflacionaria que obstaculice la tarea del emisor de proteger el poder adquisitivo de la moneda. A esto se le suma que el resultado de inflación para noviembre se ubicó por encima de la media y la moda de las expectativas de los analistas, lo que deja que el nivel de precios se

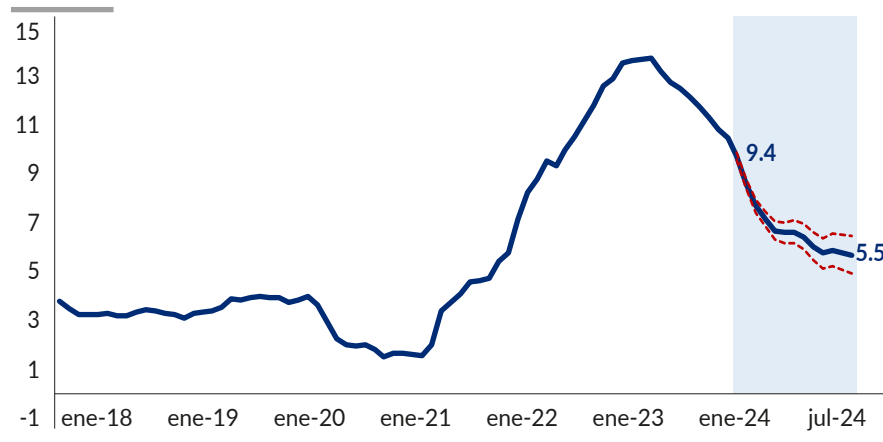
ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

está ralentizando a una velocidad menor de la esperada y nos lleva a anticipar un relajamiento menos drástico de las condiciones monetarias.

Desde ANIF, consideramos que los resultados de noviembre consolidan las señales de una senda bajista en la inflación. Lo anterior nos lleva a moderar nuestras expectativas inflacionarias respecto a las propuestas en la última entrega de la EARC, pasando de 9.6% a 9.4% para cierre de 2023 y de 6.0% a 5.5% para el final del 2024, ver Gráfico 2. Nuestras expectativas se alinean con el consenso de los analistas, ponderando la contraposición de la moderación de la actividad económica interna con choques potenciales que podrán catalizar el nivel de precios durante el próximo año.

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



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

CONTEXTO LOCAL

Los datos de inflación para noviembre reafirmaron la tendencia a la baja del nivel de precios, con una variación mensual (0.47%) y anual (10.15%) que se moderaron respecto a las cifras del año pasado. Con este resultado, la inflación anual

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

completa 8 meses consecutivos de desaceleración, lo que ha sido posible gracias a una moderación de la demanda interna, en parte consecuencia de la política monetaria contractiva. No obstante, existen algunos factores de riesgo que se deben tomar en cuenta para prevenir relajamientos prematuros de la política monetaria que induzcan un repunte en la inflación.

Para noviembre, la canasta del IPC sin alimentos y la de energéticos interrumpieron su tendencia a la baja, posiblemente como consecuencia de los incrementos en el precio de los combustibles y de la electricidad. El precio de la electricidad cobra especial importancia, dado que la división a la que corresponde (alojamiento, agua, electricidad y gas) es la de mayor variación (1.05%) y aporte (32pb) mensual. El alza en el precio de la electricidad se puede explicar, entre otros factores, por la llegada del Fenómeno del Niño al país. Según predicciones de XM, como consecuencia del fenómeno climático el volumen útil de los embalses podría caer por debajo de sus mínimos históricos para abril del 2024. Una sequía de tal profundidad, en el mejor escenario, generará mayores precios de la energía, y en el peor, podría llevar a un racionamiento energético que afecte de manera generalizada el total de la economía.

A pesar de estos riesgos potenciales, el resultado contractivo del Producto Interno Bruto (PIB) para el tercer trimestre del 2023 ha sido uno de los principales argumentos usados a favor de un relajamiento de la política monetaria. El PIB registró un resultado de -0.27%, con una caída de -6.84% en la demanda interna liderada por una contracción de la inversión y las importaciones. En contraste, el consumo de los hogares y el gasto del gobierno, aunque se han desacelerado, mantienen una dinámica positiva de crecimiento, ver Gráfico 3.

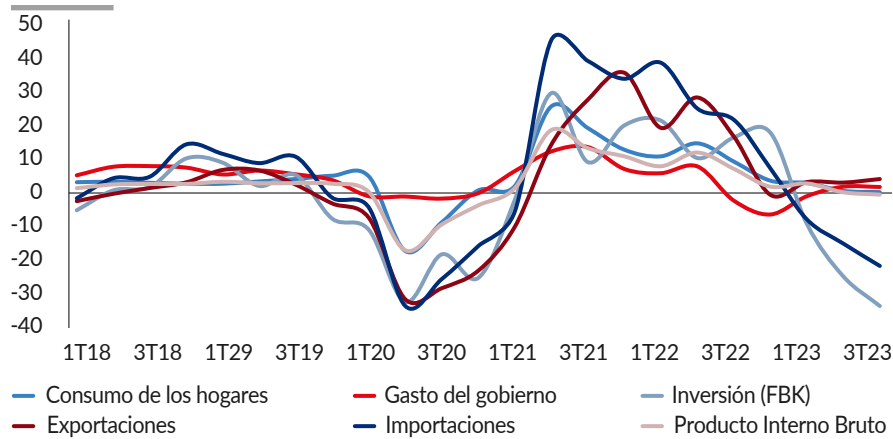
Aunque el consumo de los hogares mantiene un crecimiento positivo, hay factores que pueden presagiar su caída durante los primeros meses del 2024. En primer lugar, observamos una contracción de la cartera de crédito de consumo (-9.2% para septiembre), que acumula 7 meses consecutivos con un crecimiento negativo. Esto se une a un Índice de Confianza del Consumidor que cayó 6.9pp de octubre a diciembre para ubicarse en -20.9% (Encuesta de Opinión del Consumidor de Fedesarrollo).

Por otro lado, el gasto del gobierno, que ha sido un factor determinante para limitar la caída del PIB en el 2023, podrá tener efectos negativos sobre el acceso a financiamiento de las empresas. A medida que aumenta la demanda de recursos

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

GRÁFICO 3. PRODUCTO INTERNO BRUTO - GASTO
(% PRECIOS CONSTANTES, 1T18 - 3T23PR)



Fuente: cálculos ANIF con base en datos de DANE.

por parte del gobierno para cubrir su gasto, surge la necesidad de hacer su deuda más atractiva. Esto, especialmente en medio de decisiones como la no deductibilidad de las regalías mineras y petroleras, que limitan su nivel de recaudo y aumentan su necesidad de financiamiento externo. En consecuencia, a medida que las tasas de deuda soberana son más atractivas, los flujos de inversión se trasladan de la deuda corporativa a la deuda pública. Esto se hace evidente en una emisión de deuda corporativa que, en lo corrido del 2023, acumula el segundo monto más bajo en la historia con cerca de COP\$2.9 billones.

CONTEXTO EXTERNO

La dificultad en el acceso a financiamiento no sólo se traduce en una contracción de la producción y el empleo, sino que incide de manera negativa en las dinámicas de inversión, el componente de gasto que más presionó a la baja el PIB para el tercer trimestre de 2023. De enero a septiembre de 2023, la Inversión Extranjera Directa (IED) fue casi 300 millones de USD menor que la de hace un año.

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A esto se le suma una salida de flujos de Inversión Extranjera de Portafolio que se ha mantenido en terreno negativo en lo corrido del año y acumula salidas de capital cercanas a los 980 millones de USD, un comportamiento no observado desde 2008. Esto resulta importante, dado que la salida de flujos es un reflejo de la incertidumbre y la falta de confianza que hay en el mercado hacia los activos colombianos, y puede seguir afectando las dinámicas de crecimiento, sin importar si a nivel local se relajan o no las condiciones monetarias.

A pesar de la incertidumbre local, durante el 2023 hemos observado un buen comportamiento de la renta fija de Latinoamérica, consecuencia de altas tasas de interés que valorizan los papeles de deuda soberana y la corrección progresiva de la prima de riesgo. De hecho, la razón de riesgo/retorno de los bonos a 10 años construida por Davivienda Corredores deja ver una ventaja de LATAM frente a demás emergentes, con un alto atractivo para los inversionistas. La entrada de capitales a Colombia podría verse limitada por un posible repunte en la prima de riesgo; sin embargo, hasta el momento el riesgo país medido a través de los CDS (credit default swaps a 10 años), parece mantenerse sobre la senda bajista que inició en octubre.

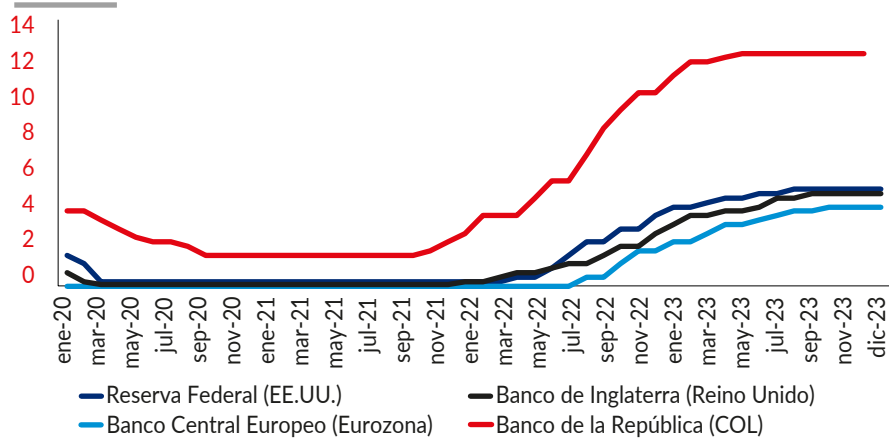
El atractivo de la deuda soberana local cobra especial importancia en un contexto donde los bancos centrales de desarrollados mantienen tasas de interés en niveles contractivos, ver Gráfico 4. El hecho de que la Reserva Federal (EE.UU.), el Banco Central Europeo (Eurozona) y el Banco de Inglaterra (Reino Unido) hayan mantenido inalteradas sus tasas para su última reunión del año, desincentiva al BanRep a bajar sus tasas de manera acelerada. Esto dado que, en un contexto de aversión al riesgo global, activos más seguros como los de desarrollados resultan más atractivos para los inversionistas que los de emergentes, especialmente si el spread de tasas se inclina a su favor.

En este frente, cobra especial importancia la última decisión unánime de la Reserva Federal (FED) de EE.UU. de mantener su tasa de interés en el rango entre 5.25% y 5.50%. Los resultados macroeconómicos robustos en EE.UU. disipan los temores de recesión, pero a su vez cuestionan la consolidación de una tendencia a la baja en la inflación. De hecho, las proyecciones de la inflación del PCE (gasto en consumo privado) subyacente, referente de precios para el Comité Federal de Mercado Abierto, muestran que el objetivo del 2% sigue sin ser alcanzado para 2026, lo que justificaría una política monetaria contractiva por un tiempo más

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

GRÁFICO 4. TASAS DE INTERÉS BANCOS CENTRALES
(%, 2020-2023)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Investing.

prolongado. Por esto, el efecto favorable de la balanza cambiaria sobre el peso colombiano podrá ser contrarrestado por la fortaleza del USD, consecuencia de los rendimientos atractivos de los bonos de deuda de EE.UU.

CONSIDERACIONES GENERALES

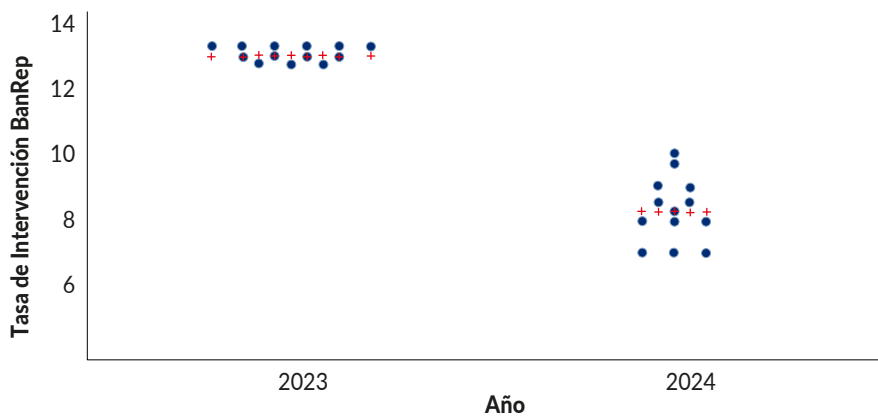
Los agentes encuestados en la EARC descuentan una tasa de interés entre 12.75% y 13.25% para el cierre de 2023, lo que implica un recorte de entre 0pb hasta 50pb en la última reunión del año. Para el cierre de 2024, las expectativas se ubican en un rango amplio entre 7% y 10%, con un promedio cercano a 8.5%, ver Gráfico 5.

Desde ANIF, estamos de acuerdo en que es momento de iniciar el relajamiento de la política monetaria, en un escenario local de desaceleración que puede incidir en variables clave como la producción y el empleo. No obstante, reiteramos que siguen existiendo factores de riesgos que se extenderán hacia los primeros meses del 2024 y pueden generar repuntes en el nivel de precios. Además, un

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

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



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

escenario global de altas tasas de interés en los desarrollados llama a la necesidad de mantener rendimientos competitivos de deuda soberana que permitan la atracción de financiamiento público. Sobre todo, enfatizamos nuevamente en la importancia de que el BanRep se mantenga como una entidad independiente y técnica, cuya prioridad siga siendo preservar la capacidad adquisitiva de la moneda y la estabilidad macroeconómica en el mediano y largo plazo.

Equipo de Investigaciones de ANIF

Presidente de ANIF
Mauricio Santa María S.

Vicepresidente de ANIF
Anwar Rodríguez C.

Investigador Jefe de ANIF
Camila Ciurlo A.

Investigadores

Laura Llano C.
Norberto Rojas D.
Fabián Suárez N.
María Camila Carvajal P.
Sarah Garcés A.
Ana María Castiblanco L.

Asistentes de Investigación

María Camila Oliveros M.
Pablo Montealegre M.
Laura Castaño O.
Elissa Gallego M.

Pasante de Investigación

Sofía Vega A.