

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Enero de 2024

La Encuesta ANIF EARC -Tasa de Intervención del Banco de la República- del mes de enero de 2024 empieza a dar señales de consenso entre los analistas frente a la necesidad de extender el relajamiento de la política monetaria del Banco de la República (Banrep). Por esto, los analistas ponderan que en su primera reunión el año, programada para el 31 de enero, se continuará con la tendencia bajista de tasas que inició con el recorte de 25pb de diciembre. En el sondeo participaron 3 centros de investigación, 5 bancos locales, 2 bancos extranjeros, 4 comisionistas de bolsa, 2 gremios, 1 AFP y 1 fiduciaria para un total de 18 entidades que hicieron parte de la EARC para el mes de enero de 2024. La encuesta contiene las preguntas presentadas a continuación:

1. En la sesión del mes de enero 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 enero 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?
4. Para el cierre del año 2025, ¿cuál cree que será la tasa de interés de intervención definida por la Junta Directiva del Banco de la República?

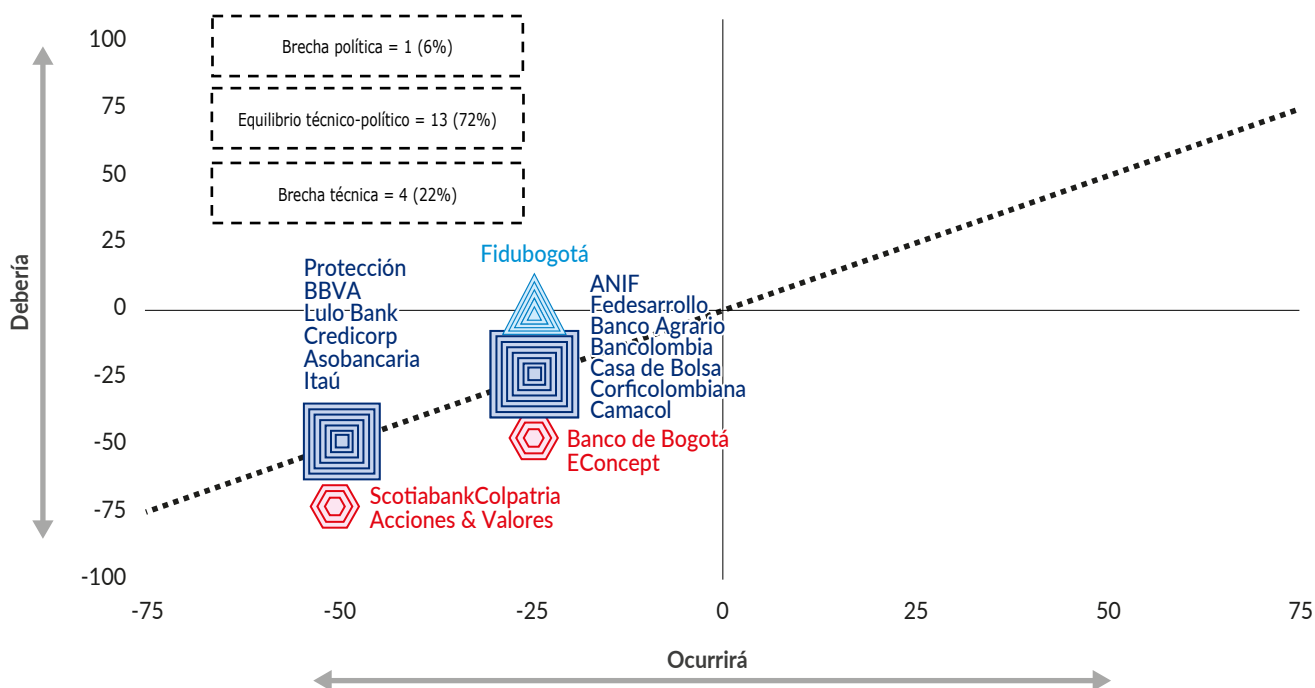
ENCUESTA ANIF EARC

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 (ENERO 2024)



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, 13 se encuentran en ETP. En contraste a lo ocurrido durante el 2023, en esta ocasión ninguna entidad se ubica en un equilibrio de 0pb, y ninguno pondera la posibilidad de un alza de tasas para la primera sesión del año. La mayoría de las entidades en ETP (7) coinciden en que la tasa debería y efectivamente bajará 25pb, llevándola a 12,75%. Las 5 entidades restantes en ETP toman una postura más expansiva, con un equilibrio en -50pb que llevaría la tasa hasta 12,50%. Al igual que en la anterior entrega de la EARC, todas las entidades en BT anticipan y están a favor de un relajamiento de la política monetaria. Dos entidades creen que la disminución será de 25pb pero que debería ser de 50pb, y las otras dos creen que bajará 50pb pero que debería ser más laxa, con una disminución de 75pb. Por su parte, aunque la única entidad en BP estaría a favor de mantener la tasa inalterada, también anticipa que bajará 25pb.

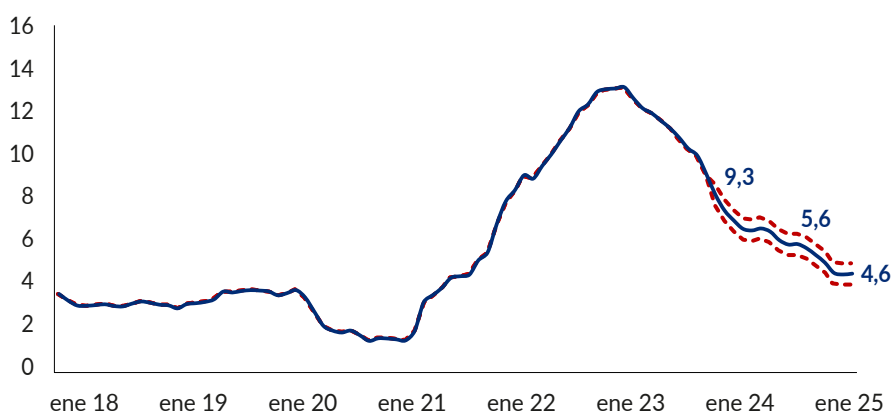
Los resultados dejan ver que el consenso general apunta a una continuación del relajamiento de la política monetaria. Gran parte de este prospecto se ha consolidado de la mano con la tendencia bajista de la inflación, con una variación anual del IPC que cerró el año en un dígito y completó 9 meses consecutivos de descenso. Las señales de moderación en el nivel de precios se han traducido en una disminución de las expectativas de inflación de los analistas encuestados por el BanRep. Las expectativas de inflación a 12 y a 24 meses descendieron 0,5pp y 0,15pp, respectivamente, y los analistas ponderan que para diciembre del 2025 la inflación logre retornar a su rango meta. Este incremento en la confianza de la normalización en el nivel de precios va de la mano con un resultado de inflación mensual y anual que se ubicó por debajo de la media y la mediana de los analistas.

Desde ANIF, mantenemos nuestra expectativa inflacionaria, esperando que la variación anual descienda hasta llegar a 5,6% para el final del 2024, ver Gráfico 2. Esperamos que la senda bajista se mantenga durante el 2025, con una variación de 4,6% anual para abril que anticipamos permita retornar al rango meta para final de año, como lo ponderan los analistas. Las señales parecen optimistas, no obstante, como expondremos a continuación, prevalecen algunos factores de riesgo locales y externos que podrán influenciar las decisiones del Banrep.

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

GRÁFICO 2. PRONÓSTICO DE VARIACIÓN ANUAL DEL IPC
(%, VARIACIÓN ANUAL, PROYECCIÓN A ABRIL DE 2025)



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

CONTEXTO LOCAL

Los resultados de inflación anual para cierre de 2023 mantienen la tendencia a la baja de los últimos nueve meses y se sitúan en un solo dígito por primera vez desde junio de 2022. Además, las variaciones mensual y anual de 0,45% y 9,28%, respectivamente, se ubican por debajo de las expectativas de los analistas. Así, los resultados aumentan la expectativa de una prolongación de la tendencia descendente del IPC en 2024 y refuerzan la confianza en la capacidad de las autoridades monetarias para preservar el poder adquisitivo de la moneda.

La moderación de la inflación manda señales de que es el momento adecuado para el relajamiento de las condiciones monetarias. Además, a pesar de los resultados positivos de indicadores como el Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE), observamos que los sectores clave para la economía siguen dando señales pesimistas. La variación anual de 2,3% en el ISE fue impulsada principalmente por la administración pública, mientras que sectores clave como la construcción, la industria y el comercio mantuvieron sus comportamientos negativos. Por lo

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

tanto, parece favorable un relajamiento de la política monetaria en las próximas reuniones de la junta del BanRep, pues la inflación continua sobre su senda bajista, y de flexibilizar las condiciones se permitiría un crecimiento impulsado por los sectores de mayor empleo y encadenamientos en la economía, y no por el gasto público, como está ocurriendo en este momento.

A pesar de las señales positivas en la tendencia de la inflación y las expectativas de los agentes, prevalecen algunos factores de riesgo que podrán mantener el nivel de precios por encima de lo esperado durante el 2024. En diciembre de 2023, la inflación mensual fue liderada por el rubro de Restaurantes y Hoteles (1,5%), seguido por Recreación y Cultura (0,7%), la tercera categoría con mayor variación, reflejando patrones cíclicos de consumo. Por su parte, la inflación anual del año se destacó por el aumento de precios en transporte (15,4%), impulsado por el gradual incremento en el precio de la gasolina, que experimentó un alza del 44,8% durante el año pasado. Este factor presionó la canasta de energéticos (26,05% anual), lo que contribuyó a una variación 16,8pp mayor que la inflación total. En conjunto, Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles (2,84pp), Transporte (1,96pp) y Restaurantes y Hoteles (1,38pp) representaron más de la mitad de la variación anual.

Estos rubros podrán seguir presionando la inflación durante el 2024, en un escenario donde persisten factores de riesgo como el efecto del Fenómeno del Niño, el inicio del ajuste en el precio del ACPM, el ajuste del salario mínimo y el efecto de indexación natural de los primeros meses del año. Además, a pesar de la moderación de la canasta básica (8,8% anual a diciembre de 2023), observamos un consumo privado que se mantiene por encima de su tendencia prepandémica, lo que puede contribuir a una mayor persistencia de la inflación en Colombia a comparación de sus pares latinoamericanos. Estas señales han llevado a las expectativas del mercado, según la encuesta del BanRep, a permanecer por encima de la meta del 3% anual a mediano plazo. Por lo tanto, aunque esperamos que la política monetaria se mantenga sobre su senda bajista, se deberá evitar un relajamiento prematuramente acelerado que genere un revés en la tendencia.

Más aún, las señales del mercado indican que no se espera una recesión en la economía durante el 2024 y que, por el contrario, la reducción de tasas por parte del BanRep obedece a una normalización en la política monetaria y no a causa de un choque en el crecimiento. En el Gráfico 3 se presenta un ejercicio que permite ob-

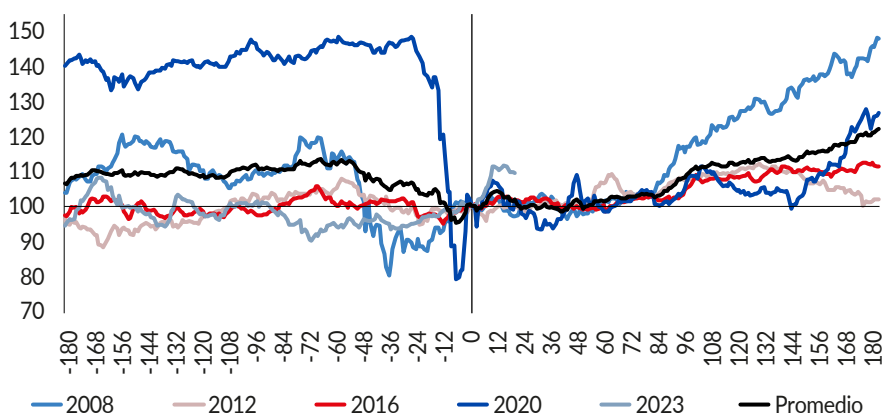
ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

servar el comportamiento del índice Colcap 180 días antes y después de la primera decisión de recorte de tasas del Banrep para los últimos 5 procesos de recorte de tasas, en 2008, 2012, 2016, 2020 y el más reciente en diciembre 2023. Los recortes asociados con choques externos (2008 y 2020) permiten observar la caída en el mercado accionario, a causa del choque externo, días antes del recorte. Después del recorte, vemos que el crecimiento del mercado presentó fuertes mejoras, siendo las dos sendas de mayor expansión 180 días post-recorte. Esto probablemente obedece a la naturaleza externa del choque, por lo que el recorte se puede ver como un aumento en la liquidez que el mercado no estaba descontando.

Por su parte, los otros tres escenarios de reducción de tasas se catalogan como normalización monetaria, que hace referencia a un proceso de reducción en la tasa de interés hacia un valor menos restrictivo dado el nivel de la inflación y el crecimiento económico. En estos tres casos, antes de la decisión de tasas el Colcap presentó un comportamiento mixto, manteniéndose en su mayoría por debajo del nivel presentado el día del recorte. Después del recorte, les tomó a las acciones tres meses establecer una senda de crecimiento sostenido; incluso mirando la senda que promedia el comportamiento de los cinco eventos de recorte,

GRÁFICO 3. ÍNDICE COLCAP
ÍNDICE, DÍA DEL PRIMER RECORTE = 100



Fuente: cálculos ANIF con base en datos de Banrep.

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

vemos este comportamiento. En el caso más reciente, el mercado ha tenido un crecimiento bastante empujado (datos con corte al 22 de enero de 2024), lo que indica que el mercado está descontando futuros recortes en la tasa de interés. Probablemente, a lo largo del año la senda corrija un poco ese crecimiento inicial y se sitúe cercana al promedio.

CONTEXTO EXTERNO

En su última reunión del año, tanto la Reserva Federal de EE.UU. como el Banco Central Europeo (BCE) de la eurozona optaron por mantener inalteradas sus tasas de política monetaria en niveles restrictivos. Inicialmente, su decisión se podría interpretar como un parte de tranquilidad, al no presionar el spread de tasas entre economías desarrolladas y las emergentes. No obstante, hay que tener en cuenta el efecto de las expectativas sobre los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU., que han mantenido un comportamiento volátil a pesar de la estabilidad de las tasas. La valorización de los Tesoros a 20 años de octubre a diciembre fue seguida por una leve caída hacia inicio de año. No obstante, en este momento, el resultado del PIB trimestral de EE. UU. para el cuarto trimestre por encima de las expectativas, junto con un comportamiento aún robusto del mercado laboral y un salario medio por hora que puede repuntar las dinámicas de consumo, presiona al alza el prospecto de tasas más altas por un tiempo más prolongado. Esto puede continuar apuntalando los rendimientos de los bonos del Tesoro y disminuir el atractivo de los activos de renta fija local.

No obstante, a medida que los resultados macroeconómicos sólidos y la moderación de la inflación (medida a través del índice de precios de gasto de consumo personal, referente para la FED) disipan la preocupación por un aterrizaje forzoso en EE. UU., aumenta el optimismo en los mercados financieros globales. Así, un mayor apetito por riesgo de los inversionistas en el corto plazo podrá atraer el flujo de capitales hacia activos riesgosos pero rentables, como los latinoamericanos. Países comparables como Chile, Brasil, México y Perú mantienen un diferencial de tasas competitivo respecto a EE. UU. que les permitirá seguir atrayendo los flujos de los inversionistas. No obstante, Colombia se encuentra en desventaja, dado que, desde principio del 2024, su prima de riesgo (medida por los credit default swaps -CDS- a 10 años), se ha desanclado nuevamente del comportamiento regional.

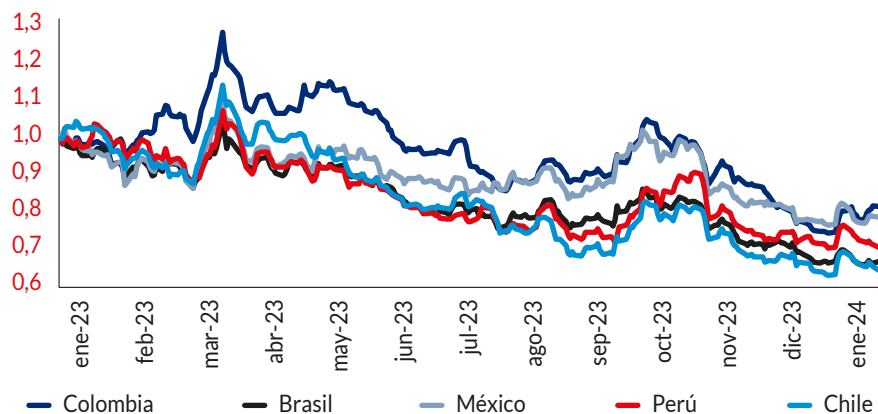
ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Este cambio de tendencia se puede asociar al recorte de la perspectiva de Colombia de estable a negativa (BB+ a BB-) por parte de la calificadora S&P Global Ratings. Algunos de los riesgos estructurales identificados son la estabilidad fiscal, el frente externo y el bajo crecimiento de la economía asociado a la debilidad de la inversión. La pérdida de confianza se ha hecho evidente en los flujos de inversión extranjera de portafolio, que registraron un comportamiento negativo durante el 2023. El hecho de que la inversión extranjera directa haya tenido un comportamiento positivo (con un acumulado de USD765 millones a corte de diciembre que superaron el acumulado anual del 2022), deja ver que las salidas de capital de portafolio no responden a la capacidad productiva del país, sino a la confianza de los inversionistas.

Por lo tanto, incluso si se mantienen las tasas de política monetaria sobre un nivel competitivo, no va a ser posible retener los flujos de capital si prevalece una percepción de riesgo alta por parte de los inversionistas. Además, a pesar de la corrección del desbalance externo, habrá que tener en cuenta el efecto potencial de choques de oferta como el Fenómeno del Niño que podrá incidir negativamente sobre las exportaciones y aumentar la vulnerabilidad del país frente a la volatilidad global.

**GRÁFICO 4. CDS 10 AÑOS
(ÍNDICE 1 = ENERO DE 2023)**



Fuente: elaboración ANIF con datos de Bloomberg.

ENCUESTA ANIF EARC

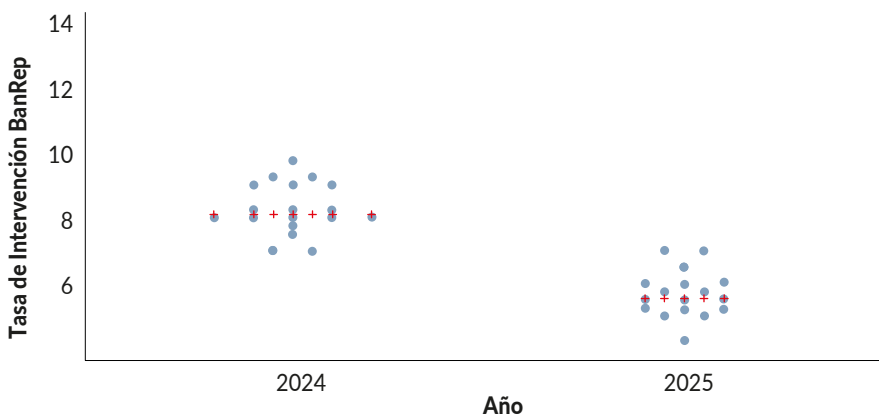
TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

CONSIDERACIONES GENERALES

En respuesta al contexto interno y local, los agentes encuestados en la EARC descuentan una tasa de interés entre 7,00% y 9,75% para el cierre de 2024, lo que implicaría un recorte de entre 325pb a 600pb hasta el final del año. Para el cierre de 2025, las expectativas se ubican en un rango amplio entre 4,25% y 7%. Desde la EARC del mes de diciembre, el máximo del rango de los analistas se mantiene, pero tanto el mínimo como el promedio aproximado (6,0%) bajaron, lo que soporta la moderación en las expectativas en respuesta a las señales positivas, ver Gráfico 5.

Desde ANIF, consideramos que las señales de moderación de la inflación y en el crecimiento económico respaldan la continuación en el relajamiento de la política monetaria. Esto, especialmente en un escenario local donde sectores clave en encadenamientos y empleo siguen desacelerándose. No obstante, como lo mencionamos en la entrega pasada de la EARC, reiteramos la importancia de que el BanRep considere mes a mes los datos disponibles, pondere los factores de ries-

GRÁFICO 5. EXPECTATIVAS DE TASA DE POLÍTICA MONETARIA A CIERRE DE AÑO (% , PROYECCIÓN DE ENERO A CIERRE DE 2024 Y 2025)



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

ENCUESTA ANIF EARC

TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

go que pueden generar repuntes en el nivel de precios, y evite así relajamientos prematuros de la política monetaria. Además, en un contexto donde nuestra prima de riesgo se desancla del comportamiento de nuestros pares regionales, será relevante ponderar el mantener las tasas en niveles competitivos que atraigan flujos de capital y permitan suplir las necesidades de financiamiento en lo corrido del 2024.

Equipo de Investigaciones de ANIF

Presidente de ANIF
José Ignacio López G.

Vicepresidente de ANIF
Luz Magdalena Salas B.

Investigador Jefe de ANIF
Camila Ciurlo A.

Investigadores

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

María Camila Oliveros M.
Pablo Montealegre M.

Asistentes de Investigación

Laura Castaño O.
Sofía Vega A.