

# Encuesta Anif Repo-Central

No. 73

Banco de Bogotá



**ANIF** Centro de Estudios Económicos  
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

ISSN 20011-8392

Febrero de 2015

## ENCUESTA ANIF REPO-CENTRAL: LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS Y LA POLÍTICA MONETARIA

En su pasada reunión del 30 de enero de 2015, la Junta Directiva del Banco de la República (BR) mantuvo inalterada su tasa de intervención en el 4.5%. Para ello, tuvo en consideración: i) el débil y desigual crecimiento económico global; ii) una expansión del PIB-real local cercana a sus niveles potenciales durante el segundo semestre de 2014, pero inferior a la registrada en la primera mitad del año (5.4%); iii) unas expectativas de inflación que se ubican en la parte superior del rango-meta de largo plazo del BR (2%-4%); y iv) el deterioro en los términos de intercambio por cuenta de la pronunciada caída en los precios del petróleo.

Con posterioridad a dicha decisión, el Dane reportó que el mes de enero registró una inflación del 0.64%. Este dato resultó bastante superior al previsto por los analistas (0.21%) y también estuvo por encima de la cifra observada un año atrás (0.49%). Con ello, la lectura de inflación total se incrementó del 3.66% al 3.82% anual, ubicándose muy por encima del punto

medio del rango-meta del BR, ver *Comentario Económico del Día* 10 de febrero de 2015.

Este comportamiento se explica por la aceleración de la inflación de alimentos, pasando del 4.69% al 5.41% anual, afectada por las habituales heladas de comienzos de año y por un efecto estadístico adverso. La buena noticia es que la inflación subyacente (sin alimentos) continuó bajo control y se redujo ligeramente del 3.26% al 3.2% anual. Las expectativas de inflación continuaron algo por encima del punto medio del rango-meta. Así, el grueso del mercado pronostica una inflación en el rango 3.2%-3.5% para el cierre de 2015.

A nivel internacional, los menores precios del petróleo (con caídas acumuladas del orden del 50%-60% desde mediados de 2014) estarán proveyendo estímulos al crecimiento de las economías importadoras de crudo durante 2015, particularmente las de Europa, China e India. En el caso de las economías desarrolladas, su crecimiento llegaría al 2.3% en 2015 (vs. 1.7% de 2014). Ahora luce bastante pro-

bable que Estados Unidos logre crecimientos del 3.2% en 2015 (vs. 2.4%). La Zona Euro presentaría rebotes moderados hacia el 1.5% en 2015 (vs. 0.9%).

En cambio, el mundo emergente continuará golpeado por la reversión en los precios de los *commodities*, donde ha ocurrido una primera oleada en minerales en 2011-2013 y una segunda oleada en energéticos durante 2014-2015. Esto conlleva serias repercusiones de deterioro cambiario-fiscal, particularmente en América Latina. Así, continuaremos creciendo en la región a ritmos promedio de solo un 1% anual, tanto en 2014 como en 2015.

Localmente, el PIB-real se expandió un 4.2% anual durante el tercer trimestre de 2014, dejando las cifras acumuladas enero-septiembre en niveles satisfactorios del 5% (vs. 4.4% de 2013). Pese a ello, Anif mantiene inalterado su pronóstico de crecimiento del 4.6% en 2014 (como un todo). Para 2015, hemos recordado nuestro pronóstico de crecimiento del anterior 4.3% hacia un 3.8%, dado el complicado entorno macrofinanciero.

DIRECTOR : Sergio Clavijo

INVESTIGADORES: David Malagón y Ana María Zuluaga

CONTENIDO

• Encuesta Anif Repo-Central: La inflación de alimentos y la política monetaria

# Encuesta Anif Repo-Central

No. 73

Banco de Bogotá



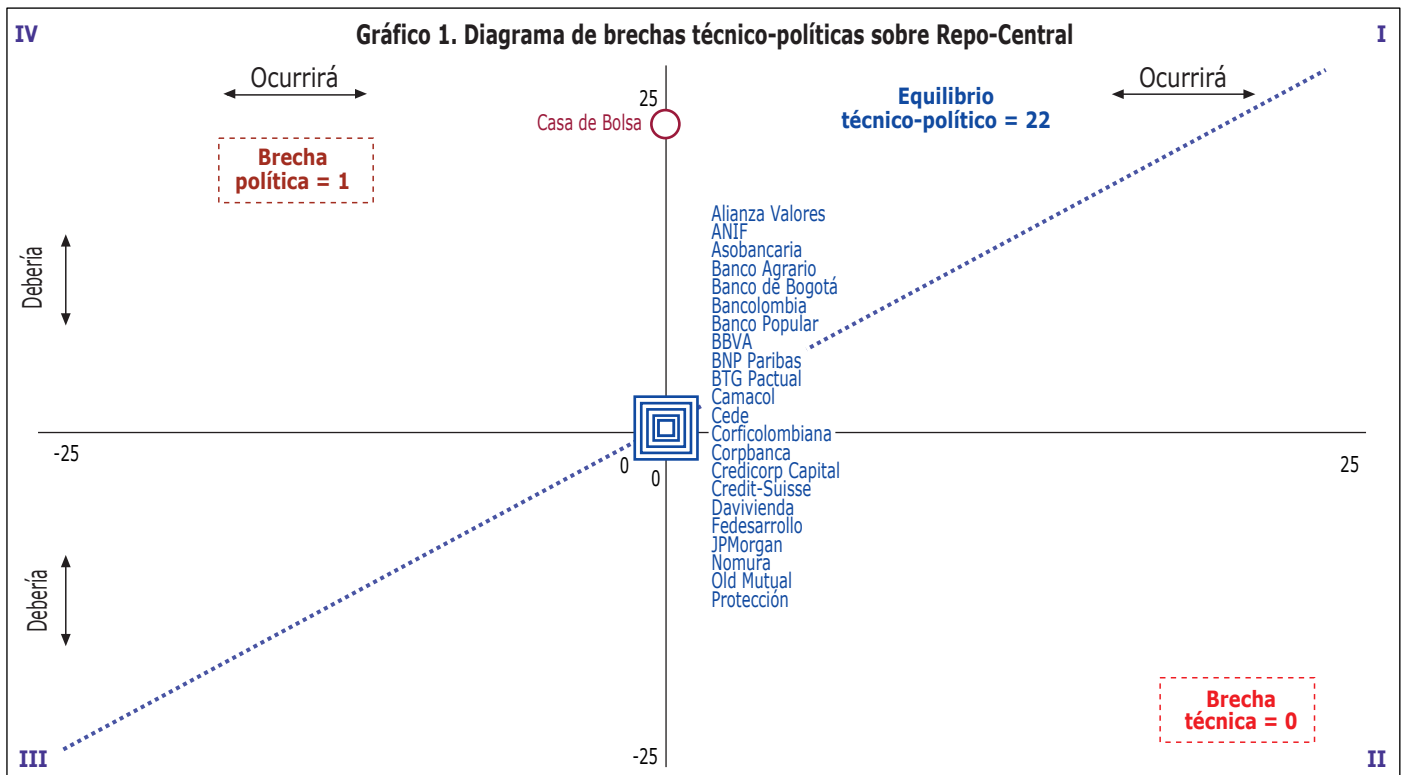
Ante este panorama, Anif recomienda una pausa prolongada en la tasa repo del BR (actualmente en el 4.5%) a lo largo de todo el primer semestre de 2015. De hecho, dicha postura monetaria ya fue ratificada en la primera reunión de la Junta Directiva del BR de este año, pues allí se mantuvo inalterada la tasa repo-central. Asimismo, sorprendió que el BR redujera de forma significativa su pronóstico de crecimiento (del 4.3% al 3.6%, ligeramente por

debajo de la cifra de consenso del 3.8%, en la cual se ubica Anif).

Como veremos, en este sondeo de febrero se registró un elevado consenso, donde un 96% de los encuestados recomienda y espera que el BR mantenga inalterada su tasa repo-central en el actual 4.5% en su próxima reunión. El restante 4% recomienda un incremento de +25pbs, pero cree que el BR la mantendrá inalterada (generándose una brecha política).

## Encuesta Anif repo-central del BR

En este sondeo participaron 9 bancos locales, 3 bancos extranjeros, 5 comisionistas de bolsa, 1 AFP, 3 gremios y 2 centros académicos, totalizando 23 respuestas. Las dos preguntas fueron: 1) ¿Qué considera usted que *debería* hacer el BR con su tasa repo-central en su próxima reunión?; y 2) ¿Qué cree usted que *hará* en esta materia el BR?



Fuente: elaboración Anif con base en resultados de la encuesta.

# Encuesta Anif Repo-Central

No. 73

Banco de Bogotá



**ANIF** Centro de Estudios Económicos  
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

## Brecha política vs. técnica

El diagrama de brechas técnico-políticas permite analizar las discrepancias entre lo que el mercado piensa que técnicamente debería hacer el BR y lo que políticamente puede realizar a través de su política monetaria (ver gráfico 1). Cada diferencia de 25pbs entre lo que cada analista considera que *debería* hacer y lo que efectivamente *hará* constituye una brecha. La línea diagonal divide el plano de la brecha política (BP - parte superior izquierda) del plano de la brecha técnica (BT - parte inferior derecha). Los puntos sobre la diagonal (equilibrio entre el *debería* y el *hará*) revelan un equilibrio técnico-político (ETP).

Este sondeo muestra un elevado consenso, donde un 96% de los encuestados recomienda y espera que el BR mantenga inalterada su tasa repo-central en el 4.5%, incluyendo allí a Alianza Valores, Anif, Asobancaria, Banco Agrario, Banco de Bogotá, Bancolombia, Banco Popular, BBVA, BNP Paribas, BTG Pactual, Camacol, Cede, Corficolombiana, Corpbanca, Credicorp Capital, Credit Suisse, Davivienda, Fedesarrollo, JP Morgan, Nomura, Old Mutual y Protección. El restan-

te 4%, conformado por Casa de Bolsa, recomienda un incremento de +25pbs, pero cree que el BR la mantendrá inalterada (generándose una brecha política).

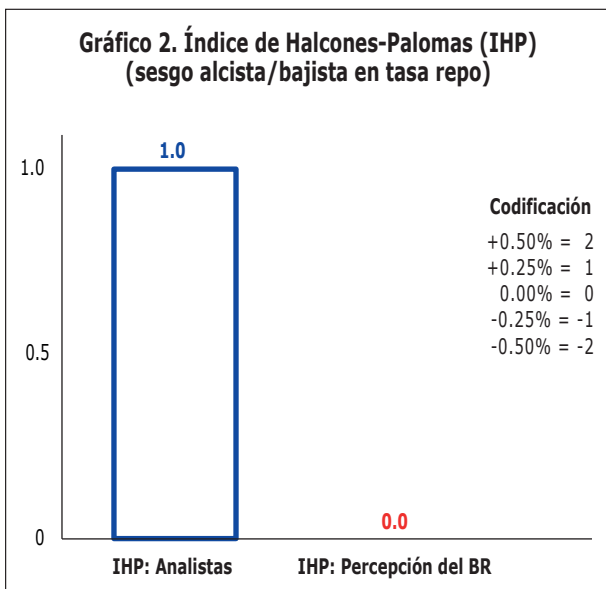
## Índice de Halcones-Palomas (IHP)

El IHP mide la percepción de dureza o laxitud monetaria del BR. Nuestro sondeo de febrero indica que la visión de los analistas respecto a la política monetaria presenta un ligero sesgo a favor de los "Halcones" (alcista), que clamarían por continuar con su normalización, dada la aceleración de la inflación.

Así, el IHP (posición de los analistas) arroja un valor de 1

unidad, igual al de diciembre de 2014. Ello evidencia que todavía algunos analistas se inclinan por continuar retirando el estímulo monetario, pues la tasa repo bordea el 1.3% real (contra la inflación subyacente). Por su parte, la percepción de los analistas respecto a la posición monetaria que mantendrá el BR muestra un IHP de cero unidades, también igual al de diciembre de 2014. Esto indica que la visión de los analistas respecto a la política monetaria presenta un leve sesgo a favor de los "Halcones", mientras que el percibido al interior de la Junta del BR sugiere una estabilidad en la misma (ver gráfico 2).

Gráfico 2. Índice de Halcones-Palomas (IHP) (sesgo alcista/bajista en tasa repo)



Fuente: elaboración Anif con base en resultados de la encuesta.

## La inflación de alimentos en 2015

Durante el segundo semestre de 2014, los precios de los *commodities* continuaron reduciéndose, cerrando el año con una contracción del -29.2% anual (vs. +1% de 2013). Allí se destaca la disminución de los precios de los energéticos (-39% al cierre de 2014 vs. +1% de 2013), lo cual obedece principalmente a las caídas acumuladas cercanas al 50%-60% en los referentes internacionales del petróleo duran-

# Encuesta Anif Repo-Central

No. 73

Banco de Bogotá



**ANIF** Centro de Estudios Económicos  
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

te junio-diciembre de 2014. Esto se explica por: i) la mayor oferta por parte de la OPEC (particularmente de Arabia Saudita e Irán) y de Estados Unidos, donde la revolución del *shale gas-oil* ha incrementado la producción de crudo en un 30% durante 2008-2014 (alcanzando casi los 9 millones de bpd en 2014); y ii) la débil demanda proveniente de China y Europa.

Por su parte, los precios de los alimentos profundizaron su reducción, exhibiendo una contracción del -8.5% anual al finalizar 2014 (vs. -3.5% en 2013), debido fundamentalmente a: i) unas condiciones climáticas relativamente estables a nivel mundial; y ii) los menores crecimientos de los países emergentes.

En Colombia, la inflación de alimentos mostró un acentuado incremento durante 2014, cerrando el año en el 4.7% anual (vs. 0.9% de 2013). Este comportamiento se explica principalmente por: i) las menores áreas sembradas de algunos productos, por cuenta de la crisis de rentabilidad del agro; ii) las presiones alcistas en las frutas, como consecuencia de algunas sequías sectorizadas en la costa Atlántica y el Magdalena Medio durante el segundo semestre de 2014; iii) el incremento en los precios agrícolas del IPP; y iv) un efecto estadístico adverso, ver *EARC* No. 72 de diciembre de 2014.

¿Cuál será la trayectoria de los precios de los alimentos durante 2015? Anif estima que la inflación de cárnicos disminuiría en 2015, pasando del 4.0% anual en enero al 2.6% al cierre del año (ver gráfico 3). En la carne de res existen presiones a la baja, debido a: i) el menor dinamismo del consumo interno; y ii) la aceleración del sacrificio ganadero. En el precio del pollo se esperan repuntes por la devaluación peso-dólar (promediando cerca del 16% anual en 2015 vs. 7% en 2014), lo cual encarecería la importación de insumos para la fabricación de concentrados para aves. No obstante, la caída en los precios de los *commodities* podría contrarrestar parcialmente estos incrementos.

Los precios de los lácteos, grasas y huevos se reducirían, cerrando el año con una deflación cercana al -1% (vs. +3.6% de enero). Esto obedecería a: i) los excesos de oferta de leche; ii) la mayor competencia en el mercado interno; iii) los elevados niveles de producción de huevo; y iv) la caída en los precios internacionales del aceite de palma. Sin embargo, se podrían presentar repuntes en el primer semestre del año por cuenta del "Fenómeno del Niño" pronosticado por el Ideam.

Los precios de los cereales mantendrían un crecimiento relativamente estable, cerrando el año con una inflación cercana al 5% (vs. 5.2% de enero). Allí po-

drían presentarse algunas presiones alcistas, debido a: i) la devaluación peso-dólar, que encarecería las importaciones del sector; y ii) unos niveles de inventarios y de producción local de arroz que no alcanzarían a abastecer la demanda doméstica. Sin embargo, dichos repuntes podrían ser contrarrestados por: i) la entrada al mercado local de 63.000 toneladas de arroz subastadas en Estados Unidos y 80.000 toneladas provenientes de Ecuador; ii) la habitual siembra de arroz durante el primer semestre del año; y iii) la reducción en los precios internacionales del trigo.

El precio de las hortalizas repuntaría, pasando de una inflación del 10.9% en enero al 15.7% al cierre del año. Ello estaría asociado a: i) la eventual materialización del "Fenómeno del Niño" durante los primeros meses del año; y ii) la caída en la producción por la crisis de rentabilidad del agro. Por su parte, la inflación de los alimentos varios aumentaría, al pasar del 1.7% en enero al 4.6% en diciembre de 2015. Allí incidirían: i) la devaluación peso-dólar, encareciendo los productos importados; y ii) un efecto estadístico adverso.

Finalmente, los precios de los alimentos fuera del hogar presentarían un leve aumento, cerrando el año con una inflación alrededor del 3.8% (vs. 3.6% de enero). Sin embargo, podrían registrarse presiones bajistas,

# Encuesta Anif Repo-Central

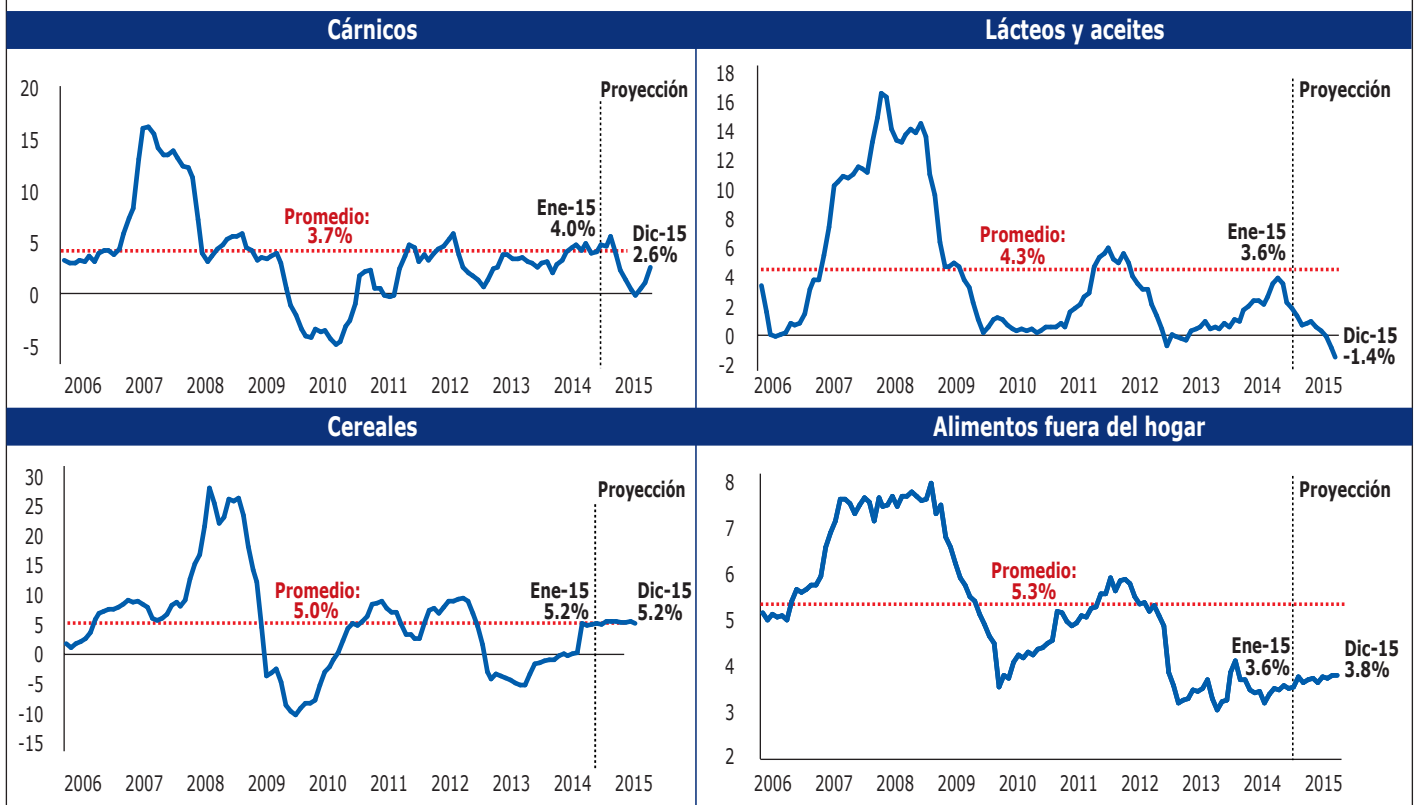
No. 73

Banco de Bogotá



**ANIF** Centro de Estudios Económicos  
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

Gráfico 3. Inflación anual de los principales productos agropecuarios (%)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

debido a: i) el menor dinamismo del consumo interno; ii) un menor crecimiento del sector agropecuario (3.1% esperado en 2015 vs. expansiones cercanas al 3.5% en 2014), por efecto de los mencionados problemas de rentabilidad; y iii) una eventual disminución de la inflación de costos resultante de aquellas reducciones en los precios de los alimentos antes comentadas.

En síntesis, la inflación de alimentos durante 2015 estará determinada por: i) los posibles efectos sobre la oferta agrícola y ganadera que genere el "Fenómeno del Niño" que pronostica el Ideam durante los primeros meses del año; ii) reducciones en el precio de la carne de res por el menor dinamismo del consumo interno y la aceleración del sacrificio ganadero; iii) incremen-

tos en cárnicos y alimentos varios por la marcada devaluación peso-dólar; y iv) la caída en los precios de los *commodities*. Así, la inflación de alimentos estaría cerrando cerca del 3.8% anual en 2015 (vs. 4.7% de 2014) y la inflación total estaría convergiendo hacia el 3.2%, ubicándose ligeramente por encima del punto medio del rango-meta de largo plazo del BR.