

No. 1594

Febrero 12 de 2024

ISSN 1794-2616

ANIF

Calle 70A No. 7-86
PBX: 601 744 6700
Bogotá D.C.

José Ignacio López G.
Presidente de ANIF

Luz Magdalena Salas B.
Vicepresidenta de ANIF

Camila Ciurlo A.
Investigador Jefe de ANIF

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.

www.anif.com.co

E-mail: anif@anif.com.co



@ANIFCO



AnifOficial



ANIF

CICLO DE RECORTE DE TASAS DE LA FED Y ACTIVOS LOCALES

- Estudiamos los ciclos de recorte de tasas de la Fed y su impacto en los principales activos en Estados Unidos y Colombia.
- El mercado accionario y los tesoros a 10 años en Estados Unidos se han visto históricamente favorecidos durante los últimos 9 ciclos de recortes.
- Los recientes ciclos de recorte de tasas en Estados Unidos han coincidido con una valorización promedio del mercado accionario colombiano del 6,6%, una caída promedio de 560 puntos básicos en la tasa DTF y una caída promedio de 200 puntos básicos en la tasa de interbancaria.
- Se observa una sincronización en los recortes de tasas de política monetaria entre Estados Unidos y Colombia. La tasa de interés del Banco de la República de Colombia ha caído en promedio 480 puntos básicos durante los últimos cuatro episodios de recorte de tasas en Estados Unidos.
- Durante estos ciclos de recorte de tasas, la curva de rendimiento local (diferencia entre las tasas de bonos a 10 y 2 años) se ha empujado en promedio 120 puntos básicos, mientras que la prima de riesgo país, medida por el EMBI de Colombia, ha caído un 10,3%.
- Se espera que los activos colombianos sean nuevamente impulsados por una política monetaria más laxa por parte de la Fed, cuyo ciclo de recortes podría comenzar en mayo o junio próximo.

Después de un precipitado aumento en las tasas de interés de política desde marzo de 2022, los mercados financieros están ansiosos por lo que sería el inicio de un nuevo ciclo de recorte de tasas por parte de la Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos. Como reacción al choque inflacionario en la economía norteamericana, la Fed aumentó sus tasas de un nivel de 0,25% a comienzos de 2022 a su nivel actual de 5,5%. Buena parte del choque inflacionario se ha desvanecido, pero persiste la duda de cuándo la inflación anual retornará a la meta de 2%. En la actualidad, permanece por encima del 3%.

La economía de Estados Unidos ha mostrado una resiliencia mayor a la anticipada frente a las tasas de interés más altas, especialmente en materia de crecimiento y empleo. El reporte de creación de empleo de enero, conocido a comienzos de este mes, mostró una expansión de la nómina no agrícola de 353 mil puestos de trabajo, muy superior a los 168 mil esperados por el mercado. Las cifras de creci-

Febrero 12 de 2024

miento también han superado ampliamente las expectativas, con una tasa de crecimiento anualizada de 4,1% durante el segundo semestre de 2023.

Las buenas cifras de crecimiento y empleo, acompañadas de la reducción en inflación, han consolidado el escenario de aterrizaje suave, que hace un año parecía improbable. En el actual contexto, la mayoría de los analistas esperan que dicho aterrizaje continúe, lo que le permitiría a la Fed iniciar un nuevo inicio de recorte de tasas, con el objetivo de normalizar su política monetaria.

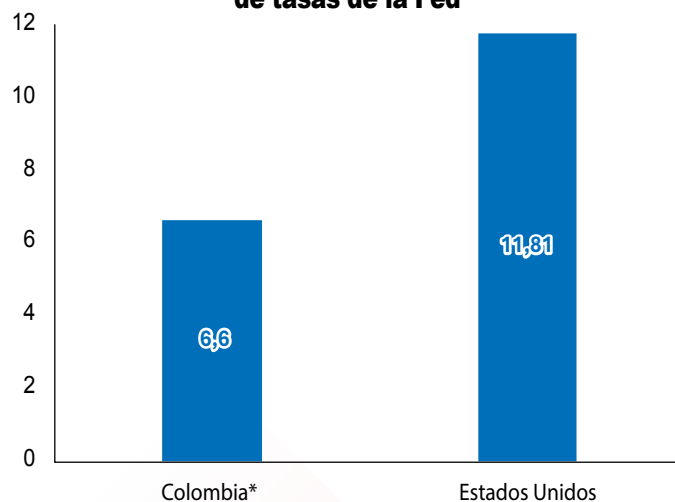
La primera reunión de la Fed de 2024 a finales de enero, donde el rango de tasas de interés se mantuvo inalterado (5,25% - 5,50%), dio algunas pistas sobre el eventual inicio de un nuevo ciclo bajista. Muchos analistas esperaban inicialmente un primer recorte en marzo, pero con base en los pronunciamientos de Jerome Powell, presidente de la Fed, y la más reciente cifra de creación de empleo, ahora los pronósticos apuntan a un primer recorte en mayo, o incluso junio. Se anticipa que dicho ciclo bajista llevaría a las tasas a un nivel de 4,25% hacia finales de este año.

Un recorte de tasas de interés en Estados Unidos tendrá repercusiones importantes en los mercados globales y en la economía colombiana. Existe una amplia literatura que muestra como los ciclos financieros en Estados Unidos, y de manera particular los ciclos monetarios, afectan los flujos de capital, las valoraciones de los activos, e incluso permean las decisiones de política monetaria de los países emergentes¹.

Un relajamiento de la política monetaria en Estados Unidos puede hacer más atractivos los activos de países emergentes al mismo tiempo que reduce sus costos de fondeo externo. En este informe discutimos la dinámica de los activos en Estados Unidos y en Colombia en episodios de relajamiento de la política monetaria de la Fed. Con este propósito identificamos las fechas del comienzo de los ciclos de recortes y el desempeño de diferentes activos durante la fase bajista de tasas de la Fed.

Para el caso de Estados Unidos es posible evaluar el desempeño de varios activos bajo un mayor número de ciclos por la disponibilidad más extensa

Gráfico 1. Cambio porcentual índice mercado accionario durante ciclos de recorte de tasas de la Fed



Fuente: Reserva Federal St. Louis, BVC y ANIF. * Corresponde a los últimos 4 ciclos de recortes de tasas desde septiembre de 1998.

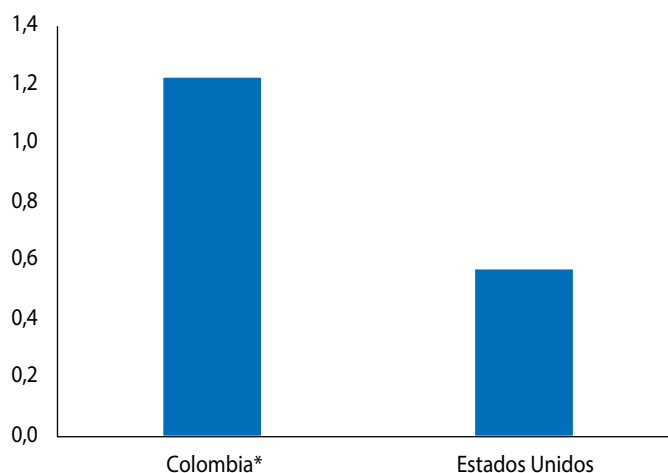
¹ Véase, por ejemplo: Sarmiento-Paipilla, M., Cardozo-Alvarado, N., Gamboa-Estrada, F., Gómez-Pineda, J., León-Rincón, C., Miguélez-Márquez, J., & Ojeda-Joya, J. (2023). Ciclo financiero global, flujos de capital y respuestas de política. Revista ESPE-Ensayos sobre Política Económica, 1-55 y Miranda-Agrippino, S., & Rey, H. (2022). The global financial cycle. Handbook of international economics (Vol. 6, pp. 1-43). Elsevier.

Febrero 12 de 2024

de datos históricos. En total, analizamos 9 ciclos de recortes de tasas, siendo el primero el que inició en septiembre de 1984 y el último en marzo de 2020. La tabla 1 muestra las fechas del primer recorte del ciclo de relajamiento de la política monetaria de la Fed, el desempeño del mercado accionario en Estados Unidos (medido mediante la variación porcentual del índice S&P 500), el cambio en puntos porcentuales de los tesoros a 10 años, la pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entra la tasa del bono de 10 años versus el de 2 años) y la tasa de los *Federal Funds*. Esta última es la tasa de interés a la que las instituciones financieras se prestan dinero de corto plazo para cumplir con los requisitos de reserva establecidos en Estados Unidos. Esta tasa es precisamente aquella que la Fed busca fijar mediante operaciones de liquidez.

Como ilustra la tabla, el ciclo de recorte ha estado asociado en promedio a una reducción de la tasa *Fed Funds* de 189 puntos básicos, acompañado de un aumento de 12% en el mercado accionario (gráfico 1), una caída de 28 puntos básicos en las tasas de los Tesoros a 10 años y un empujamiento de la curva de rendimientos de 57 básicos (gráfico 2). Esto muestra que los activos de mayor riesgo en la economía de Estados Unidos, en particular el mercado accionario, se ven beneficiados durante los ciclos de recorte de tasas. Las magnitudes son heterogéneas dependiendo de los diferentes episodios de relajamiento de política, lo cual no sorprende ya que los cambios en postura monetaria han sido de diversa naturaleza, unos más preventivos y otros más reactivos.

Gráfico 2. Cambio en puntos porcentuales del empujamiento de la curva de rendimientos durante ciclos de recorte de tasas de la Fed



Fuente: Reserva Federal St. Louis, Banrep y ANIF. * Corresponde a los últimos 4 ciclos de recortes de tasas desde septiembre de 1998.

En el caso colombiano, la ausencia de mercados y datos financieros históricos restringe el horizonte de tiempo en el cual se puede hacer un ejercicio similar. Para este caso analizamos los cuatro episodios más recientes de ciclo de recortes de tasas desde septiembre de 1998. Los ciclos de relajamiento monetario en Estados Unidos han coincidido, y quizás contribuido, a recortes en la tasa de interés de política monetaria en Colombia, así como en la tasa interbancaria y en la tasa DTF, que recordemos mide el promedio ponderado de las tasas efectivas de captación de los CDT a 90 días. Durante los últimos cuatro ciclos de recortes de la Fed, la tasa de política monetaria en Colombia se ha reducido 490 puntos básicos en promedio, 300 básicos si tomamos la mediana y no la media². La respuesta pro-

² Presentamos la mediana, en complemento del promedio, por el número pequeño de ciclos.

Febrero 12 de 2024

medio de la DTF, medida por la mediana, ha sido de una caída de 270 básicos. Por su parte, la respuesta de la tasa interbancaria ha sido de una disminución en 240 básicos.

El mercado accionario colombiano ha reaccionado de forma positiva a ciclos de recortes de tasas en Estados Unidos con una valoración cercana al 7%³. La tasa de TES a 10 años durante los dos últimos ciclos de recortes de tasas en Estados Unidos se ha elevado en promedio 150 básicos, con la curva empinándose en promedio 120 básicos⁴. La tasa de los TES a 2 años reaccionó positivamente en el ciclo de 2007 y negativamente en el de marzo de 2020. Por su parte, la prima de riesgo país, medida por el EMBI de Colombia⁵, se ha reducido en la mayoría

de los ciclos de recortes, con un descenso promedio de 10,3%.

Como puede verse, los recortes en tasas de interés en Estados Unidos han favorecido históricamente los activos de renta fija y variable en Colombia. En el preámbulo de lo que puede ser una nueva fase de tasas descendentes en Estados Unidos, que podría iniciar entre mayo y junio, es de esperarse que los activos colombianos nuevamente sean impulsados por una política monetaria más laxa por parte de la Fed. Buena parte de la dinámica de precios en los mercados financieros domésticos estarán en función de la velocidad y el contexto macroeconómico en el cual ocurran dichos recortes de tasas. No obstante, la reducción de tasas por parte

Tabla 1. Cambios en precios activos financieros en Estados Unidos en fases de recorte de tasas de la Fed

Fecha inicio ciclo recortes	S&P 500 (variación %)	Tesoro 10 años (puntos porcentuales)	Pendiente curva (10 años - 2 años, puntos porcentuales)	FedFunds (puntos porcentuales)
Septiembre-84	13,37	-2,19	0,92	-3,40
Octubre-87	-5,17	-0,31	-0,14	-0,71
Junio-89	7,69	-0,17	0,04	-1,08
Julio-90	15,57	-1,05	1,75	-4,12
Julio-95	16,1	-0,1	0,0	-0,5
Septiembre-98	29,58	1,37	0,14	-0,75
Enero-01	-17,6	-0,3	1,3	-4,2
Septiembre-07	-10,41	-0,60	0,74	-2,94
Marzo-20	57,14	0,88	0,97	-0,59
Promedio	11,81	-0,28	0,57	-1,89

Fuente: Reserva Federal St. Louis y ANIF.

³ El mercado accionario está medido por el índice COLCAP desde 2007, y anterior con base en datos de “López-Gaviria, José Ignacio. "Colombia's stock market predictability." Lecturas de Economía 91 (2019): 117-150".

⁴ Las tasas de los TES hacen referencia a tasas cero cupón con madurez constante, y no títulos específicos.

⁵ El EMBI (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es uno de los indicadores de riesgo país y está calculado por JP Morgan Chase.

Febrero 12 de 2024

del Banco de la República y elementos eminentemente idiosincráticos como la suerte de las reformas económicas, las cifras fiscales y externas de Colombia, jugarán también un papel importante en determinar la suerte de los principales activos financieros del país.

Tabla 2. Cambios en precios activos financieros en Colombia en fases de recorte de tasas de la Fed

Fecha inicio ciclo recortes	DTF (puntos porcentuales)	Tasa Banrep (puntos porcentuales)	Tasa interbancaria (puntos porcentuales)	Índice accionario (puntos porcentuales)	Tasa de cambio (variación porcentual)	Tes 10 años (puntos porcentuales)	Tes 2 años (puntos porcentuales)	Pendiente curva (10 años - 2 años, puntos porcentuales)	Prima de riesgo país (variación porcentual)
Septiembre-98	-17,8	-14,0		18,2	11,3				-29,8
Enero-01	-2,8	-4,0	-3,9	8,2	3,1				-10,6
Septiembre-07	0,9	0,5	-0,4	-6,7	-5,0	2,6	1,7	0,9	33,1
Marzo-20	-2,7	-2,0	-2,4	6,9	-8,6	0,3	-1,2	1,6	-34,0
Promedio	-5,6	-4,9	-2,0	6,6	0,2	1,5	0,2	1,2	-10,3
Mediana	-2,7	-3,0	-2,4	7,6	-0,9	1,5	0,2	1,2	-20,2

Fuente: Reserva Federal St. Louis, Banrep, BVC y ANIF.

Febrero 12 de 2024

INDICADORES ECONÓMICOS						
\$MM(1) CAMBIO PORCENTUAL ANUAL						
		26 enero 2024	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)		179.959	-0,8	-3,0	-3,8	0,1
2. Base monetaria (B)		147.057	0,4	-2,9	-1,9	5,5
3. Efectivo		109.561	0,7	-3,4	-2,5	4,5
4. Cuentas corrientes		70.398	-3,1	-2,4	-5,6	-5,8
5. Cuasidineros		574.202	9,3	11,0	13,5	18,0
6. Total ahorro bancos comerciales		275.261	-3,7	-3,2	-3,9	-1,5
7. CDTs		298.941	24,9	29,6	37,4	54,6
8. Bonos		28.757	-11,5	-11,2	-9,6	-8,8
9. M3		806.460	5,8	6,6	8,2	11,4
10. Cartera total		619.532	1,4	2,1	4,7	17,0
11. Cartera moneda legal		604.795	2,6	3,3	5,8	17,3
12. Cartera moneda extranjera		14.737	-30,8	-29,4	-23,6	9,9
13. TES(2)		501.900	10,5	10,6	10,7	13,4
14. I.P.C.	Ene		8,35	9,28	10,48	13,25
15. IPC sin alimentos	Ene		9,69	10,33	10,51	10,43
16. IPC de alimentos	Ene		2,96	5,00	10,36	26,18
17. TRM (\$/US\$)	Feb12	3.926,08	-17,83	-17,24	-16,00	21,96

VALORES ABSOLUTOS						
18. Reservas internacionales(3)			60	60	57.517	57.631
19. Saldo de TES (\$MM)			501.900	498.557	498.817	454.194
20. Unidad de Valor Real (UVR)	Feb12	\$ 360,1023	\$ 358,4822	\$ 355,8915	\$ 329,3029	
21. DTF efectiva anual	Feb 12 - Feb 18		11,09	12,01	13,03	13,89
22. Tasa interbancaria efectiva	Feb8		12,75	12,98	13,27	12,79

FECHAS CLAVE	
Febrero 12 al 16 de 2024	
LUNES 12	COL: GEIH - Mercado laboral, diciembre 2023. Australia: Confianza del consumidor, febrero.
MARTES 13	EE.UU: Índice de Precios al Consumidor (IPC), enero. Reino Unido: Tasa de desempleo, diciembre 2023. Alemania: Índice ZEW de confianza inversora, febrero.
MIÉRCOLES 14	COL: Encuesta Mensual Manufacturera con Enfoque Territorial (EMMET), diciembre 2023. COL: Encuesta Mensual de Comercio (EMC), diciembre 2023. COL: Índice de Producción Industrial (IPI), diciembre 2023. COL: Importaciones, diciembre 2023. U.E: Producto Interno Bruto (PIB), cuarto trimestre 2023. Reino Unido: Índice de Precios al Consumidor (IPC), enero.
JUEVES 15	COL: Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE), diciembre 2023. COL: Producto Interno Bruto (PIB), cuarto trimestre 2023. EE.UU: Ventas minoristas, enero. EE.UU: Índice manufacturero de la FED de Filadelfia, febrero. Reino Unido: Producto Interno Bruto (PIB), cuarto trimestre 2023. Australia: Tasa de desempleo, enero. Japón: Producto Interno Bruto (PIB), cuarto trimestre 2023.
VIERNES 16	EE.UU: Índice de Precios del productor (IPP), enero. EE.UU: Confianza del Consumidor UMichigan, febrero. Reino Unido: Ventas minoristas, enero.

(1) Miles de millones de pesos. (2) Saldo TES del sector público. (3) Millones de dólares.
Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República.