

Comentario Económico del Día

Enero 26 de 2024

Bancolombia

ANIF 50
Centro de Estudios Económicos

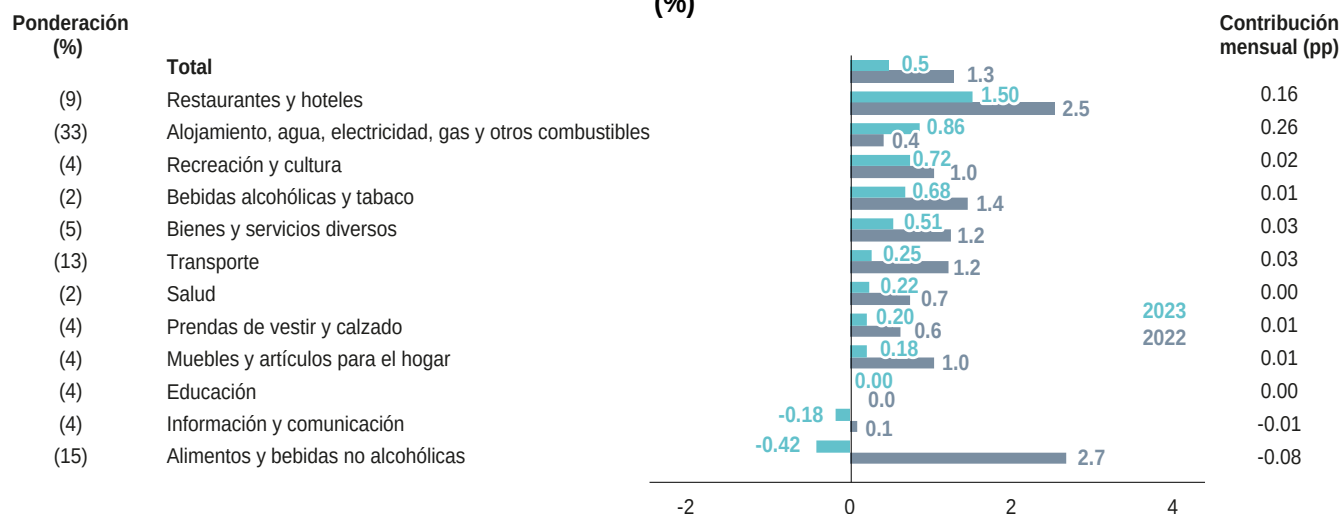
Cierre de año con inflación de un dígito

La semana pasada, el DANE presentó los resultados de inflación para el mes de diciembre y el cierre de 2023. La inflación, con una variación de 0,45% mensual y 9,28% anual sorprendió a los analistas al encontrarse por debajo de la media y mediana esperada. El resultado anual cumple el noveno mes consecutivo a la baja y es la primera vez desde junio de 2022 que tiene una variación de un dígito. Por esto, los resultados dan un parte de tranquilidad al merca-

do y aumentan la expectativa de una extensión en la tendencia a la baja del IPC para el 2024.

La variación en el rubro de Restaurantes y Hoteles (1,5%) lideró la inflación mensual para diciembre de 2023. Esta división, junto con la de Recreación y Cultura (0,7%), la tercera de mayor variación, capturan el efecto cíclico correspondiente a los patrones de consumo del mes de diciembre, ver Gráfico 1.

Gráfico 1. Inflación mensual por divisiones de gasto (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

Por su parte, el incremento en el rubro de Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles (segunda mayor variación mensual con 0,9%) se asocia al comportamiento alcista en los precios del arriendo imputado, el arriendo efectivo, el suministro de agua y la electricidad. Como veremos más adelante, factores como la indexación y el fenómeno del niño deberán monitorearse para prever el comportamiento del rubro en el 2024, el cual cobra especial importancia por ser el de mayor contribución anual y mensual al IPC para diciembre de 2023 (2,8pp y 0,3pp, respectivamente).

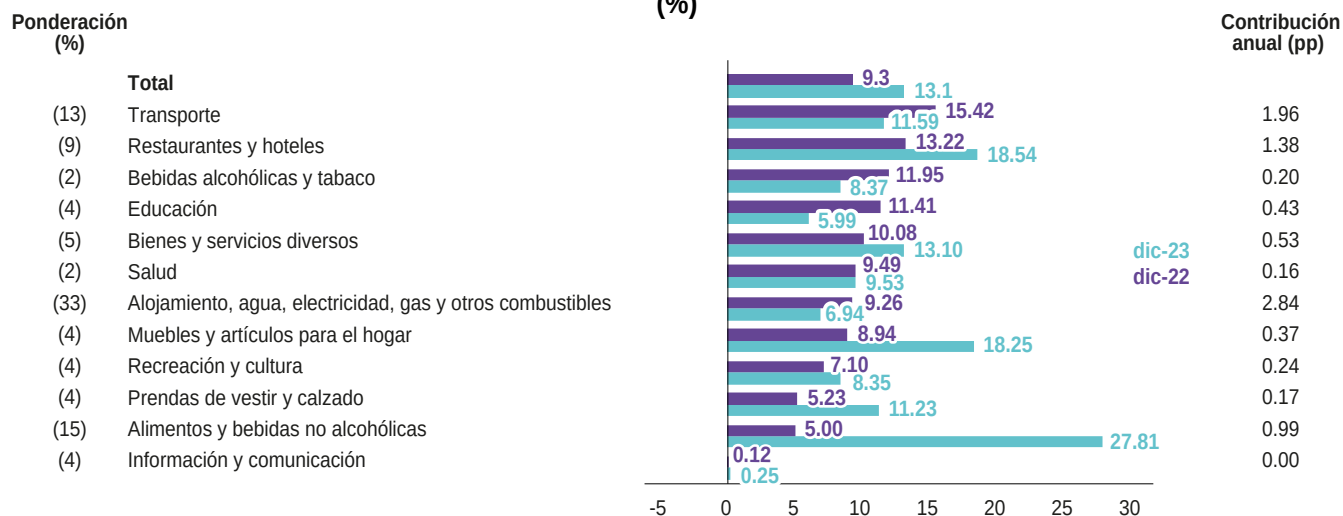
El incremento de precios en la división de transporte (15,4% anual) protagonizó la inflación del 2023, ver Gráfico 2. Su comportamiento estuvo fuertemente asociado al incremento gradual en el precio de la gasolina, que completó un alza de 44,8% durante el año pasado y presionó la canasta de energéticos (26,05% anual) hacia una variación 16,8pp mayor que la inflación total. En conjunto, el aporte del Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles (2,84pp), el Transporte (1,96pp) y los Restaurantes y Hoteles (1,38pp) componen más de la mitad de la variación anual. Como lo vimos en lo corrido del año,

los restaurantes reflejan el aumento en las comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio y las comidas preparadas por fuera del hogar, las cuales siguen presionadas al alza por el alto precio de los alimentos en el 2022.

Precio de los alimentos moderan carga en la canasta de consumo

Una de las noticias más optimistas del 2023 fue la moderación en el precio de los Alimentos y Bebidas no Alcohólicas, que pasó de un incremento de 27,8% anual en diciembre de 2022 a uno de 5,0% a cierre del año pasado. Durante el 2022, la interrupción en la cadena de suministros global y local, el encarecimiento de los insumos y un repunte de la demanda interna, generaron un incremento histórico en los precios de los alimentos en el país. Se puede inferir que los choques externos fueron los de mayor incidencia en el alza, dado que su efecto se replicó a nivel global, reflejado en un índice FAO (medición de precio de los alimentos internacional) que alcanzó su nivel máximo desde 1990 en el 2022.

Gráfico 2. Inflación anual por divisiones de gasto (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

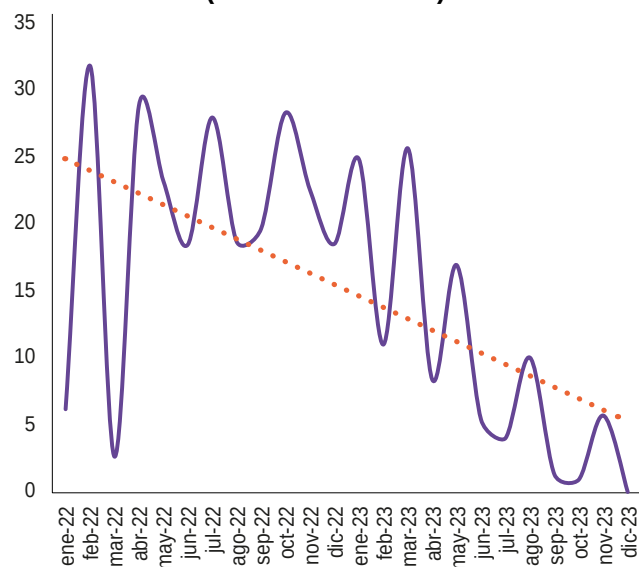
Durante el 2023, el panorama cambió radicalmente, y el precio de los alimentos cerró con la segunda menor variación anual y una variación (-0,4%) y contribución (-8pb) negativas para el mes de diciembre. El Ministerio de Agricultura atribuyó la moderación en la inflación de alimentos a una disminución de los precios de insumos agrícolas. Esta tesis parece ser cierta, con precios de fertilizantes que acumularon una reducción de 39,1% de junio de 2022 a septiembre de 2023 según lo reportado por la Unidad de Planificación Rural Agropecuaria (UPRA). Además, en el boletín mensual de precios minoristas de insumos y factores asociados a la producción agrícola y pecuaria (SIPSA DANE), observamos una tendencia a la baja en la variación anual de los precios desde mediados del 2022, que se acelera durante los últimos meses del 2023, ver Gráfico 3.

El cambio en el comportamiento de los alimentos no solamente contribuyó a la moderación del IPC total, sino que disminuyó más que proporcionalmente el impacto sobre la canasta de consumo de los hogares

colombianos más pobres. La división de alimentos y bebidas no alcohólicas es la más progresiva dentro de la medición del IPC, es decir, genera una mayor carga para los hogares de mayores ingresos en relación con los más pobres (diferencia de 15,6pp). En contraste, el Transporte tiene una ponderación 8pp mayor para los hogares de ingresos altos que la de los hogares pobres. Por lo tanto, no sorprende que la variación anual del IPC para el total del 2023 fuera mayor para los hogares de más ingresos (9,80% para ingresos altos, 9,26% para clase media, 8,69% para hogares vulnerables y 8,19% para hogares pobres), ver Gráfico 4.

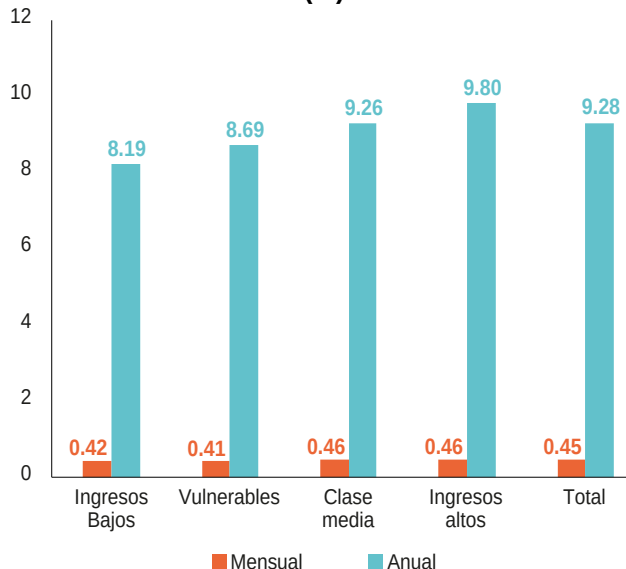
La variación mensual del IPC, al igual que la anual, mantuvo su comportamiento progresivo, con una inflación para los hogares de ingresos altos (0,46%) y de clase media (0,46%) superior que la de los hogares pobres (0,42%) y vulnerables (0,41%). No obstante, hay algunos factores de riesgo que habrá que tener en cuenta durante el 2024. En primer lugar, la electricidad, que fue la subclase de mayor contribución men-

Gráfico 3. Precio insumos alimentos (variación anual %)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

Gráfico 4. IPC por nivel de ingresos (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

sual, tiene un comportamiento regresivo, por lo que un aumento en su precio, el cual esperamos se extienda durante el primer trimestre del 2024 por el Fenómeno del Niño, podrá aumentar la carga para los hogares más pobres. Además, habrá que tener en cuenta que, durante los primeros meses del año, por efecto indexación, aumentará el precio de subclases como el arriendo efectivo, la cual tiene el comportamiento más regresivo (mayor carga para los hogares más pobres) dentro de la composición del IPC.

Importancia de las expectativas

El resultado de inflación para el cierre del 2023 se ubicó por debajo del promedio de expectativas de los analistas, tanto en su variación mensual como anual. No obstante, se ubicó dentro del rango de resultados de la Encuesta de Analistas Económicos del BanRep, que estaba entre 0,35% y 0,91% mensual y entre 9,15% y 9,80% anual. El cierre del año en un tono positivo aumenta las expectativas de una continuación en la tendencia a la baja del IPC para el 2024, y aumenta la confianza en el emisor por controlar el poder adquisitivo de la moneda. Sin embargo, esperamos que persista por un tiempo más prolongado por encima de la meta del 3% del BanRep. Esto, especialmente teniendo en cuenta que, incluso a 60 meses, los analistas no esperan que retorne. Siendo así, mencionamos ciertos factores que deben seguir bajo monitoreo dado que podrían impactar negativamente esta trayectoria.

En primer lugar, la llegada del Fenómeno del Niño comienza a presentar consecuencias y su efecto se podría intensificar en los próximos tres meses. Actualmente, el nivel útil de los embalses, importante para la generación de energía hidroeléctrica, se mantiene en un rango seguro. No obstante, según datos proporcionados por XM (operador del mercado eléctrico), el volumen útil ha disminuido de manera constante desde agosto de 2023 y alcanzó un 70,2% a diciembre de 2023, que marca una notable disminución desde el 74,8% registrado en noviembre del año pasado. Ahora, respecto a diciembre de 2015, el último fenómeno del Niño en el país, los resultados indican que los ni-

veles de los embalses están un 3,9 % por encima por lo que en el momento no es un motivo de alarma, pero se debe seguir monitoreando.

Aunque el gobierno ha asegurado que el sistema eléctrico cuenta con herramientas robustas para garantizar su funcionamiento y responder a momentos de vulnerabilidad, genera incertidumbre respecto a los precios de la energía para el 2024. Esto, teniendo en cuenta que ante caídas en la capacidad de la producción de las hidroeléctricas, la demanda de energía tendrá que ser suplida por las termoeléctricas, cuyo funcionamiento presiona al alza los precios. Frente a esta coyuntura, es crucial considerar que el aumento en los precios de la energía podría tener un impacto significativo en la dinámica de enfriamiento que ha caracterizado la inflación del país.

Otro factor para tener en cuenta será el incremento en el precio de los peajes que entró en vigor el 16 de enero del 2024. Este incremento en las tarifas será de 13,12%, lo que iguala el IPC del 2022 que no fue ejecutado el año pasado. Adicionalmente, se sumará un 2% que corresponde a la actualización de la tarifa del fondo de Seguridad Vial (Fosevi) a los vehículos. La medida establece un pago total de 500 pesos y este valor será actualizado anualmente conforme con el IPC para el año inmediatamente anterior. El incremento aplicará para 113 peajes a cargo del Invías y otros 30 bajo administración de la ANI. De igual manera, es importante mencionar que se prevé otro incremento en la tarifa de los peajes para la segunda mitad de este año el cual sería de 9,28%, correspondiente al IPC del 2023, sin embargo, la fecha de ejecución aún no ha sido definida.

Sumado al incremento tarifario en los peajes, el alza prevista en el precio del ACPM es otro factor que impulsará de manera importante el comportamiento de los precios en el transporte dado que por medio de la flota terrestre se moviliza cerca del 85% de la carga a nivel nacional. Según la CARF, el precio del ACPM tiene una brecha cercana a los 7.500 COP con respecto al valor internacional, por lo que se estiman incrementos progresivos en los próximos 18 meses para poder cerrarla. Estos dos factores plantean un desafío en la senda de la inflación. Será importante hacer

seguimiento especialmente a la variación en el costo del transporte y los alimentos en los próximos meses. Adicionalmente, considerando su peso en la canasta básica, estos factores tendrán un impacto directo en la población, por lo que es esencial estar atentos a posibles repercusiones económicas y sociales.

Otro factor de riesgo relevante que habrá que ponderar en el 2024 es el efecto indexación, que no solamente arrastrará la variación del IPC del 2023, sino que se anclará al alza en el salario mínimo. Algunos de los precios que pueden indexarse al dato de 9,3% para el cierre del 2023 incluyen los arriendos, las cuotas de administración, los servicios públicos, las matrículas educativas, los peajes y los servicios de salud, entre otros. El efecto indexación anclado a la inflación históricamente alta del 2022 explica en gran parte que el arriendo imputado (12,9% anual, contribución de 0,95pp) y el efectivo (7,6% anual, contribución de 0,71pp) formen parte de las 4 subclases de mayor contribución al IPC total del 2023. Por esto, esperamos que este tipo de bienes repliquen durante el 2024 la senda bajista del IPC del 2023, con lo que podrán contribuir a la moderación de la inflación durante el siguiente año.

A pesar de esta señal positiva, hay que tener en cuenta que en Colombia el porcentaje de indexación es comparativamente alto. Este efecto se profundizará con el aumento del salario mínimo (12% sin subsidio de transporte) por encima del aumento anual de la inflación. Según la Corte Constitucional, el incremento salarial no puede ser menor a la variación del IPC. No obstante, como lo discutimos desde ANIF en la entrega del Informe Semanal 1589 (*Salario Mínimo 2024: Un Diálogo Sincero con la Realidad Económica*), su incremento no debería superar de forma significativa la suma de la inflación y la producción total de los factores (PTF) para el año. En el caso del 2023, el cierre de la inflación en 9,3% y una PTF que cerró en -1% se alejan de la decisión de 12% del alza en el salario mínimo. Por lo tanto, el efecto en el nivel de precios sobre bienes y servicios indexados al salario mínimo (como la cuota moderadora de la EPS, las multas de tránsito y las viviendas de interés social) generará una presión importante sobre el IPC durante el 2024, que, contrario a su objetivo, podrá disminuir el poder adquisitivo de los hogares colombianos.

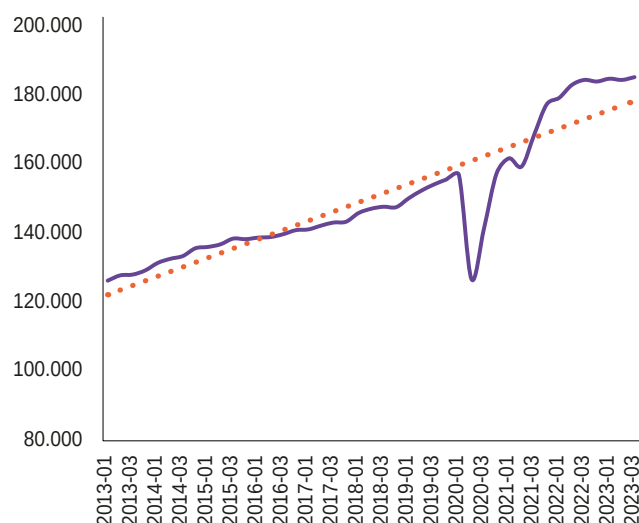
El efecto del alza en el salario mínimo nominal en 100pb, como lo estimó el Banco de la República en su estudio *Efectos Macroeconómicos del Salario mínimo en Colombia* del 2022, se asocia a un incremento de la inflación total de entre 9,5pb y 14,5pb. Por lo tanto, el alza de 12%, se traduciría potencialmente en un incremento de la inflación total cercano a 1.4pp para el 2024. Esto querría decir que para el 2024, casi la mitad de la inflación objetivo del BanRep (3%) provendría del efecto indexación, lo que generará un obstáculo a la senda de normalización del nivel de precios. Así mismo, habrá que ponderar el efecto de indexación indirecta, asociado al alza en los costos de producción de las empresas.

Por último, habrá que tomar en cuenta el desarrollo de la demanda interna en el país. La inflación núcleo (que excluye alimentos y energéticos) ha bajado por 8 meses consecutivos, lo que sigue una moderación de la demanda interna. No obstante, su variación anual (8.8% anual) permanece muy por encima de la meta del BanRep. Así mismo, observamos que el consumo privado en el país permanece por encima de su tendencia, como se ha mantenido desde el tercer trimestre del 2021, ver Gráfico 5. Lo más relevante de este dato es que países como México, Perú y Chile ya han retornado a su tendencia, lo que podrá seguir explicando en el 2024 la persistencia de la inflación en Colombia respecto a nuestros pares y el consecuente rezago en la flexibilización de nuestra política monetaria.

Teniendo en mente este contexto, desde ANIF seguimos descontando una inflación de 5,5% para el cierre de 2024, lo que implicaría una disminución de casi 4pp desde el resultado de diciembre de 2023. Esperamos que la senda decreciente se extienda hacia el 2025, alcanzando una variación anual de 4,6% en abril de 2025, ver Gráfico 6.

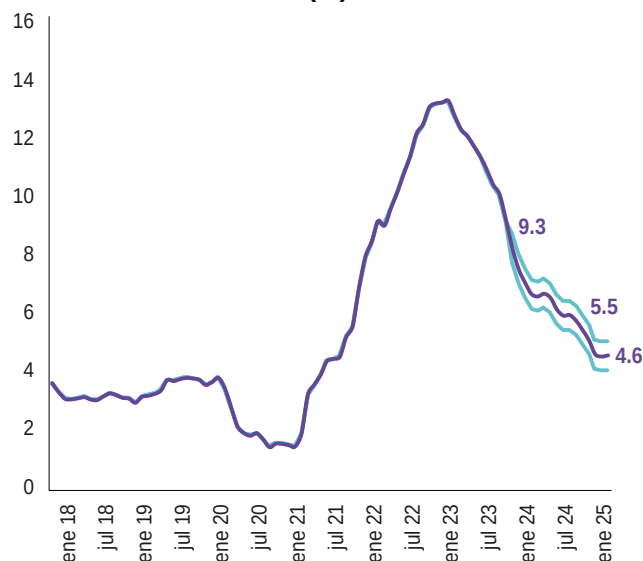
A pesar de nuestro optimismo del corto plazo, es relevante observar el repunte en la inflación descontada por el mercado de deuda pública colombiano. La medida de expectativas del mercado financiero es particularmente relevante, dado que se asocia de una manera más robusta con incrementos efectivos en la inflación. Según el estudio *Medición de las ex-*

**Gráfico 5. Consumo Privado Colombia
(serie desestacionalizada)
(miles de millones de COP, tendencia 2013-2023)**



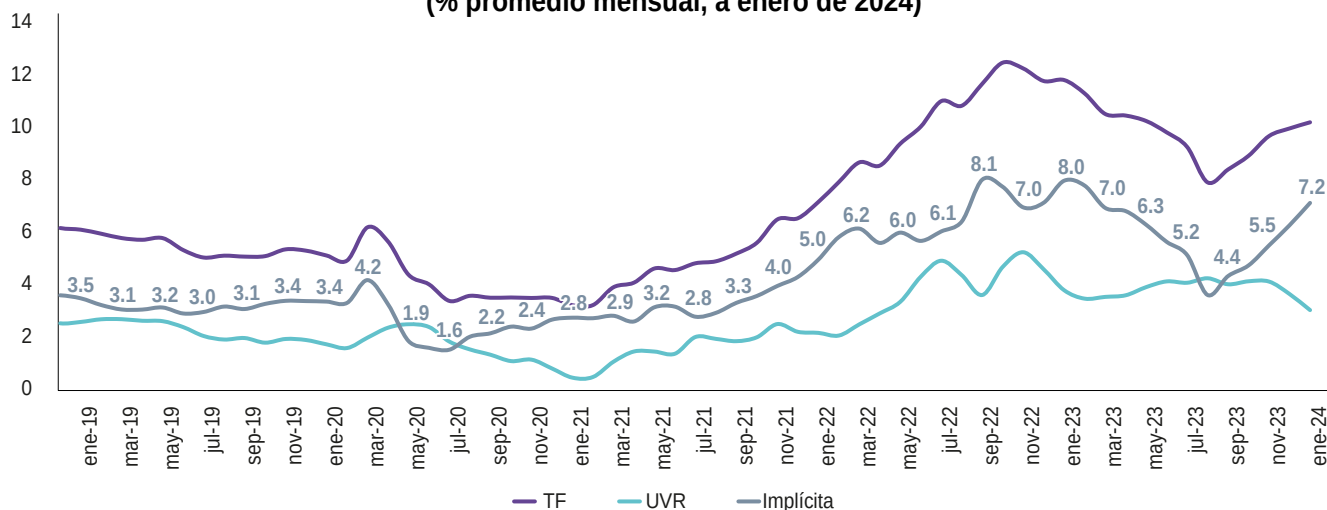
Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

**Gráfico 6. Expectativas de inflación
(%)**



Fuente: cálculos propios ANIF con base en DANE.

**Gráfico 7. Inflación implícita en el mercado de deuda pública (TES) a 2 años
(% promedio mensual, a enero de 2024)**



Fuente: cálculos propios ANIF con datos de Grupo Aval.

pectativas de inflación y su efecto sobre la dinámica de la inflación en Colombia del Banrep (2023), un incremento de 1pp en las expectativas del mercado financiero llevan a un incremento promedio de la inflación en 0,96pp, en contraste con los incrementos de 0,78pp y 0,50pp asociados a las encuestas económicas de expectativas y los modelos macroeconómicos, respectivamente.

A dos años, la diferencia entre las tasas de los TES en tasa fija y de los TES en UVR se ubica en este momento en 7,2%, ver Gráfico 7. La expectativa del mercado a corto plazo ha crecido de manera constante desde agosto del 2023, y en este momento descuenta una tasa no vista desde febrero. Lo anterior indica una pérdida de confianza de los actores del mercado frente a la capacidad del emisor de controlar el nivel de precios. A medida que se desanclen las expectativas, se podrá dar una profecía autocumplida y generar una presión alcista en la inflación que dificulte la tarea del BanRep de salvaguardar el poder adquisitivo de la moneda. Lo anterior, a su vez, podrá representar un obstáculo en la senda bajista de tasas de interés que el banco central inició en su última reunión del 2023 con una disminución de 25pb.

Consideraciones Finales

De cara al 2024 el comportamiento de la inflación en Colombia se encuentra en una senda decreciente y en general da un parte de tranquilidad a la economía. Sin embargo, persisten factores que demandan un

cuidadoso monitoreo. En primer lugar, es importante destacar que el consumo interno aún se encuentra por encima de la tendencia lo cual indica que la demanda supera la capacidad productiva de la economía. Este contexto implica presiones al alza en los precios y sigue presentándose como un desafío importante en la estabilidad económica.

También será importante tener en cuenta los efectos del fenómeno del Niño que podrán incidir directamente en los precios de la energía al tener en cuenta que los niveles de los embalses cada vez son inferiores. Así mismo, podrán incidir en el precio de los alimentos si se afectan las cosechas al haber sequías. Otro aspecto relevante es el aumento en el precio del ACPM y la tarifa de los peajes, factores que influyen directamente en el costo del transporte en los alimentos. La normalización de las tarifas debe hacerse teniendo en cuenta la senda que la inflación ha mostrado en los últimos meses, junto con la menor dinámica de consumo y crecimiento al interior del país.

Teniendo en mente este contexto, el Banco de la República se enfrenta a un escenario donde parece haber suficiente evidencia para mantener la senda a la baja de la política monetaria, pero deberá ponderar los diversos factores que podrán desacelerar la tendencia de moderación en la inflación. Siendo así, en la próxima toma de decisión de la tasa de interés será importante que se tengan en cuenta estos factores y se mantenga la confianza en la capacidad de las autoridades monetarias de preservar el poder adquisitivo de la moneda de manera técnica y autónoma.

Equipo de Investigaciones de ANIF

Presidente de ANIF

José Ignacio López G.

Vicepresidente de ANIF

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.

Asistentes de Investigación

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