

Colombia: Banrep balanceando crecimiento, inflación y volatilidad. La Reforma Tributaria, el gran pulso del gobierno.

La creciente inflación se ha convertido en el centro de atención de los bancos centrales, quienes han elevado sus tasas a niveles históricos, las tensiones geopolíticas en Rusia- Ucrania continúan repercutiendo en el comportamiento de la economía, la fluctuación en los precios del petróleo y los riesgos energéticos en la zona euro mantienen los mercados volátiles. En Colombia la tasa de cambio afectada por tendencias globales y la expectativa de las decisiones del nuevo gobierno suponen que en el medio plazo la volatilidad continuará. Mientras tanto, el Banrep estaría sopesando cada vez más el riesgo de desaceleración en su escenario.

En esta entrega destacamos.

- Los mercados internacionales continúan en la transición a acostumbrarse a tasas de interés más altas. Los bancos centrales han enfatizado la necesidad de llevar las tasas de política monetaria a terreno contractivo y dejarlas allí hasta que la inflación corrija con contundencia.
- Gustavo Petro se posesionó como nuevo presidente de la República de Colombia. El cambio de gobierno ha mantenido los mercados expectantes ante las decisiones de la nueva administración y la reforma tributaria. Por el momento, las negociaciones en el Congreso han bajado el potencial esperado de recaudo de la tributaria.
- La inflación está en el máximo valor visto hace 23 años, reflejando tanto el efecto de choques externos, como de una robusta demanda interna. Mientras tanto, el Banco de la Republica continúa elevando su tasa de interés para anclar las expectativas de inflación. Sin embargo, se espera que la inflación tarde más de lo previsto en converger a la meta de 3%. De hecho, el consenso del mercado espera que la inflación al cierre de 2023 superior al 7%.
- Los mercados domésticos han tocado hitos históricos en medio de una fuerte volatilidad. Las señales que afirman que las instituciones son robustas y que Colombia conserva un marco macroeconómico responsable podrían reflejarse en mejores condiciones en el mediano plazo.

Contexto internacional

En 2022 el retorno a la nueva normalidad se afianzó y si bien las presiones inflacionarias derivaron en la necesidad de normalizar las políticas monetarias, esta transición se ha dado más aceleradamente en la medida en que nuevos riesgos empezaron a surgir. El conflicto por la invasión de Rusia a Ucrania, puso nuevas presiones a los precios internacionales de alimentos y fertilizantes, lo que contribuye a intensificar la incertidumbre sobre la convergencia de la inflación.

Los bancos centrales a nivel global han ajustado sus tasas a pasos inusualmente altos en respuesta a los cambios súbitos en el panorama inflacionario. En línea con lo anterior, los mercados han hecho una transición en la que los activos de riesgo enfrentan dificultades para tener valorizaciones tranquilas, mientras que la renta fija enfrenta un entorno de volatilidad alto, con transiciones a tasas cada vez más altas.

En el contexto previo, el dólar ha ganado terreno frente al grueso de monedas a nivel global. El índice DXY que mide el valor del dólar frente a un grupo de monedas de países desarrolladas, se ha valorizado en cerca de 15% en lo corrido del año, mientras que las monedas emergentes se han debilitado cerca de 8%, mostrando un balance entre el efecto de la subida de tasas de los bancos centrales, pero también de los aún robustos precios de las materias primas.

El último tramo de 2022 dista de ser un periodo tranquilo de cara al cierre del año y con la llegada del invierno, hay una atención significativa al suministro de gas en Europa y a los precios en el que el suministro puede llegar. Lo anterior ante los riesgos que suponen las políticas rusas en medio del conflicto por la invasión de Ucrania. Por otro lado, la transición a nuevos gobiernos en la eurozona, también incrementan la tensión. Se espera que los bancos centrales sigan enviando señales cada vez más agresivas, pues al parecer una desaceleración económica o incluso una recesión sería tolerable con el fin de poder retornar la inflación a la meta. No obstante, pensamos que gran parte de esa posibilidad ya está en los precios del mercado.

¿Cómo va la economía?

En el primer semestre del año el desempeño de la economía fue robusto. De acuerdo con cifras publicadas por el DANE, en el primer semestre la economía creció 10.6% anual. El crecimiento estuvo impulsado principalmente por el aumento en el gasto de los hogares, el desembolso de créditos y la entrada de remesas internacionales. (Grafico 1). En lo corrido a agosto el crecimiento supera el 8.5%.

En términos anuales, los sectores que más aportaron al crecimiento han sido el sector comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos automotores y motocicletas, transporte y almacenamiento, alojamiento y servicios de comida, además es de resaltar que en el segundo trimestre las actividades financieras y de seguros crecieron 14.1% con respecto al primer trimestre.

EQUIPO RESEARCH CAPITAL MARKETS

SCOTIABANK COLPATRIA

Sergio Olarte, Gerencia de Research

sergio.olarte@scotiabankcolpatria.com.co

Jackeline Piraján Díaz, Director de Research

jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com.co

María Tatiana Mejía, Economista

maria1.mejia@scotiabankcolpatria.com.co

Daniela Silva, Estudiante en Práctica

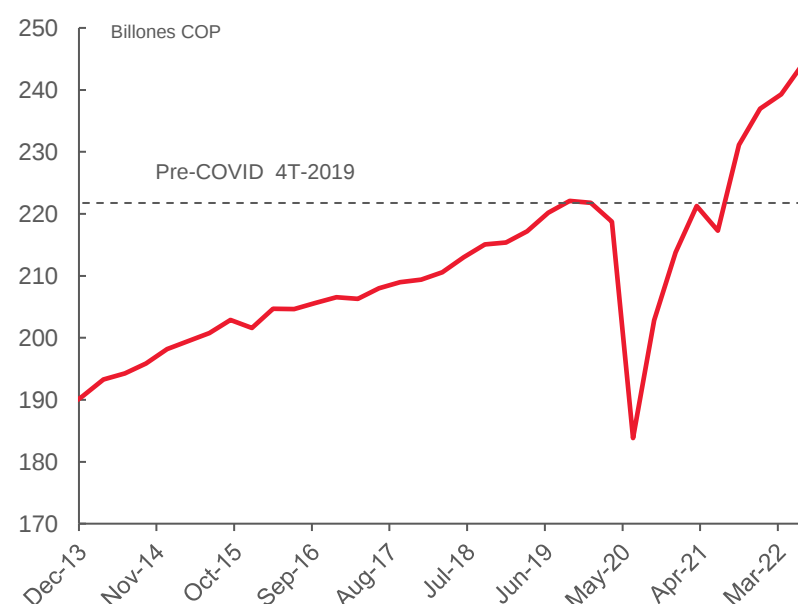
daniela1.silva@scotiabankcolpatria.com.co

Tabla de Pronósticos Macroeconómicos

Colombia	2019	2020	2021	2022 pr	2023pr
PIB (a/a %)	3.2	-7.0	10.6	7.6	2.0
IPC (a/a%)	3.8	1.61	5.62	12.5	6.1
Tasa Banrep	4.25	1.75	3.0	11.5	9.0
USDCOP	3287	3422	4077	4561	4553

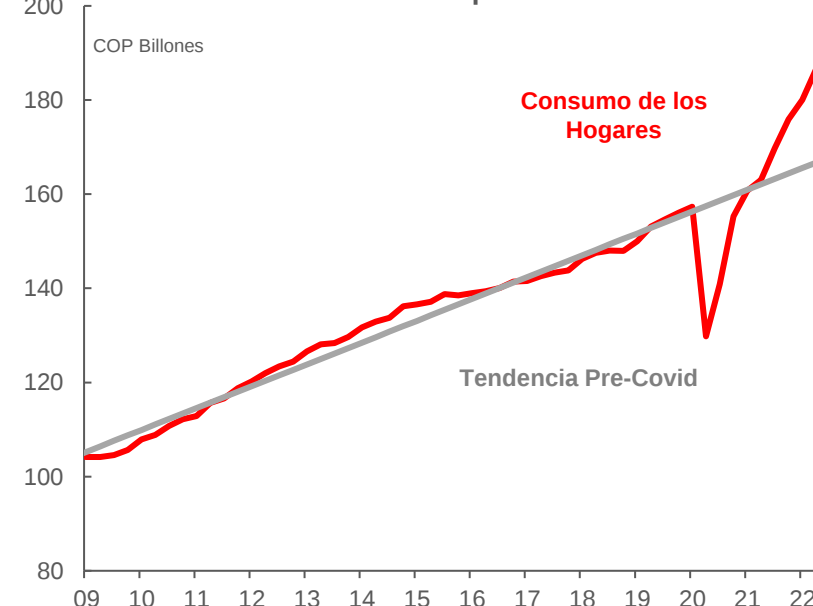
Fuente: Scotiabank Economics, Colombia

Gráfica 1: PIB Real



Fuente: DANE, Scotiabank Economics.

Gráfico 2: Evolución del Consumo privado vs la tendencia pre-covid



Fuente: DANE, Scotiabank Economics.

El sector de servicios ha contribuido en buena parte al crecimiento de la economía, y a pesar de los altos niveles inflacionarios el consumo de los hogares continúa aumentando, pues durante el segundo trimestre registró un crecimiento del 12.5% anual (Gráfico 2), el gasto de los hogares se ha localizado en bienes no durables y servicios, impulsando el rubro de alojamiento y servicios de comida el cual destaca posicionando su crecimiento por encima de los demás rubros.

El encarecimiento de insumos continúa siendo un reto para los sectores productores de bienes. En efecto, pese a que algunos precios se han estabilizado, la actividad agrícola refleja contracciones versus el año anterior. Durante el primer semestre, actividades económicas del sector agrícola como el cultivo de café (-11%), cultivos agrícolas (-1.1%) y ganadería (-0.3%), presentaron un desempeño inferior al de 2021.

El sector de minas y petróleo en el segundo trimestre el sector tuvo una variación negativa frente al primer trimestre (-0.1% t/t) y en el primer semestre registró sólo un crecimiento del 0.7% frente al mismo periodo del año anterior. De esta manera, el sector primario prevalece como el más rezagado en la recuperación post covid. Por su parte, el sector industrial, si bien tuvo un impulso fuerte de la reapertura, se ha estabilizado y en el margen ha presentado avances mucho más modestos. (Gráfico 3)

¿Qué se espera para el resto de 2022 y 2023?

Es posible que la economía continúe mostrando un buen ritmo de crecimiento en lo que resta del 2022. Sin embargo, es probable que ante las presiones de mayores precios y con unas tasas de interés más altas, el consumo se desacelere a niveles más sostenibles al cierre del año y se refleje en un menor dinamismo de los sectores (Gráfico 4).

La inversión, en especial en la actividad de construcción se espera que tome impulso reflejando las altas ventas de vivienda en 2021, mientras que el incremento del dinamismo en obras civiles dependerá de los proyectos previstos en ejecución por parte de nuevo gobierno. Es así que, desde el equipo de Economics de Scotiabank Colpatría se estima un crecimiento para 2022 de 7.6%, que en 2023 se tornaría cercano al 2%, siendo este un paso de expansión más compatible con la sostenibilidad del largo plazo.

Sector Externo, el déficit se mantiene alto.

El déficit en cuenta corriente en el primer semestre se ubicó en USD 10.2 MM, equivalente al 5.9% del PIB (Gráfico 5). En términos trimestrales el déficit fue de USD 5.04MM, representando el 5.7% del PIB, permaneciendo en los mayores niveles de déficit observados desde 2015. Las exportaciones continuaron mostrando un mejor impulso por cuenta de los altos precios internacionales de las materias primas. Por su parte, las remesas que continúan alcanzando nuevos máximos. Aunque el incremento de los pagos a empresas extranjeras con inversión directa, especialmente mineras, y las importaciones, contribuyeron a que el déficit se mantuviera alto.

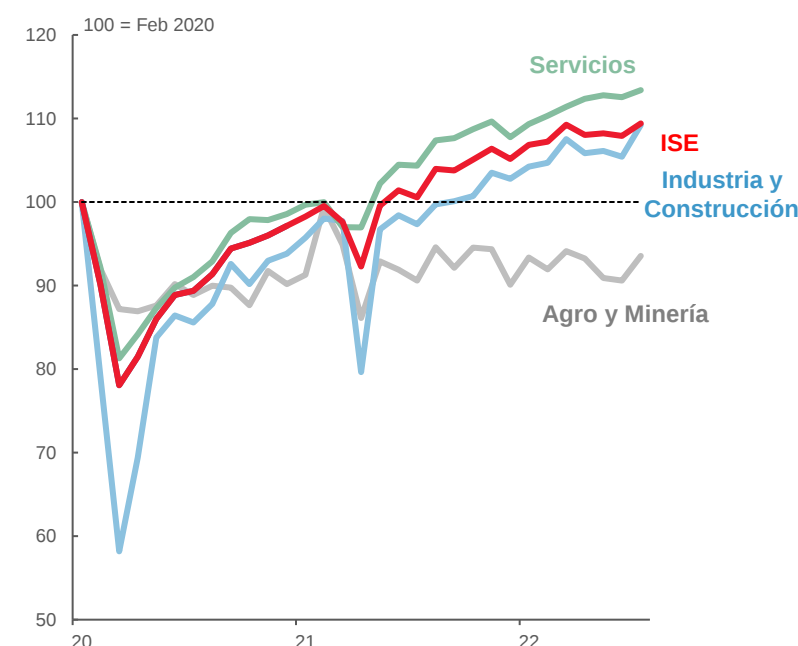
En 2022 el déficit en cuenta corriente se espera similar al presentando el 2021, alrededor de los USD 17 - 18 mil millones. Sin embargo, como porcentaje del PIB se espera que se represente cerca del 5% por cuenta de un mayor valor del PIB en dólares. Durante este año, el crecimiento económico, especialmente en materia de inversión continúa manteniendo las importaciones en niveles altos, lo que a su vez tiene reflejo en las entradas de Inversión Extranjera Directa.

Los más recientes reportes de comercio externo muestran que las importaciones continúan en máximos históricos, mientras que las exportaciones se han debilitado debido a disminuciones en el volumen de ventas en el carbón a raíz de cierres programados en las minas. De esta forma, e incluso teniendo en cuenta los eventos atípicos, el balance comercial muestra que el déficit se mantendría cercano al observado en 2021.

Por el lado del financiamiento, en el primer semestre de 2022, hubo un repunte relevante de la inversión extranjera directa (IED), pues se registró entradas por USD 9.85MM, reflejando el efecto de la oferta pública de adquisición del grupo Gilinski sobre Nutresa y Grupo Sura. Sin embargo, al excluir dicho efecto podemos resaltar que la IED tuvo un desempeño similar al del cierre de 2021. En los periodos venideros, la financiación de la cuenta corriente es clave, y además será de especial atención monitorear los efectos de los anuncios en materia tributaria en el sector minero, los cuales suponen un incremento sustancial de impuestos al sector.

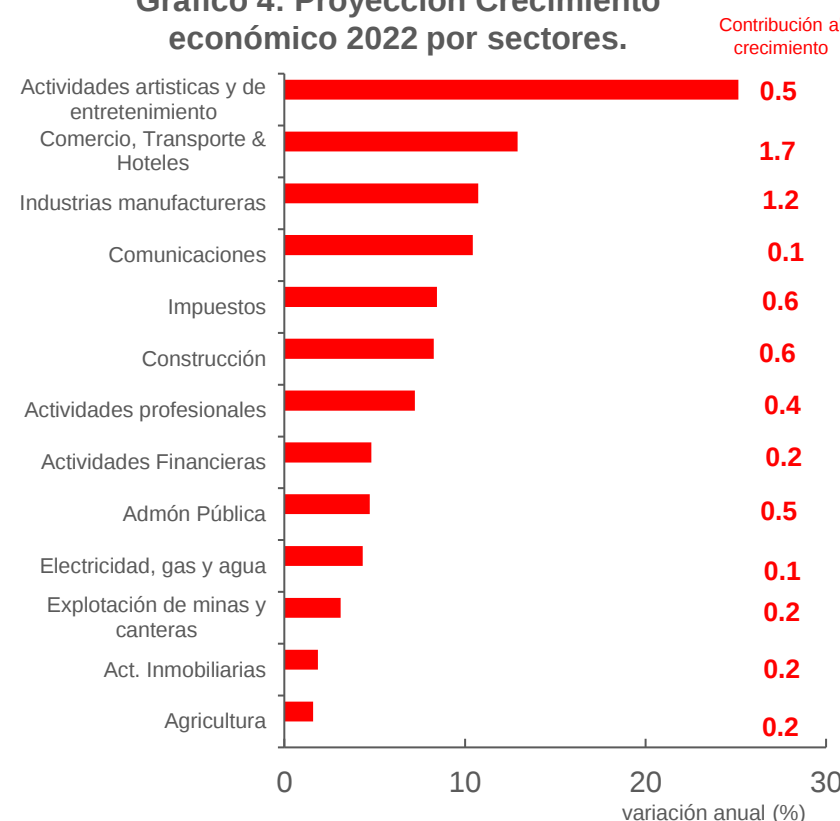
Por el lado de los flujos de portafolio, Las entradas totales fueron de USD 1.4 MM, por encima de la marca del trimestre anterior (800 millones de dólares). En el año corrido, las entradas totales totalizaron USD 2.2 MM, por debajo de lo que fue hace un año de USD 2.81 MM, mostrando un balance entre el apetito aún robusto en la deuda local por parte de inversionistas extranjeros y el menor apetito en el mercado de acciones. En términos de salidas, la cifra año corrido fue de USD 7.1 MM frente a los USD 4.2 MM registrados el año anterior. La mayoría de esas salidas provinieron de agentes privados, como los Fondos de Pensiones, que aumentaron su posicionamiento en el extranjero, pero también reflejaron algunas salidas de personas, eventualmente asociadas con una estrategia preelectoral.

Gráfico 3. Indicador de Seguimiento a la Economía
Base 100 = Feb/2020 (pre pandemia)



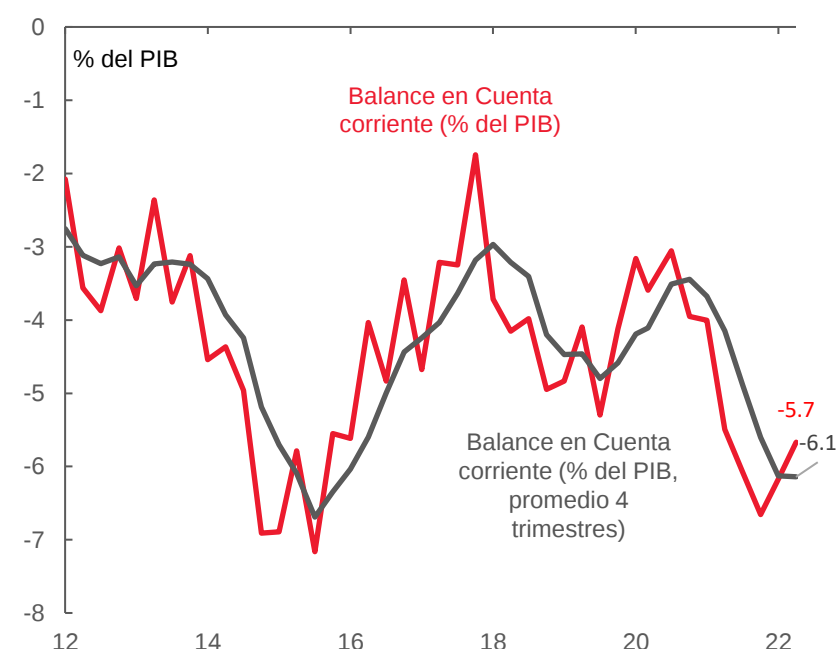
Fuente: Scotiabank Economics, DANE.

Gráfico 4: Proyección Crecimiento económico 2022 por sectores.



Fuente: DANE, Scotiabank Economics.

Gráfico 5: Evolución Déficit en cuenta corriente



Fuente: Banrep, Scotiabank Economics.

El empleo se recuperó frente a pre-pandemia, pero está rezagado frente a la tendencia de largo plazo.

La recuperación del empleo en lo corrido del año hasta agosto ha estado impulsada por el crecimiento económico del sector servicios. En agosto la tasa de desempleo se ubicó en 10.6% lo cual representa una disminución de 4pps frente al dato de enero 2022 el cual fue de 14.6%.

En términos desestacionalizados el volumen de ocupados llega a niveles pre-pandemia, mostrando mejoras frente al mismo mes del año anterior con una recuperación de 1.5 millones de personas ocupadas más (Grafico 6). Los sectores que más aportaron la recuperación de empleos fueron; el sector servicios aportando 372 mil nuevos empleos, la administración pública, la educación y la salud 300mil, las actividades relacionadas con el ocio 203 mil y la industria manufacturera 181 mil. Por su parte, la falta de dinamismo y los altos precios de insumos hicieron que el sector agrícola presentara una disminución de 30mil puestos de trabajo. Al comparar el nivel de empleo vs una tendencia de largo plazo, aún se percibe un rezago relevante en la recuperación.

Las remesas de trabajadores a Colombia continúan marcando récords un máximo histórico llegando hasta los US\$889.5 millones en julio y manteniéndose en niveles altos en agosto, lo cual explicaría la falta de participación en mercado laboral local pues la población inactiva continuara por encima de los niveles pre-pandemia en aproximadamente 1millon de personas. (Grafico 7). Sin embargo, el alto nivel de remesas y la depreciación de tipo de cambio pueden generar menos urgencia para conseguir un empleo en algunos casos.

La tasa de desempleo de las mujeres continúa disminuyendo, en lo corrido del año el desempleo de las mujeres ha pasado de una tasa de 17.1% en enero a 13.8% en agosto y acercándose nuevamente niveles pre-pandemia, recordemos que en agosto 2019 la tasa de desempleo de las mujeres era de 13.7%. Los sectores relacionados con los servicios, como el comercio, y el ocio, contribuyeron a la mitad de las mejoras de empleo femenino. Mientras que en el caso de la población masculina la tasa de desempleo fue de 8.7% y los sectores que más contribuyeron fueron el sector comercio e industria manufacturera. Lo anterior representa una disminución en las brechas de género, permitiendo una mayor participación de la mujer en el mercado laboral.

La creación de nuevos empleos contribuyó a que la tasa de informalidad se ubicara en 58.1% representando una disminución de 2.2% frente al 60.3% del año anterior, sin embargo, continúan siendo niveles altos de informalidad frente al nivel pre-pandemia, el cual se ubicaba en 43.3% aproximadamente. Esto explicado por la alta demanda del sector servicios el cual resulta altamente informal.

Inflación, la convergencia a la meta tardará más de lo previsto.

Los recientes datos de inflación han sobrepasado las expectativas del mercado, alcanzado niveles no vistos desde 1999, las presiones inflacionarias de nivel internacional debido a la invasión de Rusia a Ucrania, la interrupción de la producción normal desde China, depreciación del tipo de cambio, entre otros factores han generado persistencia de la alta inflación. Adicionalmente, hay otros elementos asociados a la demanda interna que mantienen a los precios incrementándose.

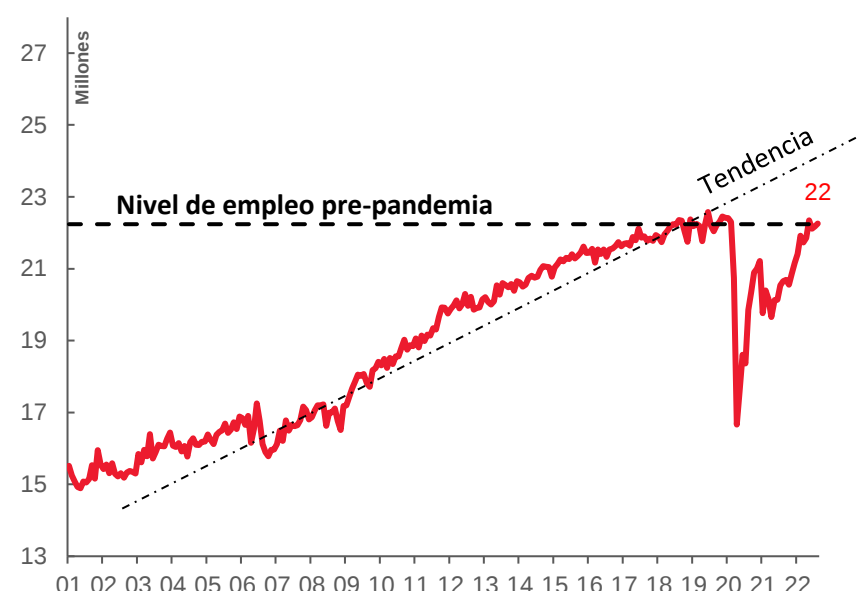
La inflación anual se ubica en 11.44% a septiembre. Entre los rubros que mayor contribuyen a este comportamiento se encuentran, Alimentos y bebidas no alcohólicas el cual en lo corrido del año ha tenido una variación de 21.19%, por su parte Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles también ha contribuido de manera significativa al aumento del IPC, con una variación anual de 5.98%.

El gobierno ha tomado medidas frente al alto nivel de precios de la energía. La ministra de Minas y energía, Irene Vélez, convocó un Pacto por la Justicia Tarifaria con el fin de los proveedores del servicio ajusten sus tarifas a través de la renegociación de contratos entre generador y comercializador. Se espera que la medida alivie moderadamente la presión de los precios domésticos. Sin embargo, hay otros factores como el precio de la gasolina y la potencial indexación a un ajuste alto del salario mínimo que evitan que la inflación caiga con fuerza.

A lo anterior también se suma un ambiente retador en cuanto a tasa de cambio. En efecto, el precio de los bienes transables, sin incluir alimentos, se ha elevado a 11,82% desde el 3,3% de finales del 2021. de cara al final del 2022 y en 2023, la depreciación del tipo de cambio también puede repercutir en una inflación más alta y persistente.

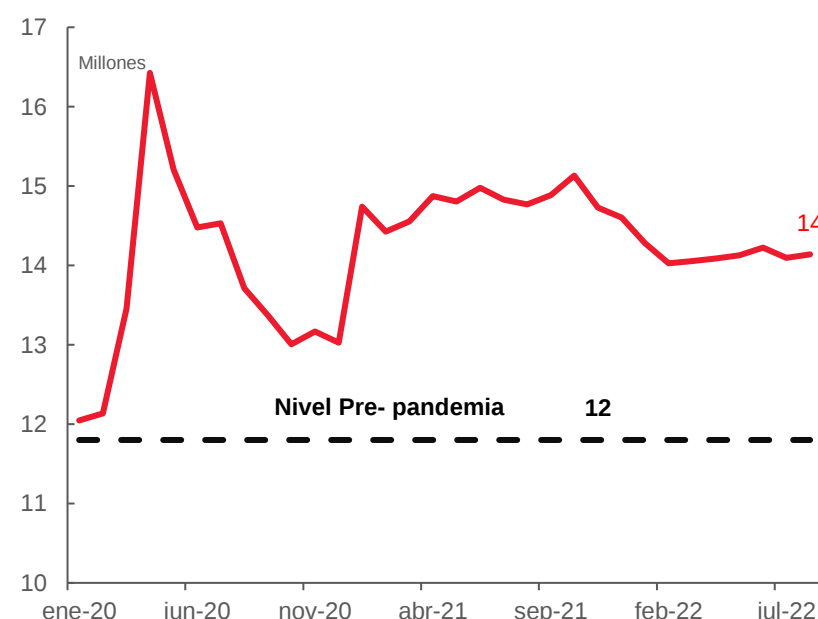
Con el anterior contexto, las expectativas de inflación se mantienen altas a mediano plazo. De acuerdo con la encuesta del Banco de la República de octubre, la inflación un año adelante se espera en 7.83% y a dos años en 4.70%, aun por encima del rango meta del Banrep definido entre el 2% y 4%.

Grafico 6: Evolución ocupados total nacional



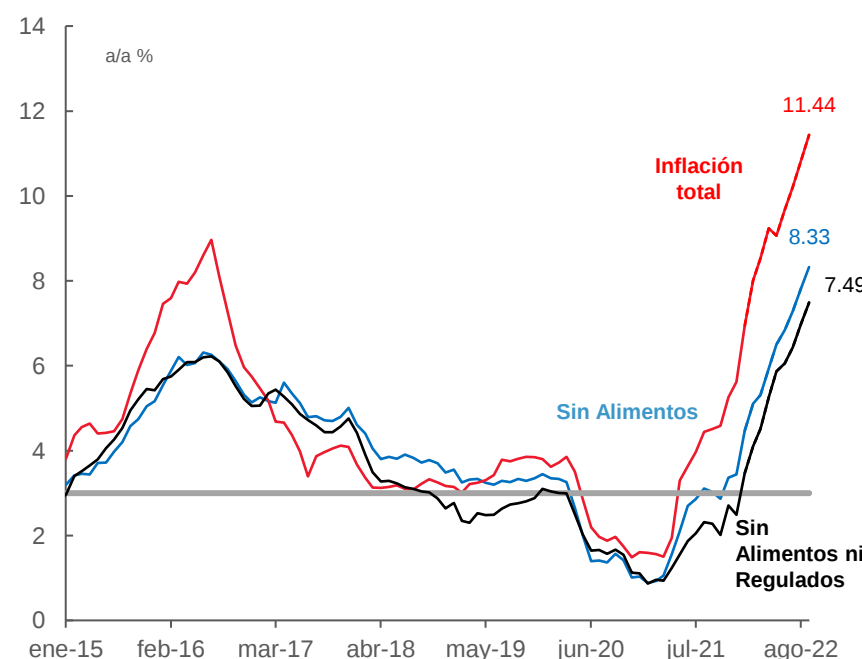
Fuente: DANE, Scotiabank Economics.

Grafico 7: Evolución inactivos total nacional



Fuente: DANE, Scotiabank Economics.

Grafico 8: Evolución de la inflación



Fuente: DANE, Scotiabank Economics.

La tasa de política monetaria se mantendría alta por un tiempo mayor.

Los altos niveles de inflación permanecen a nivel global, provocando que los bancos centrales tomen acción, adoptando una política monetaria restrictiva. Los resultados de inflación en lo corrido del año se han ubicado por encima de las expectativas, ante esta dinámica el Banco de la República de Colombia continuó aumentando las tasas de interés a niveles no visto en 14 años.

Para mayo la tasa se ubicaba en 6%, sin embargo, las decisiones de la junta directiva del BanRep se tornaron más agresivas aumentando la tasa de interés en 150pbs para junio y 150pbs en agosto, lo que elevó la tasa a 9% en agosto, sin embargo, **en septiembre la decisión del Banco de la República fue más moderada con un aumento de 100pbs ubicando la tasa en 10%. Obedeciendo primordialmente a preocupaciones sobre la posibilidad de experimentar una desaceleración económica fuerte en 2023.**

Con la volatilidad reciente de los mercados financieros, las decisiones del Banco de la República se están volviendo más difíciles. Incrementar la tasa de interés mucho podría tener un efecto adverso no deseado en la economía, especialmente en la inversión. Mientras que, incrementar la tasa de interés muy poco, no se ve adecuado a la luz de los mercados financieros que han presionado negativamente el valor del dólar y de la deuda pública. **En el contexto anterior, en la reunión de octubre el Banco de la República por unanimidad incrementó su tasa en 100 pbs al 11%, el mayor nivel en más de 20 años.**

En Scotiabank Colpatria Economics, creemos que el Banco de la República está cerca de culminar su ciclo de alzas en la tasa de interés. Sin embargo, la conversación sobre el inicio de un ciclo de recortes tardará en llegar, pues en 2023 el contexto internacional apunta a la permanencia de tasas de interés contractivas en gran parte del mundo por gran parte del año.

De esta forma, la gran tesis del 2023 supone esperar que las tasas se mantengan altas gran parte del año. En este contexto, si bien aún se observan expansiones robustas en la cartera de consumo (Gráfico 9), en la medida en que avance el año, es posible que la moderación en el gasto se manifieste y si lo anterior se conjuga con bajadas en la inflación, será en ese momento cuando el Banrep pueda considerar empezar a recortar sus tasas de interés.

Política fiscal, la reforma tributaria es el primer gran pulso.

La discusión más importante desde la posesión del nuevo gobierno ha sido el proyecto de reforma tributaria que se titula Reforma Tributaria para la Igualdad y la Justicia Social, propuesta que en la estructura es coherente con lo planteado en campaña. La propuesta buscaba inicialmente recaudar 25 billones (1.72% del PIB). El proyecto inicial proponía incrementar la tasa de tributación de renta para los ingresos superiores a los 10 millones que según cálculos es sólo el 1% de la población colombiana, también buscaba aumentar el impuesto a las ganancias ocasionales y a los dividendos sumado a eliminar las extensiones y unificar todas las fuentes de ingresos, además la implementación de un impuesto del 10% a las ventas de petróleo, carbón y oro por encima de precios umbrales, considerados en los que la actividad es sostenible y por último un impuesto a las bebidas azucaradas y a los alimentos ultra procesados.

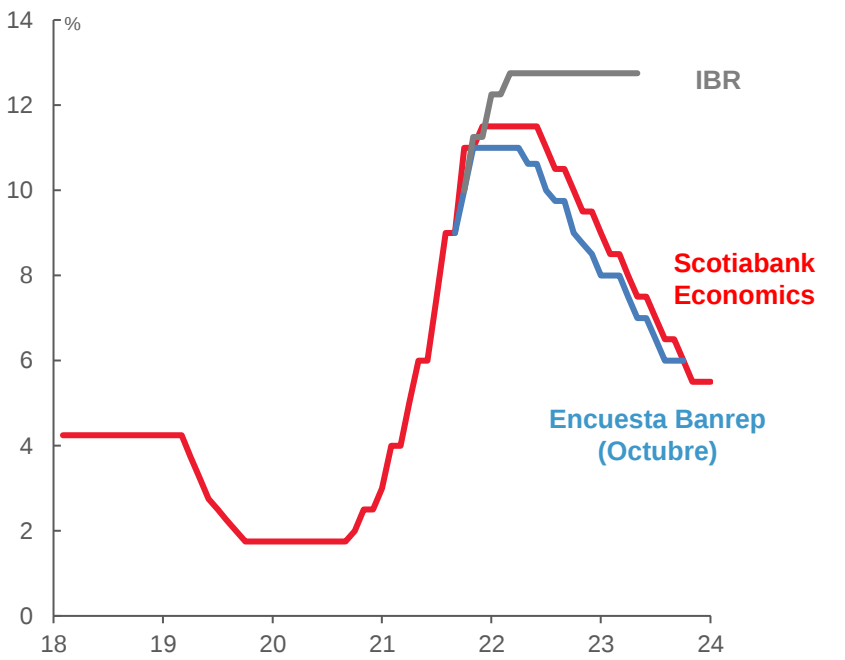
Sin embargo, en la discusión de las propuestas se presentaron diferentes modificaciones que conllevaron a un monto menor de recaudo. En la ponencia final presentada y aprobada en primer debate ante las Comisiones económicas de Senado y Cámara de representantes, se calculó un recaudo de 21.5 billones en 2023, que aumentaría gradualmente hasta llegar a COP 24.4 billones en 2026. La tributación del uso del subsuelo sería clave para lograr la meta ya que representa un poco más del 50% del valor total de la reforma, con una sobretasa gradual del 10% que genera un recaudo de 11.3 billones.

En general, la Reforma plantea la eliminación de exenciones tributarias en el sector corporativo y la reducción de beneficios tributarios para el caso de personas naturales. La negociación continúa en el Congreso y antes de discutirse en plenarias, se han anunciado nuevas modificaciones, el abandono a la iniciativa de gravar pensiones altas y la modificación en las reglas de implementación de la sobretasa al sector minero y petrolero.

Conocer el texto final de la Reforma Tributaria es relevante para despejar la incertidumbre que se ha generado en el sector empresarial por el potencial incremento a los impuestos. En efecto, incrementar la tributación en un contexto de alta inflación, altas tasas de interés y un entorno internacional volátil puede añadir presión para que el sector empresarial sea menos dinámico en los periodos venideros.

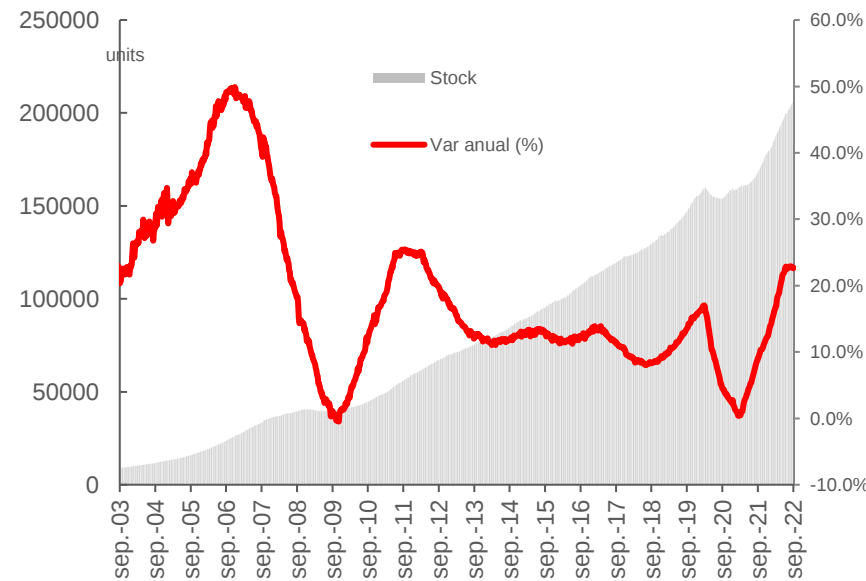
Por otro lado, la negociación con el Congreso demuestra que Colombia sigue actuando bajo el marco de decisión tradicional y que es probable que el tamaño de la reforma se pueda seguir moderando. Resaltamos además que, con las previsiones fiscales actuales, la Regla Fiscal se sigue cumpliendo (Gráfico 10). No obstante, es anticipado esperar un aumento en el rating crediticio en el corto plazo.

Gráfico 8: Expectativas de Política Monetaria, Encuesta Banrep, IBR y Scotiabank Colpatria



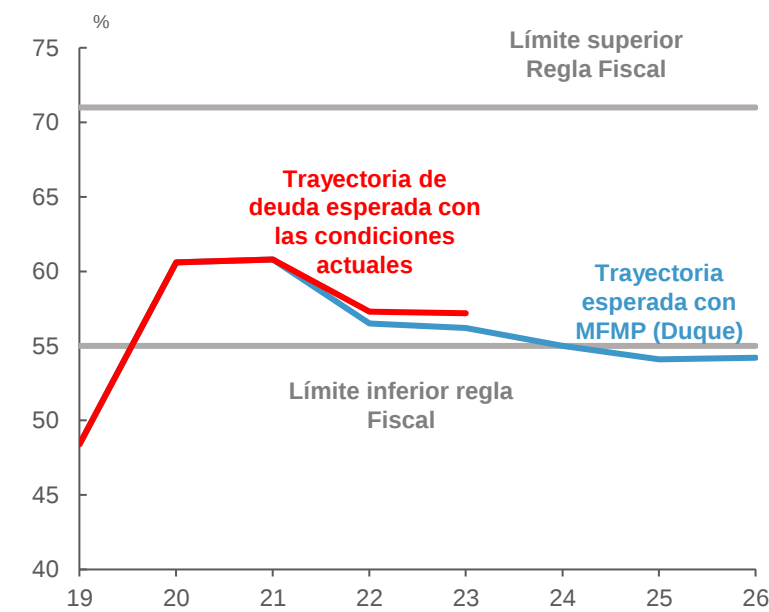
Fuente: Banrep, Scotiabank Economics.

Grafico 9: Cartera Consumo



Fuente: BanRep, Scotiabank Economics.

Gráfico 10: Deuda % del PIB con cambios PGN



Fuente: Comité Autónomo de la Regla Fiscal - CARF.

Fuente: Comité Autónomo de la Regla Fiscal - CARF.

Entorno Político, el balance de poderes y las instituciones en acción.

El domingo 19 de junio, Gustavo Petro del partido Pacto Histórico, obtuvo la victoria en las elecciones presidenciales con 11.29 millones de votos frente a la votación de 10.6 millones obtenida por Rodolfo Hernández. La posesión del nuevo presidente de la República se llevó a cabo el 7 de agosto, sin embargo, antes del evento, la atención estaba puesta en la conformación del gabinete presidencial, en especial el nombramiento del ministro de Hacienda, cargo que fue ocupado por el economista José Antonio Ocampo y que generó un gran sentimiento de confianza.

A principios de Septiembre los partidos se definieron en los grupos de las fuerzas políticas. De gobierno se declararon: Pacto Histórico, la mayoría de la coalición Centro Esperanza-Alianza Verde, Partido Liberal, Partido Conservador, de la U, Comunes y las tres curules indígenas sumando cerca del 70% del congreso si se incluyen 9 representantes de las curules de paz.

Como independientes se declararon: Cambio Radical, Mira, Colombia Justa Libres y Nuevo Liberalismo, mientras que en la oposición de afirmó el Centro Democrático y la Liga de Gobernantes Anticorrupción

Es importante decir que, si bien hay una fuerza política mayoritaria para el Gobierno, esto no implica un pase directo de las iniciativas gubernamentales, lo que implica es la concertación con un grupo amplio de partidos antes de enfrentar las votaciones en el pleno del Congreso.

En cuanto a la agenda política, la atención se ha concentrado en el proyecto de reforma tributaria el cual busca dar viabilidad a varias de las propuestas del gobierno. El primer paso fue buscar la aprobación de un aumento en el proyecto de presupuesto radicado por la administración del expresidente Iván Duque el cual era de \$391.4 billones, monto que para el ministro José Antonio Ocampo debía ser ajustado en base al problema inflacionario que atraviesa el país. Luego de varias discusiones se logró que el presupuesto aumentara en \$14.19 bn, obteniendo así la aprobación de un presupuesto total para el año 2023 de \$405.62 bn. (Ver distribución en el Gráfico 11).

Al corte de este informe, la reforma fiscal sigue en discusión y por el momento los partidos Liberal, Conservador y de La U han enviado nuevas solicitudes de cambio al documento, lo cual puede ser un claro mensaje de institucionalidad que demuestra que, en Colombia, el proceso de decisión política se mantiene como tradicionalmente se ha mantenido.

Mercados, la volatilidad continúa siendo predominante.

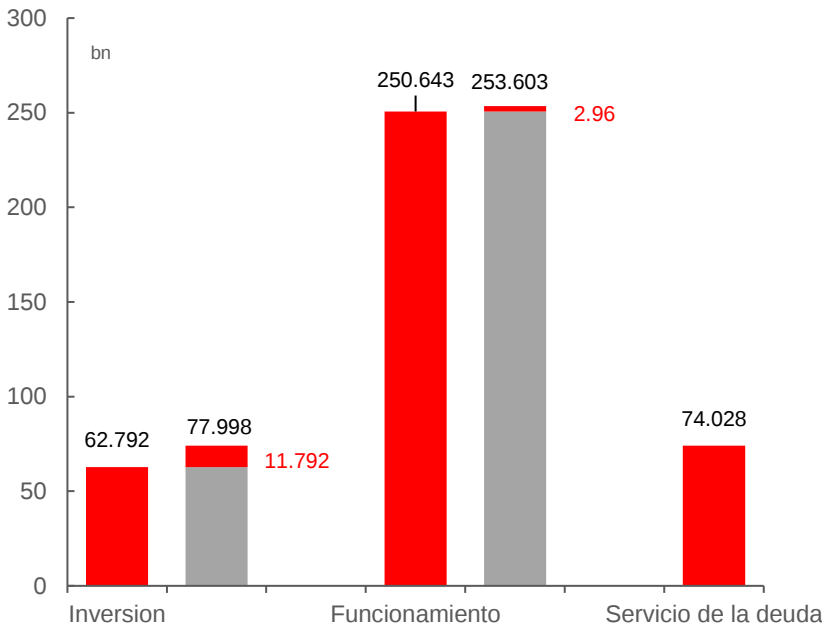
El contexto internacional y local ha mantenido al los activos locales con una volatilidad históricamente alta. En el caso de la tasa de cambio, durante octubre se alcanzó una nueva cotización máxima de 4999 pesos en las operaciones del intradía, mientras que las tasas de deuda pública incluso operaron a niveles superiores al 15% (gráfico 12).

En efecto, el contexto de mayores tasas a nivel internacional ante la persistencia de los problemas inflacionarios, han llevado a una fortaleza de dólar a nivel internacional. No obstante, incluso teniendo en cuenta dicha situación, el precio del dólar en Colombia se ha extendido más allá, respondiendo a comunicaciones que generaron confusión sobre las reglas de juego de mediano plazo para la política económica (Gráfico 13).

Al cierre de este reporte, parte de la volatilidad experimentada se ha contenido. Los modelos macro tradicionales apuntan a que el valor de mediano plazo para el dólar debería oscilar entre 4550 y 4650 pesos, incluso teniendo en cuenta una prima por riesgo idiosincrático. Sin embargo, la volatilidad puede mantenerse en el cierre del año por cuanto no se anticipan señales tempranas que sean lo suficientemente contundentes para calmar al mercado completamente.

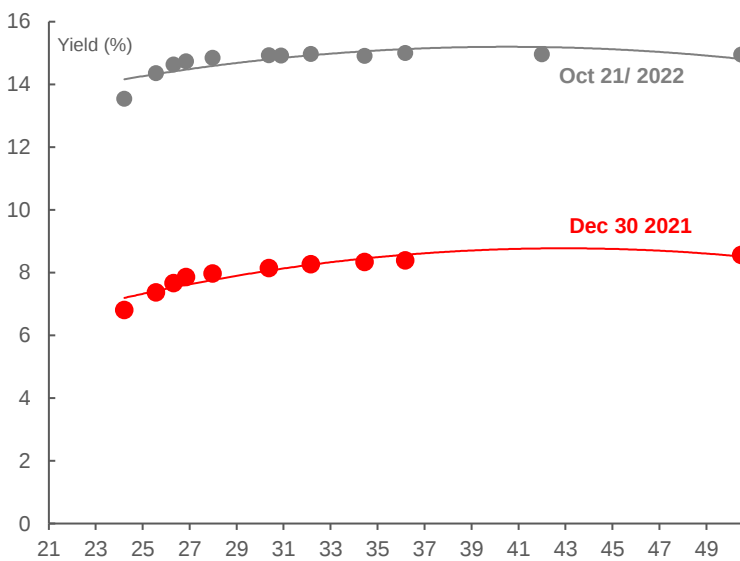
En nuestro juicio, las señales más contundentes involucran una moderación de la reforma fiscal por parte de los partidos tradicionales y en general, muestras que recuerden al mercado que Colombia tiene instituciones robustas entre ellas, el banco central independiente, los tres poderes del gobierno y un marco de responsabilidad fiscal con una vigilancia de un Comité Autónomo.

Gráfico 11: Distribución del presupuesto 2023



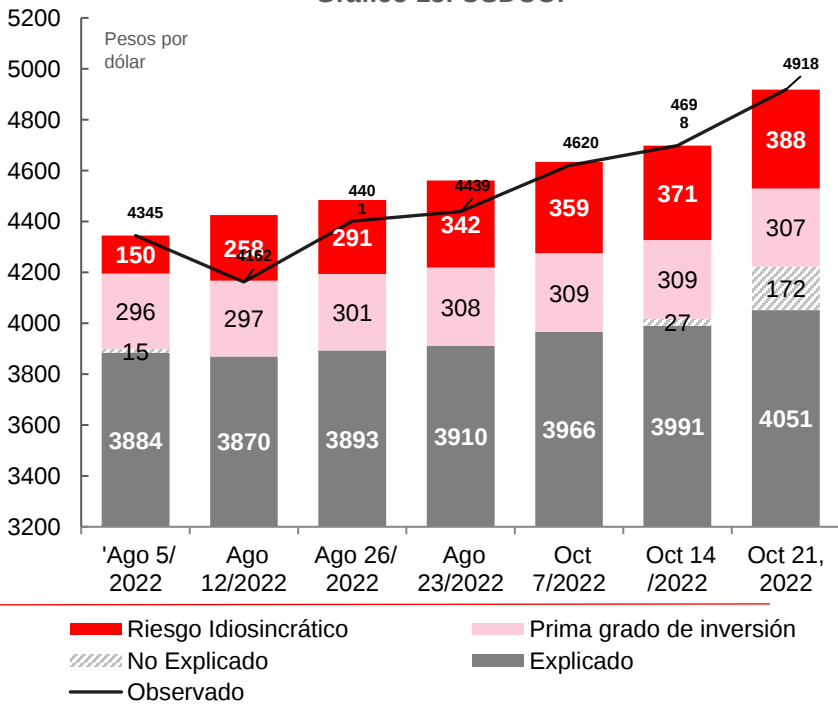
Fuente: Scotiabank Economics.

Gráfico 12: Yield Curve COLTES



Sources: Bloomberg, Scotiabank Economics.

Gráfico 13: USDCOP



Fuente: Scotiabank Economics.

Lo que sigue ...

- **Reuniones de Política Monetaria:** La junta de octubre y diciembre serán claves. El Banco de la República está sopesando un panorama en el que la inflación se tarda más en converger a las metas y en el que el riesgo de una desaceleración económica se hace más visible.
- **En lo político,** luego de la Reforma Tributaria, el pulso del poder se reflejará en la Reforma Política, Agraria, entre otras en las que el tiempo de presentación es aún incierto, pero que concentrarán la agenda del 2023
- **Contexto internacional.** Los bancos centrales están llegando a las etapas finales del ciclo de aumento de tasas de interés. En algunos casos el modo de esperar mantendrá en expectativa al mundo. **Para 2023 acostumbrarse a las altas tasas de interés será la principal tesis.** Todo lo anterior, mientras la inflación demuestra signos de reducción más clara y se afirma la expectativa de que el siguiente paso será un ciclo de recorte de tasas.

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cuentas Nacionales						
Crecimiento real del PIB (anual %)	3.2	-7.0	10.9	7.6	2.0	3.0
Demanda Interna (a/a, %)	4.0	-7.4	13.8	9.2	2.5	2.6
Consumo (a/a, %)	4.2	-4.1	14.2	7.1	0.4	2.3
Privado (a/a, %)	4.0	-5.0	15.4	7.8	0.4	2.3
Gobierno (a/a, %)	5.4	-0.7	10.4	4.0	2.3	1.9
Formación Bruta de Capital Fijo(y/y, %)	2.6	-20.7	14.0	12.6	11.8	6.3
Exportaciones netas (% del PIB)	17.5	-15.4	59.0	27.0	8.5	4.1
Exportaciones (a/a, %)	3.3	-22.6	16.0	18.3	4.6	3.5
Importaciones (a/a, %)	7.7	-20.2	30.5	21.5	6.4	3.8
Mercado Laboral						
Desempleo (% promedio)	10.5	16.1	13.7	10.8	10.7	10.5
Balanza de Pagos						
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14.1	-13.2	-20.5	-18.7		
Exportaciones (USD\$, MM)	51.3	38.1	50.4	63.1		
Importaciones (USD\$, MM)	65.5	51.3	70.9	81.9		
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-18		
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4.6	-3.4	-5.7	-5.0	-3.80	-3.5
Términos de Intercambio (a/a, %)	4.04	-12.62	20.74			
Precios, tasas & Tasa de Cambio						
IPC (a/a, %, fin periodo)	3.80	1.61	5.62	12.45	6.11	4.38
IPC (a/a, %, promedio)	3.52	2.53	3.49	10.08	9.0	4.65
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3.45	1.03	3.44	9.47	4.89	4.28
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4561	4553	4550
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4479	4549	4550
BanRep tasa de política (% fin periodo)	4.25	1.75	3.00	11.50	9.0	5.5
Indicadores Fiscales*						
Deuda Bruta del GNC (% del PIB)	50.3	64.7	63.8	56.5	56.2	
Déficit del GNC (% del PIB)	-2.5	-7.8	-7.1	-5.6		
* Plan Financiero, Min Hacienda						

Disclaimer:

- Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Colpatria S.A. Establecimiento Bancario, para ser distribuido entre sus clientes y entre los de sus filiales en Colombia: Fiduciaria Scotiabank Colpatria S.A. Sociedad de Servicios Financieros y Scotia Securities (Colombia) S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa, entidades sometidas a la inspección, vigilancia y control por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.
 - El contenido del presente documento no constituye una recomendación profesional o un informe de investigación sobre inversiones para realizar inversiones, en los términos de los artículos 2.40.1.1.2 y 2.40.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 o de las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.
 - La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación personalizada de inversión, ni invitación, oferta, solicitud, sugerencia u obligación por parte de Scotiabank Colpatria S.A., ni sus filiales en Colombia, sus administradores, representantes, asociados, directores, socios, empleados, asesores o contratistas. En ese orden de ideas, la información contenida en este documento se publica para su utilización general y no tiene en cuenta objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de algún inversionista en particular. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor. El lector debe tener claro que el objetivo del documento no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados. La información contenida es de carácter estrictamente referencial y así debe ser interpretada.
 - Las personas interesadas, deben buscar asesoramiento profesional autorizado sobre la conveniencia de tomar decisiones de inversión y deben comprender que es posible que las declaraciones con respecto a las perspectivas futuras no se realicen.
 - Las opiniones contenidas en este documento se han compilado o se han obtenido de fuentes información públicas que se consideran confiables, pero no se hace ninguna declaración de garantía, expresa o implícita, en cuanto a su exactitud o integridad.
 - Ni Scotiabank Colpatria S.A., ni sus filiales aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de la información contenida en este documento.
 - La información contenida en este documento se basa en ciertos supuestos y análisis de la información disponible en el momento en que esta se preparó, los cuales pueden ser o no correctos. Por lo anterior, no hay ninguna certeza acerca de que las proyecciones contenidas en este documento se cumplirán; por lo cual, nada de lo contenido en este documento es o debe ser considerado como una promesa o garantía en cuanto al comportamiento de las proyecciones en el futuro.
 - Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas en este documento están sujetas a cambios, sin previo aviso.
 - Este documento no es, y no debe interpretarse como: (i) una oferta de venta o solicitud de una oferta para comprar valores; (ii) una oferta para realizar transacciones comerciales; o (iii) una asesoría de inversión.
- ® Marca registrada de The Bank of Nova Scotia, utilizada bajo licencia. * Scotiabank se refiere a The Bank of Nova Scotia.

Acerca de Scotiabank Colpatria

Scotiabank Colpatria cuenta con un amplio portafolio en el cual se destacan créditos a clientes del segmento Retail, Corporativo y Business, así como crédito de consumo, préstamos hipotecarios, entre otros. Es uno de los principales emisores de tarjetas de crédito (incluidas marcas compartidas), y de crédito rotativo. Tiene presencia en 22 ciudades colombianas, una amplia red de oficinas, corresponsalía bancaria y más de 700 cajeros automáticos propios a nivel nacional. Para acceder al variado portafolio de productos se puede consultar la página web: www.scotiabankcolpatria.com, con la fuerza comercial en las sucursales o en la línea de atención en Bogotá (601) 756 1616 y a nivel nacional 01 8000 522222.

Acerca de Scotiabank

Scotiabank es un banco líder en las Américas. Inspirándonos en nuestro propósito corporativo, “por nuestro futuro”, ayudamos a nuestros clientes, sus familias y sus comunidades a lograr el éxito a través de una completa gama de asesoría, productos y servicios en los sectores de banca personal y comercial, gestión patrimonial, banca privada, corporativa y de inversión, y mercados de capital. Con un equipo de más de 90,000 empleados y alrededor de \$1.3 billones en activos (al 30 de abril de 2022), Scotiabank cotiza sus acciones en la Bolsa de Valores de Toronto (TSX: BNS) y la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE: BNS). Para obtener más información, visite <http://www.scotiabank.com> y síganos en Twitter @ScotiabankViews.