

Análisis Macroeconómico: tercer trimestre 2023

Colombia y el mundo, en búsqueda de un aterrizaje suave

Septiembre 2023

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com

Scotiabank Colpatria | Capital Markets

Carrera 7 No 114-33 | Piso 16 | Bogotá, Colombia

Colombia y el mundo, en búsqueda de un aterrizaje suave

Los mercados atraviesan por grandes tormentas de volatilidad, buscando afirmar la tesis de un aterrizaje suave que permita encontrar la trayectoria de las tasas de interés en los próximos meses. Los bancos centrales siguen siendo cautos, pero con mano dura, ya que están dispuestos a mantener altos los tipos de interés el tiempo que sea necesario, mientras que los datos macroeconómicos no brindan la claridad suficiente.

En Colombia, los resultados del PIB del 2Q de 2023 han mostrado que la economía colombiana está en una sana senda de desaceleración, se puede decir que un año de transición, a causa de una mayor inflación, una tasa de interés más alta y un crecimiento excepcionalmente alto en 2022, especialmente en el consumo privado. A esto se suma, una alta incertidumbre y que los recortes de tasas en 2023 no pueden darse por sentados, ya que dependerán fuertemente de los próximos datos de inflación.

En esta entrega destacamos:

- Los mercados internacionales siguen en la búsqueda de señales que brinden mayor claridad de hacia dónde estarán inclinadas las decisiones de política monetaria de los grandes bancos centrales. Esto teniendo en cuenta que sus miembros siguen preocupados por los riesgos actuales relacionados con la inflación, dejando abierta la posibilidad de aumentos adicionales, lo que se ha traducido en una mayor volatilidad e incertidumbre a nivel global.
- En Colombia, la actividad económica se expandió a un ritmo más lento en medio de una menor demanda privada con actividades de inversión más débiles. La inflación sigue cediendo, pero a un menor ritmo. El Banrep sigue siendo cauteloso sobre los eventuales recortes de tasas de interés ya que la decisión dependerá en gran medida de la corrección en la inflación.
- Recientemente llama la atención las condiciones de liquidez en el país, así como la menor ejecución del gasto público que está complicando el trabajo de la política monetaria. Mientras que el Banrep terminó su ciclo de alzas en la tasa de política monetaria, las tasas de mercado financiero han seguido subiendo, asestando un golpe adicional a la economía.
- Pese a la volatilidad internacional, los activos locales de tasa de cambio y deuda pública se han comportado positivamente. La mejor liquidez doméstica y la expectativa por un cambio de ciclo en la política monetaria han empujado el movimiento.

Tabla de Pronósticos Macroeconómicos

Colombia	2021	2022	2023pr	2024 pr
PIB (a/a %)	11	7,5	1,8	2,6
IPC (a/a%)	5,62	13,2	8,60	4,22
Tasa Banrep	3,0	12,0	12,25	5,75
USDCOP	4077	4850	4250	4316

Contexto internacional

Los mercados se encuentran en un entorno de acción/reacción, muy atentos a las publicaciones macroeconómicas de las grandes economías a nivel mundial. La inflación es la protagonista para saber el rumbo de lo que podrían ser las decisiones de tasa de política monetaria en los próximos meses, sin perder de vista la evolución de la actividad económica.

Los mercados han mantenido sus ojos en China y los problemas en un sector inmobiliario que sobrecarga el ya moderado crecimiento en ese país. Ante esto, el gigante asiático ha anunciado una serie de medidas encaminadas a estimular la demanda doméstica y la moneda china en medio de preocupaciones sobre sus perspectivas de crecimiento. El Banco Popular de China (PBoC), junto con varios bancos chinos redujeron los tipos de interés de los depósitos en yuanes, y además, bajaron los tipos de interés de las hipotecas. Asimismo, con el fin de impulsar los mercados el Ministerio de Finanzas y la Administración Tributaria de China, anunciaron una reducción en el impuesto de timbre en operaciones bursátiles pasando del 0,1% al 0,05%.

Entre tanto, durante este trimestre los mercados internacionales volvieron a hablar algunas semanas del escenario Ricitos de Oro (calma nerviosa), en donde la inflación mostró señales de moderación, mientras que los indicadores de actividad fueron confirmando la tesis de aterrizaje suave. De hecho, el FMI aumentó sus proyecciones para el crecimiento del PIB mundial de 2023 al 3%, mientras que, en la última reunión de bancos centrales, la Reserva Federal y el Banco Central Europeo (BCE) aumentaron de 25 pb cada uno. Sin embargo, estas señales iniciales se vieron opacadas luego de la rebaja de Fitch de la calificación crediticia de Estados Unidos de AAA a AA+.

De cara a lo que serán las próximas decisiones en materia de tasa de interés, en el simposio de Jackson Hole, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, sorprendió al mercado con algunos comentarios agresivos, afirmando que el banco central de Estados Unidos está preparado para elevar aún más las tasas de interés si es necesario. Además, tiene la intención de mantener altos los costos de endeudamiento hasta que la inflación siga un camino convincente hacia el objetivo del 2% de la Fed, mientras que advirtió que la inflación aún "tiene un largo camino por recorrer" para llegar a la meta. Sumado al mensaje de Powell, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, también recalcó el compromiso del BCE de controlar la inflación, haciendo énfasis en que la tasa de política se mantendría alta el tiempo que se considere necesario.

Contrario a lo que ocurre en Estados Unidos y la euro zona, en América Latina, Chile y Brasil comenzaron el ciclo de flexibilización con recortes de tasas más fuertes de lo esperado, las monedas reaccionaron negativamente y ahora los mercados se preguntan cuál es el próximo país de la región para comenzar el ciclo de flexibilización.

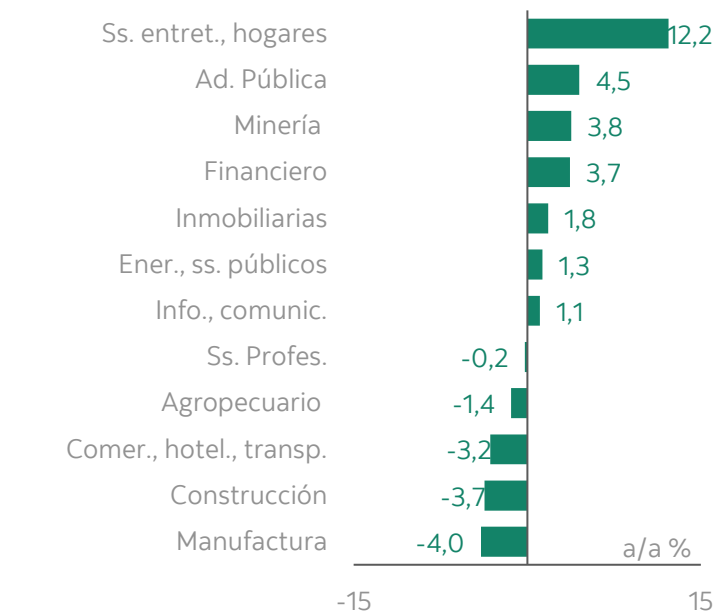
Por el momento, los mercados continuarán mostrando una alta volatilidad debido a una inflación mas resistente de lo esperado al igual que la economía mundial y el empleo. En la zona euro, los datos de inflación sorprendieron al mercado y generaron presiones que retrasarían la pausa en el endurecimiento monetario por parte del BCE antes de la próxima reunión de septiembre. Por su parte, en Estados Unidos la publicación del índice de precios de gastos de consumo personal (PCE) para julio estuvo en línea con las expectativas del mercado, pero mostrando que la inflación básica sigue siendo preocupante. Además, la revisión a la baja del PIB del 2T hasta el 2,1% t/t, y los datos de empleo de julio reavivaron el sentimiento de un aterrizaje suave, lo que daría margen para una pausa de cara a la próxima reunión de la Fed.

¿Cómo va la economía colombiana?

El crecimiento del PIB durante el segundo trimestre de 2023, publicado por el DANE, sorprendió a la baja. El PIB real de Colombia creció 0,3% interanual en 2T-2023, ligeramente por debajo de nuestra proyección y del consenso (0,4% interanual y una caída de 1% en términos trimestrales). Los sectores relacionados con los servicios (principalmente las actividades relacionadas con la salud, así como las actividades artísticas y de entretenimiento) compensaron la ralentización observada en los sectores de comercio y manufactura. Por su parte, sectores relacionados con los juegos de azar en línea y el ocio siguen mostrando una resiliencia importante creciendo por encima del resultado global del PIB.

Los datos de actividad económica del 2T-23 revelan que el consumo privado continuó desacelerándose, particularmente debido a la menor demanda de bienes durables y semidurables, mientras que los bienes y servicios de consumo básico aún están creciendo de manera importante. Estos resultados confirman el ajuste gradual de la actividad económica. Creemos que la actividad económica habría tocado fondo durante el segundo trimestre de 2023. De hecho, esperamos que, en el segundo semestre de 2023, la actividad económica se recupere un poco gracias al tipo de cambio más bajo y al mejor gasto público.

Gráfico 1: PIB 2Q-2023 por sector



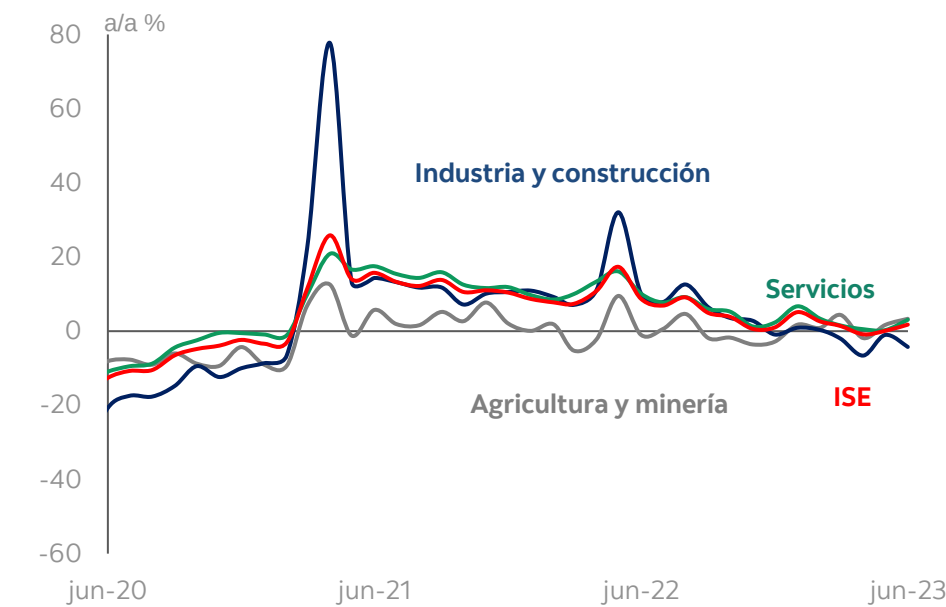
Durante el segundo trimestre de 2023, los sectores relacionados con los servicios siguieron superando a los sectores productores de bienes (Gráfico 1). Las expansiones más significativas provinieron de la administración pública y las actividades de defensa, la educación, las actividades de salud humana (4,5% interanual) y el ocio (12,2% interanual). Estas variaciones se explican principalmente por el lado del sector salud, en parte debido a la financiación hospitalaria, la apertura de nuevas unidades de salud y la expansión de los servicios ambulatorios. En el caso de las actividades de entretenimiento, se debe a un aumento en las apuestas en línea. Por otro lado, los sectores que más se contrajeron fueron el manufacturero (-4,0% interanual), la construcción (-3,7% interanual) impulsado por la ingeniería civil, que experimentó una caída del -17,9% interanual, y el comercio, el transporte y la hostelería (-3,2% interanual).

La demanda interna se contrajo un 3,9% a/a en el 2T-2023, alcanzando niveles no vistos desde 2020. Por el lado del consumo final de los hogares (+0,9% interanual), siguió contribuyendo positivamente al crecimiento, aunque a un ritmo más lento vs crecimientos de dos dígitos de un año atrás. En particular, el componente de servicios contribuyó positivamente a la variación en 2,1 p.p. Por otro lado, la formación bruta de capital fijo (inversión) se contrajo un 7,8% a/a durante el segundo trimestre, especialmente en maquinaria y equipo (-13,8% a/a), edificios no residenciales (-7,1% a/a) y edificios residenciales (-2,2% a/a). Adicionalmente, se presentó una caída de más de dos dígitos en los inventarios de la economía, haciendo ver que la producción se ha visto afectada, pero también que seguramente con una tasa de cambio menor la recuperación de estos inventarios se verá en el futuro próximo.

En cuanto al Indicador de Actividad Económica (ISE) en junio de 2023, mostró un crecimiento interanual del 1,7% (Gráfico 2) y un crecimiento intermensual desestacionalizado del 1,1%. El aumento anual de junio de 2023 fue impulsado por las actividades primarias y terciarias (servicios), que registraron variaciones anuales positivas del 3,3% interanual y del 3,1% interanual, respectivamente. Por su parte, las actividades secundarias (manufactura y construcción) experimentaron un retroceso interanual del 4,3%. Las actividades de la administración pública, los servicios de salud, las actividades artísticas y de entretenimiento, así como el sector agrícola, contribuyeron positivamente a la variación anual del ISE.

En términos desestacionalizados, el sector de actividades terciarias fue el único que mostró expansiones, registrando un crecimiento intermensual del 1,1% en junio respecto al mes anterior. Tanto la actividad primaria como la secundaria registraron descensos en junio, situándose en -0,2% intermensual y -2,6% m/m, respectivamente.

Gráfico 2: Indicador de Actividad Económica - ISE



Fuente: DANE. Cálculos Scotiabank Colpatría Economics

Todo lo anterior, apunta a que la actividad económica tocó un fondo en el 2T 2023, en nuestra opinión, esperando una recuperación gradual para la última parte de 2023. Dicho esto, somos conscientes de que el gasto público sigue siendo una incógnita y existe incertidumbre en torno a la eficiencia del gobierno. Por lo tanto, desde Scotiabank Colpatría seguimos siendo relativamente constructivos con la economía colombiana, aunque seguimos manteniendo el pronóstico de 1,8% este año. Sin embargo, a largo plazo, la caída de la inversión es una preocupación, ya que la producción potencial puede verse afectada. La recuperación de la inversión esperada es gradual y solo para reemplazar inventarios que no es el mayor gasto de capital necesario para mantener o aumentar la producción potencial. Por lo tanto, aunque no hemos reducido el crecimiento del PIB del próximo año del 2,6%, el sesgo es a la baja.

El mercado laboral se muestra resiliente y mantiene la tasa de desempleo en un dígito

Los datos de mercado laboral han presentado un comportamiento positivo. En junio la tasa de desempleo nacional registró la cifra más baja desde noviembre de 2015, aun así, en julio la tasa de desempleo nacional se ubicó en 9,6% mostrando un leve deterioro frente a la cifra de junio (9,3%) (Gráfico 3). En cuanto al desempleo en zonas urbanas, este presentó un deterioro más significativo pasando de 8,8% en junio a 9,8% en julio. **Pese al aumento del desempleo registrado en julio, las cifras muestran un mercado laboral que se mantiene fuerte ante la desaceleración económica, en parte gracias al resultado tan positivo de los sectores de servicios de la economía, que son más intensivos en mano de obra.**

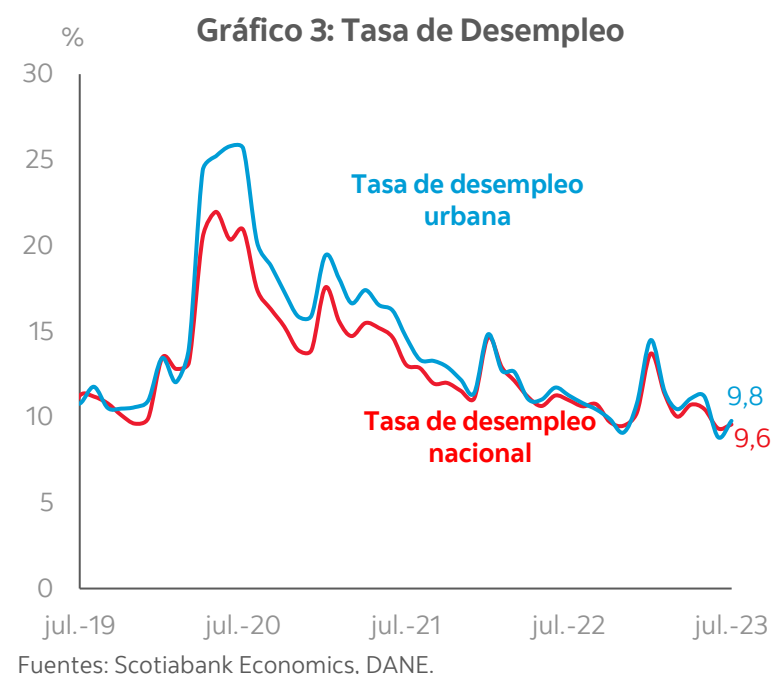
La tasa de participación laboral se ubicó en 64,8% en julio, lo que representó un aumento de 1,3 p.p. frente a la tasa de participación registrada en julio de 2022 (63,5%). Lo anterior refleja una mayor cantidad de personas que se suman al mercado laboral, con un crecimiento en la tasa de ocupación, que responde de manera positiva, con la generación de alrededor de 1,1 millones de puestos de trabajo respecto a julio de 2022. En valores ajustados por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional se ubicó en 9,4%, manteniendo una tendencia descendente desde el 10,7% registrado en abril de 2023. Mientas, **la tasa de desempleo urbana marco la mejor cifra registrada al ubicarse en 8,8% en junio**, pero repuntando en julio con una cifra de 9,8% ajustada estacionalmente, aun así, mostró un resultado positivo no observado desde 2016.

Por sectores, 12 de ellos registraron un aumento en el número de puestos de trabajo. El sector de la Construcción fue el que más contribuyó a la generación de empleo, creando alrededor de 234 mil puestos de trabajo frente a julio de 2022, seguido por el sector de Actividades artísticas, entretenimiento recreación y otras actividades de servicios que aportó a la variación con +218 mil puestos de trabajo. Por su parte, el rubro de Servicios profesionales, científicos, técnicos y administrativos fue el único en registrar un recorte de puestos de trabajo (-60 mil).

La brecha del desempleo entre hombres y mujeres se redujo a 4,0%, siendo la más baja desde agosto de 2018. En julio, se registró un aumento de 674 mil mujeres ocupadas, mientras el número de hombres ocupados aumentó en 453 mil. El sector de Actividades artísticas, entretenimiento recreación y otras actividades de servicios, fue el que más aportó a variación de empleos de la población femenina con un valor de 170 mil nuevos puestos de trabajo, mientras el sector de la Construcción fue el que aportó mayoritariamente en la variación de la población masculina con un aumento de 179 mil puestos de trabajo.

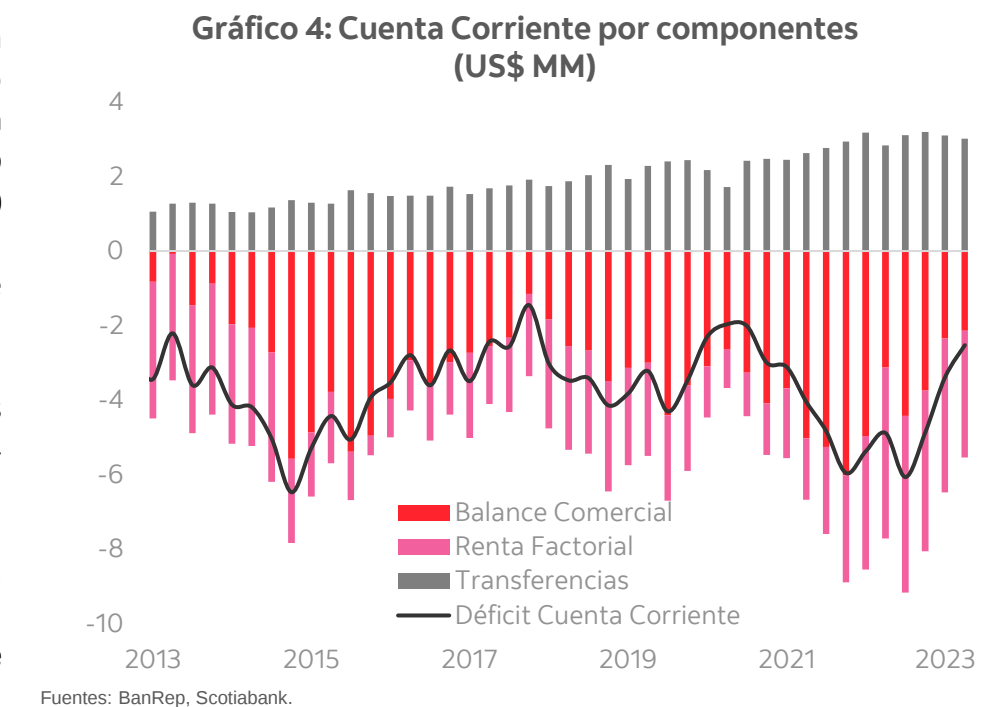
La tasa de informalidad laboral disminuyó de 58,2% en julio de 2022 a 56,4% en julio de 2023. Esta reducción de 1,8 puntos porcentuales se debe a la creación de 885 mil empleos formales en el mismo periodo. Las áreas urbanas fueron las que experimentaron la mayor reducción en la informalidad, pasando de 43,9% a 41,6%.

El número de personas fuera del mercado laboral se ubicó en alrededor de 13,9 millones, cifra que continúa por encima de niveles pre-pandemia, pero que refleja una tendencia decreciente desde mayo. Lo anterior explicado en parte por un menor ingreso disponible en los hogares, a raíz de una menor entrada de remesas. En julio las remesas fueron de USD 761,6 millones, lo que representó una disminución de 14% frente al registro de julio de 2022 (USD 889,4 millones).



Sector externo, nueva corrección en el 2T-2023, en línea con la desaceleración de la demanda interna

Recientemente el Banco de la República publicó la balanza de pagos del segundo trimestre de 2023. El déficit en cuenta corriente se situó en 2.520 millones de USD (3% del PIB), el más bajo desde el 3T-2020 (Gráfico 4), mostrando una mayor corrección del desequilibrio externo. El déficit fue de 25,4% inferior al déficit de cuenta corriente del 1T-2023. En términos absolutos, la principal fuente del déficit externo fue, una vez más, las salidas netas en la cuenta de ingresos (USD 3,4 mil millones) debido a pagos a empresas con IED. El déficit comercial fue el segundo factor; sin embargo, cayó un 3,9% a/a y un 8.9% t/t. **Las transferencias netas se mantienen en un nivel alto en medio de las entradas de remesas aún fuertes.**



Las importaciones se contrajeron un 4,22% t/t y un 18,2% a/a, lo que refleja la desaceleración de la actividad económica. De hecho, la balanza comercial (bienes y servicios) se redujo un 8,9% t/t y un 32% interanual a -2.144 millones de dólares. Si bien desde Scotiabank Colpatría no hemos realizado ajustes en nuestro pronóstico de cuenta corriente para 2023 de 4% del PIB, los resultados del 2T ponen un sesgo a la baja y afirman que la economía colombiana está corrigiendo sus desequilibrios ayudando a que los precios de los activos vuelvan a las tendencias de largo plazo.

Los resultados de las cuentas externas demuestran una vez más que en Colombia las cuentas externas reaccionan a la actividad económica, mientras que tiene un financiamiento endógeno. De hecho, la financiación provino principalmente de la IED, aumentando un 23,3% t/t y un +3,07% a/a. Las entradas de IED representaron el 200% del déficit en cuenta corriente del 2T-2023, y las inversiones se concentraron en los sectores minero y petrolero, manufacturero y de servicios financieros. **Un déficit externo significativamente menor es coherente con el tipo de cambio más bajo que Colombia ha experimentado durante los últimos meses.**

Los déficits gemelos, especialmente el alto déficit en cuenta corriente estructural, han sido los fundamentales más débiles para la economía colombiana. Dicho esto, 2023 está demostrando que el déficit externo responde a la dinámica de la actividad económica y ha demostrado que la actividad económica colombiana tiene sus propios estabilizadores que están trabajando para garantizar la sostenibilidad de largo plazo. De hecho, la reducción del déficit fue más fuerte de lo esperado por consenso del mercado, mientras que la financiación es saludable ya que se concentra en la IED.

El COP se ha apreciado más del 16% durante el año, y el menor déficit externo contribuye a reducir la posibilidad de una fuerte depreciación. Las importaciones están disminuyendo significativamente, mientras que las exportaciones de servicios se mantienen cerca de máximos históricos.

La inflación continuó cediendo pero a un menor ritmo

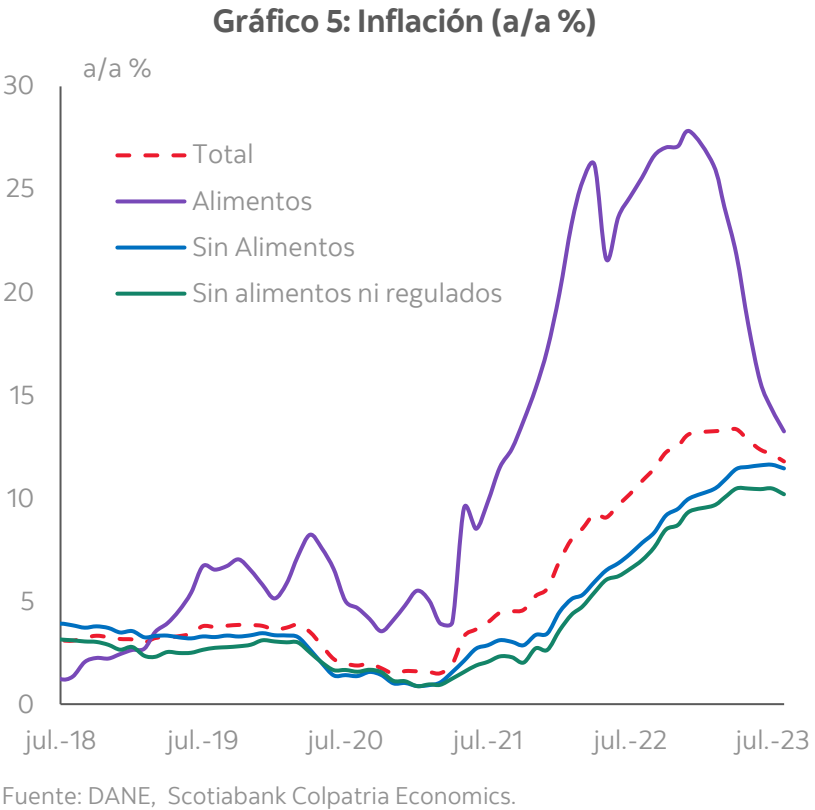
El dato más reciente de IPC en Colombia fue de 0,50% m/m en julio, situándose por encima de las expectativas del mercado. La sorpresa al alza provino principalmente de la inflación de los alimentos, que en julio fue positiva en un 0,22% m/m, luego de que en junio se situara en terreno negativo (-0,53% m/m). Esto probablemente es reflejo de choques de oferta por la interrupción de la operación regular en medio de deslizamientos de tierra en carreteras relevantes. El alojamiento, los servicios públicos, y el transporte siguen siendo el principal impulsor alcista de la inflación, especialmente debido a los aumentos en las tarifas de alquiler, que reflejan los efectos de la indexación y los precios de la gasolina.

La inflación general interanual disminuyó por cuarto mes, del 12,13 % en junio al 11,78 % en julio (Gráfico 5), la más baja desde septiembre de 2022. Sin embargo, la inflación general disminuyó menos de lo esperado. La inflación subyacente mostró su primera reducción desde octubre de 2021; la inflación sin alimentos disminuyó de 11.62% a 11.44%, mientras que la inflación sin alimentos ni regulados fue de 10,22% interanual, disminuyendo también desde el registro anterior de 10,51% interanual, especialmente debido a una moderación en la inflación de bienes transables.

De cualquier manera, tanto la inflación general como la subyacente se mantienen muy por encima del objetivo de Banrep (3%). La dinámica anterior hace difícil pensar en un recorte temprano en las tasas de interés del BanRep. Nuestra proyección actual muestra que Colombia podría tener una inflación de un dígito solo para fin de año (noviembre), lo que sigue siendo un número muy alto frente a la meta del banco central (3%).

La inflación sigue siendo la variable más crítica para BanRep. El último trimestre del año es la temporada más importante para Colombia en términos de inflación, ya que es cuando comenzarán las negociaciones del salario mínimo, junto con otras dinámicas que definirán qué tan fuertes serán los efectos de indexación de cara a 2024. Además, todavía existen aún varias incertidumbres en torno a las perspectivas, como el impacto potencial del fenómeno climático de El Niño, si el Gobierno Nacional decidirá aumentar las tarifas de peaje y los precios del diésel, y si el salario mínimo se establecerá muy por encima de la inflación.

Todos estos riesgos podrían llevar a BanRep a esperar más información antes de comenzar el ciclo de flexibilización. Dicho esto, a pesar de que nuestro escenario base exige recortes en octubre, el riesgo se inclina hacia un comienzo más tardío, pero con recortes más agresivos.

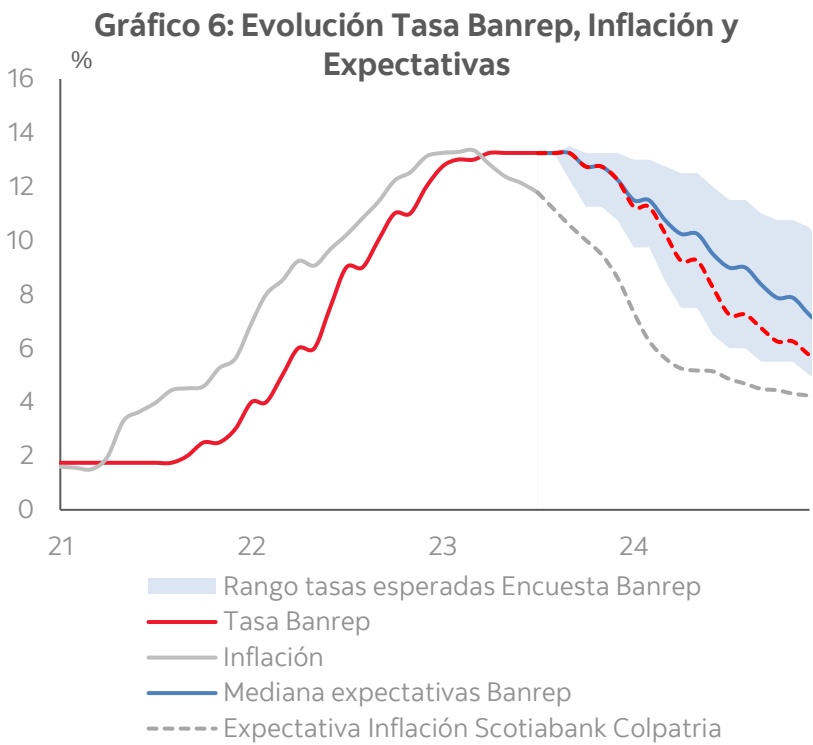


¿Cuánto tiempo durará la estabilidad de las tasas de interés?

El Banrep ha mantenido estable la tasa de política monetaria en las últimas dos reuniones. La tasa actual está en 13,25%, el nivel más alto desde el inicio del régimen de metas de inflación. La pregunta principal ahora es cuándo podrían venir los recortes de tasas, y la respuesta es: depende principalmente de la inflación, en un entorno de desaceleración ordenada, aún, de la actividad económica. Los vecinos de Colombia, Chile y Brasil ya iniciaron el ciclo de flexibilización, entregando 100 pb y 50 pb respectivamente, movimientos que fueron más agresivos de lo esperado por el consenso del mercado. Sin embargo, la decisión de recortar las tasas se produjo después de que ambas economías avanzaran en la reducción de la inflación y después de una desaceleración económica material. En Colombia, la inflación se mantiene 3 veces por encima de la meta del banco central y la actividad económica se está desacelerando a un ritmo moderado. Dicho esto, a pesar de que la región inició el ciclo de recorte de tasas, en Colombia el balance de riesgo podría hacer que Banrep reaccione más tarde.

En su más reciente informe de Política Monetaria, el Banrep muestra las proyecciones económicas y el balance de riesgo en el escenario macro. En ese sentido, el personal técnico de Banrep cree que la trayectoria de la tasa de política monetaria debería ser en promedio más alta de lo proyectado por los analistas. De acuerdo con la encuesta Banrep de agosto, los analistas esperan el primer recorte de tasas de 75 pbs en octubre y un nivel de 12,25% para diciembre de 2023, mientras que para fines de 2024 la proyección es del 7,25% (Gráfico 6).

Asimismo, el equipo técnico del Banrep alerta que a pesar de que la inflación bajó más rápido de lo esperado, la incertidumbre continúa estando en el ambiente. Los riesgos se inclinan al alza debido a un posible fenómeno climático fuerte de El Niño, aumentos en los precios regulados de la energía y posibles aumentos en las tarifas de peaje, los precios del diésel y los arriendos debido a la disminución de las ventas de viviendas. Por el lado de la actividad económica, los riesgos son mixtos, a la baja para 2023 pero al alza para 2024, ya que para 2024 se espera una mejor ejecución del presupuesto del Gobierno y una recuperación del consumo privado en medio de una mejor renta disponible.



En conclusión, la información reciente del banco central muestra que la incertidumbre sigue siendo significativamente alta. La inflación es fundamental para ver recortes de tasas y, según nuestras proyecciones, la inflación general se mantendrá por encima de la marca de dos dígitos hasta el último trimestre del año, lo que dificulta que el Banrep decida sobre un recorte de tasas pronto. Si bien el ministro de Hacienda, Ricardo Bonilla ha dicho que espera comenzar a discutir recortes a partir de la próxima reunión del Banrep, esto dependerá fuertemente de la inflación. Así las cosas, aparentemente la tesis de mayor por más tiempo también es válida para Colombia, y como sucedió en otros países, solo la convergencia de la inflación a la meta permitirá iniciar el ciclo de flexibilización.

Política fiscal: el PGN 2024, un reto para la sostenibilidad fiscal

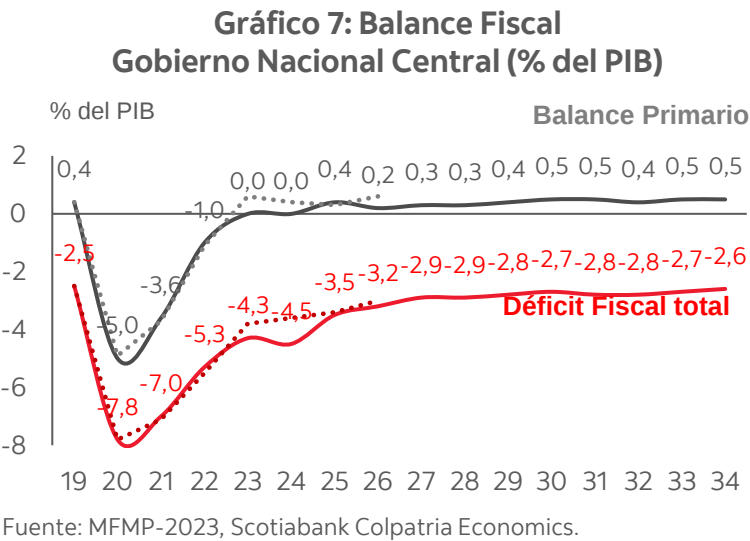
En julio pasado el ministerio de Hacienda y Crédito Público radicó el Proyecto de Ley del Presupuesto General de la Nación (PGN) de 2024. El proyecto contempla un monto total de \$502,6 billones de pesos y representa un aumento de 19% frente al presupuesto de 2023. Al desagregarlo, la Inversión pública con un valor de \$70 billones, indica un aumento de 28,4% frente al valor del presupuesto de 2023, seguido por Educación, que tiene una asignación presupuestal de \$54,9 billones de pesos, es decir, 11,5% más frente al monto de 2023. En tercer lugar, el rubro con mayor incremento presupuestal es Salud, que contempla un presupuesto de \$42,3 billones, lo que representa un aumento de 11,2 respecto a 2023.

Las proyecciones del PGN 2024 hablan de un déficit fiscal de 4,4% del PIB, lo que significa un aumento de 0,7 p.p. respecto a 2023. La buena noticia es que el balance primario pasaría de 0% del PIB en 2023 a 0,2% en 2024. Lo anterior, se mantiene dentro de las metas fiscales que se contemplan en el documento del Marco Fiscal de Mediano Plazo 2023, en el cual se establece que para 2024 el déficit del Gobierno Nacional no deberá sobrepasar el 4,5% del PIB (Gráfico 7). Sin embargo, el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF), expresó la preocupación sobre el margen de maniobra del gobierno, ya que un déficit fiscal mayor al previsto podría generar un aumento de la deuda pública y dificultar el cumplimiento de las metas fiscales en el futuro, teniendo en cuenta que el déficit proyectado es tan solo 0,10 p.p. por debajo del límite establecido.

Los supuestos macroeconómicos contemplados en el PGN 2024, son relativamente optimistas teniendo en cuenta la desaceleración económica y una inflación que parece no ceder tan rápido. El Banrep, ha señalado diversos riesgos que pueden generar mayores presiones inflacionarias, como la ocurrencia de un fenómeno de El Niño, el ritmo de ajuste en el gasto de hogares, gobierno y empresas y la incertidumbre sobre la tasa de cambio. De mantenerse una inflación alta, los ingresos del gobierno y los gastos de los hogares podrían verse afectados, haciendo que el déficit fiscal del gobierno sea mayor al previsto, lo que podría generar un aumento de la pública y dificultar el cumplimiento de las metas fiscales en el futuro.

El CARF en un informe el 20 de julio de 2023 consideró que el PGN 2024 es compatible con las metas fiscales establecidas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2023, pero es claro en decir que el gobierno debe implementar medidas para reducir el déficit fiscal y cumplir con estas metas. Además, señaló que el déficit fiscal proyectado de 4,4 % del PIB para 2024 es relativamente alto, y que podría aumentar si no se cumplen los supuestos macroeconómicos. Ante ello el comité realizó una serie de recomendaciones al gobierno, entre las que se destacan: **implementar la reforma tributaria aprobada, reducir el gasto público en \$10 billones y mejorar la eficiencia de la gestión fiscal.** Lo anterior con el fin de reducir el déficit fiscal y cumplir con las metas fiscales establecidas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2023. Asimismo, el CARF recomienda al gobierno que monitoree de cerca la evolución de la economía y los supuestos macroeconómicos contemplados en el PGN 2024, y que tome las medidas necesarias para corregir cualquier desviación de las metas fiscales.

En general, el PGN 2024 es un proyecto que plantea un reto importante para la sostenibilidad fiscal de Colombia. El éxito de las medidas implementadas para alcanzar las metas fiscales establecidas en el PGN dependerá de una serie de factores, entre los que se encuentran el apoyo del Congreso de la República, la capacidad del gobierno para controlar el gasto público y el crecimiento económico. **Todo esto nos dice que una fuente importante de riesgo el próximo año será la ejecución presupuestal, que si bien este año ha sido deficiente se espera que el próximo se acelere. Esperamos que el gobierno siga comprometido con la regla fiscal, en el escenario base, aunque es muy importante tener claridad sobre las fuentes de financiamiento.**

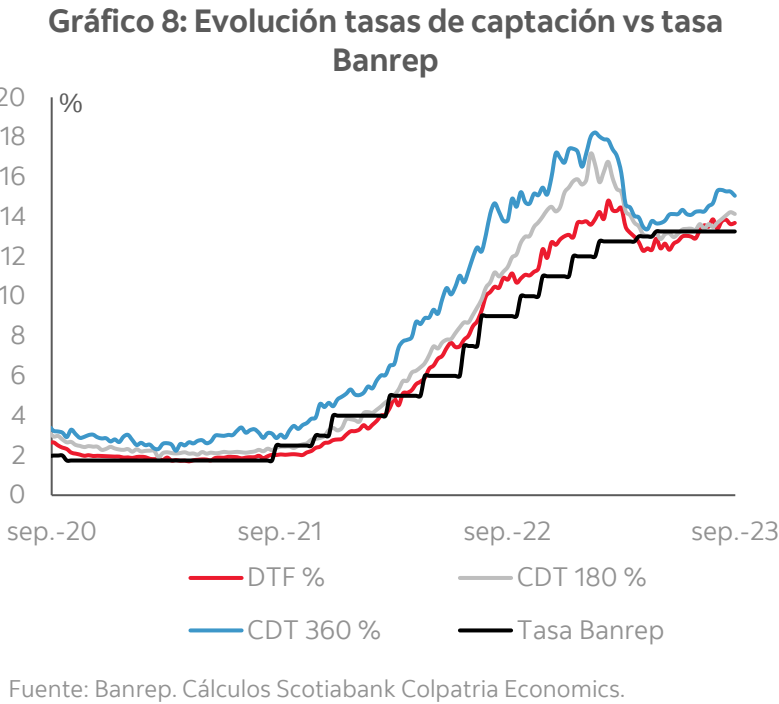


Liquidez y ejecución presupuestal

Si bien el Banco de la República terminó su ciclo de alzas en marzo, las tasas de captación del sistema financiero han seguido apuntando hacia arriba. De hecho, mientras que en febrero de un año, la tasa de depósito a plazo era de alrededor del 12%, actualmente, esas tasas se encuentran alrededor del 15%, lo que dificulta la transmisión de la política monetaria y la recuperación de actividad económica. En ese sentido, surge una pregunta: ¿Qué hay detrás de este extraordinario incremento de las tasas de liquidez? La respuesta gira en torno a dos razones principalmente:

La primera está relacionada con la transición del sistema financiero colombiano a Basilea III y la regulación del Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN), lo que provocó que se exigieran depósitos de mayor tenencia para cumplir con la nueva regulación y reducir el riesgo estructural de una menor duración de los depósitos frente a una mayor duración de los préstamos de crédito. Esta nueva regulación aumentó estructuralmente las tasas de depósito a plazo el año pasado, haciendo que el diferencial con COLTES sea un poco más alto que antes de la pandemia. En 2019, el diferencial regular entre la curva COLTES a corto plazo y los depósitos a plazo fue de alrededor de 90 pb, mientras que después de la incorporación de Basilea III, este diferencial aumentó a alrededor de 120-150 pb (Gráfico 8).

La segunda razón detrás del aumento en las tasas de financiación está asociada con la significativa menor ejecución presupuestaria del Gobierno Nacional. Hasta julio, las ejecuciones del gobierno fueron del 43,5% (pagos/presupuesto excluyendo el servicio de la deuda), por debajo de la ejecución histórica promedio para un periodo enero/julio ~49%. Al mismo tiempo, la recaudación de impuestos, está por encima de las expectativas, lo que resulta en una situación en la que el Ministerio de Hacienda está recaudando impuestos pero no está utilizando esos recursos. En cambio, este exceso de liquidez va a las cuentas de BanRep. Esta dinámica reduce la base monetaria y el multiplicador público, lo que representa una presión sobre el financiamiento bancario. De hecho, los depósitos de tesorería en el BanRep han estado un poco por encima de la COP 40 billones desde mayo de este año, mientras que históricamente, debería girar en torno a la mitad de esta cantidad.



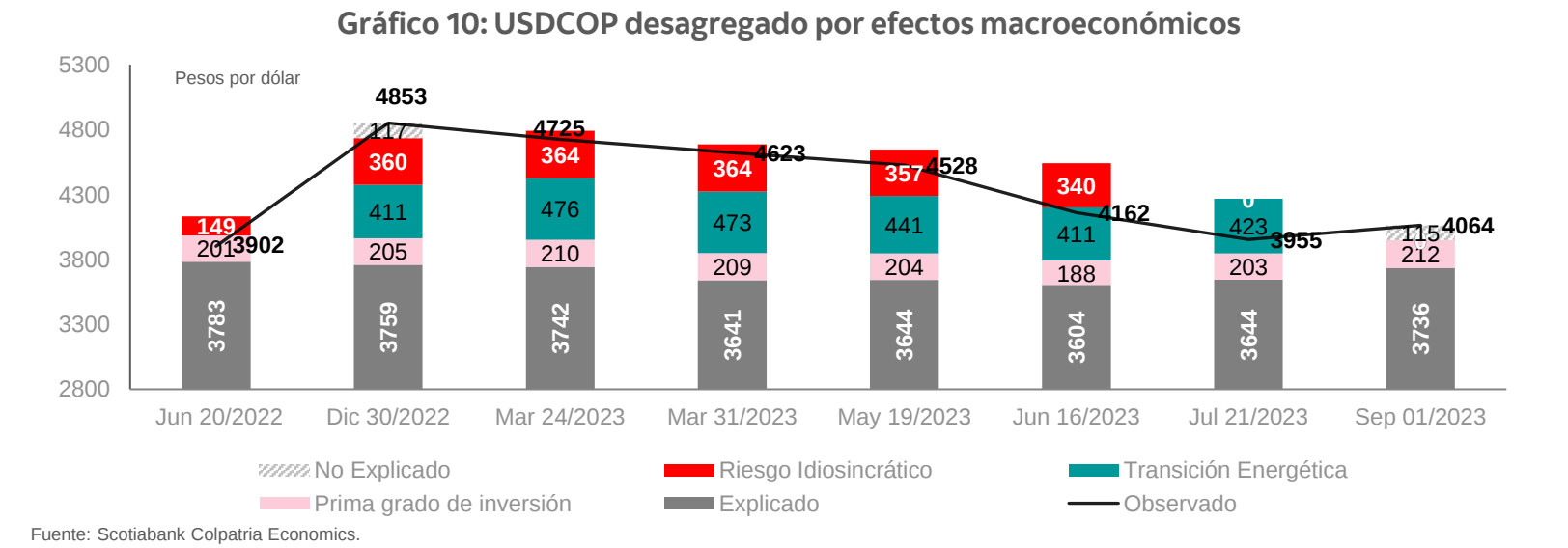
Esta situación produce que la liquidez permanente en la economía sea menor de lo normal, ya que Banrep reemplaza la mayor parte de esta liquidez estructural por liquidez de corto plazo que no es útil para la actividad económica debido a que los bancos no pueden usar Repos para prestar a largo plazo. Por lo tanto, los bancos sienten una escasez de liquidez, que termina en un mayor costo de financiamiento. Solo una vez que el Gobierno acelere la ejecución presupuestaria, creemos que las tasas de financiación no volverán a la nueva normalidad, que debería estar alrededor de 120 pb por encima de las tasas COLTES a corto plazo (actualmente alrededor del 9,8% al 10,3%).

En general, a pesar del hecho de que creemos que las tasas de financiación del sistema financiero estructuralmente pueden ser un poco más altas debido a una estructura de financiación más saludable, a corto plazo, la menor ejecución del presupuesto público ha afectado significativamente (en más de 300 pb) las tasas de fondeo, lo que además está afectando la financiación corporativa y las decisiones de inversión privada, que al final pueden reducir la producción potencial, o al menos reducir el crecimiento de 2023. Esperamos que el 2S-2023 tenga mejores ejecuciones debido a las elecciones regionales y una mayor estacionalidad en términos de gasto público.

Mercados: el entorno internacional como principal factor de movimiento de la tasa de cambio

El comportamiento de la tasa de cambio ha sido volátil en los últimos dos meses. Las fluctuaciones del tipo de cambio han dependido principalmente del entorno internacional, de modo que, mayores expectativas de que la Reserva Federal aumente aún más sus tipos de interés, generan presiones para que la tasa de cambio suba. Caso contrario, cuando las expectativas de ver una mayor subida en los tipos de interés bajan, el dólar pierde terreno frente al COP.

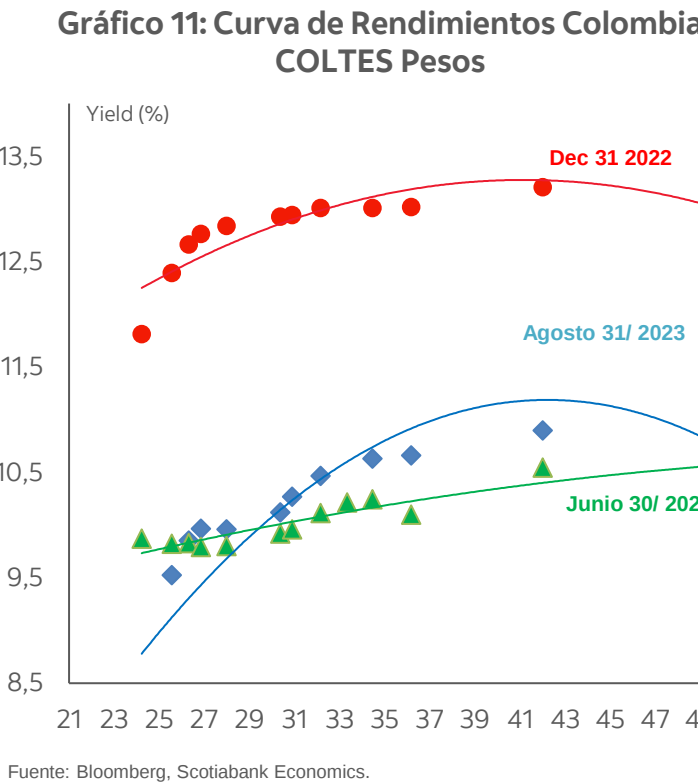
El modelo de la tasa de cambio sugiere un nivel de equilibrio que oscila alrededor de los 4000 pesos, la prima de riesgo idiosincrático y de transición energética se han desvanecido (Gráfico 10), a medida que el mercado se inclina por una visión más optimista sobre la economía colombiana. Lo anterior en relación con una institucionalidad fuerte y una continuidad a las exploraciones mineras. Sin embargo, nuestro escenario base involucra aún una prima idiosincrática de alrededor de COP200.



Desde el 30 de junio hasta el 31 de agosto, la curva de rendimientos COLTES se valorizó alrededor de 87pb. El movimiento de la curva se explica principalmente por una valorización en el tramo corto y largo de la curva en 90 pb y 171 pb respectivamente (Gráfico 11).

Los niveles del tramo corto y largo de la curva reflejan en parte, el fin del ciclo alcista y el descenso en los tipos de interés a largo plazo, sin embargo, en el tramo medio la incertidumbre de la velocidad con que el Banco de la República baje la tasa de interés hace que los niveles de la curva se mantengan por encima de lo reflejado en junio, cuando las condiciones parecían mas alentadoras de lo que se observa ahora.

El movimiento de las curvas se mantiene anclado a las expectativas de ver un recorte de tasas en el último trimestre del año, además ver mejores niveles dependerá de la velocidad en la que el Banco de la República lleve a cabo los recortes.



Lo que sigue...

- A nivel internacional. El ciclo alcista parece estar por terminar en las economías avanzadas, sin embargo, las tasas de interés podrían mantenerse altas por mas tiempo ya que la inflación podría tener un largo camino por recorrer aún.
- Reuniones de Política Monetaria. En el último trimestre del año, se espera ver un recorte de tasas de interés, aun así, el Banco de la República se mantiene cauto en su decisión, ya que un recorte precipitado podría ser contraproducente.
- Las elecciones regionales del 29 de octubre. Las encuestas comienzan a tomar relevancia, ya que serán el principal monitor para saber cómo están las fuerzas políticas. Además, servirán para medir la fortaleza del partido de Gobierno y saber el rumbo de las reformas sociales.

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023 (Pr)	2024 (Pr)
Cuentas Nacionales						
Crecimiento real del PIB (anual %)	3,2	-7,3	11,0	7,5	1,8	2,6
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,8	10,2	-1,2	1,9
Consumo (a/a, %)	4,2	-4,1	14,2	8,4	-0,9	2,4
Privado (a/a, %)	4,0	-4,9	15,4	7,6	-1,4	2,6
Gobierno (a/a, %)	5,4	-0,8	10,4	4,02	1,1	1,9
Formación Bruta de Capital Fijo(y/y, %)	2,6	-23,7	14,0	14,1	0,2	0,0
Exportaciones netas (% del PIB)	-7,78	-7,13	-9,42	-11,67	-8,88	-7,99
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,6	16,0	18,2	2,4	8,9
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	30,5	21,8	3,6	-0,6
Mercado Laboral						
Desempleo (% promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,5	10,4
Balanza de Pagos						
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14,1	-13,2	-20,5	-18,7		
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,1	50,4	72,5		
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,1		
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-16,58		
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,6	-3,4	-5,7	-6,2	-4,0	-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	13,12	8,60	4,22
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,47	5,03
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	9,96	5,18
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	4250	4316
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4650	4350
BanRep tasa de política (% fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	12,25	5,75
Indicadores Fiscales*						
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,9	55,8	57,1
Balance de primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	0,0	0,0
Déficit del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-4,5

*Fuente: Plan Financiero 2023



CONTACTO

Sergio Olarte Gerente de Research sergio.olarte@scotiabankcolpatria.com	Jackeline Piraján Directora de Research jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com
Santiago Moreno Profesional Senior de Research santiago1.moreno@scotiabankcolpatria.com	Daniela Silva Profesional I de Research daniela1.silva@scotiabankcolpatria.com

Disclaimer:

- Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Colpatría S.A. Establecimiento Bancario, para ser distribuido entre sus clientes y entre los de sus filiales en Colombia: Fiduciaria Scotiabank Colpatría 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 Colpatría 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 Colpatría 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 Colpatría

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 más de \$1.3 billones en activos (al 31 de enero de 2023), 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 @Scotiabank.

About Scotiabank

Scotiabank is a leading bank in the Americas. Guided by our purpose: "for every future", we help our customers, their families and their communities achieve success through a broad range of advice, products and services, including personal and commercial banking, wealth management and private banking, corporate and investment banking, and capital markets. With a team of over 90,000 employees and assets of over \$1.3 trillion (as at January 31, 2023), Scotiabank trades on the Toronto Stock Exchange (TSX: BNS) and New York Stock Exchange (NYSE: BNS). For more information, please visit <http://www.scotiabank.com> and follow us on Twitter @Scotiabank.