

Análisis Macroeconómico: Cierre de 2023 e inicio de 2024

El inicio de un ciclo más sano

Diciembre 2023
Research Team Colombia
EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com
Scotiabank Colpatria | Capital Markets
Carrera 7 No 114-33 | Piso 16 | Bogotá, Colombia



El ajuste económico continuará en 2024 acompañado de un ciclo de flexibilización

Aterrizaje suave fue la principal característica de la economía global durante 2023, si bien en 2024 las economías podrían seguirse desacelerando, la continuación en la reducción de la inflación contribuiría al inicio del recorte en las tasas de interés en las economías desarrolladas. La gran pregunta será entonces cuando y qué tan rápido bajarían las tasas de interés.

En Colombia, el 2023 fue un año de transición a niveles de actividad más sostenible, esta transición supuso contracciones en algunos sectores y desaceleración en otros. A pesar de lo anterior, la inflación se mantuvo más de tres veces por encima de la meta del banco central, lo que demoró el inicio del ciclo de recorte de tasas de interés. De cara a 2024 se espera que las tasas de interés continúen bajando gradualmente, pero cerrando en niveles superiores a los de largo plazo. La economía podría tomar mejor tracción, en medio de un contexto político que supone la discusión de reformas clave.

En esta entrega destacamos:

- El 2023 fue un año de volatilidad en los mercados internacionales, marcado por la alta inflación, los conflictos geopolíticos y la incertidumbre sobre la política monetaria de los bancos centrales. Los bancos centrales seguirán de cerca la evolución de la inflación y actuarán acorde a las condiciones macroeconómicas.
- La economía colombiana se encuentra en un proceso de ajuste, tras altos crecimientos registrados luego de la pandemia. Se espera que el ajuste continúe en 2024 con tasas de crecimiento inferiores al 2%. La desaceleración de la inversión y el consumo privado son los principales factores que están llevando a la contracción de la economía colombiana.
- El Banco de la República inició un ciclo de recortes en la tasa de interés en diciembre de 2023. El ritmo de las reducciones será cauteloso, siguiendo de cerca la corrección de la inflación y la desaceleración de la actividad económica.
- Las elecciones regionales de 2023 reflejaron un cambio en el sentimiento político hacia la centro-derecha, lo que podría retardar, aún más, la implementación de las reformas del gobierno nacional.
- La tasa de cambio logró estabilizarse en un rango más estrecho. El comportamiento estuvo impulsado por un entorno internacional favorable y la eliminación de primas de riesgo locales.

Tabla de Pronósticos Macroeconómicos

Colombia	2021	2022	2023pr	2024 pr
PIB (a/a %)	11	7,5	1,1	1,8
IPC (a/a%)	5,62	13,2	9,30	4,62
Tasa Banrep	3,0	12,0	13,0	7,0
USDCOP	4077	4850	4000	4116

Contexto internacional: llega el año de los recortes de tasa

El año 2023 ha sido un año de alta volatilidad para los mercados internacionales en un contexto en el que el que los conflictos geopolíticos fueron constantes. Los temores por una recesión fuerte dominaron el inicio del año y con esto, la expectativa de una imposibilidad de que las tasas de política monetaria pudieran seguir subiendo. Sin embargo, los temores de un aterrizaje fuerte se fueron disipando con el paso del tiempo y la resiliencia de la economía al contexto de alta inflación y altas tasas de interés se afirmó en un entorno de mercados laborales apretados, que sirvieron de colchón para los hogares que tuvieron opción para ajustar sus presupuestos.

Las tasas escalaron a niveles no vistos desde antes de la Gran Crisis Financiera, en este contexto, los mercados sufrieron fuertes fluctuaciones en la medida en que el mercado consistentemente se operó con la expectativa de escenarios menos agresivos a los propuestos por los bancos centrales.

La inflación bajó significativamente desde los máximos en más de 40 años observados meses atrás, el progreso fue alentado mayormente por menores precios de la energía y los alimentos, mientras que, la inflación de servicios continuó siendo una fuente de preocupación para las autoridades de política monetaria. La actividad económica se resintió y a pesar de la reapertura completa de China a principios de año, el mundo no tuvo un empujón tan fuerte como se anticipó, y por el contrario en China surgieron preocupaciones sobre el sector inmobiliario que detonaron en la necesidad de estímulos gubernamentales. A nivel global, el sector manufacturero enfrentó una débil demanda y su producción y perspectivas se debilitaron; por lo que se mantuvo en terreno de contracción la mayoría del año. En contraste, en el sector de servicios la actividad pasó de una expansión significativa a una condición de expansiones moderadas.

En medio de todo lo anterior, los bancos centrales al parecer consolidaron el fin del ciclo de aumento en las tasas de interés. Si bien los últimos movimientos alcistas fueron a mediados del año, la puerta a nuevas subidas de tasa se mantuvo abierta y sólo fue a final del año cuando los fundamentales económicos dieron confianza para afirmar el fin del ciclo alcista. En diciembre, la Reserva Federal no solo confirmó el fin del ciclo de alza de tasas de interés, también anticipó que en 2024 iniciaría el ciclo de recortes, la previsión apunta a 75 pbs de reducción en las tasas de interés.

De esta manera, el año 2023 concluye con un sentimiento constructivo en los mercados. No obstante, el pulso entre los mercados financieros y los bancos centrales continúa pues los primeros anticipan recortes de tasas en el primer trimestre de 2024, mientras que los segundos advierten que la tarea de controlar la inflación no está completa y que la pregunta prudente es cuánto tiempo más debe durar una postura restrictiva en las tasas de interés. Así pues, el año 2024 podría traer volatilidad en la medida en que los mercados comprobarían si su tesis de recorte de tasas es factible o no.

En Scotiabank Economics se anticipa que en 2024 las economías continuarán mostrando un aterrizaje suave, durante 2022 e inicios de 2023 la resistencia de las economías desarrolladas, especialmente EEUU, estuvo soportada por políticas fiscales amplias que mantuvieron holgada la capacidad de compra de los hogares, sin embargo, el momentum del gasto de consumo se mantuvo al cierre del 2023, lo que sugiere que en 2024 las condiciones continuarían siendo benévolas para el crecimiento.

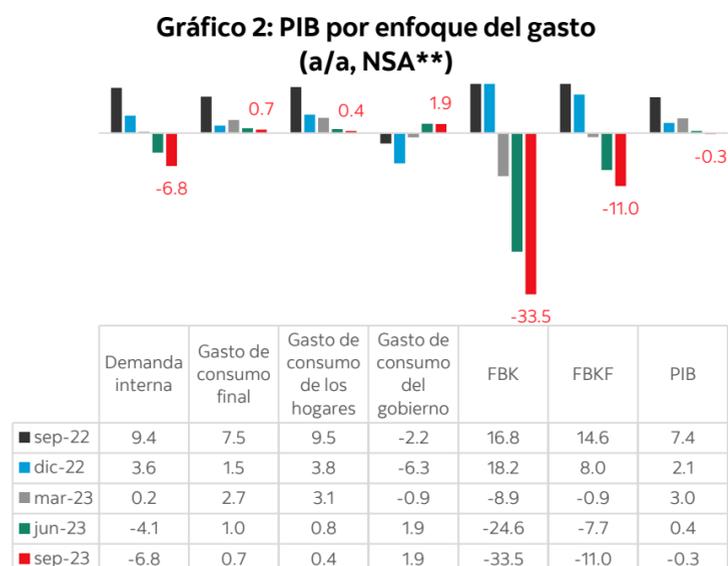
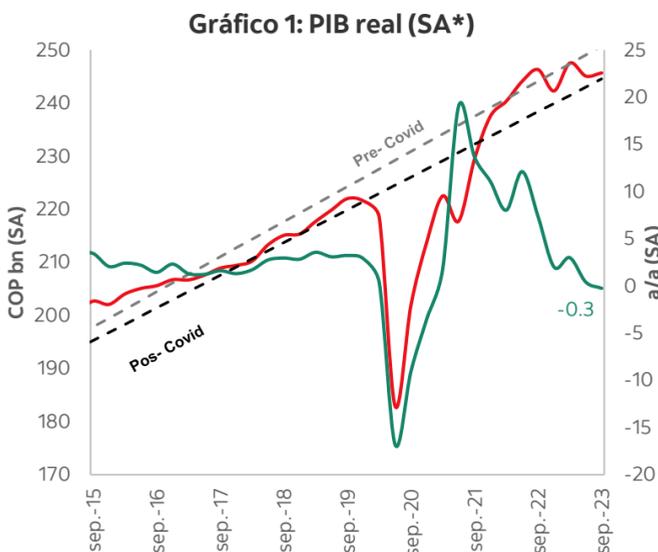
En Latinoamérica, Brasil, Chile y Perú empezaron el ciclo de recorte en las tasas de interés luego de tener evidencia de una caída significativa de la inflación y una desaceleración económica importante. El inicio del ciclo de recortes impulsó depreciaciones en el tipo de cambio, por lo que ahora, los bancos centrales se posicionan más cautos al momento de seguir implementando los recortes de la tasa de interés. De cualquier manera, al final del 2024 no se espera que las tasas de interés vuelvan a los niveles pre-pandemia. En el caso de México y Colombia, el primer trimestre del 2024 sería el oportuno para iniciar un ciclo de recorte de tasas de interés.

Economía colombiana: la última milla de 2023 y hacia dónde vamos en 2024

Tras una disminución del 7,3% en el Producto Interno Bruto (PIB) en 2020, atribuible al confinamiento impuesto por la pandemia, la economía colombiana logró una recuperación más rápida y robusta de lo anticipado. De hecho, el PIB retornó a los niveles pre-pandemia en el tercer trimestre de 2021, mientras que el consenso proyectaba al menos un año adicional por debajo de dicho nivel. El PIB colombiano experimentó un crecimiento del 11,3% en 2021 y un sólido 7,5% en 2022, generando una brecha de producción positiva que actualmente observamos cerrarse a un ritmo acelerado, aunque podría requerir un tiempo adicional para normalizarse completamente.

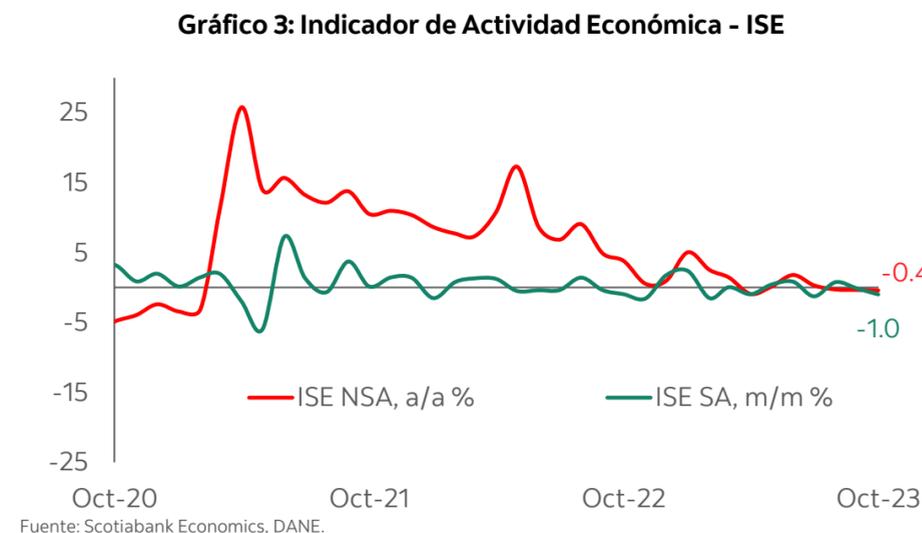
Durante 2023, este ajuste de la actividad económica hacia niveles más acordes con la capacidad productiva de largo plazo ha conducido a una reducción del déficit de la cuenta corriente. En particular, los datos publicados el miércoles 15 de noviembre por el DANE revelaron que el PIB real de Colombia se contrajo un 0,3% a/a en el tercer trimestre de 2023, significativamente por debajo de las expectativas y representando la primera contracción anual desde la pandemia, un suceso bastante atípico para los estándares colombianos (Gráfico 1). Las manufacturas, las ventas minoristas y la construcción fueron los tres sectores que más contribuyeron a la contracción del PIB, compensados por la administración pública, la explotación de minas y canteras, la agricultura y las actividades relacionadas con el ocio.

Desde la perspectiva de la demanda, en el tercer trimestre de 2023, el consumo privado continuó moderándose, un hecho que el banco central acoge con satisfacción. La demanda de bienes duraderos y semiduraderos presentó un desempeño muy débil (-12,8% a/a y -7,2% a/a, respectivamente). En contraste, el consumo de bienes no duraderos como los alimentos se aceleró (+0,6% de expansión interanual), mientras que el consumo de servicios se desaceleró (+0,4% a/a). Sin embargo, el principal factor en el PIB del tercer trimestre de 2023 provino de una caída significativa de las inversiones (-33,5% a/a), que se explicó en gran medida por una disminución en los inventarios, mientras que la formación de capital fijo cayó un 11% anual (Gráfico 2), tanto en inversión en maquinaria y equipo como en construcción (residencial y no residencial).



Ahora bien, de acuerdo con el Índice de Actividad Económica (ISE) hasta octubre y publicado el 18 de diciembre, Colombia se debilitó significativamente durante el primer mes del último trimestre de 2023 al registrar una contracción del 0,4% a/a, completando así tres meses consecutivos en terreno contractivo. Si bien en términos anuales, octubre mostró un saldo positivo en las actividades primarias, que crecieron un 5,4% a/a, las actividades secundarias (manufactura y construcción) y terciarias (servicios) registraron variaciones anuales negativas de -5,2% a/a y -0,4% a/a respectivamente. Se completan así ocho meses consecutivos de contracción en los sectores manufacturero y de la construcción. Dentro del sector terciario, el comercio, el transporte, el alojamiento y las actividades profesionales fueron los subsectores que mostraron variaciones negativas. Por su parte, la información y la comunicación, los servicios públicos, las finanzas y los seguros fueron los que compensaron el descenso.

En términos desestacionalizados, la tasa de crecimiento fue de -1,0% m/m (Gráfico 3), deteriorándose desde el -0,1% m/m del mes anterior. Esto, dado que los tres sectores registraron una caída respecto a los resultados de septiembre, siendo el sector secundario el que registró la mayor contracción con una caída del 2,3% m/m en octubre, seguido por los sectores primario y terciario con variaciones mensuales en el décimo mes del año de -0,6% m/m y -0,2% m/m, respectivamente.



Estos resultados son el reflejo del proceso de ajuste que continúa afrontando la economía desde los altos niveles de actividad registrados durante 2021 y 2022, los cuales superan incluso en algunos sectores los niveles pre-pandemia y de su tendencia de largo plazo. Al mismo tiempo, la menor inversión y la disminución de la demanda de bienes duraderos y semiduraderos, en un escenario de inflación muy por encima del rango meta, y el endurecimiento monetario, han favorecido el estrechamiento de la brecha de déficit en cuenta corriente.

En consecuencia, se prevé que la actividad económica continuará generando resultados alineados con las proyecciones del Banco de la República (Banrep), manifestando un impulso débil en los próximos trimestres. Se anticipan tasas de crecimiento anual inferiores al 2% para los años 2023 y 2024, a medida que la demanda interna se ajusta a niveles más sostenibles. Este ajuste se produce en un contexto de baja confianza por parte de los consumidores y las empresas, un elevado endeudamiento de los hogares, una contracción del crédito y una orientación aún contractiva de la política monetaria.

Por lo tanto, hemos revisado a la baja nuestras proyecciones de crecimiento para 2023 y 2024 a 1,1% y 1,8% respectivamente. Esta revisión se debe principalmente a una desaceleración en sectores clave como la construcción, la manufactura, el comercio y la minería, los cuales representan aproximadamente un tercio del Producto Interno Bruto (PIB).

*Datos ajustados por efecto estacional y calendario constantes.
** Datos sin ajustar por efecto estacional y calendario constantes.
Fuente: DANE, Scotiabank Economics

El mercado laboral se comienza a contagiar de la desaceleración económica

Producto a las restricciones durante la pandemia, el número de ocupados cayó a un mínimo de 15,9 millones de personas en abril de 2020, y llegando a un máximo en la tasa de desempleo de 22% en mayo del mismo año. Adicionalmente, la población femenina experimentó una tasa de desempleo significativamente más alta que la población masculina, generando una brecha de género que alcanzó un máximo de 9,9% en julio de 2020, explicado por las dificultades de las mujeres al tratar de conciliar el trabajo con las obligaciones en el hogar.

En 2023, el panorama del mercado laboral mejoró pues si bien, el número de ocupados retornó a niveles pre-pandemia en enero de 2022 (21,4 millones de personas empleadas), en julio de 2023 alcanzó un máximo de 23,2 millones de personas ocupadas, gracias a la creación de 1,1 millones de puestos de trabajo en ese mes. Sin embargo, la cifra de personas ocupadas descendió en octubre a 22.6 millones, nivel similar al observado en abril de 2023, pero aún por encima del nivel pre-pandemia. En los meses de agosto, septiembre y octubre, se evidenció una menor creación de empleo en términos anuales, así como la disminución de puestos de trabajo en el margen. Lo anterior es el reflejo de los efectos de la desaceleración económica, especialmente en los sectores de manufactura y comercio los cuales en octubre recortaron 108mil y 135mil puestos de trabajo, respectivamente. Mientras, los sectores relacionados con servicios continuaron mostrando una dinámica positiva aportando alrededor de 700 mil puestos de trabajo en el mes de octubre.

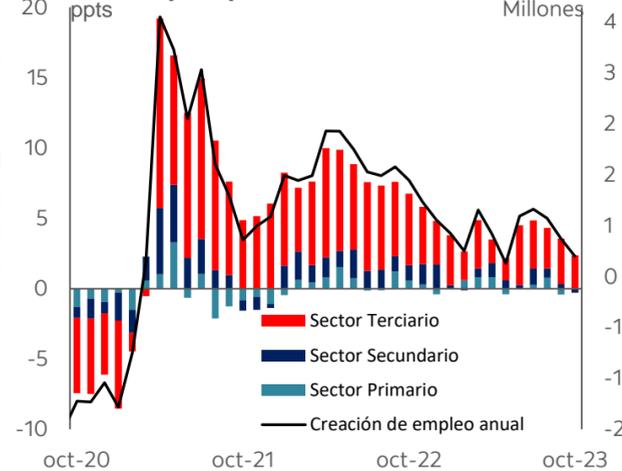
La desproporcionalidad del empleo por género se cerró a lo largo del 2023. En octubre la brecha de género logró reducirse a 4 puntos porcentuales, brecha medida como tasa de desempleo femenina menos la masculina, principalmente por un impulso del empleo femenino, pues solo en octubre el 90% de los nuevos empleos fueron absorbidos por mujeres (+427 mil). El sector que más mujeres empleó en octubre fue el sector de alojamiento y servicios de comida, en donde se crearon 183 mil nuevos puestos, seguido por actividades profesionales, en donde se sumaron 96 mil nuevas mujeres. Por su parte, el empleo masculino se ha visto afectado por aquellas actividades que son intensivas en mano de obra como la industria manufacturera, que recortó un total de 108mil empleos de los cuales 106mil fueron hombres, el rubro de comercio y reparación de vehículos también recortó mano de obra en octubre (-135mil empleos), de los cuales 113 mil fueron hombres.

Por ciudades, en el trimestre agosto-octubre Bucaramanga registró una tasa de desempleo de 7,2%, siendo esta la más baja de las 23 ciudades, seguida por Santa Marta, con una tasa de 7,3%. Mientras, Quibdó fue la ciudad con mayor tasa de desempleo ubicándose en 23,5%. Por su parte, las remesas alcanzaron USD 8,3 MM en lo corrido del año a octubre (+6,7% vs 2022), contribuyendo de manera importante al ingreso de los hogares. Al tercer trimestre del año, los departamentos: Valle, Cundinamarca y Antioquia, fueron los mayores receptores de remesas, sumando en conjunto más del 50% del total entrante. Por país de origen, EEUU representó el 54% de las remesas ingresadas al país, seguido por España con un 13% de participación.

La discusión del salario mínimo tomó más tiempo del anticipado, sin lograr concertar una cifra antes del primer plazo (15/12/23). Los sindicatos fijaron su propuesta en el 18%, mientras los gremios pujaron por un aumento acorde al cierre de la inflación.

El Gobierno ha mediado entre las partes, pero de no haber un acuerdo, el incremento se daría por decreto antes de finalizar 2023. Mientras tanto, la reforma laboral logró avanzar dejando para el próximo año la continuidad del primer debate.

Gráfico 4: Contribución a la creación de empleo por sector económico



Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

La caída en el déficit en cuenta corriente fue la señal más contundente de desaceleración económica

La desaceleración de la economía se reflejó significativamente en una reducción del déficit en cuenta corriente. En 2023, la demanda interna se debilitó llevando a Colombia a pasar de tasas de crecimiento económico superiores al 7% a una contracción de 0,3% en el tercer trimestre del 2023.

En paralelo a lo anterior, la caída en la demanda interna se reflejó en una caída sustancial de las compras en el exterior, lo que en conjunto con unas exportaciones que retrocedieron en menor medida, llevaron al déficit externo a su menor nivel nominal desde finales del 2017.

En el tercer trimestre del 2023, el Banco de la República reportó un déficit de cuenta corriente en el trimestre de USD 1680 millones, que representa el 1,7% del PIB (Gráfico 5), el nivel más bajo desde 2009. En lo acumulado del 2023 a septiembre, el déficit fue de USD 7091 millones y como proporción del PIB se ubicó en 2,8%, lo que supone una reducción sustancial al comparar con el mismo periodo del año anterior (USD 16613 millones, 6,3% del PIB).

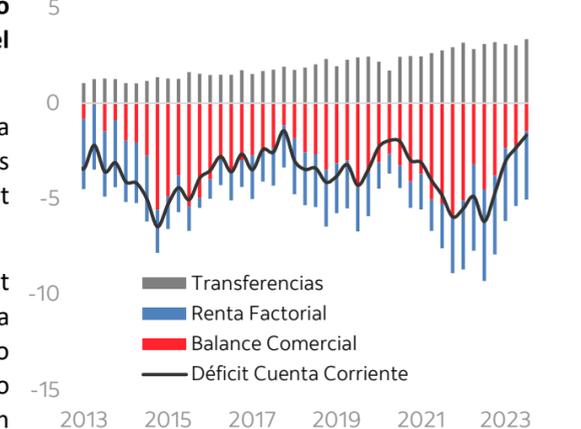
La reducción del déficit en cuenta corriente se explica mayormente por una disminución en el déficit del comercio internacional. La balanza de bienes y servicios presentó un déficit de USD 6.015 millones en lo corrido a septiembre de 2023, 53 % inferior a lo observado en el mismo periodo de 2022 (USD 6.791 millones menos). La caída de las importaciones fue de 47,5% anual y de acuerdo con las estadísticas del DANE, cerca del 60% de la caída de las exportaciones se ha concentrado en caídas en compras de materias primas y productos intermedios, que pueden recoger el efecto de menores precios internacionales, pero también la contracción sustancial en la inversión doméstica. Las compras de bienes de capital y materiales de construcción aportaron el ~32% de la caída y probablemente se asocian más a la caída de la actividad. Finalmente, la caída en las compras de bienes de consumo ha sido algo menor y solo explica el 10% de la caída de las importaciones totales. En este capítulo, los bienes del consumo duradero son los que más han sufrido, mientras que las importaciones del consumo no duradero se han mantenido relativamente estables. Así pues, las importaciones reflejan una desaceleración asimétrica con mayor impacto vía inversión.

En el frente de exportaciones, la balanza de pagos reportó una contracción del 8,7% anual, en el que la caída de las exportaciones de bienes fue de 13% anual. De acuerdo con el DANE, las exportaciones tradicionales han caído alrededor de 23% frente al 2022, sin embargo, gran parte de la contracción se atribuye a los menores precios internacionales, pues en volúmenes exportados la contracción fue de 3,5%; por su parte, las exportaciones no tradicionales han permanecido relativamente estables, mostrando que la demanda internacional se mantiene en niveles buenos.

De forma complementaria, los pagos de renta factorial cedieron ante los menores beneficios en las empresas de IED en Colombia. En complemento, las transferencias siguieron expandiéndose, aunque con una menor velocidad, especialmente ante una moderación en el auge de expansión de las remesas.

Desde el punto de vista del financiamiento, más del 100% proviene de la inversión extranjera directa, es decir inversión de largo plazo, que incluso compensa la salida registrada en la inversión de cartera. Con todo lo anterior, Colombia comprueba nuevamente la fortaleza de sus estabilizadores automáticos, el déficit de cuenta corriente refleja la caída de la demanda interna y de forma estructural reduce la presión de depreciación sobre el tipo de cambio.

Gráfico 5: Cuenta Corriente por componentes (US\$ MM)



Fuentes: BanRep, Scotiabank.

La inflación continuaría en un proceso gradual de convergencia a la meta

La inflación en Colombia tardó más tiempo que sus pares regionales en encontrar su pico. Durante el primer trimestre la inflación continuó al alza en gran medida respondiendo a los efectos de la indexación, el aumento en el precio de la gasolina, la aún elevada inflación de alimentos y una tasa de cambio que se mantenía en niveles altos. Fue así como durante el primer trimestre del año la inflación se aceleró del 13,12% de cierre de 2022 al 13,34% en marzo, y posteriormente siguió un proceso de moderación que ha sido lento comparado con lo ocurrido en otros países de la región.

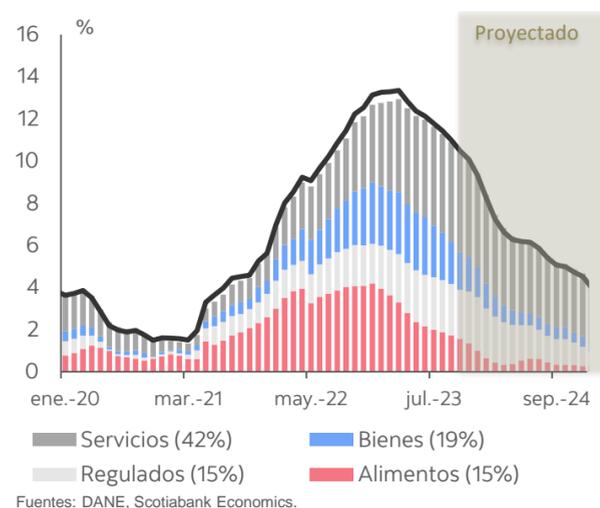
La corrección de la inflación se puede descomponer en cuatro frentes (Gráfico 4), el primero en el precio de los alimentos, la inflación de este rubro se fue moderando pasando de un pico de 27,8% al cierre de 2022 a niveles inferiores al doble dígito en noviembre, reflejando la superación del conjunto de choques de adversos tales como el incremento en el costo de los insumos, interrupciones logísticas, entre otros.

En segundo lugar, la inflación de bienes regulados se aceleró pasando del 12,84% al cierre de 2022 a cerca del 17% a finales del año, una aceleración explicada por el incremento de los precios de la gasolina, que para final del año exhibió una inflación superior al 40%, mientras que la inflación de los servicios públicos se desaceleró sin dejar de ser alta y respondiendo en el caso de la energía a la normalización de las tarifas impactadas por las reglas de alivio impuestas durante la pandemia. En el tercer frente está la inflación sin alimentos ni regulados asociada a los bienes, esta se desaceleró significativamente pasando de 15% al cierre de 2022 a cerca del 8,5% al final del 2023 y una parte relevante de su corrección se asocia a la debilidad del consumo de los hogares y la reducción experimentada por la tasa de cambio desde el mes de mayo, un ejemplo en este rubro es el de vehículos, el cual, durante el segundo semestre experimentó una reducción en precios de más de 6%, con caída no observada incluso en momentos pre-pandemia; junto con vehículos otros bienes transables aportaron a la corrección de la inflación en menor medidas.

En el cuarto frente se encuentra la inflación sin alimentos ni regulados asociada a servicios; los servicios contrario a lo observado en los bienes, presentaron una aceleración en la inflación, pasando de 7,4% al cierre de 2022 a cerca del 9% al cierre del año, esta categoría refleja el efecto de la indexación de precios, pues gran parte de esta inflación se asocia a los gastos de arriendo (indexados a la inflación de cierre del 2022) que pasaron del 3,9% de inflación al final del 2022 a más de 7,6% al final del 2023, y a la inflación de servicios como hoteles y restaurantes, que se caracterizan por el uso intensivo de mano de obra.

Así pues, el 2023 nos deja un balance mixto en la inflación, la corrección inició, pero ha sido lenta y la indexación de precios junto con el aumento de los precios del combustible hicieron más lenta la reducción. De cara al 2024 se espera que la inflación siga en tendencia de moderación: para los alimentos un riesgo a monitorear será el impacto del Fenómeno del “El Niño”, sin embargo, al no preverse una duración extendida de este fenómeno, creemos que el impacto será limitado. En el frente de regulados, los ojos se trasladan de la gasolina al diésel, sin embargo, el efecto puede acotarse un poco porque el diésel tendrá un efecto de base estadística generado por la gasolina que podría aminorar el impacto. Para la inflación básica de bienes, la tasa de cambio seguirá contribuyendo a la estabilidad o incluso reducción de precios durante el primer semestre. Finalmente, para los servicios, la indexación seguirá siendo clave, sin embargo, será al menos 3 puntos porcentuales menor a la de 2023 y en ese sentido el mayor alivio se sentiría en el primer trimestre del año, momento en el que usualmente se hacen dichos ajustes. Con todo lo anterior, Scotiabank Colpatría anticipa que la inflación cerraría 2024 a una cifra cercana al 4,50%

Gráfico 6: Inflación anual por componentes



Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

El Banco de la República recortará sus tasas al ritmo de la inflación

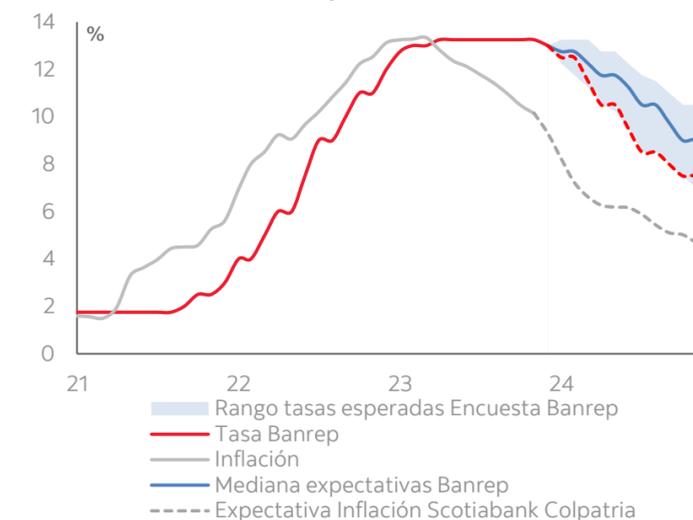
El Banco de la República terminó su ciclo de alzas en la tasa de interés en abril del 2023, alcanzando un nivel del 13,25% y por ocho meses la conservó estable, durante este periodo de tiempo el emisor enfatizó en que la inflación debía presentar un progreso mayor para poder iniciar un ciclo de reducciones en la tasa de interés. La inflación a noviembre se mantuvo por encima de doble dígito y las expectativas de inflación aún sin consolidar la posibilidad de llegar al rango meta antes de finalizar el 2024, sin embargo, la economía colombiana mostró un balance negativo en el tercer trimestre y junto con esto un déficit en cuenta corriente del 1,7% del PIB que sin lugar a dudas es una señal contundente de la respuesta de la demanda interna a las condiciones de subida de tasas de interés, alta inflación e incluso contexto político. En el anterior marco, el banco central en su reunión del 19 de diciembre, el banco central decidió reducir en 25 pbs la tasa de intervención a 13%, advirtiendo que el ciclo de recortes será un proceso cauteloso y que se seguirá monitoreando el proceso en inflación y en la actividad económica.

Ahora bien, las preguntas para el 2024 son, primero, qué tan rápido y segundo, hasta dónde bajarán las tasas de interés. En Scotiabank Colpatría se proyecta que la tasa de interés podría bajar desde el actual 13% a 7% al final del 2024 (Gráfico 7) en un proceso que probablemente podría acelerarse en el primer trimestre del 2024 y que en la segunda parte del año podría mostrar recortes más cautelosos.

La clave para el recorte de las tasas de interés conjugará tanto la evolución de las variables domésticas como crecimiento, y en especial la inflación, así como la evolución del escenario internacional. En el frente internacional, la sensación de riesgo disminuyó significativamente luego de que la Reserva Federal pusiera fin al ciclo de alza en las tasas de interés e incluso anticipara que, en 2024, los recortes en las tasas de referencia podrían ser de 75 pbs, no obstante, prevalece una distancia en las expectativas del mercado y la reserva federal, pues los primeros suponen recortes temprano en el año, mientras que la Reserva Federal tienen una aproximación más cautelosa. De cualquier manera, de mantenerse el contexto internacional en calma, el Banco de la República encontraría un contexto favorable para ejecutar su ciclo de recortes sin tener un costo significativo en la tasa de cambio.

Sobre las variables internas, en 2024 el nivel de actividad económica continuaría exhibiendo un desempeño débil en sus variaciones interanuales, sin embargo, operaría cerca o levemente por debajo de su capacidad potencial, lo cual seguirá siendo una señal a favor del recorte de la tasa de política monetaria. En cuanto a la inflación, el efecto de base estadística, especialmente en el proceso de indexación, será un as bajo la manga en el primer trimestre del año, pues podría implicar una reducción acelerada de la inflación entre enero y abril, que se podría traducir en un recorte más acelerado de las tasas de interés en el primer semestre del año. Sin embargo, el ímpetu desinflacionista se perdería en la segunda parte del año por lo que, con una inflación aún por encima de la meta, creemos que el emisor cerrará el año con la tasa de interés en 7%, que en términos reales está por encima del nivel que se supone neutral.

Gráfico 7: Evolución Tasa Banrep, Inflación y Expectativas



Fuente: Banrep, Scotiabank Colpatría Economics.

Incertidumbre y desafíos para la política fiscal

En 2023 la política fiscal perdió protagonismo pues gracias a la inercia de crecimiento económico, los ingresos fiscales no supusieron una restricción material y con la aprobación de la reforma tributaria el panorama parecía despejado y en efecto, se mantuvo así gran parte del año. Sin embargo, en el ámbito fiscal hubo dos fuentes de impacto importante en la economía y en las expectativas de los agentes del mercado.

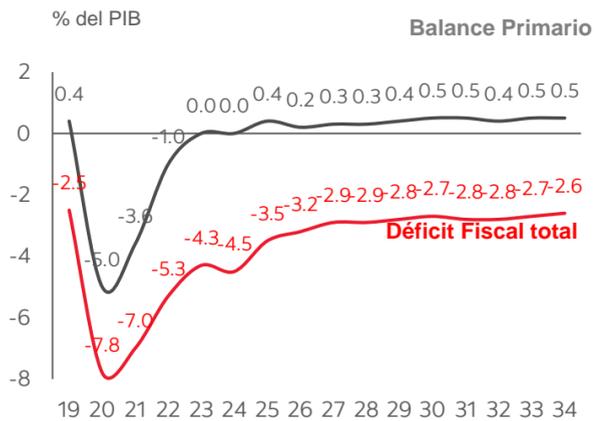
El primer impacto se asoció al retraso en la ejecución de recursos fiscales, pues si bien, el entonces nuevo gobierno estaba en proceso de aprobación del Plan Nacional de Desarrollo, la falta de implementación baja del presupuesto 2023 se sintió no sólo en el sector real sino también en los mercados financieros. Las alarmas empezaron a sonar cada vez más fuerte cuando en la evolución de los Depósitos de la Tesorería de la Nación (DTN) en el Banco de la República se evidenciaba una tendencia creciente y atípica para el momento del año, incluso llegando a una máxima acumulación de COP 50 billones de pesos en septiembre. Lo anterior fue resultado tanto de un recaudo tributario robusto y una falta de uso de recursos en proyectos a cargo del sector público. Sin embargo, dicha parálisis implicó una escasez de liquidez que se sintió en el sistema financiero y se reflejó en tasas de captación con el público más altas. En el último trimestre del año, los saldos de la DTN disminuyeron sustancialmente y si bien son dineros que pueden no estar en ejecución final de proyectos en el sector real, pasaron a cuentas preliminares para poder ser ejecutados en el futuro y con esto la normalidad de la liquidez volvió. Sin embargo, este episodio supuso la reacción del Banco de la República, que en respuesta a la liquidez atípicamente baja liquidez, implementó compras de deuda pública en montos significativos desde mayo y hasta agosto por más de COP 11 bn, que luego fueron parcialmente compensados por ventas de COP 5,91 bn en octubre y noviembre, periodo en el que la situación de liquidez mejoró con el giro de los recursos de la nación a cuentas del sistema financiero.

El segundo debate relevante se derivó después de la aprobación del Presupuesto General de la Nación 2024, cuyo monto se estableció en COP 502,6 billones de pesos. En este debate las principales preocupaciones están sobre el impacto que puede suponer el cambio de las condiciones macroeconómicas del 2024, pero también sobre la clasificación de algunas partidas de ingreso que podrían no estar alineadas a la definición de la Regla Fiscal y que en consecuencia podría implicar la posibilidad de incumplimiento de la misma. Por el momento la meta de déficit fiscal para 2024 se mantiene en 4,5% del PIB (Gráfico 8), pero el balance supone unos ingresos relativamente altos y en algún componente incierto.

Respecto a los supuestos macroeconómicos, el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF), los ingresos del 2024 podrían sufrir una recomposición entre ingresos petroleros y no petroleros, pues la Corte Constitucional declaró inexecutable la no deductibilidad de las regalías del impuesto a las empresas mineroenergéticas, impacto que se calcula en cerca de 0,4% del PIB en menores ingresos a la nación.

Ahora bien, el debate para 2024 surge por la consideración que elevó el CARF en su comunicación del 5 de diciembre, resaltando que la incertidumbre por los ingresos derivados de los litigios y la orden de la Corte ponen en incertidumbre el cumplimiento de la regla fiscal. En esta materia, el Ministerio de Hacienda ha enfatizado que el cumplimiento de la Regla Fiscal no es negociable y en ese sentido valdrá la pena monitorear si el Gobierno optará por reducir su gasto y compatibilizarlo con un potencial ingreso fiscal menor.

Gráfico 8: Balance Fiscal Gobierno Nacional Central (% del PIB)



Fuente: MFMP-2023, Scotiabank Colpatría Economics.

Las elecciones regionales realzaron la importancia de las negociaciones

El resultado de las elecciones regionales celebradas el 29 de octubre, demostraron que las instituciones continúan siendo robustas, además de reflejar un cambio en el sentimiento político. Las elecciones definieron 32 gobernadores, de los cuales, 17 eran alianzas entre diferentes partidos políticos. Los partidos tradicionales, entre ellos: Liberal, Conservador y de La U, que en un principio hacían parte de la coalición de gobierno, perdieron participación, mientras el partido de oposición Cambio Radical, fue el que obtuvo mayor participación en las gobernaciones. También se llevó a cabo la elección de 1.102 alcaldes, en donde destaca la visibilidad del partido Nuevo Liberalismo. En el caso de Bogotá, Carlos Fernando Galán, del partido Nuevo Liberalismo, ganó la alcaldía de la capital con 49% de los votos, mientras que, en Medellín, con el 73,3% de los votos, la alcaldía quedó a manos de la derecha con el candidato Federico Gutiérrez, del partido Creemos. En Cali y Barranquilla, los empresarios Alejandro Éder y Alejandro Char, ganaron las alcaldías con partidos inclinados hacia la centro-derecha. Así las cosas, las principales ciudades del país quedaron en manos de candidatos desligados del gobierno de izquierda.

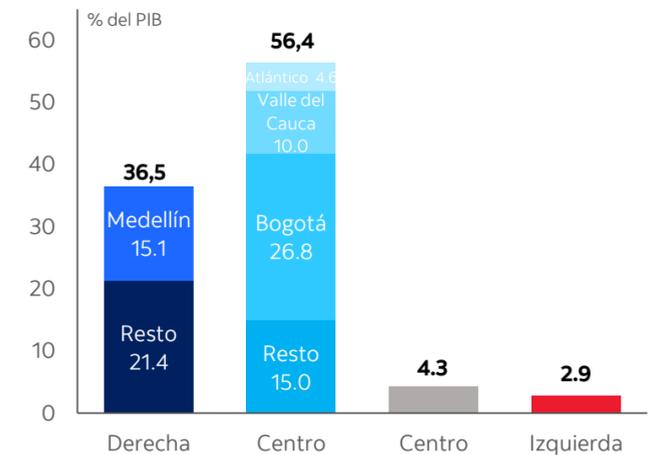
El balance no muestra cambios radicales en la política, sin embargo, muestra que la mayoría de las regiones se inclinaron hacia el centro- derecha. De las 33 regiones, sólo 3 votaron por un gobierno de izquierda, 4 por el centro, 13 por el centro-derecha y 13 por la derecha. Ahora, al hacer el cálculo utilizando el PIB, puede evidenciarse que los nuevos gobiernos de centro-derecha representan el 56,4% del PIB de Colombia, la extrema derecha representa el 36,5% del PIB, mientras la izquierda quedó representando apenas el 2,9% del PIB (Gráfico 9). Si bien la participación del partido de gobierno no fue la esperada, el presidente Gustavo Petro, felicitó a gobernantes y representantes electos destacando que, el proceso electoral refleja el sentir de la gente y que es una decisión que debe ser respetada.

Los partidos tradicionales afirmaron su relevancia en las regiones, especialmente el partido de oposición Cambio Radical. En las elecciones al Congreso de 2022, el Partido de Gobierno logró una gran relevancia; sin embargo, como se mencionó anteriormente, esta relevancia se desvaneció, lo cual aumenta la importancia de negociación, Dado que no solo el Gobierno tendrá que negociar en cuanto a trámites legislativos que se adelantan, como la reforma a la salud, la reforma pensional y la reforma laboral, sino que los partidos electos también necesitarán negociar un presupuesto para las regiones.

En este contexto, las reformas del gobierno de izquierda, que se encuentran en proceso de discusión en el Congreso, podrían verse afectadas por el cambio en el sentimiento político. Las reformas a la salud, la pensión y laboral, que se consideran fundamentales para el cumplimiento de los objetivos del gobierno, podrían encontrar mayor resistencia por parte de los partidos de oposición, que ahora controlan la mayoría de las regiones.

El gobierno de Gustavo Petro había presentado la reforma a la salud como una de sus principales prioridades, la cual fue aprobada en la Cámara de Representantes siendo un importante paso para el Gobierno. Sin embargo, aún debe ser aprobada por el Senado, donde se espera una oposición más fuerte. Dado que, partidos como el Liberal y el de la U, se han mostrado divididos sobre la reforma, sumado a la postura de los opositores, quienes consideran que es demasiado radical y que podría afectar negativamente la calidad de los servicios de salud. Además, está pendiente el segundo debate de la pensional cuya aprobación en primer debate se dio durante el primer semestre de 2023.

Gráfico 9: Orientación Política del País (% del PIB)



Fuentes: Registraduría Nacional, Scotiabank Economics.

Mercados: decantando las primas estructurales en la tasa de cambio

Durante 2023 los activos en Colombia decantaron la información económica y política y el mercado moderó las primas de riesgo surgidas en la segunda parte del 2022. El inicio del año fue volátil pues a nivel internacional el ajuste en las expectativas sobre la política monetaria lideró gran parte de las fluctuaciones.

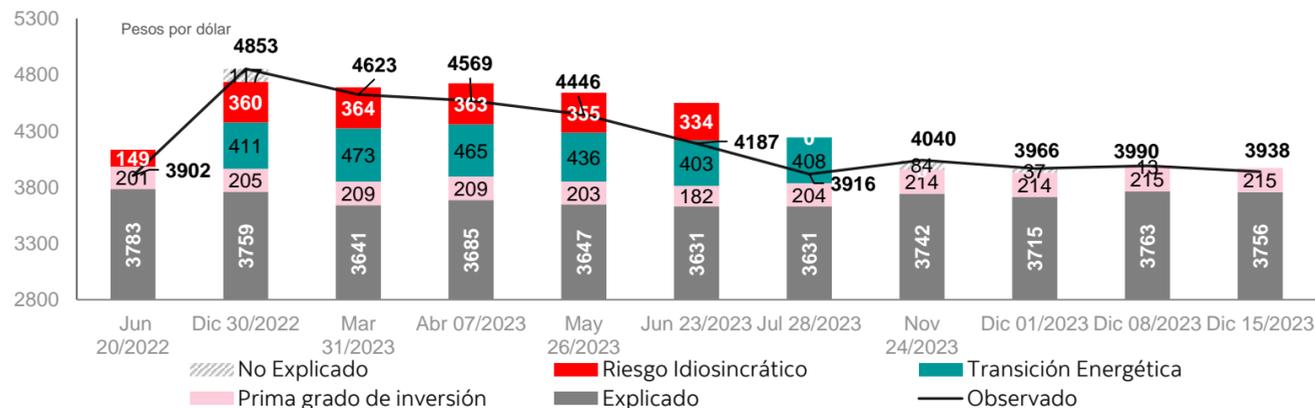
En este contexto, la tasa de cambio en Colombia volvió a elevarse al principio del año, con un descanso posterior que motivó a los agentes de la economía a hacer cubrimientos cambiarios, evento que, en medio de una liquidez apretada en el sistema financiero, derivó en un incremento atípico en las depreciaciones de la curva forward. Desde mayo y ante un panorama internacional que se tranquilizaba con la corrección de la inflación, y ante información que comprobó que las instituciones de política en Colombia son robustas, la tasa de cambio empezó a desvanecer las primas de riesgo surgidas en 2022 (Gráfico 10), cuando los anuncios del Gobierno Nacional sobre la transición energética y sobre potenciales cambios de regla abruptos en varios frentes generaron incertidumbre en los mercados.

En conjunto con lo anterior, la desaceleración económica, la caída de las importaciones y la reducción significativa del déficit en cuenta corriente contribuyeron a que desde el punto de vista real no hubiera presiones para experimentar una depreciación de la tasa de cambio. El 2023 estuvo marcado por una desacumulación de inventarios en muchas industrias que respondieron a una perspectiva de demanda débil, y en línea con lo anterior, la compra de bienes de origen internacional cayó. No obstante, el retroceso de las importaciones parece haberse moderado luego de que la tasa de cambio diera un respiro y eso podría indicar que una tendencia de apreciación continua no sería el escenario base.

Fue así como en la segunda parte del año el movimiento de la tasa de cambio se compatibilizó más con el vaivén de los mercados externos. La amenaza de una Reserva Federal agresiva elevó momentáneamente el tipo de cambio en octubre, pero luego la comprobación de la posibilidad de un ciclo de recortes por parte del banco estadounidense volvió a apreciar la moneda. El 2023 cerró con operaciones muy laterales en el tipo de cambio y tal vez a la espera de nueva información para definir su movimiento en el futuro.

Para 2024 habrá dinámicas relevantes para el tipo de cambio. Una recuperación gradual de la actividad económica supondrá un piso para la negociación del tipo de cambio. En lo anterior también influirá el programa de acumulación de Reservas Internacionales por parte del Banco de la República. Desde el punto de vista internacional, la discrepancia entre las creencias de la Reserva Federal y del mercado abre el chance a ver volatilidad si el momento de recorte de tasas en Colombia no coincide con el del banco estadounidense. Por otro lado, no se descarta que eventos locales supongan la necesidad de volver a incorporar primas de riesgo en el FX. Así para final del 2024 se espera una leve depreciación del tipo de cambio a 4116 pesos.

Gráfico 10: USDCOP desagregado por efectos macroeconómicos



Fuente: Scotiabank Colpatría Economics.

Tasas de interés: el ciclo de recorte y el riesgo de reinversión en 2024

La principal pregunta durante 2023 fue ¿Cuándo llegaría el fin del ciclo de alzas? Y al final del año fue ¿Cuándo bajarían las tasas de interés?. En este contexto, la expectativa por el recorte de las tasas de interés llevó a materializar valorizaciones en la curva de rendimientos local.

Temprano en el año, la curva de rendimientos reflejó valor, ante un contexto de mayor liquidez de parte de agentes que son naturales compradores de deuda pública tales como Fondos de Pensiones y Aseguradoras. Una pausa a la tendencia vino a mediados del año, pues al parecer el Banco de la República y varios bancos centrales en el mundo ponían en duda la posibilidad de flexibilizar la política monetaria prontamente.

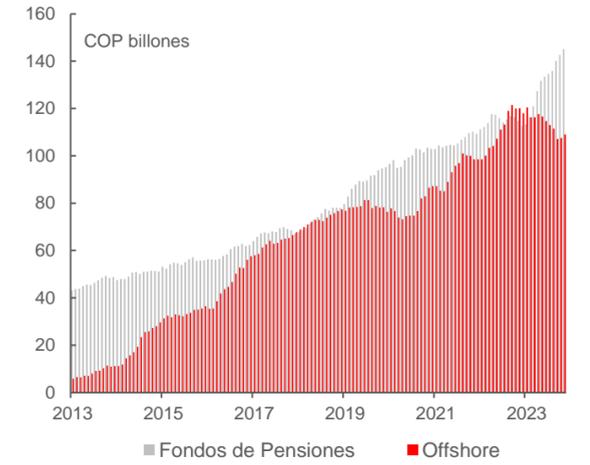
Los inversionistas extranjeros fueron vendedores la mayor parte del año (gráfico 11) y sólo durante el último trimestre volvieron a añadir posiciones, pues el panorama internacional favoreció la toma de riesgos. En paralelo, los agentes domésticos volvieron a comprar con la expectativa de que se estaban agotando la posibilidad de comprar a tasas altas. Así la curva de COLTES nominales cierra promediando 10% (Gráfico 12).

La bajada de la tasa de interés de política monetaria por parte del BanRep materializa el fin de un periodo de tasas de interés atípicamente altas. En 2024 se anticipa que la bajada en tasas de interés será continua y en este contexto el riesgo más fuerte es el de reinversión, especialmente de recursos invertidos en depósitos a término (CDTs).

En cuanto a renta fija, al igual que en la tasa de cambio, las primas por riesgo idiosincrático ya no están incorporadas en los precios. En 2024 el riesgo fiscal ante una eventual duda por el cumplimiento de la regla fiscal podría generar volatilidad, sin embargo, es un evento que no debería reflejarse en el nivel de la curva, sino en su empinamiento.

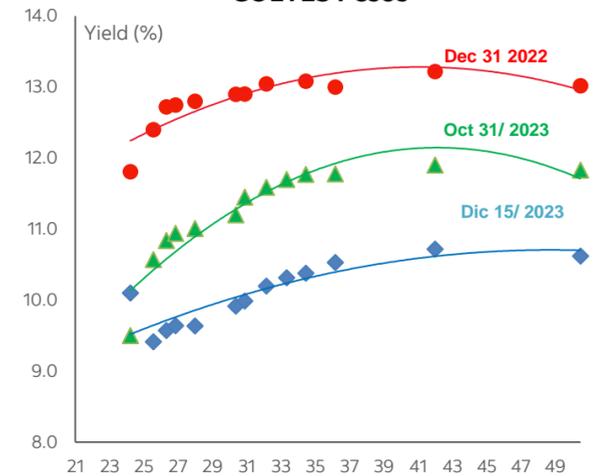
De cualquier forma, en 2024 la tendencia predominante para la curva de rendimientos será la dará la reducción de las tasas de interés por parte del Banco de la República y en efecto, gran parte del valor podría concentrarse en el primer semestre del año.

Gráfico 11: Evolución de tenencias de COLTES por parte de Fondos de Pensiones y de Inversionistas extranjeros.



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.

Gráfico 12: Curva de Rendimientos Colombia COLTES Pesos



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.

Lo que sigue...

- **A nivel internacional.** Las señales apuntan a que en el 2024 el recorte de tasas de interés se materialice, dando por terminado un ciclo de endurecimiento bastante amplio.
- **Reuniones de Política Monetaria.** El próximo año, el Banco de la República continuaría con el ciclo de flexibilización, sin embargo, el ritmo de éste dependerá de la velocidad en la que la inflación retroceda.
- **El gobierno colombiano enfrentará retos importantes en materia fiscal en 2024.** Los ingresos tributarios podrían ser menores a los proyectados en el PGN, dejando un menor margen de maniobra para financiar gastos asociados a las reformas sociales propuestas, como la reforma a la salud y la reforma pensional las cuales se prevé que sean discutidas en segundo debate durante el primer semestre de 2024, además de la expectativa a la reforma laboral y a la educación las cuales se salvaron antes de finalizar las sesiones de 2023.

Proyecciones

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023 (Pr)	2024 (Pr)
Cuentas Nacionales						
Crecimiento real del PIB (anual %)	3,2	-7,3	11,3	7,5	1,1	1,8
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,9	9,7	-3,5	1,3
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,2	14,0	8,3	1,4	2,0
Privado (a/a, %)	4,0	-4,9	15,2	9,8	1,3	2,2
Gobierno (a/a, %)	5,5	-0,8	10,0	1,4	1,1	1,8
Formación bruta de capital (a/a, %)	2,4	-21,5	14,5	16,9	-24,6	-2,2
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,5	17,0	16,1	3,8	3,6
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	28,5	23,4	-14,9	-1,5
Mercado Laboral						
Desempleo (% promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,1	10,2
Balanza de Pagos						
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14,1	-13,2	-20,5	-18,7	-7,85	-11,6
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,1	50,4	72,5	67,45	68,0
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,1	75,29	79,1
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-16,58	-9,10	-13,77
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,6	-3,4	-5,7	-6,2	-2,6	-3,5
Términos de Intercambio (a/a, %)	4,04	-12,62	20,74	5,94		
Precios, tasas & Tasa de Cambio						
IPC (a/a, %, fin periodo)	3,80	1,61	5,62	13,12	9,30	4,62
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,78	5,95
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,14	5,31
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	4000	4116
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4280	4050
BanRep tasa de política (% fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	13,0	7,0
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

Director 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

La visión de Scotiabank es ser el socio financiero más confiable de nuestros clientes para ofrecer un crecimiento sostenible y rentable y maximizar el rendimiento total para los accionistas. 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 alrededor de \$1.4 billones en activos (al 31 de octubre 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 X @Scotiabank.

About Scotiabank

Scotiabank’s vision is to be our clients’ most trusted financial partner, to deliver sustainable, profitable growth and maximize total shareholder return. Guided by our purpose: “for every future,” we help our clients, 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 assets of approximately \$1.4 trillion (as at October 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 X @Scotiabank.