

Colombia: El ciclo alcista está por terminar, la agenda de reformas está en negociación y la volatilidad internacional permanece.

En 2022 Colombia presentó un crecimiento destacable a nivel global, no obstante, el efecto acumulado de una alta inflación y altas tasas de interés está motivando a la moderación de la actividad económica. La volatilidad internacional continúa y tanto en Colombia como en el mundo la principal pregunta es qué tan alto van a llegar las tasas de interés y qué tanto tiempo se van a quedar en niveles altos. Mientras tanto, la agenda política del año está cargada de reformas para discutir antes de las elecciones regionales. En esta oportunidad las negociaciones están siendo más significativas y están asegurando, aún, unas instituciones independientes y fuertes en Colombia.

En esta entrega destacamos.

- Los mercados internacionales enfrentan nuevos episodios de volatilidad, intentando descifrar qué tan alto llegarán las tasas de interés. La reducción de la inflación a nivel global ha perdido ímpetu y se sigue tratando de identificar qué tan desviado permanecerá el crecimiento de los precios frente a la meta de los bancos centrales.
- En Colombia el crecimiento de 2022 fue inferior a lo esperado, sin embargo, mostró que el gasto de los hogares cerró en niveles altos frente a su tendencia de largo plazo. Desde finales del 2022 algunos indicadores apuntan a que el gasto privado se está moderando. Por su parte, la inflación está rondando el nivel más alto esperado en el ciclo.
- La agenda de reformas del Gobierno involucra discusiones sobre temas estructurales: Salud, Trabajo, Pensiones, Política. Las negociaciones con el congreso y agentes de la economía en estos frentes está revelando líneas duras en varios partidos. La institucionalidad permitirá que el proceso democrático transcurra normalmente.
- Los mercados domésticos siguen experimentando alta volatilidad. La prima de riesgo idiosincrático se está moderando y la gran pregunta es cuánto tiempo durarán las tasas de interés altas.

Contexto internacional

En 2022 la volatilidad se mantuvo alta, la inflación llegó a niveles no vistos en varias décadas motivando una reacción de subida de tasas sin precedentes por parte de los bancos centrales a nivel global. **En 2023 la perspectiva de una potencial recesión como resultado de la alta inflación y las altas tasas de interés dominó la atención de los mercados en los primeros días del año.** Sin embargo, la reapertura total y temprana de China, un invierno menos fuerte en Europa y un mercado laboral holgado en EEUU están disminuyendo los miedos de una recesión fuerte y contribuyendo más a una visión de aterrizaje suave.

La gran pregunta sigue siendo en qué nivel pararán las subidas de tasas de interés y qué tanto durarán las tasas altas, especialmente por parte de la Reserva Federal (Fed). En la reunión de marzo, el comité de mercado abierto (FOMC) de la Fed señaló una tasa terminal en EEUU entre 5.25% y 5.50%, en un entorno de datos de arranque de año mostrando un mercado laboral robusto y la inflación perdiendo ímpetu en su retroceso, lo que se contrarresta con la incertidumbre reciente por el reciente episodio de choque en la confianza del sistema financiero regional ese país.

Entre tanto, varios bancos centrales han entrado en pausa de su ciclo alcista. En Latinoamérica, Brasil, Chile y Perú está en modo de esperar y ver, mientras que, desde el punto de vista de economías desarrolladas, Canadá fue el primero en dar el primer paso. La Reserva Federal desaceleró el ritmo de ajustes en la reunión de febrero, mientras que el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra siguen ajustando sus tasas a pasos de a 50 pbs. La diversidad de estrategias muestra que falta menos para llegar al techo de tasas, sin embargo, la incertidumbre se mantiene alta y solo los datos confirmarán hasta qué punto llegarán las tasas de interés.

Por el momento, los mercados continúan mostrando una alta volatilidad. Enero fue positivo para los activos de riesgo, pero en febrero hubo un reverso en el positivismo. El dólar ganó terreno frente al grueso de monedas a nivel global mientras que las tasas de los tesoros siguen con una volatilidad inusual tratando de incorporar los riesgos en el sistema bancario con unas tasas más altas en la política monetaria en EEUU.

El punto positivo es que los mercados están reflejando los riesgos existentes de mejor manera. En este sentido, si bien la volatilidad continúa, ya hay un aprendizaje detrás que podría apuntar a la estabilización de algunos precios en el mediano plazo.

EQUIPO RESEARCH CAPITAL MARKETS

SCOTIABANK COLPATRIA

Sergio Olarte, Gerencia de Research

sergio.olarte@scotiabankcolpatria.com.co

Jackeline Piraján Díaz, Director de Research

jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com.co

Nicolai Jiménez, Estudiante en Práctica

nicolai.jimenez@scotiabankcolpatria.com.co

Tabla de Pronósticos Macroeconómicos

Colombia	2021	2022	2023pr	2024 pr
PIB (a/a %)	11	7.5	1.5	2.5
IPC (a/a%)	5.62	13.12	9.3	5.04
Tasa Banrep	3.0	12.0	12.0	5.5
USDCOP	4077	4850	4866	4941

Fuente: Scotiabank Economics, Colombia

¿Cómo va la economía?

La economía colombiana empezó el 2022 consolidando la reapertura total de la economía, permitiendo el retorno a la presencialidad en todas las actividades. Los indicadores de actividad mostraron un fuerte repunte, lo que reflejó la capacidad de adaptabilidad del sector privado y la resiliencia de la economía. Las actividades de servicios superaron el desempeño general de la economía, mientras que el sector secundario y terciario tuvieron desempeños inferiores al promedio de la economía (Gráfico 1).

En el cierre del 2022, las señales de desaceleración llegaron más temprano y fueron más fuertes de lo esperado. El crecimiento del último trimestre del año fue de 2.9% anual, que supuso una contracción frente al tercer trimestre de 1.6%, dando señales de retroceso en el consumo de los hogares, que se reflejó también en contracciones de sectores clave asociados a los servicios. Así, para todo el año 2022 el crecimiento fue de 7.5%, destacado frente al crecimiento promedio de Latinoamérica de 2.8%, e incluso uno de los más altos a nivel global.

En el sector primario, la agricultura se ha debilitado ante el contexto de alza en los precios de los insumos y anomalías climáticas que han impactado la productividad de cultivos clave como el café. Por su parte la producción minera no ha presentado un rebote fuerte pese al contexto de buenos precios internacionales y algunas actividades como la explotación de carbón que están afectadas logísticamente por el exceso de lluvias. La producción de petróleo por su parte avanzó 2.6%, contrarrestando el efecto negativo de los otros rubros mineros.

En el sector secundario, la finalización de grandes obras de infraestructura ha moderado el valor agregado del sector, lo cual ha contrarrestado el progreso del sector de edificaciones. Por su parte, la industria manufacturera mostró un impulso proveniente de la reapertura en industrias como la de fabricación de prendas de vestir, bebidas y refinación de combustibles, mientras que algunas industrias los problemas de costos, logísticos y con percepción de una demanda más débil moderaron su desempeño al final del año.

Por el lado de la demanda, el consumo privado fue el principal motor del desempeño de la actividad económica en 2022. Al final del año el consumo de los hogares se ubicó 8.6% por encima de la tendencia de largo plazo. Lo anterior estaría asociado a una reducción en el ahorro de los hogares, pero también a otros fenómenos que contribuyeron a mantener un buen nivel de ingreso disponible.

Particularmente se destaca el choque positivo por de las remesas. Durante 2022 la entrada de remesas llegó a un máximo histórico superando los USD 9500 millones, de acuerdo con los registros de la balanza de pagos, lo cual representó el 2.7% del PIB y cerca del 50% del total de exportaciones de petróleo de 2022. Lo anterior podría explicar la resiliencia del consumo especialmente en hogares del segmento bajo de ingresos.

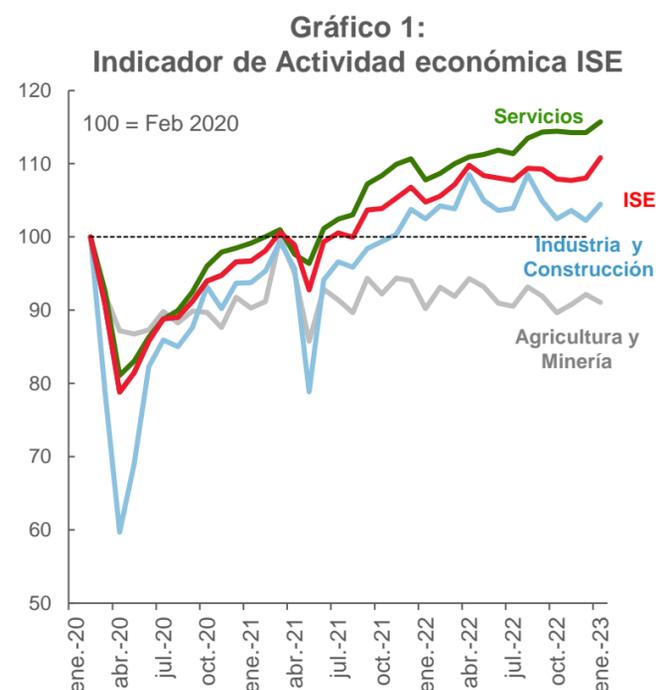
Una segunda hipótesis sobre la resistencia del consumo doméstico podría atribuirse a la dinámica de la economía subterránea. Según un estudio de Naciones Unidas el peso del narcotráfico en Colombia es de 4.5% del PIB, además cerca de COP 30 billones se mueven al año alrededor de actividades ilegales.

El gasto del gobierno creció 2.4% en todo el año, aunque perdió ímpetu en la segunda parte del año con una contracción anual de 5.1% en el cuarto trimestre. La ejecución baja puede atribuirse al fenómeno de transición de gobierno en el cual sin Plan Nacional de Desarrollo, la evolución de proyectos de gasto se modera. Sin embargo, se espera que el desempeño mejore en 2023, especialmente con la motivación que usualmente implica el proceso de elecciones regionales.

La inversión recobró los niveles pre-pandemia, gracias a un mejor desempeño de la construcción de vivienda y la adquisición de maquinaria y equipo, mientras que el rezago persistió en el rubro de otros edificios y estructuras.

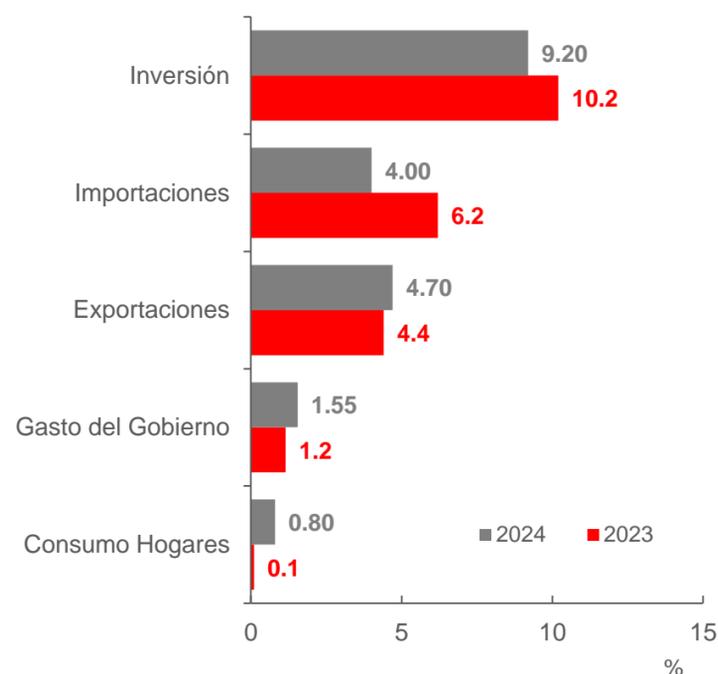
En el sector externo, el déficit se amplió, las importaciones superan su tendencia de largo plazo, reflejando la compra de materias primas y bienes de inversión. Por otro lado, el volumen de exportaciones creció más moderadamente. En 2023, se esperan importaciones menos dinámicas, reflejando una actividad económica menos fuerte. Por otro lado, las exportaciones seguirán guiadas por el desempeño del sector tradicional (minería + café)

Scotiabank Economics proyecta un crecimiento del PIB de 1.5% en 2023. El consumo de los hogares continuaría mostrando una sana moderación, la inversión crecimientos modestos y el gasto del gobierno una mejor ejecución. Las importaciones perderían dinamismo, mientras que las exportaciones ganarían terreno en el margen para disminuir moderadamente el déficit externo (Gráfico 3 y 4).



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics.

Gráfico 2: Proyección Crecimiento Económico 2023 y 2024. Por Demanda.



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics.

Sector Externo, el déficit en cuenta corriente fue el más alto desde 2015.

El déficit de cuenta corriente en el 4T-2022 se situó en **US\$ 4.99 mil millones (6.1% del PIB)**, por debajo del observado en el 3T-2022 (**US\$ 6.91 mil millones y 7.0% del PIB**). La reducción del déficit por cuenta corriente frente al 3T obedeció a un menor déficit comercial en medio de un menor desajuste de las exportaciones netas, lo que es compatible con la tesis de desaceleración económica.

En todo el año 2022, el déficit por cuenta corriente se situó en **21450 millones de dólares**; en términos nominales, fue el déficit nominal más alto desde 2014, cuando Colombia sufrió el choque de los precios de las materias primas y se alineó con la estimación de Banrep. Como porcentaje del PIB, el déficit por cuenta corriente en 2022 representó el **6.2% del PIB** (Gráfico 3). En 2022, las entradas de Inversión Extranjera Directa (IED) aumentaron un **81.7%**, convirtiéndose en la principal fuente de financiación (65% del déficit total de la Cuenta Corriente).

En 2022, la ampliación del déficit en cuenta corriente fue atribuida mayormente a salidas de flujos por pagos de renta factorial que fueron de **USD 17.21 MM en 2022**, por pagos de utilidades a empresas con IED en Colombia, especialmente en el sector minero y de servicios financiero. El déficit comercial por su parte fue más bajo que en 2021, reflejando un menor desempeño en las exportaciones de servicios. Por otro lado, las transferencias aumentaron **14.5%** frente a 2021, con las remesas aportando un monto clave.

Por el lado de **Financiamiento**, las entradas de IED aumentaron **81.7% vs 2021**, alcanzando **USD 17.05 MM**, **32%** dirigido al sector financiero, **26%** al sector de petróleo y minería, el **11%** a transportes y comunicaciones. Por otro lado, los flujos de capital (inversión de portafolio) fueron negativos en **USD 265.5 millones**, cayendo **65.5%** versus 2021. El endeudamiento del sector privado en exterior aumentó en **37.71% vs 2021** a **USD 13.09 MM**, mientras que el endeudamiento del sector público en el exterior fue menor que en 2021.

Los déficits gemelos, especialmente el déficit estructuralmente alto en cuenta corriente es el fundamental más débil para la economía colombiana. Sin embargo, es un problema endémico para Colombia, ya que un amplio déficit es compatible con un fuerte crecimiento económico.

Dicho esto, los resultados de la cuenta corriente de 2022 son consistentes con un crecimiento del PIB del 7.5% que exigió mayores importaciones, especialmente de materias primas y bienes de capital. También vale la pena señalar que, aunque el déficit por cuenta corriente fue alto, su financiamiento provino de una fuente más saludable: la IED. **Para 2023, el banco central proyecta que el déficit de cuenta corriente se reduzca a USD 13600 millones, equivalente al 3.9% del PIB, reflejando la desaceleración económica con una menor dinámica de importación, pero aún con suficiente financiamiento de fuentes saludables.**

El la generación de empleo se está estancando.

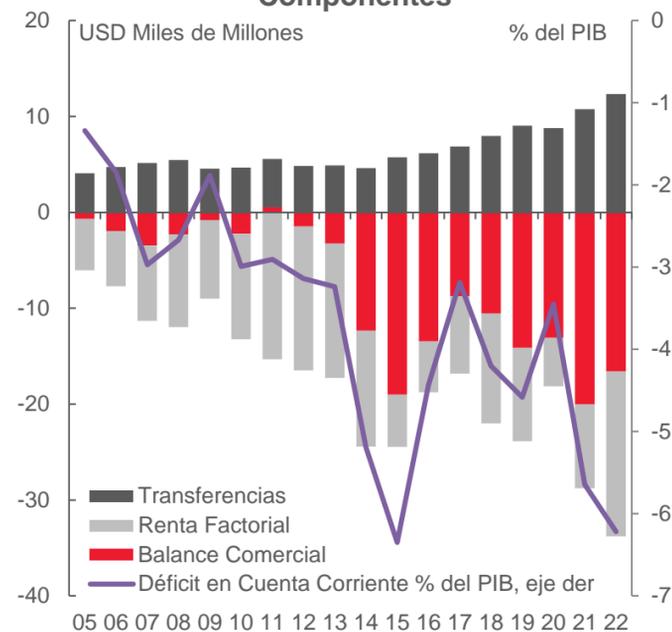
Al final del 2021 el empleo alcanzó los niveles pre-pandemia. La reactivación de los sectores asociados a servicios permitió que las oportunidades de empleo se incrementaran. En efecto, en promedio durante 2022 el número de personas empleadas fue **7.1%** mayor que en 2021, alcanzando el umbral de dos millones de personas.

Los sectores que más avanzaron en creación de empleo fueron los de industria manufacturera, comercio y reparación de vehículos, actividades artísticas, de entretenimiento y recreación; y alojamiento y servicios de comida, cuatro sectores que en conjunto aportaron el **72%** de los empleos creados en 2022. Sin embargo, en los últimos meses del año, las ganancias de puestos de trabajo se volvieron más erráticas y al parecer la disminución en el dinamismo de la economía está impidiendo que los empleos se incrementen más.

Paralelo con la recuperación del empleo, también se desarrolló una dinámica de reincorporación de personas a la fuerza laboral (Gráfico 4). En 2022 algo más de medio millón de personas salió de la inactividad. A pesar de lo anterior, las personas fuera de la fuerza laboral continúan en niveles altos, **5.9%** por encima del registro pre-pandemia, cerca de 800 mil personas.

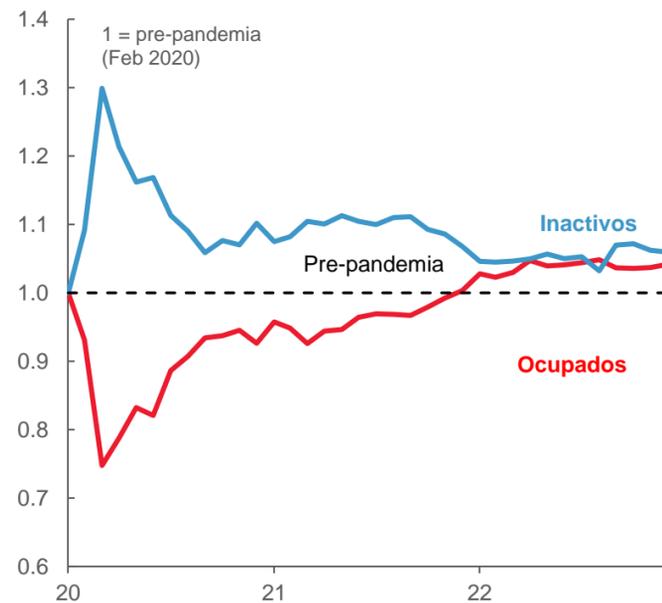
En el contexto anterior, en el que la creación de empleo perdió ritmo y en el que el ingreso de personas en el mercado laboral aumentó, la tasa de desempleo presentó una mejora limitada y en promedio durante 2022 fue de **11.2%**, reduciéndose desde el **13.8%** de 2021, pero encontrando dificultades para consolidarse en niveles similares a los de pre-pandemia (**10.8%** en 2019).

Gráfico 3. Balance de Cuenta Corriente por Componentes



Fuentes: Banrep, Scotiabank Colpatría Economics.

Gráfico 4. Empleo vs Inactivos Índice 1 = nivel pre-pandemia



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics.

En cuanto a calidad de empleo, la formalidad tuvo un progreso en 2022, pues el aumento de puestos de trabajo se concentró en zonas urbanas sobre la de las zonas rurales. Lo anterior porque las condiciones climáticas afectaron la actividad agrícola y los puestos de empleo asociados. Así, en los últimos doce meses la informalidad se ubica en 57.9% para el total nacional, inferior en 0.6 ppts frente a un año atrás.

En 2023, la desaceleración de la economía colombiana se reflejaría en ganancias de empleo moderadas. El contexto de más altos impuestos a las empresas, altas tasas en el crédito, una demanda moderándose y una reforma laboral por discutirse podrían pesar en el ánimo de contratación. Por otro lado, en la medida en que nuevas personas entran de nuevo a buscar empleo, impondrá una dificultad adicional al mercado laboral.

Inflación estaría atravesando un techo.

La inflación se mantiene en los mayores niveles observados desde principios del 1999. Al cierre del 2022 se ubicó en 13.12% y en febrero la inflación fue de 13.28%, mostrando la dificultad de la inflación para encontrar un pico estricto. En su lugar, la inflación parece estar haciendo la transición por un techo, en el cual se balancean las fuerzas de una menor inflación de los alimentos contra la presión alcista que generan los efectos de indexación. En efecto, la inflación sin alimentos ha seguido aumentando y ahora se ubica en 10.86%, incrementándose en 87 pbs desde el cierre del 2022.

Las proyecciones al inicio del 2023 apuntaban a la posibilidad de que la inflación llegaría a un pico en los primeros meses del año a raíz de una base estadística alta (Gráfico 6). El efecto de base estadística refleja el reemplazo de las inflaciones mensuales atípicamente altas en los alimentos durante 2022, específicamente entre enero y abril, por inflaciones mensuales algo más bajas en 2023. En efecto dicho efecto se ha materializado pues la inflación de los alimentos pasó del 27.81% anual al cierre del 2022 a 24.14% anual en Febrero de 2023.

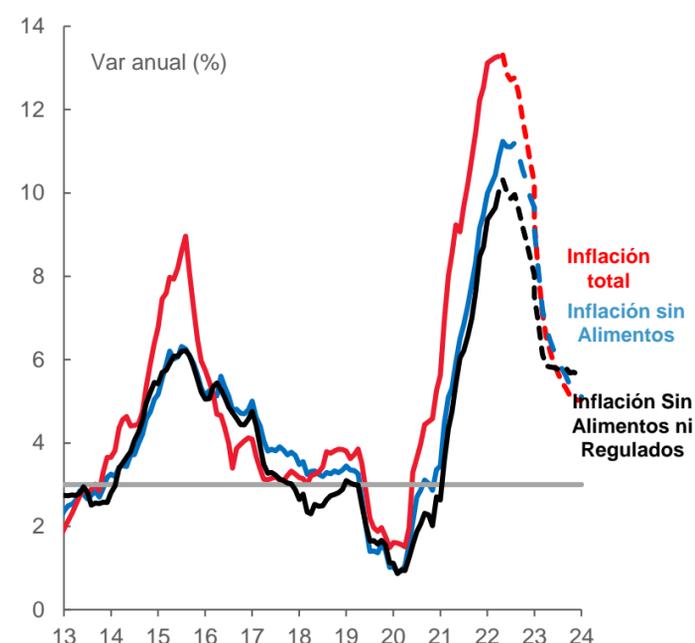
No obstante, otros rubros en el IPC han mantenido su sesgo alcista reflejando particularmente, el aumento en el precio de los combustibles, y los efectos de indexación a la inflación pasada y al ajuste del salario mínimo. Entre el 60% - 70% de la inflación presenta efectos directos o indirectos de indexación. Un rubro relevante en este aspecto es el arrendamiento (~26% de la canasta del IPC), cuyo precio por ley está permitido para subir en un porcentaje hasta la inflación de cierre del año anterior. No obstante, otros servicios, intensivos en mano de obra, tales como, el servicio doméstico, los restaurantes, hoteles, etc, también reflejan el efecto de aumento del salario mínimo, que en 2023 fue de 16%.

En este contexto, las métricas de inflación básica han seguido incrementando. La inflación sin alimentos llegó a 10.86% anual en febrero y la inflación sin alimentos ni regulados aumentó a 10.04% frente al cierre del 2022 de 9.51%. Lo que ha impedido que la inflación total alcance un pico estricto.

Se proyecta que la inflación se mantenga por encima del doble dígito gran parte del año, la inflación promedio sería del 12% y para cierre del año se proyecta en 9.30%, lo cual demostraría que los efectos de indexación están haciendo la corrección en la inflación sea mucho más lenta que frente a lo observado a nivel global. De cara al 2024, la inflación se proyecta en el 5.04%, aun desviada del rango meta del Banco de la República definido entre 2% y 4%.

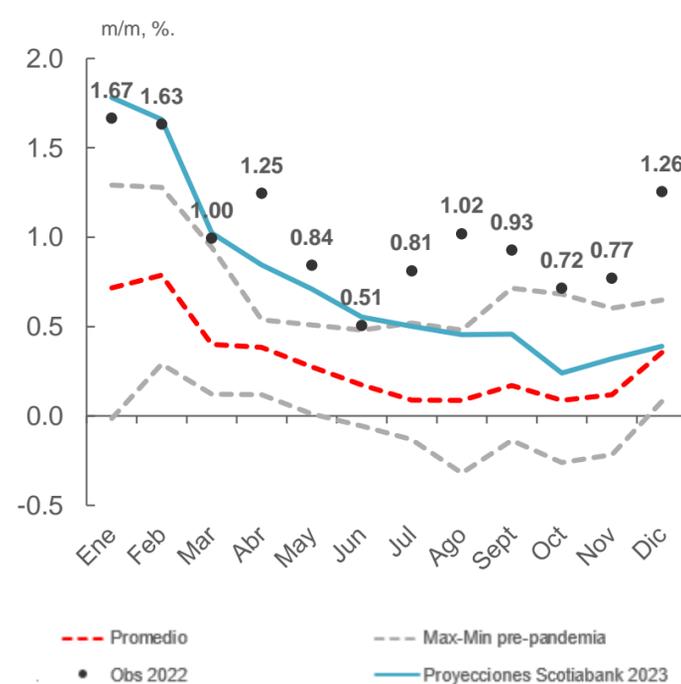
Si bien, la inflación no ha tocado un techo, las expectativas de inflación ya mostraron un punto de inflexión, lo que junto con las señales de desaceleración de la economía podría contribuir a que el Banco de la República esté próximo a pausar su ciclo de subida de tasas de interés. De acuerdo con la más reciente encuesta, la expectativa a un año está en 7.31% y a dos años en 4.58%.

Gráfico 5: Expectativas de inflación



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics.

Gráfico 6: Efectos de Base estadística Inflación total mensual. Comparativo proyecciones 2023 vs 2022 y rango min max pre-pandemia



Fuentes: DANE, Scotiabank Colpatría Economics.

La tasa de política monetaria podría estar llegando al fin del ciclo de ajuste

En enero, el Banco de la República sorprendió a los mercados subiendo su tasa de interés en 75 pbs a 12.75%, un movimiento inferior a lo esperado por el mercado de 100 pbs. La junta expresó que la tasa de interés se está aproximando a la postura requerida en el mediano plazo para lograr la convergencia a la meta de inflación, lo cual nos señala que el fin del ciclo de alza de tasas está más cerca. Dos preguntas siguen dominando en este espectro, cuál va a ser el punto terminal, pero más aún, por cuánto tiempo se mantendrán alta la tasa de interés. El pivote lo marcará la velocidad de la desaceleración de la inflación, la respuesta de la actividad económica.

De acuerdo con el más reciente Informe sobre Política Monetaria (Enero), el equipo técnico del Banco de la República proyecta que la inflación cerrará por encima de la meta en 2023, sin embargo para finales del 2024 ya estará nuevamente en el rango meta del banco central. Lo anterior en un contexto de un cierre rápido de la brecha del producto, que para finales del 2023 se proyecta muy cercana a lo neutral.

En Scotiabank Colpatría Economics se proyecta que en marzo el Banco de la República realizará la última subida de la tasa de interés del ciclo para dejarla en 13% (Gráfico 7). La estabilidad se proyecta hasta el último trimestre del 2023, momento en el que se espera un mejor anclaje de las expectativas de inflación, y una brecha del producto menos positiva. El riesgo de mantener tasas altas por más tiempo se puede materializar si la inflación demuestra tener mayores dificultades para corregir, mientras que recortes más tempranos podrían ser compatibles con un escenario de actividad económica más débil de lo anticipado.

Política fiscal

Luego de la aprobación de la reforma tributaria, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público presentó el Plan Financiero 2023. El Plan fue leído de manera positiva pues estableció una senda de deuda más estable, e incluso aproximándose más rápidamente a la meta de la Regla Fiscal (Gráfico 8). Los ingresos fiscales mayores a los esperados gracias al mejor crecimiento económico y a los mayores precios del petróleo permitió al Gobierno pagar un nuevo tramo del Fondo de Estabilización de los Precios del Combustible (FEPC) y reducir más de lo esperado el déficit del 2022. En efecto, el gobierno estima en 2022 el déficit fiscal en 5.5% del PIB muy inferior al límite del 8.4% que estableció la regla fiscal y para 2023 se proyecta que el déficit se reduzca al 3.8% del PIB. De esta manera, la deuda como porcentaje del PIB pasaría del 59.6% en 2022 al 57.5% en 2023.

En cuanto a la emisión de deuda interna (TES) para 2023, las subastas estarán por el orden de COP 27 bn más un COP 1 bn en bonos verdes, lo que representa una disminución del 16% frente al 2022. De hecho, el endeudamiento doméstico como porcentaje del PIB se proyecta como el más bajo en alrededor de 30 años.

Es de destacar que ante la mejor dinámica de recaudo permitió pagar parte del fondo de estabilización de los precios del petróleo (FEPC) en esta vigencia y el déficit estimado para el 2023 rondaría en los 28 bn según las estimaciones fiscales con un plan de pagos que permitirá saldar el déficit en 2024. De igual forma, es favorable que Colombia planee alcanzar un superávit primario tan pronto como en 2023 (Gráfico 9).

Si bien las noticias en el frente fiscal son positivas y siguen apuntando a un fuerte compromiso con el cumplimiento de la Regla Fiscal y la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo, no se espera que la calificación crediticia de Colombia tenga una mejoría en el corto plazo. Los planes fiscales aún recaen en la capacidad de crecimiento económico y en la compatibilidad que la agenda de reformas con la estabilización y reducción de la deuda.

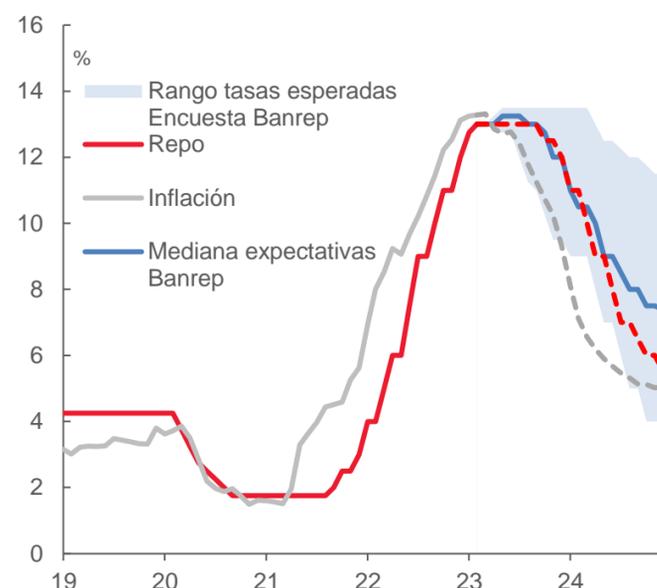
Agenda de Reformas

El Congreso de Colombia empezó a sesionar en la segunda semana de febrero, lo que extendió por seis semanas el periodo legislativo usual. Durante este periodo inicial, el Gobierno presentó una abultada agenda de reformas. La discusión empezó con la presentación de la Reforma a la Salud el lunes 13 de febrero, siguió la Reforma Laboral el jueves 16 de Marzo, mientras que la propuesta de Reforma Pensional fue revelada el miércoles 22 de Marzo.

La agenda de reformas está más abultada de lo normal, lo anterior va en línea con los objetivos expuestos por el Gobierno durante la campaña presidencial y está prevista a ser discutida antes de que empiece el periodo más relevante para las elecciones regionales. Las elecciones regionales serán el 29 de Octubre y en estas se probará nuevamente la fortaleza del partido de Gobierno.

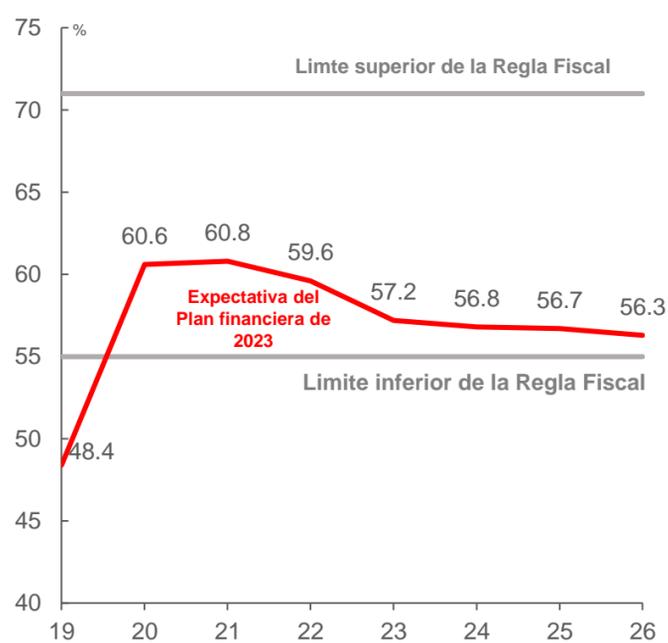
Si bien, las reformas están generando reacciones encontradas entre varios actores, el proceso político está demostrando la fortaleza de las instituciones en Colombia. La discusión de la Reforma a la Salud ha tomado más tiempo del previsto inicialmente por el Gobierno, lo anterior pues han surgido propuestas alternativas por parte de los partidos de la oposición e incluso por partidos que al inicio del gobierno se declararon de coalición. Este proceso demuestra que la reforma aprobada puede variar significativamente luego de su curso por el Congreso. Por el momento ha quedado claro que, si bien hay acuerdos en los objetivos de la reforma, la discrepancia primordial está en las estrategias para conseguirlas.

Gráfico 7: Evolución Tasa Banrep, Inflación



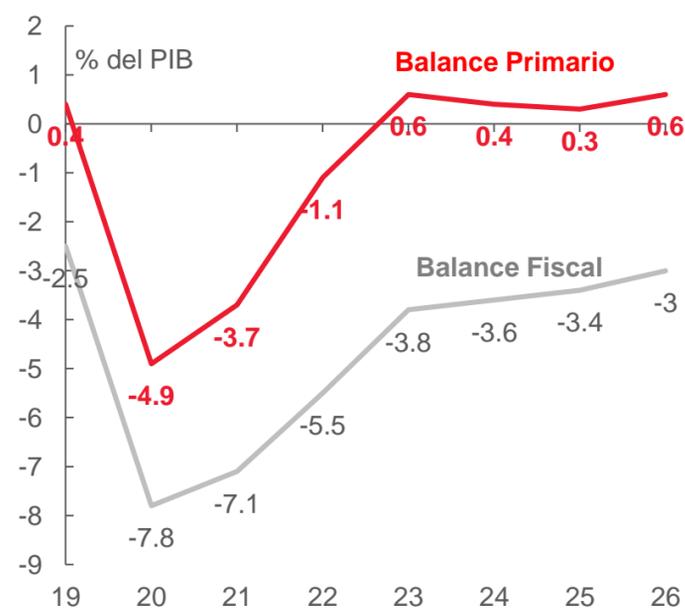
Fuente: Scotiabank Colpatría, DANE, Banrep.

Gráfico 8: Deuda del Gobierno Central



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Scotiabank Colpatría Economics.

Gráfico 9: Balance Fiscal – Gobierno Nacional Central (% del PIB)



Fuente: Plan Financiero, Scotiabank Colpatría Economics.

La Reforma Pensional capta la atención de los mercados, pues hay vigilancia sobre qué sucederá con los fondos privados de pensiones (AFPs) pues ellos son actores relevantes en el mercado de capitales en Colombia y configuran la contraparte más relevante para los inversionistas extranjeros. La propuesta del Gobierno supone por el momento la creación de un esquema de pilares, el cual contempla un pilar solidario, y además limitaría la magnitud de los subsidios para las pensiones de personas con ingresos altos. La propuesta supone además la creación de un fondo soberano encargado de gestionar las contribuciones pensionales y esto aliviaría la preocupación sobre un potencial impacto en la liquidez del mercado local, especialmente en el mercado de COLTES.

El actual periodo legislativo culminará el 20 de junio, por lo que la congestión de anuncios de reforma seguirá alta en los próximos meses. Los pesos y contrapesos se continuarán observando, por lo que existe un riesgo de que las reformas se retrasen frente al cronograma planteado. De cualquier manera, afirmamos el mensaje de que los tres poderes, Ejecutivo, Legislativo y Judicial están actuando y garantizando la fortaleza de las instituciones en Colombia.

Mercados, la volatilidad continúa siendo predominante.

El inicio del 2023 ha demostrado que la volatilidad en los mercados continúa. A nivel internacional, se busca más certeza sobre el potencial punto terminal en el ciclo de subidas por parte de la Reserva Federal. Por otro lado, eventos geopolíticos como la extensión del conflicto por la invasión de Rusia a Ucrania, las tensiones entre EEUU y China, los episodios en el sistema financiero, entre otros incrementan las fuertes fluctuaciones de los mercados.

En Colombia, la agenda internacional se mezcla con el panorama local el cual involucra todavía incertidumbre sobre el futuro de la política monetaria y una agenda de reformas significativamente cargada. Sin embargo, las señales que da el mercado doméstico indican que los riesgos están incorporados en los precios (Gráfico 10) y en general varios agentes están encontrando los nuevos equilibrios en medio de la incertidumbre.

Tasa de cambio

En el último trimestre del 2022, la tasa de cambio sufrió una serie de choques que involucraron tanto anuncios más agresivos por parte de la Reserva Federal con la subida de tasas de interés, como una serie de anuncios del Gobierno, especialmente sobre la transición energética que incrementaron la incertidumbre en los mercados y que de hecho han contribuido a disminuir la asociación del tipo de cambio con los precios del petróleo, lo cual en los modelos del equipo de Scotiabank Economics supone un aumento en la prima de riesgo idiosincrático.

Es importante notar que, si bien la volatilidad continuó alta al inicio del 2023, la tasa de cambio no ha superado los máximos históricos observados al final del 2022, lo que muestra que los agentes están encontrando un precio adecuado al riesgo. Lo anterior ha llevado a operar al tipo de cambio en un rango amplio pero consistente, entre 4700 y 4900 pesos. El modelo fundamental apoya estos niveles como los adecuados para la operación en el mediano plazo, dado el balance de riesgos de los próximos meses.

Deuda pública.

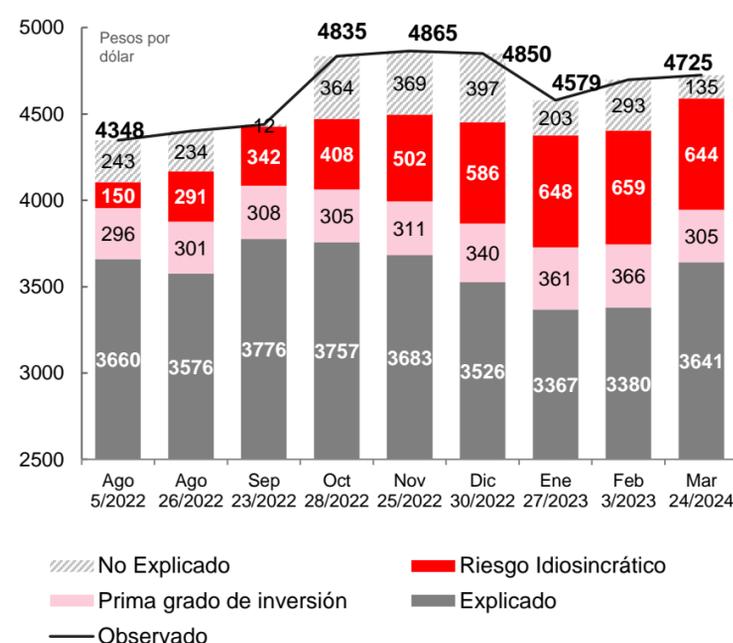
A lo largo del año las presiones en el frente de renta fija se han moderado. El Ministerio de Hacienda subastó una referencia a 2033 con un cupón destacado del 13.25% que motivó el apetito de varios actores en el arranque del año. En lo corrido del año, la curva de rendimientos de los COLTES tasa fija ha bajado en promedio 120 puntos básicos (Gráfico 11) con movimientos bajistas más pronunciados en la parte corta y media de la curva que demuestran que si bien Colombia no ha llegado a un pico estricto de la inflación, los mercados están empezando a operar asumiendo el fin del ciclo alcista del Banco de la República. De cualquier forma, la curva sigue mostrando una prima frente al movimiento de la renta fija internacional que demuestra que los activos locales siguen incorporando en sus precios los choques por las comunicaciones políticas del 2022.

En línea con la dinámica de los TES, las tasas pasivas (de depósitos) han empezado a cerrar sus brechas frente a la tasa repo y las tasas de deuda corporativa han empezado a cerrar sus brechas frente a las tasas de COLTES.

En la curva de UVRs, el movimiento está siguiendo la tendencia de los títulos en pesos y en general las métricas de Breakeven inflation se han mantenido promediando 6.7% (Gráfico 12), con los plazos cortos aún altos pero moderándose en el margen en los últimos días.

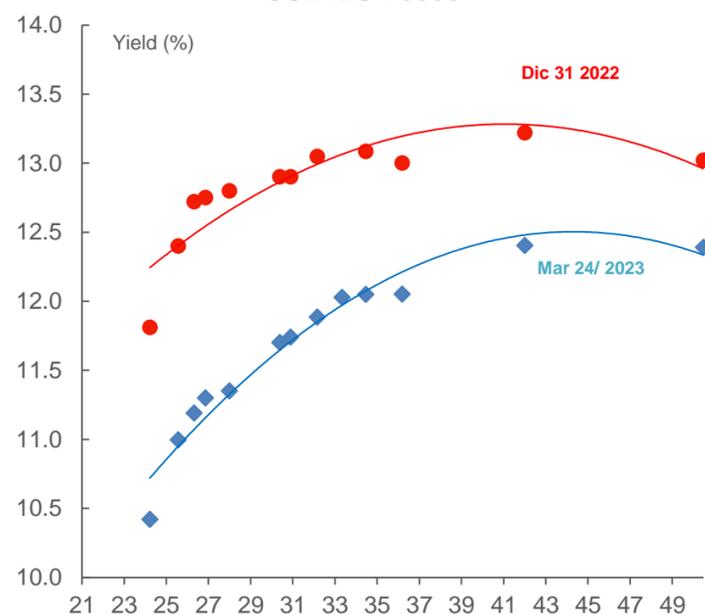
En adelante, el apetito por la deuda pública local estará bastante ligado al fin del ciclo alcista en las tasas de interés y a los desarrollos internacionales.

Gráfico 10: USDCOP desagregado por efectos macro



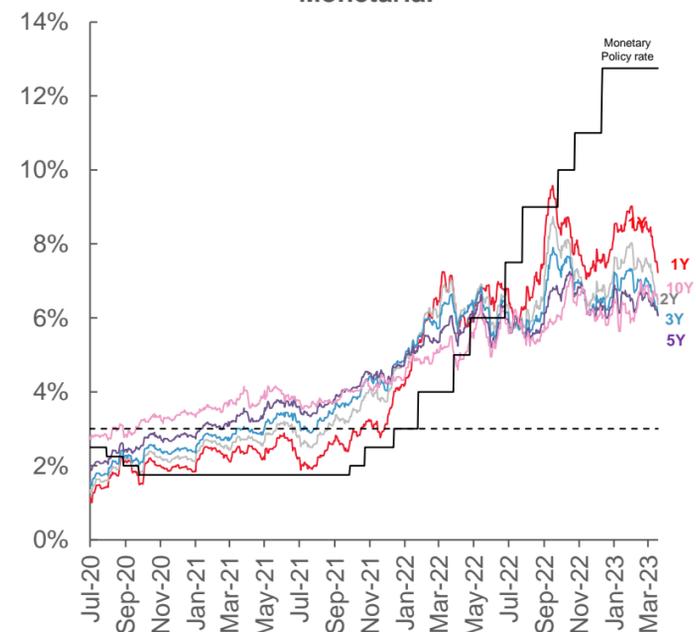
Fuente: Scotiabank Colpatría Economics.

Gráfico 11: Curva de Rendimientos Colombia COLTES Pesos



Fuente: Scotiabank Colpatría, Bloomberg.

Gráfico 12: BreakEven Inflation vs Tasa de Política Monetaria.



Fuente: Precia, Scotiabank Colpatría Economics.

Lo que sigue ...

- **Reuniones de Política Monetaria:** En Colombia, la junta de marzo dará información relevante para poder afirmar la pausa en el ciclo alcista. Las proyecciones frescas del equipo técnico en abril permitirán tener señales sobre el tiempo que durarían las tasa altas.
- **Las reformas sociales están sobre la mesa.** Los resultados finales podrían tardar más de lo anticipado. Monitorear la tasa de éxito en los planes del Gobierno es clave.
- **Contexto internacional.** Los bancos centrales están llegando a las etapas finales del ciclo de aumento de tasas de interés. En los meses venideros, la economía global mostraría más señales sobre la efectividad de las políticas implementadas a lo largo de los últimos meses.

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cuentas Nacionales						
Crecimiento real del PIB (anual %)	3.2	-7.3	11.0	7.5	1.5	2.5
Demanda Interna (a/a, %)	4.0	-7.5	13.8	10.2	2.1	2.6
Consumo (a/a, %)	4.2	-4.1	14.2	8.4	0.1	0.8
Privado (a/a, %)	4.0	-4.9	15.4	7.6	0.1	0.8
Gobierno (a/a, %)	5.4	-0.8	10.4	4.02	1.1	1.5
Formación Bruta de Capital Fijo(y/y, %)	2.6	-23.7	14.0	14.1	10.2	9.2
Exportaciones netas (% del PIB)	17.5	-13.7	59.0	38.9	8.5	3.2
Exportaciones (a/a, %)	3.3	-22.6	16.0	18.2	4.4	6.3
Importaciones (a/a, %)	7.7	-19.6	30.5	21.8	4.7	4.0
Mercado Laboral						
Desempleo (% promedio)	10.5	16.1	13.8	11.2	11.4	10.5
Balanza de Pagos						
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14.1	-13.2	-20.5	-18.7		
Exportaciones (USD\$, MM)	51.3	38.1	50.4	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	9.3	5,04
IPC (a/a, %, promedio)	3.52	2.53	3.49	10.15	12.0	5.89
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3.45	1.03	3.44	9.99	8.85	4.96
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4781	4866	4941
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4565	4815	4903
BanRep tasa de política (% fin periodo)	4.25	1.75	3.00	12	12	5.5
Indicadores Fiscales*						
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48.4	60.6	60.8	59.6	57.5	56.8
Balance de primario del GNC (% del PIB)	0.4	-4.9	-3.7	-1.1	0.6	0.4
Déficit del GNC (% del PIB)	-2.5	-7.8	-7.1	-5.5	-3.6	-2.0

*Fuente: Plan Financiero 2023

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.