

Análisis Macroeconómico: primer semestre 2023

Julio 2023

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com

Scotiabank Colpatria | Capital Markets

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

Colombia finalmente alcanzó puntos de inflexión, mientras, los países desarrollados siguen buscando el final de la subida de tasas

El 2023 ha sido el año de los ajustes. Luego de un 2022 con un crecimiento destacado, Colombia empezó a revelar los efectos de las altas tasas de interés y la inflación. El consumo privado refleja un ajuste sustancial del gasto, mientras que la inversión privada sigue de cerca las políticas que podrían afectar el horizonte a mediano plazo. En este contexto, se llegó al pico de la inflación, lo que permitió al Banco de la República detener el ciclo alcista de tasas de interés.

Los anteriores signos, junto con un proceso político de negociaciones bajo el marco institucional, han sido leídos como señales adecuadas y ha permitido desarrollar un entorno favorable para los activos locales, a pesar de que a nivel internacional sigue la incertidumbre sobre el punto terminal del ciclo de aumento en las tasas de interés en los países desarrollados.

En esta entrega destacamos:

- **La pregunta de qué tan alto llegarán las tasas en los países desarrollados sigue sin resolverse.** Los mercados internacionales continúan bajo un ambiente de baja volatilidad, mientras que los bancos centrales afirman su compromiso por lograr bajar la inflación a sus metas.
- **En Colombia, los signos de desaceleración de la demanda interna son contundentes.** La inflación tocó techo alentada por la bajada en los precios de los alimentos. El Banrep entró en pausa y eventuales recortes de tasas de interés serán altamente dependientes de la corrección en la inflación.
- **La agenda de reformas del Gobierno estuvo cargada de discusiones sobre temas estructurales:** Salud, Trabajo, Pensiones, Política. Las negociaciones revelaron líneas duras en varios partidos y la coalición de Gobierno se quebró. Durante el segundo semestre la discusión continuará en medio del proceso de elecciones regionales.
- **Pese a la volatilidad internacional, los activos locales de tasa de cambio y deuda pública se han comportado positivamente.** La mejor liquidez doméstica y la expectativa por un cambio de ciclo en la política monetaria han empujado el movimiento.

Tabla de Pronósticos Macroeconómicos

Colombia	2021	2022	2023pr	2024 pr
PIB (a/a %)	11	7,5	1,8	2,6
IPC (a/a%)	5,62	13,2	8,88	4,38
Tasa Banrep	3,0	12,0	12,25	5,75
USDCOP	4077	4850	4250	4316



Contexto internacional

Los mercados iniciaron 2023 con alta incertidumbre ante la posibilidad de enfrentar una recesión fuerte, especialmente en las economías desarrolladas. Sin embargo, el anuncio de reapertura completa en China y un invierno menos fuerte en Europa, junto con un mercado laboral aún robusto en EEUU y en gran parte del mundo, moderó las preocupaciones. En efecto, el crecimiento económico ha sido resistente, el consumo se ha mantenido fuerte, reflejando el efecto de la desacumulación de ahorro y el mantenimiento de los ingresos de las familias gracias a la fortaleza del mercado laboral. No obstante, el balance es asimétrico, pues las actividades manufactureras se han debilitado por una menor demanda, mientras que los servicios siguen presentando expansión.

La inflación total continuó bajando en la mayoría del mundo, sin embargo, se mantiene lejos de las metas de los bancos centrales y en gran medida, la reducción de la inflación refleja la normalización de algunos choques de oferta reflejados en los precios de la energía. En contraste con la bajada de la inflación total, las medidas de inflación básica, que excluyen el comportamiento de los bienes más volátiles como los alimentos, no está cediendo a la misma velocidad. Las métricas de inflación de servicios se mantienen altas y son el principal foco de preocupación para las autoridades de política monetaria.

Durante el primer semestre, se presentaron signos de preocupaciones con el episodio protagonizado por algunos bancos regionales en EEUU, por las pérdidas en el valor de sus activos conjugado con un retiro acelerado de depósitos, que coincidió con un momento de debilidad de confianza en Credit Suisse. Si bien este entorno de fragilidad llevó a los mercados a anticipar un potencial recorte de las tasas de interés, los bancos centrales enviaron un mensaje de confianza, afirmando que tienen instrumentos alternativos para atender un episodio de riesgo bancario sin sacrificar el objetivo de reducción de la inflación. Fue así como en efecto, los bancos centrales siguieron subiendo sus tasas de interés, pero permaneciendo vigilantes de cualquier desarrollo en el sistema financiero.

Así pues, el cierre del semestre mostró un balance en el que la economía demostró ser más fuerte de lo anticipado y si bien el balance de recuperación de la economía China no ha sido significativamente sobresaliente, la perspectiva de tener eventos de recesiones significativas se ha aminorado. De hecho, el Fondo Monetario Internacional, proyecta una expansión global de 2,8% en 2023, inferior a la registrada en 2022 de 3,4% y con perspectiva a mejorar en el horizonte a 2024.

En ausencia de fuertes recesiones y con incertidumbre aún elevada sobre la dinámica de la inflación, los bancos centrales de países desarrollados se muestran cautos sobre la posibilidad de terminal el ciclo de alzas. En el primer semestre la Reserva Federal hizo una pausa, pero advirtió que nuevas alzas se pueden requerir, por su parte el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra, entre otros, siguieron aumentando las tasas de interés y mostrando cautela sobre cuál será el punto terminal.

En contraste, en Latinoamérica hay algunos bancos centrales listos para iniciar el recorte en las tasas de interés. Brasil, que empezó la subida de tasas en marzo de 2021, está prospectado para iniciar recortes en agosto, mientras que Chile podría bajar la tasa en julio en respuesta a caídas pronunciadas en su actividad económica. Perú, Colombia y México entraron en pausa del ciclo de alzas en el primer semestre y tardaría un poco más en ejecutar el recorte de tasas.

Las bolsas a nivel global se han mantenido erráticas, pero con valorizaciones año corrido que superan el 15%. Por su parte, el mercado de renta fija en EEUU refleja los riesgos de tener tasas más altas en los nodos de corto plazo, aunque la curva en EEU se mantiene invertida, subestimando el riesgo de tasas altas por un prolongado periodo de tiempo. En el segundo semestre del año, las preguntas aún por resolver son: en dónde parará el alza de tasas de interés en las economías desarrolladas, qué tanto más se desacelerará la economía y que tan desviada seguirá la inflación de las metas de los bancos centrales.



¿Cómo va la economía?

El crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2023, publicado por el DANE, reveló resultados más débiles de lo esperado por el mercado. El PIB real de Colombia registró un crecimiento anual del 3,0% en el primer trimestre, por debajo del consenso de mercado de y nuestra previsión del 3,5%. El crecimiento trimestral desestacionalizado fue del 1,4%, impulsado por las actividades financieras y de seguros, así como el sector del ocio y los servicios públicos.

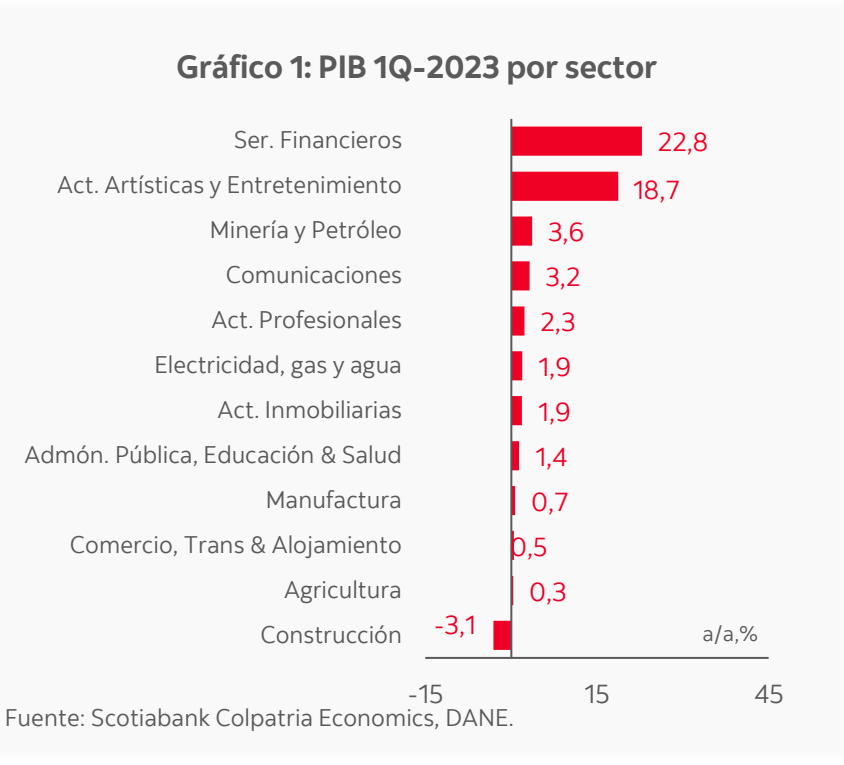
El análisis de los datos de actividad económica del primer trimestre de 2023 indica que el consumo privado ha experimentado una desaceleración significativa en los componentes de bienes durables y semidurables, mientras que los bienes de consumo básico y los servicios muestran variaciones positivas. Además, el DANE ha revisado a la baja la trayectoria del PIB para 2022, lo que implica una menor velocidad de crecimiento y menor recalentamiento del consumo en comparación con los datos iniciales publicados por el DANE.

A pesar de esta desaceleración, los resultados del crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2023 reflejan la resiliencia de la economía colombiana en el período post-COVID, especialmente en los sectores relacionados con los servicios, que continúan mostrando un crecimiento significativo a pesar de un calendario apretado lleno de eventos masivos y la reactivación de diversas fiestas típicas durante dicho periodo.

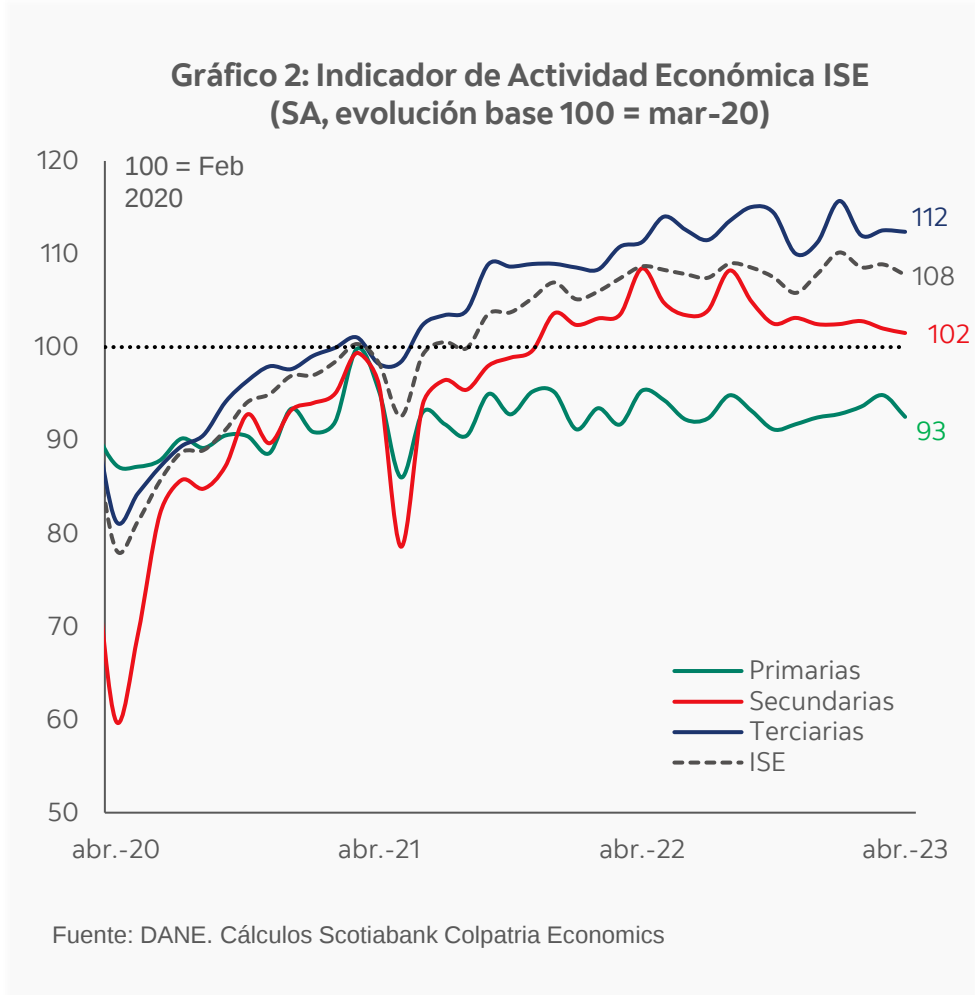
En cuanto a la oferta (Gráfico 1), se destaca que los sectores que más contribuyeron al crecimiento en el primer trimestre fueron las actividades relacionadas con el ocio (+0,8 pp), las actividades financieras y de seguros (+0,5 pp) y la industria manufacturera (+0,3 pp).

Durante el primer trimestre de 2023, los sectores relacionados con los servicios continuaron superando a los sectores relacionados con la producción de bienes. Las mayores expansiones se observaron en las actividades financieras y de seguros (+22,8% interanual) y el sector del ocio (+18,7% interanual). Por otro lado, el sector de la construcción experimentó una contracción (-3,1% interanual), principalmente debido al componente de obras civiles, que registró una caída del -14,9% interanual durante el primer trimestre.

Con respecto a la demanda interna, se observó una contracción del 0,1% interanual en el primer trimestre de 2023, alcanzando niveles no vistos desde 2020. El consumo privado mostró una moderación, con un crecimiento del 3,6% a/a en el primer trimestre, en comparación con un crecimiento superior al 11% a/a hace un año. Sin embargo, el consumo de los hogares continuó contribuyendo positivamente al crecimiento, especialmente en los componentes de servicios y bienes no durables, con un impacto de 3,5 y 0,5 pp respectivamente. Por otro lado, la inversión experimentó una contracción del 10,3% a/a, especialmente en maquinaria y equipo (-8,0% a/a) y en edificaciones distintas a vivienda (-0,4% a/a).



En cuanto al déficit externo real, este representó el 9,0% del PIB en el primer trimestre de 2023. Las exportaciones mostraron un crecimiento del 5,1% interanual, mientras que las importaciones se contrajeron un 7,5% interanual, reflejando el impacto de una menor actividad primaria y una disminución en la producción, a pesar de los altos precios externos. Esto contribuyó a reducir el déficit externo.



Con respecto al segundo trimestre del año, en la última publicación del DANE referente al Indicador de Actividad Económica (ISE) del mes de abril de 2023 (Gráfico 2), se registró una contracción anual del 0,8% en comparación con el mismo periodo del año anterior.

Este indicador de actividad económica (ISE) sorprendió al mercado al situarse por debajo de las expectativas de los analistas de Bloomberg (+0,2% interanual en abril de 2023), alcanzando niveles no vistos desde mediados de 2016 (excluyendo las caídas generadas durante la pandemia en 2020).

Dicha contracción se debe principalmente a una moderación en las actividades relacionadas con la industria manufacturera, la construcción de edificaciones y obras civiles, agrupadas por el DANE como actividades secundarias, las cuales experimentaron una caída del 6,8% interanual en abril de 2023.

Las actividades de agroindustria y minería registraron una caída anual del 2,9% debido a mayores costos y problemas climáticos. Sin embargo, en el ámbito agroindustrial, los precios al productor han mostrado una moderación importante en los últimos meses, alcanzando variaciones anuales de un dígito, lo que representa un alivio para la producción de alimentos en los próximos meses y continúa teniendo un impacto positivo en la inflación de alimentos, incluso con la llegada del fenómeno de El Niño.

En cuanto a las actividades relacionadas con el comercio y los servicios, si bien han experimentado una desaceleración considerable en el último año (solo superada por los registros durante la pandemia), durante abril de 2023 presentaron un crecimiento del 0,8% interanual en comparación con el mismo periodo de 2022. Este crecimiento estuvo impulsado por el sector financiero y de seguros (+5,0% interanual) y el sector de administración pública, educación y entretenimiento (+1,6% interanual). Sin embargo, el sector del comercio y vehículos experimentó una caída del 1,7% interanual en abril de 2023.

En los próximos meses, se espera que la economía colombiana continúe experimentando un sano proceso de ajuste y una muy gradual recuperación hacia final del año. Desde Scotiabank Colpatría Economics se estima que en 2023 la economía colombiana crezca un 1,8% anual. Existen varios factores que podrían impulsar esta recuperación. Por un lado, se espera que las políticas de estímulo fiscal implementadas por el gobierno colombiano podrían impulsar la inversión y generar un aumento en la actividad económica. Además, que la confianza al consumidor se recupere y se fortalezca gradualmente. En cuanto al sector externo, el manejo adecuado de la balanza comercial y la reducción del déficit externo seguirán siendo temas clave para garantizar la estabilidad económica del país.

Sin embargo, también existen riesgos y desafíos en el corto y mediano plazo. La incertidumbre global, la volatilidad de los mercados financieros y los posibles cambios en las políticas monetarias y comerciales a nivel internacional pueden generar turbulencias que afecten la economía colombiana.

Sector externo, la reducción del déficit en cuenta corriente refleja la desaceleración económica

Colombia por tradición presenta déficit en sus cuentas externas pues en su naturaleza está importar los bienes de capital, insumos y de consumo, lo cual excede las exportaciones que mayormente se concentran en bienes primarios. De igual forma se destaca que el déficit externo tiende a seguir el ciclo económico, cuando Colombia se encuentra en expansión, usualmente presenta un déficit mayor, mientras que, en momentos de desaceleración o contracción económica, el déficit se cierra. Esto último es lo que está pasando en 2023.

El déficit en cuenta corriente en el T1-2023 fue de USD 3.42 MM, representando el 4,2% del PIB (Gráfico 3) y marcando el menor déficit observado desde el primer trimestre del 2021. En efecto, el déficit del T1-2023 fue 30.6% inferior al del trimestre anterior, una caída que estuvo mayormente explicada por la disminución significativa de las importaciones que pasaron de estar en niveles máximo históricos a retroceder a niveles equivalentes a los observados desde mediados de 2021.

Las importaciones reflejaron la dinámica de la desaceleración económica. En el primer trimestre se contrajeron 9,3% trimestral y 10,3% anual. De acuerdo con las estadísticas del DANE. Las importaciones se están debilitando, especialmente en bienes de capital y materias primas, en línea con la caída de la inversión. Por su parte, las exportaciones se han moderado impactadas por niveles de precios de materias primas menos favorables. No obstante, se resalta que las exportaciones de servicios se mantienen cerca de los máximos históricos, mostrando el beneficio en actividades del sector de telecomunicaciones, consultoría, servicios, entre otros.

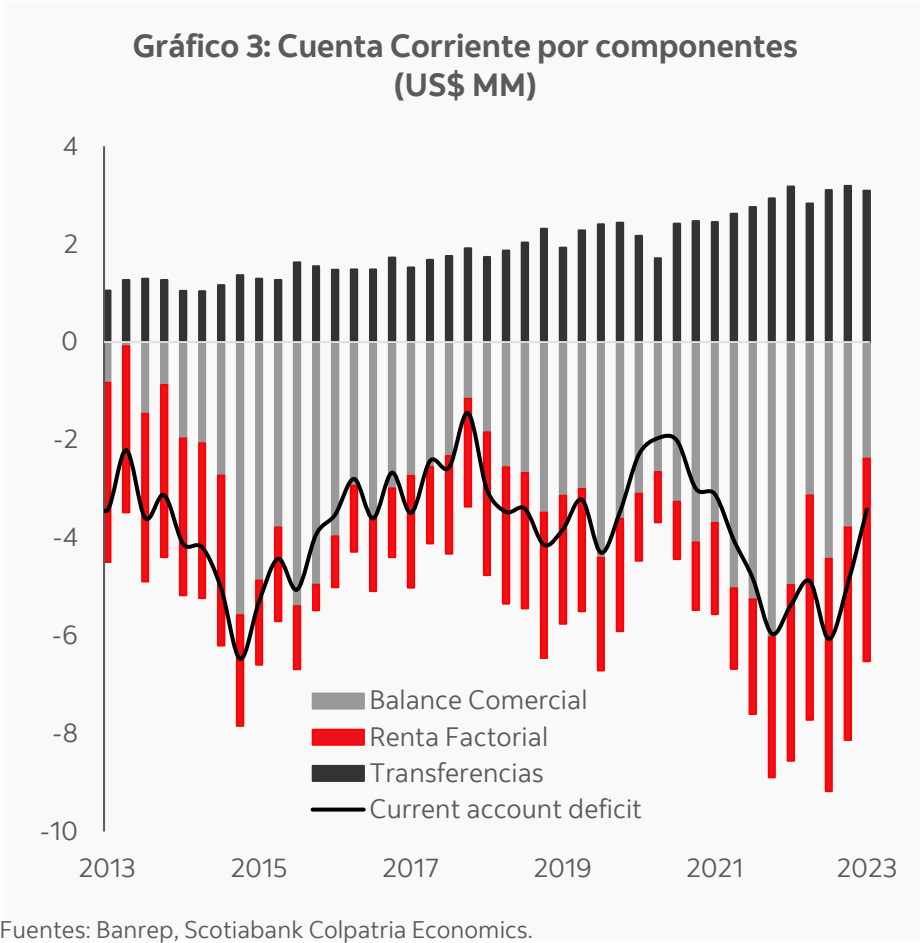
La reducción en la actividad económica se reflejó también en menores salidas de renta de factores frente a lo observado en el último trimestre del 2022. Las empresas con Inversión Extranjera Directa en Colombia sacaron menos flujos a raíz de retornos más moderados en algunas actividades. Del lado positivo, se destaca también el flujo de remesas, cuyos ingresos continúan subiendo a tasas de doble dígito frente al año pasado y representan 2,7% de PIB.

Respecto al financiamiento, la composición volvió a lo que era tradicionalmente. La Inversión Extranjera Directa genera el flujo más relevante de financiamiento y en especial, es el sector minero es el que más está captando este tipo de inversión (31% de los flujos).

Si bien en Colombia, los déficits gemelos se reconocen como una debilidad tradicional. En 2023, el estrechamiento del déficit en cuenta corriente demuestra una respuesta a la debilidad del ciclo económico.

Para todo el año 2023, el Banco de la República espera un déficit equivalente a 4% del PIB, lo que representa cerca de USD 14,7 MM. La moderación de las importaciones son la variable clave para soportar dicha expectativa.

Vale la pena destacar, que la menor presión del sector externo ha sido una variable clave para que la tasa de cambio esté reflejando una menor presión a la depreciación del peso.



El mercado laboral muestra un estancamiento en el empleo hacia niveles promedio pre-pandemia

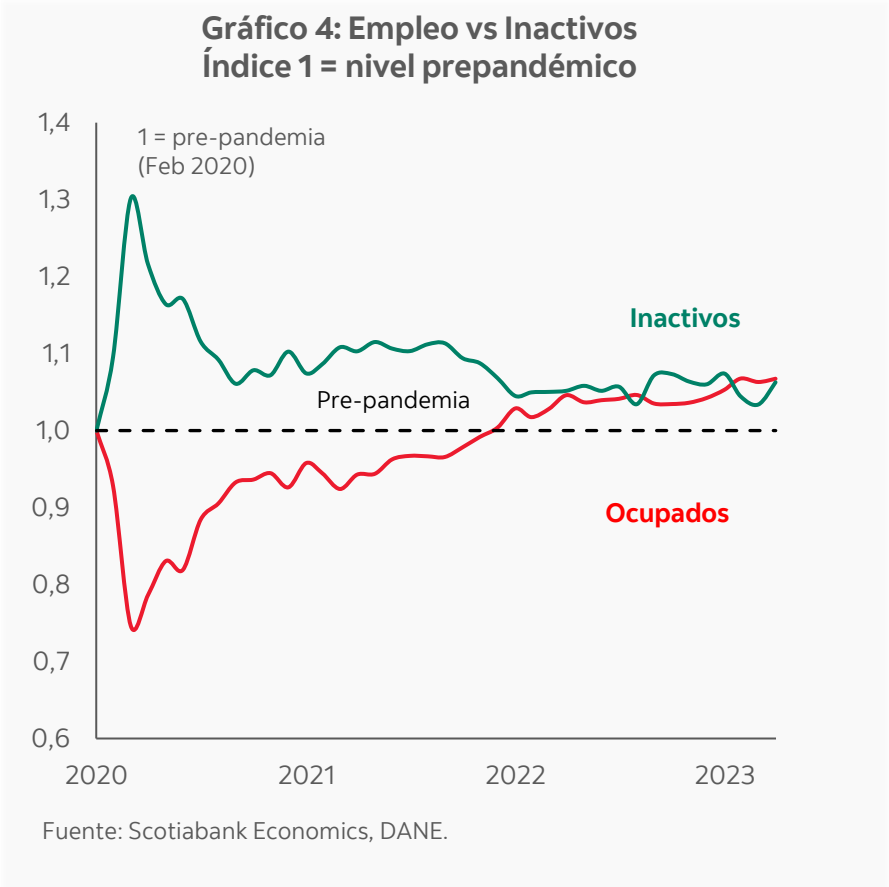
Durante 2023, los datos del mercado laboral vienen reflejando el efecto de la desaceleración económica, llevando a que el progreso en la tasa de desempleo nacional se modere e incluso, muestre señales de deterioro en zonas urbanas. La tasa desempleo nacional a mayo de 2023 se ubicó en 10,5% y la urbana en 11,2%, similares a las observadas en mayo de 2022 de 10,6% y 11,0%, respectivamente. Los resultados anteriores muestran que el empleo crece a un ritmo similar al aumento de la tasa de participación laboral (que pasó del 63,8% al 63,9%). Sin embargo, las cifras mensuales ajustadas por estacionalidad revelan un deterioro del empleo urbano, ya que la tasa de desempleo urbano desestacionalizado aumentó de 11,0% a 11,4%, acumulando dos meses seguidos de deterioro. Por otro lado, la tasa de desempleo a nivel nacional desestacionalizado permanece casi estable, pasando del 10,7% al 10,5%.

Respecto a mayo de 2022, el número de ocupados aumentó en 383 mil, mientras que de los 13 sectores, 8 registraron ganancias de empleo. Los sectores con mayor número de ocupados se concentraron principalmente en el sector de comercio y mantenimiento de vehículos (+356 mil), manufactura (+213 mil) y hoteles y restaurantes (+136 mil). En el lado negativo, el empleo disminuyó significativamente en el sector del ocio (-196 mil), Administración pública, educación y salud (-134 mil) y Agricultura (-93 mil).

La brecha del desempleo entre hombres y mujeres se redujo a 4,9% acercándose a niveles pre-pandemia. Más mujeres se han incorporado al mercado laboral especialmente al sector de servicios, donde se concentra la mayor creación de nuevos empleos. La tasa global de participación de las mujeres fue de 52,8% lo que representa un aumento de 1,1% frente al 51,7% de mayo del 2022. La tasa de desempleo de las mujeres a mayo se ubicó en 13,2%, mientras la tasa de desempleo de los hombres se ubicó en 8,4%.

En cuanto a la calidad de la mano de obra, al empleo formal se han incorporado +638 mil personas entre marzo y mayo de 2023. La tasa de informalidad se ubica en 55,7%, siendo la región Caribe la que presenta mayor nivel de informalidad, siendo las ciudades con mayor informalidad: Sincelejo (69,1%) , Riohacha (64,9% Valledupar (64,2%), Santa Marta (64,0%) y Montería (62,6%). Por su parte, ciudades como Tunja (37,6%), Manizales(33,8%) y Bogotá (32,8%) son las ciudades con la menor proporción de informalidad.

El número de personas fuera de la fuerza laboral (inactivos) continua por encima del nivel prepandemia (Gráfico 4). En un principio este fenómeno se explica por la salida de población ante la pandemia. En particular, se observa una salida del mercado laboral en población de más de 55 años, mayoritariamente hombres (+165 mil). Esto se debe a factores tales como incapacidades permanentes para trabajar, rentistas, pensionados o jubilados y personas que no les llama la atención o creen que no vale la pena trabajar. Esto último, debido a que cuentan con ingresos de remesas por parte de los colombianos en el exterior. En lo corrido a mayo de 2023, la entrada de remesas alcanzaron los USD 4.099 millones, un crecimiento de 12,3% a/a respecto al mismo periodo de 2022 y representando cerca del 3,0% del PIB.



La inflación finalmente tocó techo

La inflación pasó de estar en cerca de 1,50% a finales del 2020 a un nivel máximo de 13,34 en marzo de 2023. Un proceso que reflejó varios fenómenos: el primer fenómeno resultó en la afectación de precios por congelamientos, subsidios, entre otras intervenciones que respondieron a la atención de la pandemia y otro grupo se afectó por la debilidad de la demanda del contexto de las cuarentenas. En una segunda etapa, la reapertura llevó a una inflación de bienes ante la escasez de la producción relativa a la demanda, este proceso abarcó mayormente 2021, la tercera etapa empezó luego de la reapertura completa de las actividades presenciales, que pasó entonces, a presionar el precio de los servicios ante el incremento sustancial de la demanda. Paralelo a estos procesos, Colombia enfrentó eventos distintivos como el paro nacional de mediados de 2021 que afectó las cadenas de bienes agrícolas, domésticamente, y la implementación de días sin IVA que generó una volatilidad atípica en los precios. En 2022, en la quinta etapa de la inflación, un nuevo choque a raíz de la invasión de Rusia a Ucrania generó un choque sustancial en el precio de materias primas y en Colombia particularmente el impacto fue para los insumos de los insumos agrícolas.

Encontrar el pico en la inflación fue un desafío no solo para Colombia, sino en general para todos los países del mundo. No obstante, en Colombia hubo un factor adicional y es el asociado con la indexación de precios, que hace que los precios del nuevo año dependan de su pasado, lo que le pone resistencia a la inflación para adquirir la dinámica que se ha visto en otras partes del mundo. En adición, el impedir que los precios del combustible reflejaran las dinámicas internacionales generó un atraso en la corrección de la inflación colombiana frente al mundo, atraso que está todavía por cerrar.

Es así como en 2023 los choques parecen estarse disipando y en mayo se confirmó que el pico de inflación se materializó en marzo (Gráfico 5). Más tarde que en muchos países, pero finalmente entregando una señal que por mucho tiempo los agentes económicos estaban esperado. Al cabo de dos meses, la inflación bajó de su pico en 13,34% a 12,36%, un movimiento significativo que se ve difícil de replicar en adelante. En efecto, la proyección de Scotiabank Colpatria para cierre del 2023 supone una inflación de 8,8%, que es casi tres veces la meta puntual de inflación del Banco de la República (3%).

Por su parte la inflación sin alimentos no ha tocado un pico estricto, pero parece haberse estabilizado cercal del 11,50%, y la métrica sin alimentos ni regulados oscila cerca del 10,4%, ambas métricas reflejan los efectos de la indexación de precios y una presión latente de la demanda a los precios. En Scotiabank Colpatria se espera que dicha presión se modere en la segunda parte del año, para cerrar en inflaciones de 9.96% en la métrica sin alimentos y de 8,50% en la de sin alimentos ni regulados, ambas todavía bastante desviadas de la meta del Banco de la República.

Las expectativas muestran que la inflación está en una senda de convergencia a niveles más bajos, sin embargo, al horizonte de finales de 2024 no se ve aún un cumplimiento estricto de la inflación con el rango meta del Banrep. La encuesta más reciente muestra que las expectativas de inflación a un año se encuentran en 6,40% a dos años en 4,21%.

Los riesgos en adelante incluyen la posibilidad del desarrollo de un Fenómeno de El Niño fuerte (Gráfico 6) que impacte los precios de los alimentos y la energía, un incremento del salario mínimo para 2024 grande pues esto detonaría nuevamente la indexación en precios y desde la parte bajista, una desaceleración económica que lleve a una convergencia de la inflación más acelerada.

Llegó la pausa en el ciclo de subida de tasas de interés. ¿De qué depende el inicio de la bajada?

En 2023, el Banco de la República desaceleró el ritmo de ajuste en la tasa de intervención y prolongó el ciclo alcista con un movimiento de 25 pbs en el mes de abril, dejando la tasa de interés en el 13,25%. En junio, el Banco de la República decidió mantener estable la tasa de interés de política, posterior al confirmarse el pico de la inflación y en conjunto con muestras cada vez más contundentes de que Colombia enfrenta un proceso de desaceleración económica.

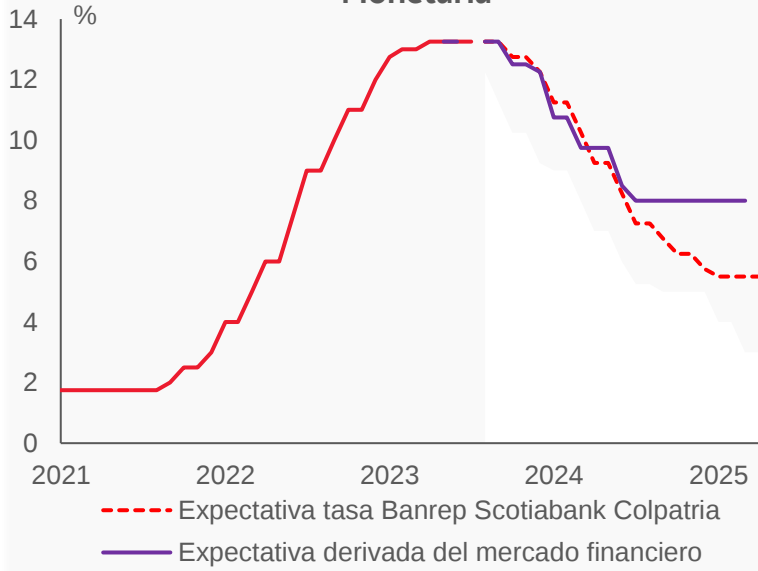
La pregunta ahora es cuánto tiempo durarán las tasas altas. La respuesta depende de la dinámica de la inflación y de las expectativas de inflación. En la última conferencia de prensa, tanto el Gerente Villar, como el ministro Bonilla mantuvieron el enfoque de dependencia de datos para tomar decisiones a futuro. Se enfatizó que la tasa de interés está en niveles contractivos adecuados para garantizar la convergencia de la inflación a la meta y que el banco buscará mantener esta postura contractiva por un tiempo. Sin embargo, mantener la postura contractiva no es incompatible con bajar las tasas de interés nominales. Lo clave será que las tasas de interés bajarán al ritmo en el que la inflación ceda.

En Scotiabank Colpatria se espera que el Banrep empiece a reducir las tasas de interés en octubre (Gráfico 7), momento en el que la inflación estará aproximándose al nivel de un dígito, las expectativas de inflación se mostrarán más cercanas a la meta y momento en el que cada vez más se estén consolidando señales de desaceleración económica.

La parte inicial de la reducción de tasas se espera sea gradual, pues aún hay alta incertidumbre por los riesgos expuestos en la sección de inflación de este informe. Para cierre de 2023, la tasa de política monetaria se proyecta en 12,25%.

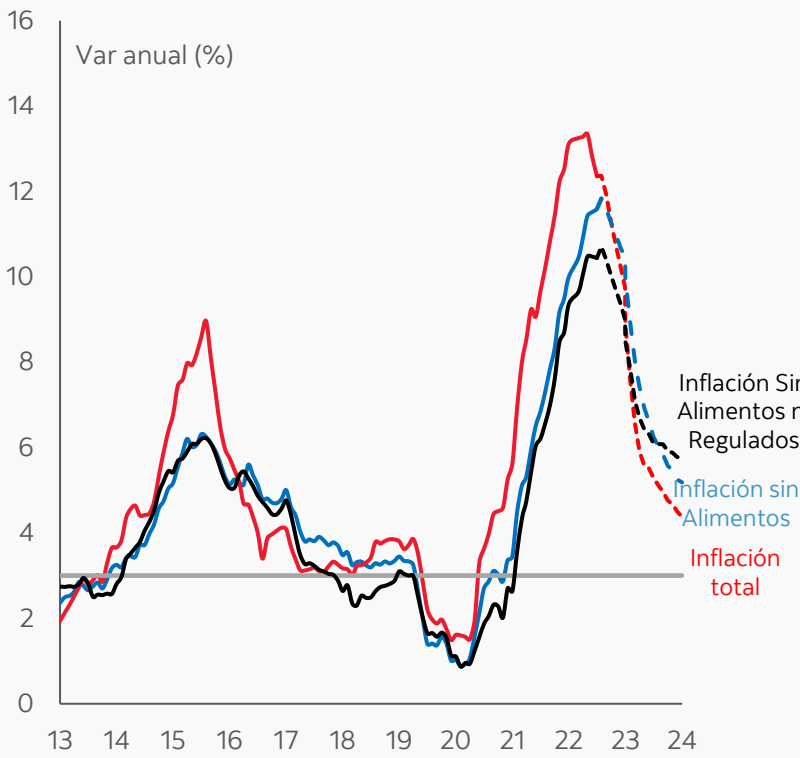
En 2024, las tasas podrían bajar más contundentemente pues la inflación tendría un espacio para bajar más aceleradamente, así, para final del 2024 se proyecta un cierre en 5,75%, lo cual supone tasas menos contractivas y encaminándose a la neutralidad.

Gráfico 7: Expectativas de la Tasa de Política Monetaria



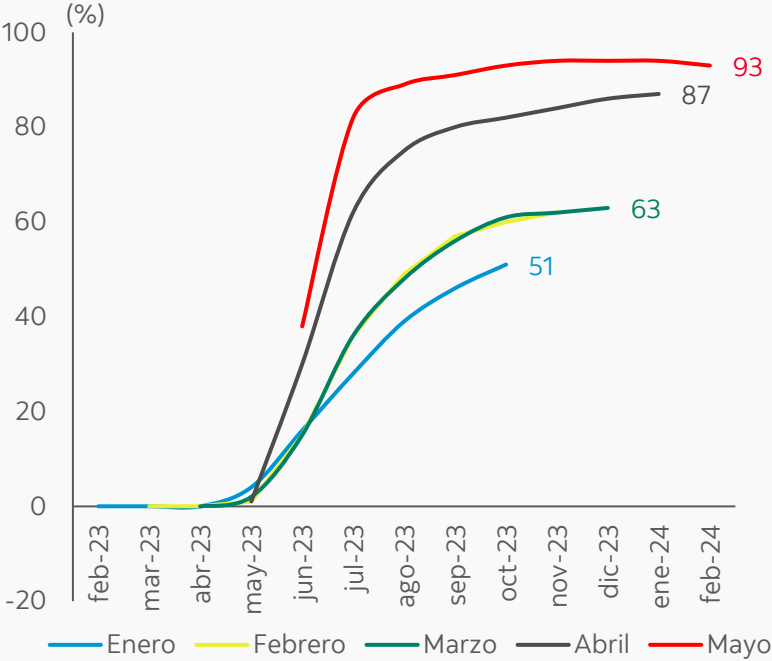
Fuente: Banrep, Scotiabank Colpatria Economics.

Gráfico 5: Expectativas de inflación



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatria Economics.

Gráfico 6: Probabilidad ocurrencia Fenómeno de El Niño 2023

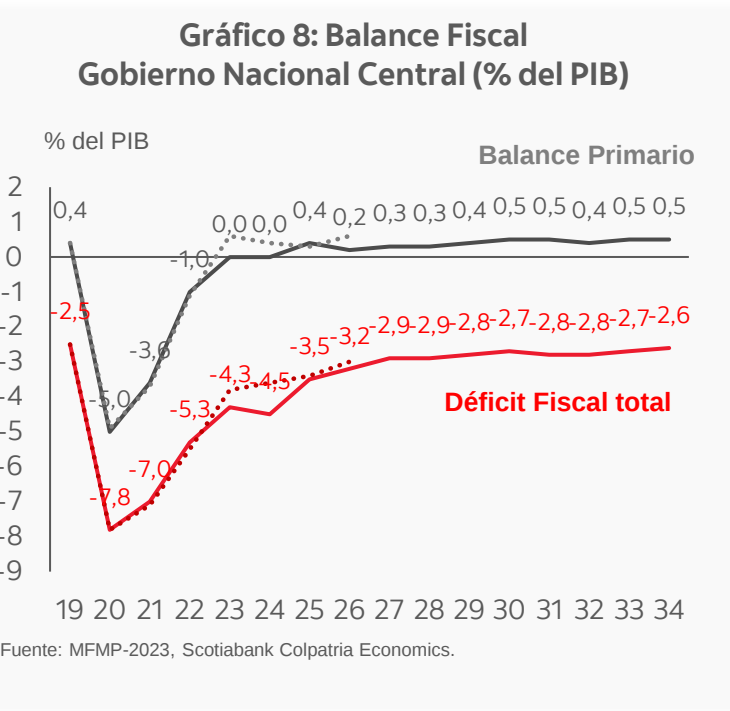


Fuentes: The Columbia Climate School's, Scotiabank Colpatria Economics.

Política fiscal: se siguen cumpliendo las metas, aunque las cuentas son menos optimistas

En el primer semestre del año, la cartera de hacienda cambió de liderazgo, el 26 de abril, en medio de la reorganización ministerial, José Antonio Ocampo dejó de ser ministro de Hacienda y en su lugar se nombró a Ricardo Bonilla. Los mercados permanecieron atentos a lo que implicaría el cambio y se ha destacado que el ministro Bonilla ha reforzado los llamados a la responsabilidad fiscal, la señal más contundente fue la de acelerar el alza del precio de la gasolina y reiterar que el cumplimiento de la Regla Fiscal es una máxima.

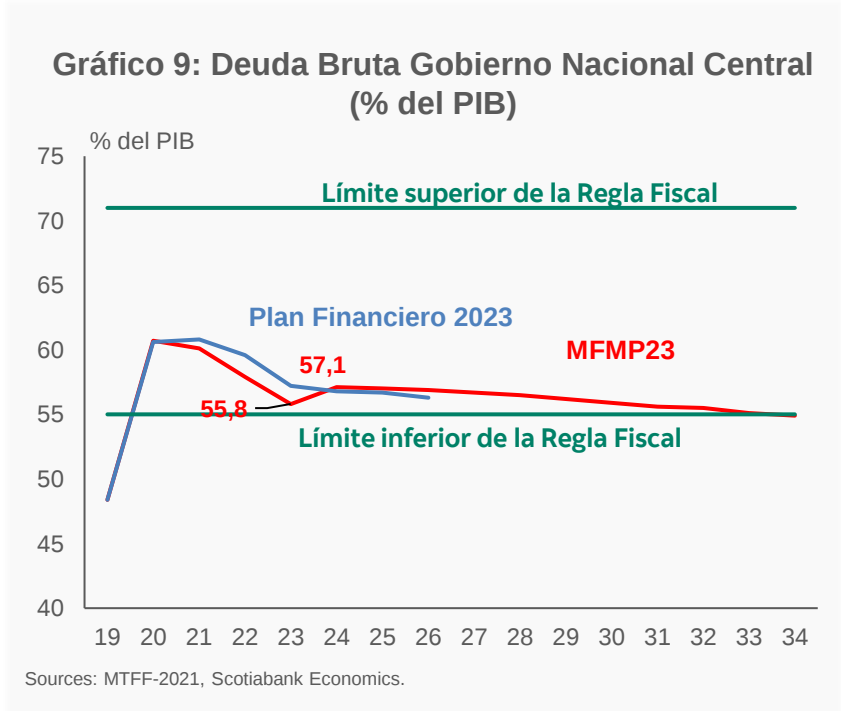
En junio, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público reveló el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2023 (MFMP 23), el primer marco fiscal presentado por el Gobierno actual. En el documento se planteó un escenario menos optimista al expuesto en el Plan Financiero 2023 revelado a finales de 2022. En primer lugar, se revisó a la baja variables clave para definir el recaudo tributario de la nación en 2023 tales como el precio del petróleo. Por otro lado, se planteó un panorama menos optimista en los ingresos derivados de la actividad económica por la caída sustancial de las importaciones. En efecto, el recaudo tributario será menor en cerca de COP 10 billones, con un plan de gastos que se incrementa como proporción del PIB comparado con el año anterior. Lo anterior derivó una revisión al alza del déficit estimado para 2023 pasando del 3,8% del PIB a 4,3% del PIB y eliminando la posibilidad de tener un superávit primario este año (Gráfico 8). De cualquier forma, el resultado está alineado con el cumplimiento de la regla fiscal.



Si bien los anuncios del MFMP23 continúa estando alineados con la Regla Fiscal, pausar la senda decreciente de la deuda (Gráfico 9) y el planteamiento de un panorama económico más débil, derivó en que la agencia calificadora Fitch, que mantuviera a Colombia con un rating crediticio inferior al grado de inversión y con perspectiva “estable”. Lo que demuestra que aún hay un camino largo por recorrer antes de volver a ganar un concepto más favorable por parte de las agencias de riesgo.

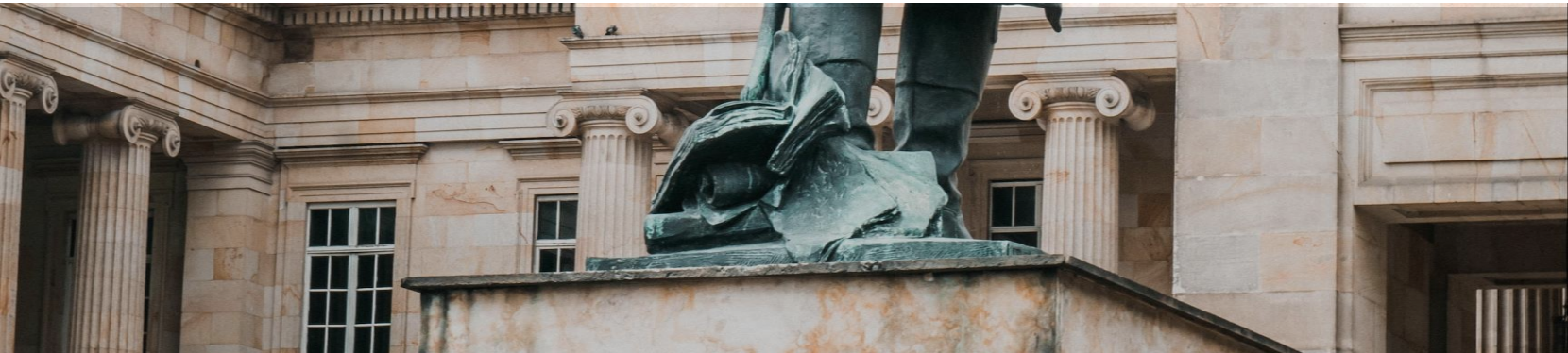
La mayor sorpresa del MFMP23 estuvo en las perspectivas para el resto del periodo de Gobierno, especialmente para 2024. Contrario a lo usual, el Gobierno plantea un panorama más cauto que el planteado por el consenso del mercado y proyecta que la economía se desaceleraría aún más, lo que deteriora nuevamente la perspectiva de crecimiento en los ingresos fiscales.

Por el lado del gasto, el programa social continuará siendo ambicioso y a esto se une una carga más alta en el pago de los intereses de la deuda. Es así como el Gobierno proyecta un incremento del déficit fiscal en 2024 a 4,5% del PIB, un resultado que interrumpe la senda de corrección de la deuda del Gobierno Nacional Central como porcentaje del PIB.



Sobre el financiamiento, la mayor perspectiva de déficit fiscal aumenta las necesidades de colocación de deuda. Las nuevas necesidades serán fondeadas con emisiones en el mercado internacional, mientras que el mercado local se usará particularmente para pre-financiar las necesidades del 2024. Las subastas de COLTES aumentaron COP 7 billones frente a los planes iniciales, lo cual, extendería el cronograma activo hasta octubre o mediados de noviembre. En 2024, el endeudamiento vía subastas de deuda interna ascenderá a COP 37 billones, un monto relevante si se tiene en cuenta el prefinanciamiento previsto en 2023. De cualquier manera, se percibe que la oferta puede ser absorbida con normalidad con el mercado, pues la coyuntura macro en la que el Banco de la República se prospecta a iniciar un ciclo de recorte de tasas, genera apetito por la deuda pública local.

La pregunta final en el frente fiscal, continúa asociada a la ejecución del gasto. Las estadísticas disponibles muestran que la ejecución del presupuesto está en el menor nivel desde 2001 y lo anterior estaría reflejando, entre otros, el alto balance de los Depósitos del Tesoro Nacional (DTN) en el Banco de la República. Con el Plan Nacional de Desarrollo y la Adición Presupuestal aprobadas, monitorear la ejecución del gasto es un indicador relevante para medir la efectividad en la ejecución del programa.



Agenda de reformas

Tras nueve meses de Gobierno, el 25 de abril el presidente Petro anunció el fin de la coalición política con el Partido de La U, Liberal y Conservador. Además, solicitó la renuncia de todo el Gabinete ministerial, afirmando que el gobierno debe trabajar más para llevar a cabo las reformas y aceptando la renuncia de siete ministros, lo que constituye el mayor cambio en el Gabinete desde que asumió el presidente Petro (el primer cambio significativo se produjo en febrero, reemplazando a Ministro de Educación Alejandro Gaviria, fuerte disidente de la Reforma de Salud y ministros de Cultura y Deportes).

En materia de reformas, el período legislativo ordinario en el Congreso colombiano concluyó el pasado 20 de junio. El balance del primer año de gobierno del presidente Gustavo Petro en términos de reformas sociales incluyó la aprobación de una Reforma Tributaria durante los primeros meses de su administración, así como los debates en curso sobre las Reformas de Salud, Pensiones y Laboral. Si bien estas dos primeras reformas pasaron el primer debate en comisiones, todavía tienen tres debates más por delante.

Por su parte, la reforma laboral no logró obtener apoyo ni siquiera para superar el primer debate en la comisión séptima de Cámara. No obstante, el Gobierno Nacional presentará nuevamente durante la próxima sesión legislativa, que comienza el 20 de julio toda vez que se requieren cambios sustanciales en materia de contratación y recuperación de derechos de los trabajadores. Cabe mencionar que desde los gremios de empresarios y comerciantes se le solicita al Gobierno se tome un tiempo y busque nuevos consensos para darle trámite a la iniciativa.

Asimismo, en las sesiones extraordinarias al Congreso convocadas por el Gobierno Nacional desde el jueves 22 de junio, hasta el día 24 de junio, fueron aprobadas la adición presupuestal y el proyecto para definir el número de diputados de las asambleas departamentales. El monto de aprobación del presupuesto fue de \$16,9 billones de pesos. Así las cosas, el presupuesto de 2023 pasó de tener 405,6 billones de pesos a 422,6 billones de pesos para 2023. Los mayores recursos se asignaron para los rubros de la educación (2,2 billones de pesos), la salud y protección social (2,03 billones), hacienda (1,82 billones) y vivienda, ciudad y territorio (1,50 billones).

Con estos acontecimientos queda claro una vez más que las instituciones en Colombia son fuertes y obligan al Gobierno Nacional a llegar a acuerdos con diversos sectores para impulsar iniciativas en los próximos meses, especialmente considerando que el índice de desaprobación del presidente ha alcanzado el 60% según las últimas encuestas y de cara a las próximas elecciones territoriales del próximo 29 de octubre.



Mercados: pese a la volatilidad internacional, el mercado local ha presentado un buen balance

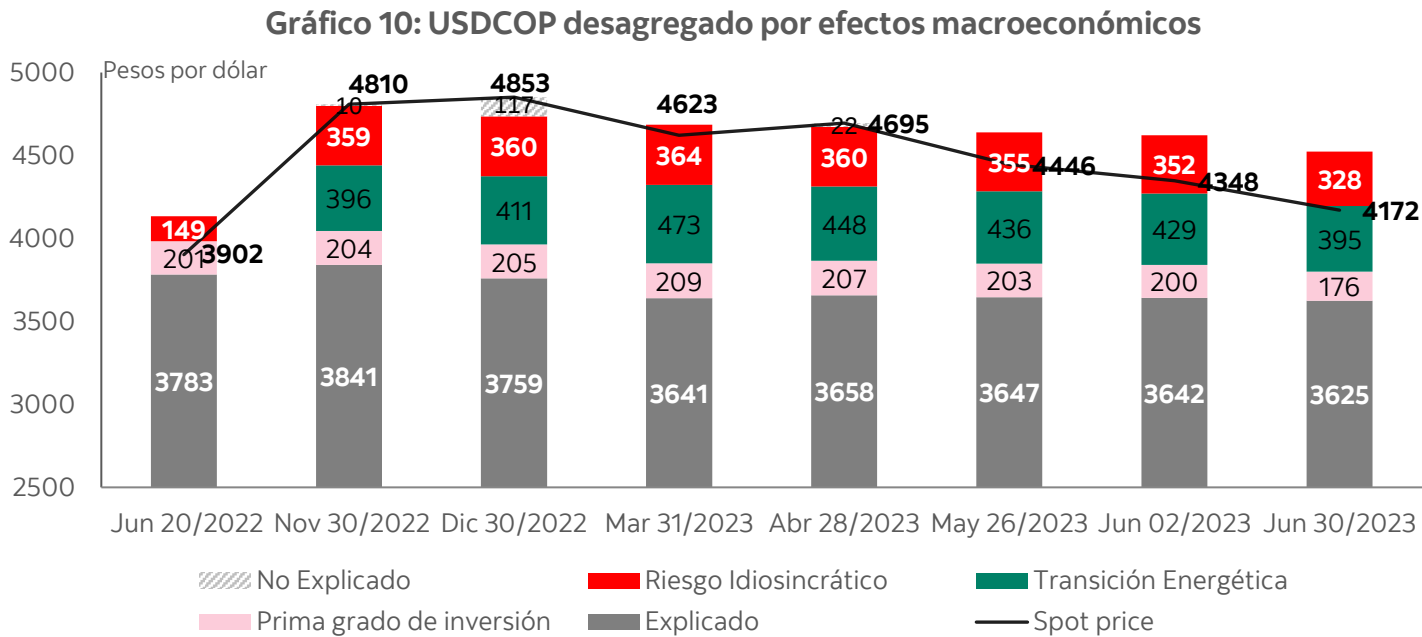
El punto terminal del ciclo alcista de tasas continúa siendo la mayor incógnita para los países desarrollados y es notable que la volatilidad de los mercados ha estado fuertemente ligada a las sorpresas en los indicadores de inflación y crecimiento económico, pues en conjunto, ambas variables modelan la posibilidad de que los bancos centrales cumplan su mantra de “altas tasas por mucho tiempo”.

En Colombia, el desempeño de los activos ha sido favorable pese al movimiento errático internacional. La expectativa por la inflexión de la política monetaria y el proceso de negociación de las reformas se ha reflejado en un mejor apetito, especialmente por parte de agentes domésticos.

Tasa de cambio

La tasa de cambio en lo corrido del año ha bajado cerca de 12%, alcanzando niveles no vistos desde agosto del 2022. El movimiento en el tipo de cambio parece ser reflejo de una dinámica internacional en la que el dólar ha perdido el ímpetu mostrado durante 2022 y por otro lado, la reducción de la prima idiosincrática surgida por la expectativa de la transición de Gobierno.

Desde el punto de vista de la economía real, el menor dinamismo económico que ha llevado a una menor demanda de importaciones y una reducción del déficit en cuenta corriente, lo cual se refleja en una menor presión de demanda de dólares. De acuerdo con los modelos macro fundamentales de Scotiabank Colpatría, un valor de equilibrio del dólar estaría oscilando alrededor de los 4200 pesos (Gráfico 10). En este nivel, se sigue reflejando una prima por no ser un país grado de inversión y una prima asociada a la pérdida de sensibilidad del tipo de cambio al precio del petróleo en medio de la discusión de la transición energética.

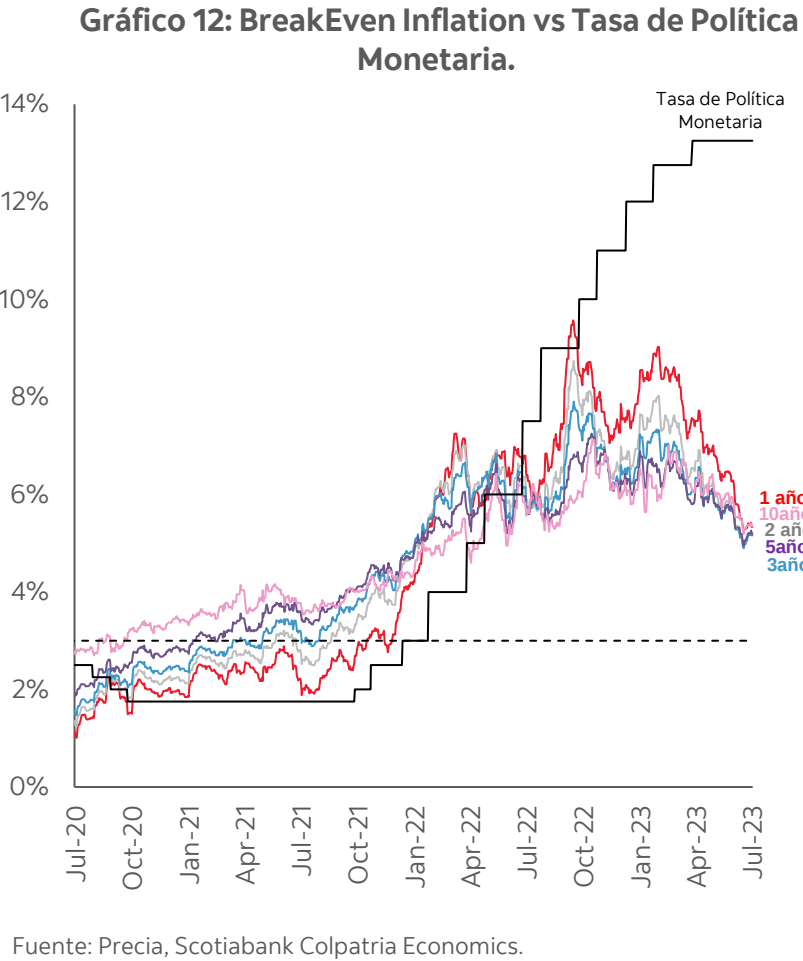
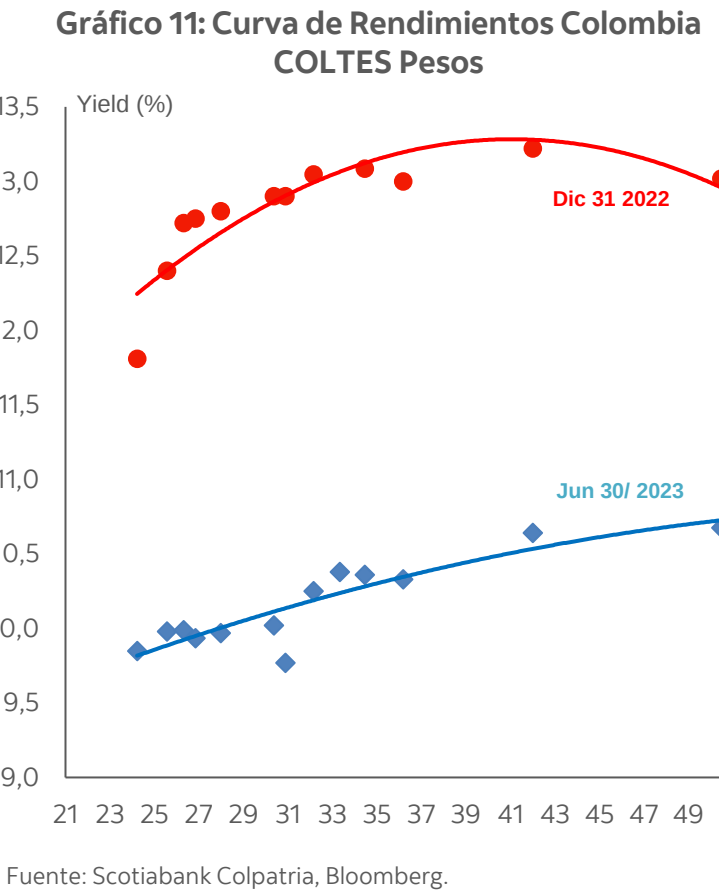


Deuda pública

En el primer semestre del 2023, la curva de rendimientos COLTES se valorizó más de 250 pbs (Gráfico 11). Un movimiento que al principio del año se vio alentado por agentes internacionales, pero que en la mayoría del semestre estuvo impulsado por la demanda de agentes locales.

Los niveles de la curva parecen reflejar el escenario del fin del ciclo alcista de las tasas de interés, pero más aún parece que descuentan un escenario de recortes de tasas de interés en el último trimestre del año. Dicho esto, la posibilidad de tener una mayor valorización parece estar sujeta al conocimiento de nueva información. En la curva de UVRs, el movimiento ha sido menos que proporcional al observado en los COLTES pesos, llevando a una reducción de las métricas de Breakeven inflation (BEI) a un promedio de 5,3% (Gráfico 12), que es significativamente inferior al 7,5% descontado a finales del 2022. Las referencias de corto plazo son las que más han disminuido.

Un nuevo gran movimiento en las curvas de rendimiento dependerá de las acciones del Banco de la República y de la proximidad inminente a un proceso de recorte de tasas.



Lo que sigue...

- Reuniones de Política Monetaria. El segundo semestre será clave para configurar una expectativa de relajación en las tasas de interés. La reunión de octubre será clave pues el mercado y los analistas tienen expectativas sobre el inicio de recortes de tasa en ese momento.
- Las reformas sociales seguirán discutiéndose. Las elecciones regionales en Octubre 29 serán importante para medir la fortaleza del partido de Gobierno y su poder de negociación en el Congreso.
- Contexto internacional. Persiste la incertidumbre sobre si el ciclo de alzas se extenderá mucho más. Los bancos centrales de economías desarrolladas se mantienen cautos y vigilantes de la inflación subyacente.

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cuentas Nacionales						
Crecimiento real del PIB (anual %)	3,2	-7,3	11,0	7,5	1,8	2,6
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,8	10,2	-1,2	1,9
Consumo (a/a, %)	4,2	-4,1	14,2	8,4	-0,9	2,4
Privado (a/a, %)	4,0	-4,9	15,4	7,6	-1,4	2,6
Gobierno (a/a, %)	5,4	-0,8	10,4	4,02	1,1	1,9
Formación Bruta de Capital Fijo(y/y, %)	2,6	-23,7	14,0	14,1	0,2	0,0
Exportaciones netas (% del PIB)	-7,78	-7,13	-9,42	-11,67	-8,88	-7,99
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,6	16,0	18,2	2,4	8,9
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	30,5	21,8	3,6	-0,6
Mercado Laboral						
Desempleo (% promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,5	10,4
Balanza de Pagos						
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14,1	-13,2	-20,5	-18,7		
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,1	50,4	72,5		
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,1		
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-16,58		
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,6	-3,4	-5,7	-6,2	-4,0	-3,5
Términos de Intercambio (a/a, %)	4,04	-12,62	20,74			
Precios, tasas & Tasa de Cambio						
IPC (a/a, %, fin periodo)	3,80	1,61	5,62	13,12	8,88	4,38
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,69	5,40
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	9,96	5,18
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	4250	4316
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4650	4350
BanRep tasa de política (% fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	12,25	5,75
Indicadores Fiscales*						
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,9	55,8	57,1
Balance de primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	0,0	0,0
Déficit del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-4,5

*Fuente: Plan Financiero 2023



CONTACTO

Sergio Olarte
Gerente de Research
sergio.olarte@scotiabankcolpatria.com

Jackeline Piraján
Directora de Research
jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com

Santiago Moreno
Profesional Senior de Research
santiago1.moreno@scotiabankcolpatria.com

Daniela Silva
Profesional I de Research
daniela1.silva@scotiabankcolpatria.com

Nicolai Jimenez
Estudiante en Práctica
nicolai.jimenez@scotiabankcolpatria.com

Disclaimer:

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

Acerca de Scotiabank Colpatría

Acerca de Scotiabank

Scotiabank es un banco líder en las Américas. Inspirándonos en nuestro propósito corporativo, “por nuestro futuro”, ayudamos a nuestros clientes, sus familias y sus comunidades a lograr el éxito a través de una completa gama de asesoría, productos y servicios en los sectores de banca personal y comercial, gestión patrimonial, banca privada, corporativa y de inversión, y mercados de capital. Con un equipo de más de 90,000 empleados y más de \$1.3 billones en activos (al 31 de enero de 2023), Scotiabank cotiza sus acciones en la Bolsa de Valores de Toronto (TSX: BNS) y la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE: BNS). Para obtener más información, visite <http://www.scotiabank.com> y síganos en Twitter @Scotiabank.

About Scotiabank

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