

PROYECCIONES
Económicas
ENERO - MARZO DE 2024

ISSN 2745-0902



REFORMA PENSIONAL:
LAS PROPUESTAS SOBRE LA MESA



PROYECCIONES ECONÓMICAS
DE ANIF



PROYECCIONES DEL MUNDO
Y LA REGIÓN

CONTENIDO



EDITORIAL 3



1.
**REFORMA PENSIONAL:
LAS PROPUESTAS SOBRE LA MESA** 4



2.
PROYECCIONES ECONÓMICAS DE ANIF

- Esquivando la recesión: Análisis del cierre de 2023 y abre bocas del 2024 8
- Mercado Laboral: noticias agrícolas 14
- Situación monetaria y financiera 19
- Análisis de la inflación Primer trimestre del 2024 26
- Perspectiva fiscal: En juego la consolidación de las finanzas públicas 32
- Resultados de la cuenta corriente al cuarto trimestre de 2023 37
- Resultados de la cuenta de capitales al cuarto trimestre de 2023 42
- Tasa de cambio 45
- Proyecciones económicas de ANIF para Colombia 50



3.
PROYECCIONES DEL MUNDO Y LA REGIÓN 51

- Producto Interno Bruto
- Cuenta Corriente
- Inflación
- Tasa de desempleo

Es una publicación de
ANIF-Centro de Estudios Económicos

Presidente de ANIF
José Ignacio López G.
Vicepresidente de ANIF
Luz Magdalena Salas B.
Investigador Jefe (e) de ANIF
Fabián Suárez N.

Investigadores
Laura Llano C.
María Camila Carvajal P.
Ana María Castiblanco L.
María Camila Oliveros M.
Juan Felipe Triana G.

Asistentes de Investigación
Laura Castaño O.
Sofía Vega A.

Diseño y producción electrónica:
Brigitte Avellaneda C.
Andrés Ramírez Z.

Dirección: calle 70A No. 7-86
Correo electrónico: anif@anif.com.co
Página web: www.anif.com.co

Esta publicación tiene carácter
confidencial y exclusivo.
Se prohíbe su reproducción con fines
de publicación o divulgación a terceros.
Este documento se finalizó el
27 de marzo de 2024.

EDITORIAL

Como es habitual, en esta nueva entrega de Panorama damos a conocer los resultados de las variables macroeconómicas más importantes para el país y para nuestros principales socios comerciales al cierre de 2023. De igual forma se presenta nuestro escenario de perspectivas para 2024 y 2025. Para iniciar, la cifra de crecimiento de Colombia fue poco alentadora. Con una tímida variación de 0,6% para 2023, la economía resintió los efectos de una fuerte expansión del consumo privado en 2021 y 2022 y la posterior postura contractiva del Banco de la República. Además, con una contracción en el tercer trimestre de 2023, la economía muestra claras señales de debilitamiento.

En principio, eso parece no tener mayor incidencia en el mercado de trabajo. 2023 fue un año positivo en términos de ocupación pues la tasa de desempleo promedio se ubicó en 10,4%, por debajo de registros prepandémicos. No obstante, la bonanza de crecimiento observada en 2022 y la primera mitad de 2023 se diluyen y comienzan a trasladar sus efectos al empleo. Desde septiembre, la serie desestacionalizada de desempleo viene en franco crecimiento, con un leve respiro en el mes de enero. Todo indica que 2024 será un año retador para mantener niveles de ocupación saludables. A esto es importante añadir la discusión de la reforma laboral, que si bien de manera reciente se ha mantenido fuera del radar, sigue vigente y podría comprometer la generación de nuevos puestos de trabajo.

Por su parte, las noticias positivas provienen de la inflación. Luego de registrar máximos históricos en marzo de 2023, el índice general de precios ha transitado un lento pero constante camino hacia niveles más estables. Eso, en conjunto con un bajo crecimiento económico, han liberado la pista para que el Banco de la República consolide su posición expansionista y mantenga los recortes de tasas de interés que iniciaron en diciembre pasado y acumulan 100pb. Así, conforme esa posición se mantenga, se espera que el mercado de crédito vea alivios en la segunda mitad del año.

Con todo, el 2024 será un año de resultados mixtos. Bajo crecimiento, un mercado de trabajo que empieza a deteriorarse y una inflación que sigue su tránsito hacia el rango meta del emisor. Además, el frente fiscal no da tregua y esta vez por cuenta de la reforma pensional. La discusión en el legislativo sobre este tema se encuentra en una etapa trascendental. Reiteramos el llamado para que la reforma integre a todas las partes y consolide una visión más amplia del sistema actual. De no hacerlo, la reforma traerá graves repercusiones no solo para las finanzas del Estado sino para la garantía pensional de las futuras generaciones.

Finalmente, en vista del panorama que presentan las cifras, en ANIF proyectamos un escenario de crecimiento para 2024 del 1,1% y para el 2025 de 2,4%

REFORMA PENSIONAL: LAS PROPUESTAS SOBRE LA MESA

Desde la creación del Sistema General de Pensiones y la implementación de la Ley 100 han sido varios los intentos de reforma pensional, aunque ninguna con éxito. Las problemáticas arraigadas en el actual sistema hacen de una reforma una necesidad. ANIF ha participado activamente en la discusión de los tres principales retos que aquejan al sistema. En primer lugar, la baja cobertura, donde solo un cuarto de las personas en edad de pensión recibe una mesada. En segundo lugar, la inequidad, con el 20% de la población de mayores ingresos acaparando el 80% de los subsidios. Finalmente, la insostenibilidad financiera, pues al ser un sistema de reparto depende de los trabajadores activos; hoy el país cuenta con 5 trabajadores por cada adulto mayor, cifra que se reducirá a uno para el año 2100.

El debate actual, entonces, debe girar en torno a esas deficiencias estructurales. Desde ANIF reconocemos y apoyamos la iniciativa de repensar el diseño del sistema pensional. No obstante, tras meses de debate y análisis exhaustivo de las problemáticas del sistema, es fundamental determinar si las propuestas que están en la baraja están diseñadas de manera efectiva para solventar los problemas actuales y garantizar el bienestar de la población y de las generaciones futuras.

Para nutrir la discusión, en este artículo proporcionamos nuestro análisis sobre las propuestas actuales del Gobierno, el partido de oposición liderada por Norma Hurtado y las recomendaciones que presentamos desde ANIF.

Las propuestas y sus ejes

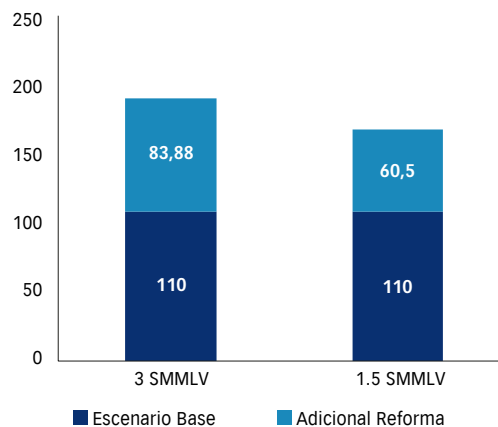
Uno de los aspectos más delicados de las propuestas de reforma se centra en el umbral de cotización del Pilar Contributivo. Este rango obligatorio para ingresar al régimen de prima media (RPM) se sitúa en 3 salarios mínimos (SMMLV) en la propuesta del Gobierno y en 1,5 SMMLV en la propuesta de la Oposición. En el caso de la reforma del Gobierno, esta elección de umbral acentúa el persistente problema de regresividad que aqueja al sistema actual. Esto se debe a que un umbral de 3 SMMLV implicaría que todas las personas con ingresos inferiores a ese valor, que constituyen cerca del 80% de la población, serían transferidas al RPM, lo que generaliza uno de los principales inconvenientes que presenta el sistema de reparto, que son los subsidios implícitos a las pensiones. Eso, debido a que en el RPM las pensiones están compuestas por las cotizaciones a lo largo de la vida laboral de los trabajadores más el aporte público.

Por otro lado, el umbral propuesto por la Oposición es de 1,5 SMMLV. Cambiar el pilar de 3 a 1,5 SMMLV supone un importante alivio fiscal en el sistema al reducir a la mitad la financiación del salario de las personas. Sin embargo, el costo de este pilar continúa siendo elevado. Hay que tener en cuenta que la expectativa de vida hoy es más alta que en el pasado y eso agrava el problema.

Desde ANIF hemos insistido en nuestra recomendación de reducir el umbral a 1 SMMLV, ya que les impondría un límite aún mayor a los subsidios del Pilar Contributivo. No obstante, resaltamos que la reducción a la mitad del umbral es mejor que la propuesta original. Distintos centros de pensamiento hemos calculado que bajo ese nuevo valor se generaría un ahorro

fiscal equivalente a aproximadamente 20 puntos del PIB.

Pasivo Pensional hasta 2100 – Valor Presente ANIF (% del PIB)



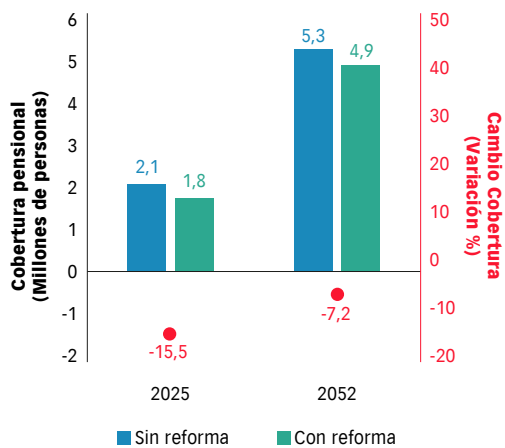
Fuente: elaboración ANIF.

Ahora, en términos de cobertura, la propuesta de reforma de Gobierno contempla la opción de comprar semanas a través de un sistema actuarial de equivalencias. Esto quiere decir que una persona que no cumpla con el mínimo de semanas requeridas para pensionarse en el RPM, puede adquirir semanas adicionales con recursos del RAIS. Si bien esta propuesta facilita el acceso efectivo a la pensión, funcionaría para muy pocas personas. Como se mencionó, más de tres cuartas partes de la población gana menos de 3 SMMLV, lo que en la práctica excluye a los colombianos de esa posibilidad. Por lo tanto, un menor umbral (como la propuesta alternativa y la de ANIF) permitiría ampliar la base de personas que se benefician de esa alternativa y por tanto aumenta la cobertura. Es de resaltar que, aunque esa propuesta avanza en la dirección correcta para aumentar la cantidad de

personas que acceden a una pensión, no ataca uno de los inconvenientes del sistema, y es el falso divorcio entre una reforma laboral y una pensional. Como reveló el Ministerio de Hacienda en el concepto fiscal de la reforma pensional, la cobertura no mejora con la propuesta de reforma del Gobierno.

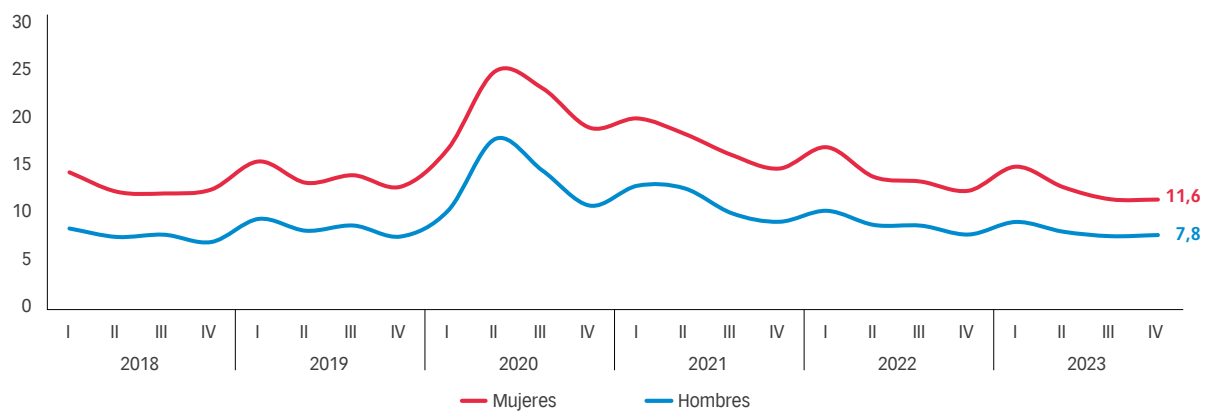
De igual forma, en la propuesta de reforma del gobierno se plantean aspectos de género, como la reducción gradual a 1.000 semanas de cotización para las mujeres entre 2026 y 2036, así como un bono pensional de 50 semanas por cada hijo, con un máximo de tres. Eso, bajo el entendido de que las mujeres enfrentan mayores obstáculos para cotizar. Cuentan con menores posibilidades de acceder al mercado formal, en cuanto ellas están concentradas en sectores con mayor informalidad, como lo son el comercio y las actividades de recreación. Además tienen más interrupciones en su trayectoria laboral, en gran parte por las labores de cuidado, en tanto ellas dedican 42 horas semanales a este oficio frente a las 28 horas de los hombres. Así mismo, las tasas de desempleo son más altas en comparación con los hombres, en tanto la cifra para ellas, en 4T2023 fue del 11,6% y para los hombres del 7,8%. No obstante, la reducción progresiva a un mínimo de 1.000 semanas de cotización para las mujeres implicaría un menor ahorro durante su vida laboral activa. Eso, junto con una esperanza de vida mayor que los hom-

Cobertura Pensional según escenarios de Reforma



Fuente: elaboración ANIF con datos de MinHacienda.

Tasa de Desempleo Nacional (% Hombres y Mujeres, 2018 - 2024)



Fuente: elaboración ANIF.

bres, resulta en mujeres más longevas que cotizan y ahorran menos. Bajo ese entendido, el subsidio estatal que se les debería otorgar es más elevado, lo que generaría mayores presiones fiscales.

Consideraciones finales

Con todo, la necesidad de reforma es evidente y apremiante. Si bien el gobierno acierta en poner en el centro del debate la discusión pensional, su propuesta de reforma se queda corta en atacar los problemas estructurales que aquejan el sistema. En particular, con su propuesta de umbral, podría profundizar la insostenibilidad fiscal en el mediano y

largo plazo. Por su parte y si bien la propuesta de reforma de la Oposición parece plantear un escenario más favorable, desde ANIF reiteramos la necesidad de discutir la reducción del umbral de cotización del Pilar Contributivo a 1 SMMLV. Más importante aún, es necesario incorporar en el debate parámetros adicionales que aborden de manera más directa los problemas actuales y puedan ser más eficientes para corregirlos; entre ellos se incluyen la edad de pensión, el porcentaje de cotización, la tasa de reemplazo, entre otros. Todo eso, con el fin de buscar mecanismos que faciliten un rediseño sólido y responsable del sistema pensional, que mejore las condiciones actuales y que asegure su sostenibilidad para las generaciones futuras.

ESQUIVANDO LA RECESIÓN: ANÁLISIS DEL CIERRE DE 2023 Y ABREBOCAS DEL 2024

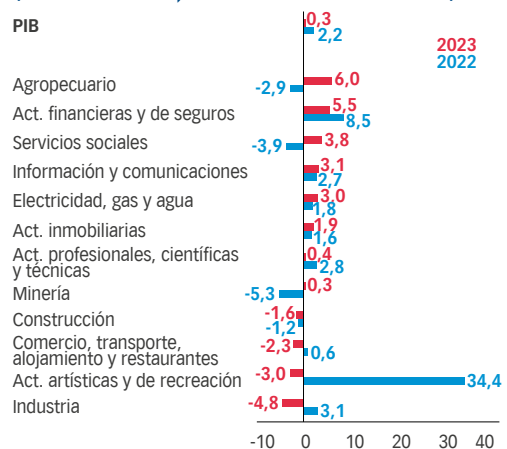
El 2023 fue un año particular con muestras claras de desaceleración económica: bajos niveles de producto, consumo moderado y alta incertidumbre - al considerar la apretada agenda de reformas-. Luego de los ajustes a la baja de proyecciones para el cierre, por parte de diferentes analistas, y para los siguientes años, desde organismos multilaterales, el DANE publicó las cifras del 2023. A continuación, analizaremos los datos para el cuarto trimestre, el cierre del año y el inicio del 2024 con los resultados de enero.

Lo que nos dejó el 2023

El último periodo de medición para 2023 la economía colombiana mostró un comportamiento de 0,3%, dinámica positiva si se compara con el trimestre anterior (3T2023; -0,6%), que registró la primera variación negativa desde 4T2020. Con un crecimiento de 0,3%, el pro-

ducto, por el enfoque de oferta, estuvo explicado por el sector agropecuario (0,6pp), los servicios sociales¹ (0,5pp) y las actividades financieras (0,2pp). Así pues, ocho de las 12 actividades tuvieron variaciones positivas.

**Crecimiento anual del PIB enfoque oferta
(variación % anual, cuarto trimestre 2023 vs. 2022)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

¹ Hacen alusión a la actividad de Administración pública y defensa, educación y salud.

Las actividades agropecuarias tuvieron una variación de 6,0% gracias a la expansión de los cultivos de frutas y hortalizas (7,2%) y a la producción de café (23,7%), debido al efecto base a causa del fenómeno del niño que se evidenció en la segunda parte del 2022. Resulta destacable que este comportamiento positivo del café para el periodo es el primero positivo para el último trimestre del año desde 2019, con lo cual se evidencia el retorno a la senda de crecimiento prepandémica de este producto. Contrarrestan el comportamiento del sector, la pesca y acuicultura (-16,3) y la silvicultura (-21,3%) por menor disponibilidad de materia prima.

Los servicios sociales presentan una dinámica positiva de 3,8% que se debe a la expansión de personal en distintas entidades nacionales con respecto a la administración pública y defensa (6,1%); y por la mayor demanda de servicios asociados a la salud (6,3%). Por su parte, la educación decrece -0,8%, por la contracción de la educación de mercado, con lo que contribuye negativamente a la actividad total. Por otro lado, el sector financiero se expande 5,5%, jalonado por la actividad de seguros.

En cuanto a los sectores que contrarrestaron el pobre crecimiento se encuentran la industria (-0,6pp), el comercio (-0,5pp) y las actividades de recreación (-0,2pp), es decir, los sectores insignia de la recuperación económica. Las manufacturas reflejan una reducción en su producción (-4,8%) en mayor medida por la dinámica de la fabricación agregada de productos textiles que reportó un decrecimiento de -13,9% por menor número de solicitudes. El comercio tiene una disminución del valor agregado en -2,3%, por el comportamiento del comercio al por menor (-1,8%), del transporte y almacenamiento (-2,4%), y del alojamiento y

servicios de comida (3,8%). Finalmente, en las actividades de entretenimiento se percibe una variación negativa de -3,0% debido al efecto base de eventos como conciertos y ferias, además de los eventos deportivos llevados a cabo en el periodo 4T2022.

Ahora, si analizamos el crecimiento del PIB por el lado del gasto, vemos que la demanda interna tuvo una contracción de -4,1%, donde nuevamente se evidencia una caída en la inversión -por cuarta vez consecutiva-, en tanto el rubro de Formación bruta de capital contribuye negativamente (-4,3pp) con una variación de -27,2%. En ese sentido, la Formación bruta de capital fijo (FBKF) decrece 14,0% principalmente por el renglón de Maquinaria y equipo (-25,7%) que se vio afectado por menores importaciones de estos bienes, mientras que el rubro de Vivienda (-9,8%) registró una reducción de obras terminadas con respecto al año anterior.

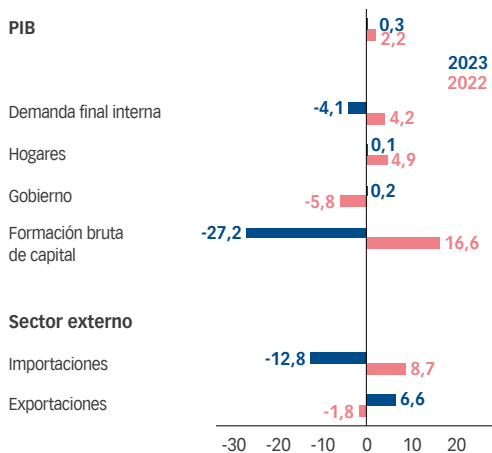
El gasto de consumo final total apenas registra un crecimiento de 0,1% (0,1pp), que contrarresta la variación de la demanda interna, al considerar el sutil incremento del gasto de los hogares, asociado al consumo de servicios (0,7pp) y de bienes no durables (0,2pp).

Por su parte, el sector externo aporta 4,4pp, donde son las exportaciones, concentradas en los servicios, las que muestran una expansión del 6,6% (1,4pp) y las importaciones que siguen la tendencia decreciente del último año (-12,8%), definido por la contracción de las compra de bienes externos (-18,8%).

Así las cosas, vemos cómo la economía durante el último trimestre siguió mostrando niveles de desaceleración impulsada por la menor gasto tanto privado

como público, y con esto, menor dinamismo de las importaciones, además de la producción de actividades que años anteriores promovieron el crecimiento económico del país.

**Crecimiento anual del PIB enfoque demanda
(variación % anual, cuarto trimestre 2023 vs. 2022)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Ahora bien, con la revisión de cifras, el DANE publicó la corrección a la baja de los primeros trimestres del año, en promedio, de 0,2pp. El comportamiento de 4T2023 fue decisivo para determinar si Colombia se estaría enfrentando a una recesión técnica¹, pues, como se verá a continuación, los resultados del año total no distan mucho del último trimestre.

Una vez más los servicios son los impulsores del crecimiento. Para el cierre del año, las ramas que sustentan el sutil crecimiento son, al igual que en el 4T2023, los servicios sociales, las actividades financieras, y se adicionan las actividades de esparcimiento. En

contraste, el comercio, la industria y construcción reportan una caída que impacta de manera importante el producto total. En este caso, apenas son estas tres ramas las que arrojan un resultado negativo para el año completo.

Al desagregar por cada sector, los servicios sociales crecieron 3,9% y contribuyeron 0,6pp. Su expansión corresponde a la administración pública y defensa que tuvo una variación positiva de 4,6% por la ampliación de personal de distintas entidades. Por su parte, la educación superior creció 1,0%, por el comportamiento de la educación de no mercado (1,5%), comparada con la educación de mercado que registra la cifra más baja desde 1T2021. La actividad que más aportó al crecimiento de los servicios sociales fue la salud debido a la mayor demanda de servicios hospitalarios y ambulatorios, situación que se mantuvo a lo largo del 2023, ante la incertidumbre en la continuidad de la prestación de servicios, conforme al cambio de sistema que propone el Gobierno.

Entre tanto, la variación de las actividades financieras y de seguros (7,9%) obedece a los elevados márgenes de intermediación que dejó el sistema, sin contar con el dinamismo de la actividad de seguros, que registró durante todo el año variaciones importantes, lo que permitió que, en su conjunto, aportaran al valor agregado 0,3pp.

Por su parte, el esparcimiento acumuló un crecimiento de 7% lo que permitió que sumara 0,2pp al total del crecimiento del año. Las actividades deportivas junto a los juegos de azar online hicieron posible el crecimiento del sector, al considerar el gran número de torneos,

¹ Se entiende como recesión técnica dos trimestres consecutivos con variaciones negativas.

campeonatos y las apuestas asociadas, que se desarrollaron a lo largo del año. A esto se le suma la gama de conciertos ofrecidos en el 2023.

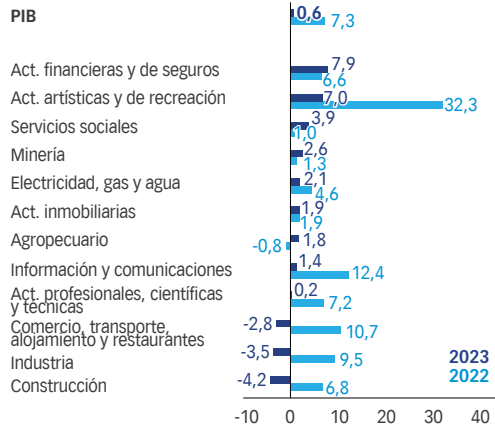
En contraste, al evaluar las ramas que decrecieron en el periodo, se encuentra en primer lugar el comercio que hace contrapeso al crecimiento con una contribución de -0,6pp. La actividad que más influye en esta dinámica es el transporte y almacenamiento, que decrece en -0,9%, destacando la menor demanda de los servicios de almacenamiento y complementarias. El transporte aéreo es la única noticia positiva en esa agregación y registra un crecimiento de 8,3%.

Así mismo, las manufacturas, presentaron una contracción de la producción de 3,5%, que se explica, al igual que en 4T2023, por la fabricación de productos textiles, sustancias químicas y fabricación de vehículos. Eso, por la menor demanda tanto nacional como internacional, cambios en las estrategias de inventarios y menor disponibilidad de materia prima, lo cual afecta de manera directa que se mantengan los mismos niveles de producción.

Finalmente, la construcción con una variación de -4,2% contribuye con -0,2pp. Dentro de la agregación, destaca la contracción sostenida de las obras civiles, principalmente de las carreteras y plantas industriales. Además de la causación de edificaciones no residenciales, en específico de otros destinos; mientras que contribuye de manera positiva el comportamiento de la causación de apartamentos y casas, en lo que tiene que ver con las edificaciones residenciales.

Desde la óptica de la demanda, las conclusiones con respecto al 4T2023 no son muy diferentes. Vemos una demanda interna negativa explicada en su totalidad

Crecimiento año corrido del PIB enfoque oferta (variación % anual, 2023 vs. 2022)

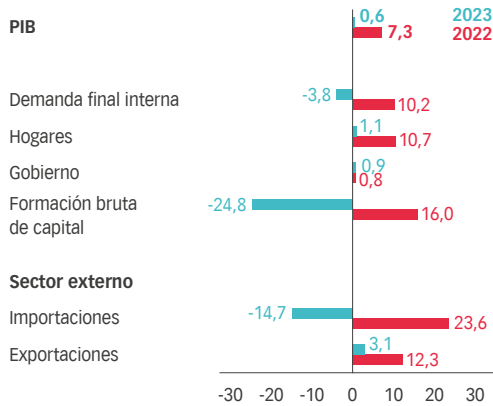


Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

por la caída sostenida que ha tenido la inversión a lo largo del año, que es levemente contrarrestada por el consumo tanto de los hogares, como del gobierno, aunque en menor medida. Resalta la caída en los bienes no durables y semidurables en el consumo privado. En cuanto a la inversión, los segmentos de la Formación Bruta de Capital Fijo que más contribuyen al deterioro de este renglón son Maquinaria y Equipo (-16,2%), Vivienda (-1,2%) y Otros edificios y estructuras (-4,9%). Finalmente, con respecto al sector externo, se tiene una dinámica consistente a lo largo del año: exportaciones creciendo a tasas bajas (3,1%) pero positivas, e importaciones cayendo a dos dígitos (-14,7%), en particular las de bienes, como respuesta de la disminución del consumo general.

Desde ANIF resaltamos que los sectores impulsores aún se encuentren en terreno negativo, pues como es de amplio conocimiento un deterioro de la producción se ve reflejado directamente en la tasa de desempleo y eventualmente en aumento de los niveles de pobreza.

**Crecimiento anual del PIB enfoque demanda
(variación % anual, 2023 vs. 2022)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

¿Qué esperar del 2024?

El 2023 dejó resultados agridulces. Las actividades primarias muestran una recuperación respecto a su desempeño de 2022. Sin embargo, las actividades secundarias están muy rezagadas. Ese comportamiento se mantiene en el primer dato de crecimiento del 2024.

Las primeras cifras del año en materia de crecimiento muestra una variación anual de 1,6%. Al corregir el efecto estacional y calendario, la variación mensual asciende a 2,2% y se sitúa como el periodo con mejor comportamiento desde septiembre de 2021. Las actividades primarias reportan una expansión de 10,3% acompañado de una contribución de 1,3pp, gracias a la dinámica de la ganadería y la agricultura en menor medida, además de la minera impulsada por la producción de carbón.

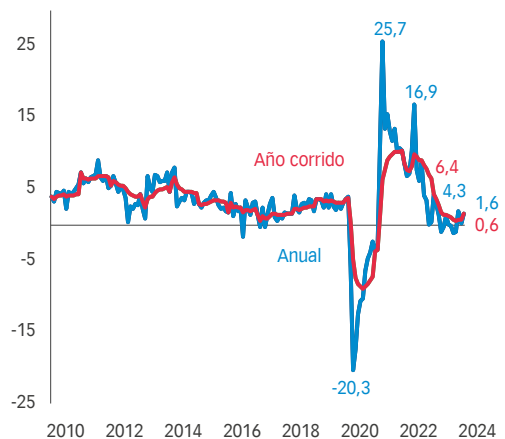
Por su parte, las actividades secundarias continúan en terreno negativo (-5,0%) desde marzo de 2023, fecha desde la cual promedia un comportamiento de -4,5%. Esto obedece a que fueron las actividades pioneras de la reac-

tivación económica y presentan un efecto de base, además del debilitamiento de la demanda. La preocupación radica en que estos sectores son los que más encadenamientos productivos y más personal ocupan, de manera que, si se estancan, generan un efecto dominó en el resto de los sectores e indicadores macroeconómicos.

Finalmente, los servicios crecen 1,0%. Resaltan nuevamente, los servicios sociales, y las actividades de esparcimiento, en tanto registraron una variación de 3,4%, por el incremento usual que se presenta en este momento del año, relacionado a primas, vacaciones, y bonificaciones en general del sector público. Conforme a la senda del valor agregado observado en 2023, las actividades de salud siguen mostrando una expansión explicada por los servicios hospitalarios. En contraste, sector TIC continuó estando en terreno negativo (-1,6%). El comercio es la actividad que más aporta negativamente con -0,7pp, dada su contracción de -1,3%, por la reducción en ventas al por menor.

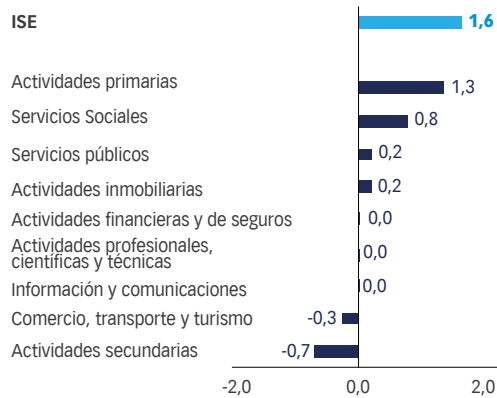
En suma, el 2024 será un año retador en términos de crecimiento. Los resultados más recientes del ISE

**Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE)
(Variación %, a enero de 2024)**



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

Contribución de las actividades a la variación total del ISE. (pp*, enero 2024)



* Por efecto del redondeo, la suma de las contribuciones puede no coincidir con el total del ISE.
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

muestran una economía resentida que de a poco comienza a despegar. Sectores claves como la industria y la construcción corregirán su tendencia sin que eso implique importantes variaciones positivas. Así, las expectativas están puestas sobre la reducción de las tasas de interés por parte del emisor, situación que abaratará el acceso a crédito e impulsará el consumo privado. Además, facilitará la inversión, el rubro más afectado de la demanda en el 2023. Con todo, en ANIF esperamos una expansión del producto de 1,1% en 2024 y de 2,4% en 2025. Mantendremos un monitoreo constante sobre el entorno macroeconómico para actualizar nuestras proyecciones en caso de ser necesario.

MERCADO LABORAL: NOTICIAS AGRIDULCES

El pasado 29 de febrero, el DANE presentó las cifras de empleo para enero de 2024. La tasa de desempleo fue de 12,7%, representando una caída de 1pp respecto a enero de 2023. Esa reducción en el desempleo obedece principalmente al decrecimiento de la tasa general de participación. De acuerdo con el DANE, se crearon medio millón de puestos de trabajo. Por su parte, el cambio en el número de desocupados tuvo un aumento significativo (220 mil) en comparación con el mes anterior (28 mil).

Es importante resaltar que, durante los primeros tres trimestres del 2023, el impacto de la desaceleración económica tuvo un rezago sobre el dinamismo del mercado laboral. No obstante, en el último trimestre del año, los resultados parecían empezar a converger con la dinámica económica, aunque el resultado de enero diverge de esta tendencia. En esta sección discutimos los principales resultados de cierre del 2023 y de enero de 2024; luego, analizamos la tasa de desem-

pleo desestacionalizada. Finalmente, comentamos nuestras perspectivas para febrero y cerramos con las perspectivas para lo restante del 2024.

Resultados de cierre del año 2023

En diciembre del año pasado, la tasa de desempleo fue del 10%, con lo cual el promedio del año se ubicó en 10,2%. Si bien la cifra presentada resultó ser una buena noticia teniendo en cuenta el desempeño de la economía durante el año pasado, el último trimestre empezó a mostrar indicios de deterioro. En primer lugar, diciembre suele ser uno de los meses del año con menor tasa de desempleo, dado que la actividad económica y el incremento en el consumo de los hogares permite mayores niveles de trabajo. No obstante, el cierre del 2023 trajo consigo un alza, haciendo que las tasas de desempleo volvieran a quedar por encima de los niveles prepandémicos,

tendencia que se había logrado corregir durante el segundo y tercer trimestre del 2023. Además, en el último trimestre del año pasado, las ramas de actividad con más contracciones fueron justamente las de peor cierre en crecimiento; el comercio, la construcción y la industria manufacturera. Todo eso se contrarrestó con el desempeño de la administración pública que logró mantener niveles saludables de empleo a lo largo del 2023.

Por último, vale destacar el comportamiento de la serie desestacionalizada. Esta incrementó durante los últimos cuatro meses del año. Lo anterior se explica por una disminución en la tasa general de participación (TGP) y en la tasa de ocupación (TO), en donde la salida de personas del mercado laboral no logró compensar la pérdida de puestos de trabajo. De esta forma, el cierre del 2023 no auguraba un panorama alentador para el 2024, pues el mercado de trabajo comenzaba a resentir el comportamiento de la actividad económica. El mejor desempeño de la economía en la primer mitad del año benefició el empleo, pero sus

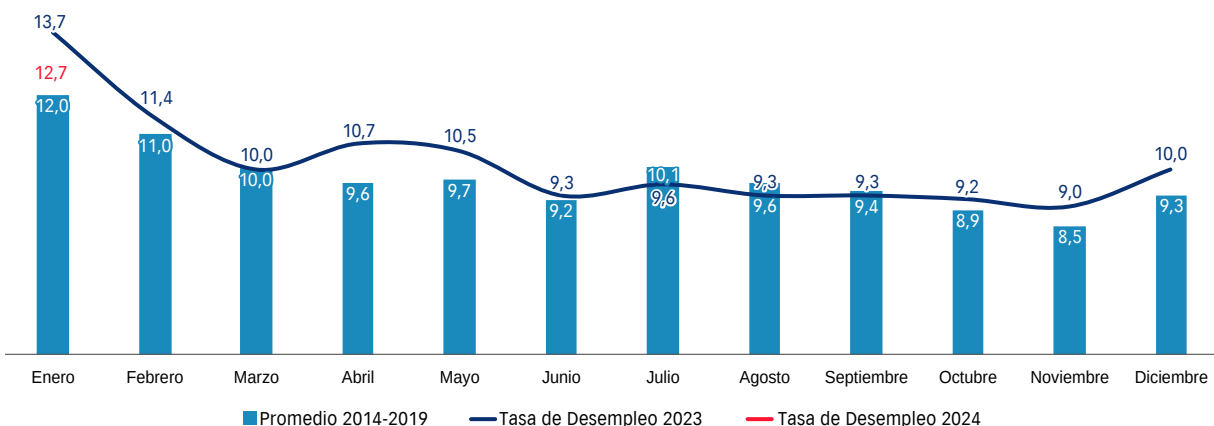
frutos comenzaron a diluirse en el segundo semestre de 2023.

Principales resultados de enero

Pese a los resultados del cierre de 2024, la tasa de desempleo (TD) fue de 12,7% en enero de 2024. Con ese resultado, la tasa de desempleo promedio de los últimos 12 meses es de 10,1%. Por su parte, para las 13 principales ciudades y áreas metropolitanas, donde se concentra el 47,9% del total de ocupados y el 46,7% de los desocupados, la TD en el mes de enero fue de 12,4%, que es 2,1pp menor a la reportada un año atrás (14,5%).

Adicionalmente, el resultado de enero de 2024 es 0,7 puntos porcentuales mayor que el promedio para los últimos 5 años previos a la pandemia (2014-2019). Lo anterior es una señal de que las dinámicas del empleo comienzan a converger con los niveles pre-pandemia, en donde si bien enero es el mes que suele tener la mayor tasa de desempleo del año, no es común que supere el 12%.

**Tasa de desempleo mensual, total nacional
(promedio 2014-2019; 2023; 2024) (%)**



Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

Por otro lado, la brecha de género en el desempleo fue de 5,5pp, con una tasa de 10,4% para los hombres y de 15,9% para las mujeres. Un año atrás, en enero de 2023, los hombres registraron una tasa de desempleo de 11,0% y las mujeres de 17,4%, lo que se traduce en una brecha de 7,4pp, que implica una disminución de 1,9pp.

Frente a la ocupación laboral, el número de ocupados creció en 533 mil personas, con lo que llegó a 22 millones y condujo a una tasa de ocupación del 55,3%, 0,6pp más que el 54,7% visto un año atrás. En las 13 principales ciudades la variación fue de 460 mil, donde se concentran 10,5 millones de personas ocupadas. De los ocupados adicionales, 306 mil son hombres y 227 mil son mujeres.

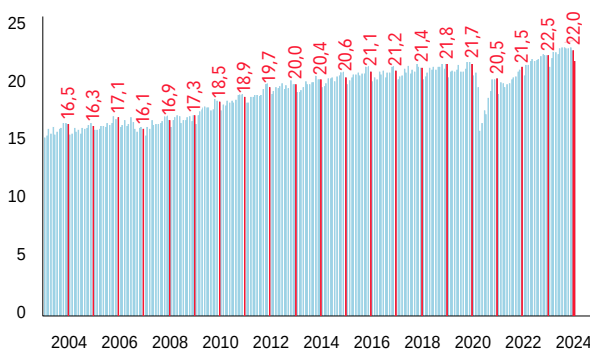
Por su parte, al observar los nuevos puestos de trabajo por rama de actividad, se encuentra que las actividades agropecuarias (+224 mil), los servicios sociales (+174 mil) y la industria manufacturera (+115 mil) fueron las ramas de actividad que mayor número de ocupa-

dos aportaron. En contraste, la información y las comunicaciones (-69 mil), las actividades profesionales (-62mil), y los servicios públicos (-57 mil) presentaron las mayores contracciones en el total de empleados. Lo anterior enfatiza una de las principales tendencias del 2023, en la que el sector público mantuvo los niveles de empleo y la bonanza de crecimiento en la manufactura del 2022 logró mantener el empleo del sector en una buena posición. Asimismo, se evidencia el buen desempeño del sector agropecuario, particularmente en los últimos meses.

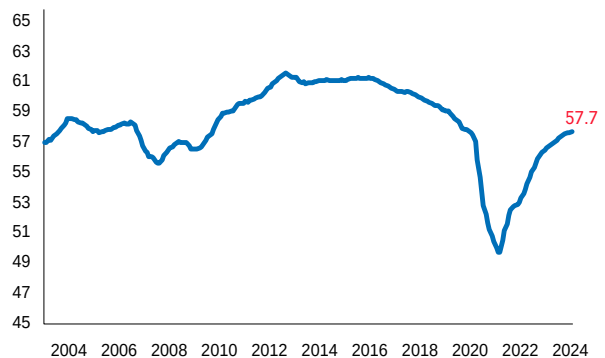
Ahora, por posición ocupacional, se observa que 163 mil de los nuevos puestos de trabajo son de empleados particulares, mientras que el trabajo por cuenta propia subió en 41 mil personas. Esa es una buena señal en términos de formalidad por la mayor cercanía del empleo particular a las dinámicas formales, en comparación con el trabajo por cuenta propia. Al analizar la cifra por género, 72 mil hombres y 148 mil mujeres salieron del desempleo. En

**Ocupación - Total Nacional
(a enero de 2024)**

**Ocupados
(millones de personas)**



**Tasa de Ocupación
Promedio 12 meses (%)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

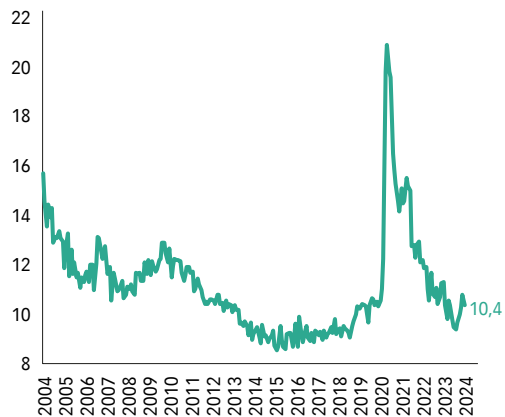
las 13 principales ciudades se presentó una disminución del número de desocupados en 220 mil personas, donde se concentran 1,5 millones de desempleados. Eso, dio como resultado que el número de desocupados se redujera en 220 mil personas en el total nacional, para así contar con 3,2 millones de personas en el desempleo.

Finalmente, en contraste con enero de 2023, se observa un aumento de 254 mil personas en la población por fuera de la fuerza laboral. El número de hombres por fuera de la fuerza de trabajo aumentó en 31 mil personas, mientras que las mujeres aumentaron en 223 mil. Para las 13 ciudades principales se registró un aumento de 5 mil personas por fuera de la fuerza de trabajo. Con todo lo anterior presente, la TGP en enero de 2024 fue de 63,3%, 0,1pp menor a lo registrado en enero de 2023 (63,4%).

Análisis de la tasa de desempleo desestacionalizada

La TD desestacionalizada para el mes de enero de 2024 se ubica en 10,4% para el total nacional, mostrando una disminución 0,3pp frente a diciembre de 2023 (10,8%). De esta forma, se convierte en la primera disminución del indicador desde septiembre de 2023. Si bien el resultado se puede interpretar como una leve mejora del mercado laboral, este se debe a que la TGP desestacionalizada no tuvo un aumento significativo, lo que ayudó a compensar el poco aumento en la tasa de ocupación y el crecimiento en el número de ocupados. En otras palabras, la salida de un gran número de personas de la fuerza laboral y el aumento en el número de ocupados se contrarrestaron, lo que explica la disminución en la TD.

Tasa de desempleo desestacionalizada - Total nacional (% , enero 2004 - enero 2024)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

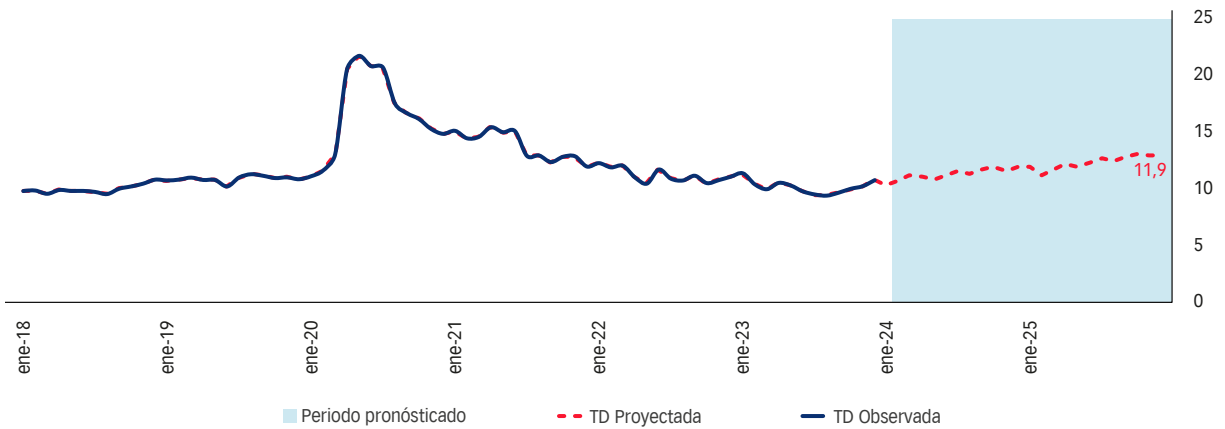
Perspectivas para el 2024

Nuestros pronósticos indican un cierre de año con tasa promedio de 11,3% en 2024 y de 11,9% para el 2025, producto de la pobre dinámica económica que incluso ha registrado contracciones en el 2023. Como hemos recalcado en informes pasados, los cambios en el mercado laboral suelen rezagarse a lo que se presenta en la economía, por lo que es probable que en los próximos meses haya un deterioro significativo en los niveles de empleo. Si bien la tasa de desempleo presentó una reducción en el mes de enero, eso puede responder a la bonanza de crecimiento que dejó el 2022 y la primera parte del 2023. El poco aumento de ocupados en las ramas que suelen ser las mayores generadoras de empleo es reflejo del bajo desempeño que está presentando la economía. Asimismo, el gran aumento de la población por fuera de la fuerza de trabajo, especialmente de las mujeres, es un llamado a estar alertas sobre las dinámicas del empleo en Colombia, pues una disminución en el desempleo debe venir de mejores

condiciones del mercado, no de la salida masiva de las personas de este. Desde ANIF mantenemos un segui-

miento riguroso a los indicadores para poder advertir cambios en el comportamiento del mercado laboral.

Pronóstico Tasa de Desempleo para 2024 y 2025 (%)



Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

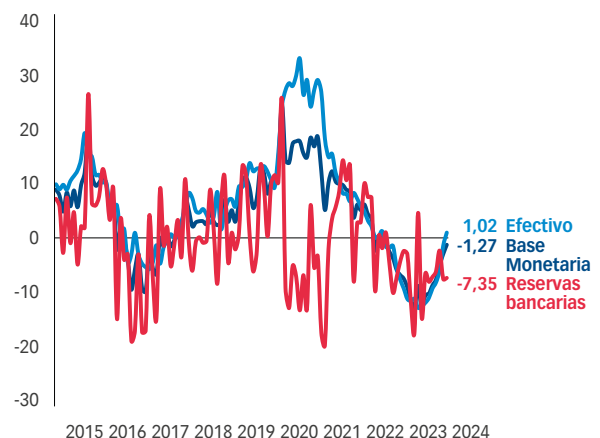
SITUACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

Agregados Monetarios

La base monetaria, compuesta por el efectivo y las reservas bancarias, presentó una contracción real anual de 1,27% en febrero de 2024. Luego del resultado de julio de 2023, (-13,1%), lo cual significó un mínimo histórico en los últimos 20 años, se dio un cambio en la tendencia y en el último semestre se registró una recuperación cercana al 9,0%. La base monetaria es emitida por el Banco de la República (BanRep), y al soportar la expansión del crédito y otros instrumentos financieros, además de las mayores exigencias de fondeo por parte de las autoridades monetarias, se relaciona de forma directa con la liquidez en la economía. Por lo tanto, la contracción año corrido del 2023, que contrasta con el comportamiento expansivo del mismo periodo en el 2021 (12.9%) y en el 2022 (0.1%), responde a las condiciones financieras restrictivas que ha impuesto el Banco de la República. Contrarrestan ese comportamiento las ventas netas de títulos de deuda públi-

ca por parte del Banco de la República en diciembre y enero, que ascendieron a un billón de pesos con el propósito de mejorar la liquidez en el sistema.

Base Monetaria y sus Componentes
(variación real % anual, febrero 2024)



Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

La compra de activos financieros de las entidades financieras por parte del BanRep, produce la creación primaria de dinero y se refleja en el efectivo (billetes y monedas en circulación) y en las reservas bancarias. Estas últimas están compuestas por el efectivo en caja del sistema financiero (56% del total) y los depósitos del sistema financiero en el Banco de la República (44% del total). Las reservas para encaje se contrajeron en diciembre un 7,4% anual, con lo que acumulan 17 registros de crecimiento real anual negativo. Dado que el encaje bancario (marco regulatorio que define el porcentaje que deben guardar las entidades financieras por depósito recibido) no ha cambiado desde mayo de 2022, la contracción real anual de las reservas corresponde a una disminución en el volumen de depósitos que reciben las entidades financieras.

Por otro lado, el efectivo registró por primera vez desde hace 17 meses un crecimiento real anual positivo (1,02%). Este registra un cambio de tendencia al alza desde septiembre, y presenta resultados parecidos a agosto de 2022. El cambio en la tendencia se puede asociar al relajamiento de la política monetaria por parte del Banco de la República, la moderación de la inflación y a los esfuerzos del gobierno por incentivar la reactivación económica.

Cartera de Crédito

Según la Superintendencia Financiera, en enero de 2024, el indicador de profundización de la cartera bruta representó el 43,4% del PIB. Eso significa que la cartera completa diez meses consecutivos con variaciones reales anuales negativas y para enero de 2024 registro una contracción de 5,8% en el saldo

bruto respecto al mismo mes del año anterior. Sin embargo, en el último mes observamos una recuperación nominal de 0,8% en la cartera que responde a la recuperación de todos los créditos, especialmente el microcrédito. Eso evidencia que la inflación sigue generando presiones sobre las evoluciones reales del segmento.

En primer lugar, la cartera de consumo mantiene el liderazgo en la caída de los segmentos de cartera, con una variación real anual de -10,6%. Este decrecimiento se explica principalmente por la contracción real anual del producto de libre inversión (-19,9%), el consumo de bajo monto (-65,8%) y el crédito rotativo (-9,9%). Es importante tener en cuenta la desaceleración de desembolsos a hogares y la dinámica de castigos de consumo, que acumulan una participación del 84,3% sobre el total. A medida que la desaceleración económica impacta el ingreso disponible de los hogares y las altas tasas de interés se mantienen, se afecta la emisión de cartera. Además, la confianza del consumidor termina por afectarla; en febrero de 2024 la confianza presentó una contracción de -9,4% según la Encuesta de Opinión al Consumidor de Fedesarrollo. Sin embargo, fue el segundo mejor balance desde agosto de 2022 por lo que podemos esperar que el desempeño negativo en el segmento de consumo mejore durante el 2024.

Por su parte, el crédito comercial es la segunda cartera de mayor contracción, con un -5,1% real anual con el que completa ocho meses en terreno negativo. No obstante, se observa una recuperación mensual de 1,6%. Para el 2024 las empresas buscan aprovechar la pronta reducción de tasas para aumentar su inversión en maquinaria y equipo, uno de los agregados más afectados a cierre del 2023.

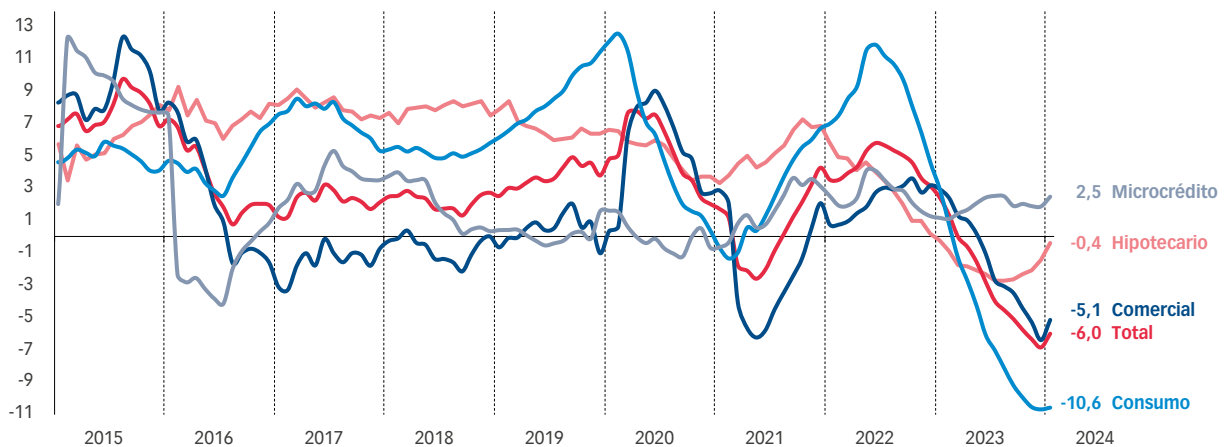
De otro lado, el crédito hipotecario (con titularizaciones) es el último segmento de la cartera con una variación negativa (-0,4%), con la que completa 13 meses de crecimiento real inferior a 0. No obstante, en los últimos seis meses se observa un cambio de tendencia con una recuperación de 2,4%. Pese a esto, al observar la Encuesta de Opinión del Consumidor de Fedesarrollo la disposición a comprar vivienda registró una variación de -43,5% lo cual puede estar asociado a las altas tasa de interés que hemos visto hasta el momento, además de la reducción de subsidios por parte del programa Mi Casa Ya. Desde el sistema financiero se ha buscado estimular la adquisición de propiedades y así dinamizar el sector inmobiliario por lo que distintos bancos han planteado una reducción importante en la tasa de interés para la financiación de vivienda, tanto VIS como No VIS.

Finalmente, la modalidad de microcréditos completa 35 meses consecutivos de registros positivos y en enero de 2024 presenta un crecimiento real anual de 2,5%. El comportamiento de los microcréditos ha sido funda-

mental en la recuperación de la cartera. Lo anterior refleja el efecto rezagado del alto nivel de precios durante el 2023, la política monetaria contractiva y la desaceleración económica especialmente notoria en el último trimestre sobre la demanda de crédito de los hogares. Ahora, como hemos mencionado en múltiples ocasiones, los créditos de bajo monto siguen siendo la alternativa más viable para muchos hogares en un contexto de baja liquidez y alta demanda de dinero, incluso con tasas históricamente altas.

El crecimiento positivo del segmento de microcréditos se asocia con su finalidad de promover la inclusión financiera de quienes de otra manera no podrían acceder a préstamos formales. No obstante, el mayor nivel de riesgo crediticio de sus clientes y los altos costos operativos que implican los préstamos de bajo monto, hacen que las tasas de interés para microcrédito suelen ser más altas que las de otros segmentos. Para marzo de 2024, la tasa de usura de los microcréditos (máximo legal que pueden cobrar las entidades finan-

Evolución de la cartera bruta + leasing y titularizaciones (variación real % anual, enero de 2024)



Fuente: elaboración ANIF con base en Superintendencia Financiera, DANE.

cieras) llegó a los 22,2%. Aunque esa tasa reflejó una disminución desde el 39,2% registrado en marzo de 2023, sigue estando en niveles altos. Como consecuencia, el microcrédito tiene una proporción entre el saldo vencido y el saldo bruto de 9,7%.

En ese sentido, el consumo se mantiene en línea con el comportamiento de la cartera de microcréditos y presenta una proporción del saldo vencido sobre el saldo bruto de 8,4%. El comportamiento de esta cartera también puede estar asociado al riesgo de crédito percibido por las entidades con base a los resultados en los últimos seis meses, al observar cómo ha aumentado el indicador de vencimientos en todas las modalidades. Siendo así, es de esperar que los bancos hayan aumentado las exigencias para conceder créditos y las condiciones sigan siendo estrechas.

La siguiente línea con mayor saldo vencido como proporción del saldo bruto es el de cartera comercial, con 3,6%. La dificultad en el acceso a financiamiento que se explicó anteriormente, junto con las altas tasas de interés y la contracción de indicadores líderes de industria y comercio, inciden en la capacidad de las empresas de cumplir con sus obligaciones. Así, esta modalidad representa casi el 10% de la dinámica de castigos de las carteras y reporta un crecimiento real anual de 15,1% en su saldo en mora. Finalmente, se encuentra el segmento de cartera hipotecaria, con un 3,1% de saldo vencido sobre saldo bruto. En un entorno de altas tasas de interés, cobran importancia las alternativas de financiamiento para la adquisición de vivienda, como el Fondo Nacional del Ahorro y el Banco Agrario.

Por último, la calidad de la cartera bruta total alcanzó una relación entre saldo vencido y bruto de 5,2% pa-

ra enero de 2024 frente al 3,9% de enero de 2023. El indicador de calidad se explica por el incremento intermensual del saldo de cartera vencida (especialmente de la cartera de comercial) y el menor crecimiento de la cartera bruta. El inicio del relajamiento de la política monetaria podría traer beneficios en este indicador financiero.

**Calidad de la cartera
(%, a enero de 2024)**



Fuente: elaboración ANIF con base en Superintendencia Financiera, DANE.

Mercado de Renta Variable

A nivel global, el mercado pondera cada vez más las decisiones de los bancos centrales para direccionar sus flujos de inversión. El centro de la atención de los inversionistas sigue puesto sobre la Reserva Federal (FED), que en su última reunión en marzo de 2024 tomó la decisión de mantener su tasa de interés de intervención en el rango entre 5,25% y 5,50% por quinta vez consecutiva. Aunque la política monetaria contractiva del 2023 favoreció los rendimientos de los bonos del Tesoro, había castigado la valorización de las acciones

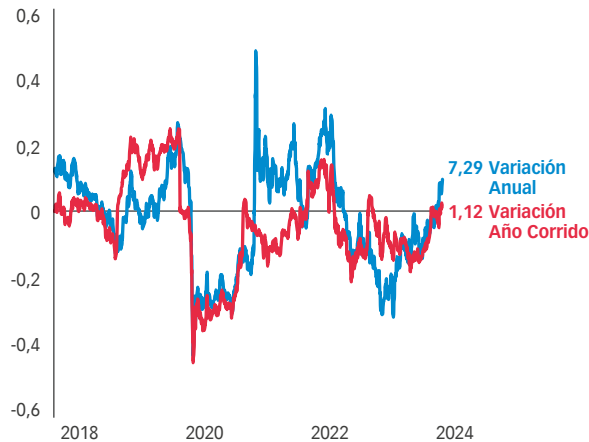
en EE.UU. Esto dado que, a pesar de la sorpresa positiva de los resultados corporativos, había un alto costo de oportunidad de invertir en renta variable con tasas tan atractivas en el mercado de renta fija. No obstante, para noviembre, un cambio en las expectativas de política monetaria de los agentes frenó la desaceleración de la valorización de las acciones, lo que derivó en los mejores resultados del año para los activos de riesgo. En esta línea, para diciembre de 2024, observamos un incremento del índice *S&P500* de 33,1% anual respecto al mismo mes del año anterior (promedios mensuales).

El cambio en la tendencia podría extenderse en 2024, aunque de manera más pausada al tener en cuenta que los inversionistas ponderaban tres recortes en la tasa de la FED para este año. El resultado de la inflación para el mes de febrero con una variación de 3,2% se encontró por encima de las expectativas del mercado y 1,2pp por encima del objetivo por lo que se mantiene la senda bajista pero no a los niveles esperados. Eso podría comprometer la velocidad del ajuste por parte de la FED y con eso la recuperación de los principales indicadores bursátiles de renta variable. En esa misma línea, el Banco Central Europeo (BCE) optó en marzo por mantener inalterada su tasa en 4.5%. La diferencia recae en que el BCE, diferente a la FED, mantiene firme su decisión de no bajar las tasas en los próximos meses. Es importante notar que la inflación al interior de la eurozona ha disminuido significativamente y el crecimiento económico se ha estancado. A pesar de los mensajes del BCE, las señales de desaceleración pueden aumentar las expectativas del mercado de un proceso de flexibilización monetaria anticipado, que le dé un respiro a los activos de renta variable. Es esto lo que ha permitido un crecimiento del índice *Eurostoxx50* de 20,2% anual y de 14% anual el índice *Stoxx Europe 600* en marzo de 2024.

Así mismo, la desaceleración económica en China ha sido la principal barrera para su mercado de renta variable en lo corrido del 2023 e inicios de 2024. Este riesgo se podrá extender durante el año, en tanto no cambie el modelo de crecimiento basado en la inversión, y no se recuperen los niveles de consumo y de demanda externa. El mercado accionario se encuentra estrechamente ligado a sectores dependientes del ciclo económico. Por lo tanto, el bajo desempeño económico también repercutirá en el mercado accionario. Las autoridades chinas han intervenido para tratar de atajar las fuertes caídas que arrastran a los principales mercados desde que comenzó el año, con los fondos estatales comprando acciones y los reguladores anunciando medidas para evitar desplomes como el de 2015. Eso llevó a la eliminación de empresas chinas en el MSCI (principal indicador bursátil), lo cual aumenta la percepción de riesgos asociados al dinamismo de la segunda economía más grande del mundo. Estas eliminaciones aumentan la incertidumbre para el mercado chino y los fondos que siguen el índice tendrán que eliminar estas acciones de sus carteras. Todo esto lleva a que el MSCI de China sea uno de los activos financieros con menor retorno anual para febrero de 2024 (-13,96%).

Finalmente, en cuanto al comportamiento doméstico, se observa un retorno anual positivo del índice Colcap (7.3%), que refleja los efectos positivos del contexto internacional. No obstante, persisten algunos temores en el horizonte cercano. Hasta el momento, Colombia no ha sido clasificada como un mercado frontera, posibilidad que se ha planteado en los últimos tres meses. Eso podría representar un riesgo en el 2024 en tanto siga limitada la oferta de crédito, el desarrollo de los

**Evolución del COLCAP
(variación %, a 12 de marzo de 2024)**



Fuente: elaboración ANIF con base en Bolsa de Valores Colombia (BVC).

**Índice COLCAP
(a 12 de marzo de 2024)**



Fuente: elaboración ANIF con base en Bolsa de Valores Colombia (BVC).

mercados financieros y la falta de liquidez y crédito para los usuarios. Incluso, si se mantienen las tasas de interés en un nivel competitivo, puede ser insuficiente para retener los flujos de capital si prevalece la percepción de riesgo en los inversionistas.

Siendo así, la Unidad de Regulación Financiera (URF) del Ministerio de Hacienda, la Superintendencia Financiera, la Bolsa de Valores de Colombia, Asobolsa, el Autorregulador del Mercado de Valores, gremios y distintas entidades financieras, comenzaron a trabajar en una agenda que busca una depuración normativa para evitar esta calificación. Todo eso, para aumentar la liquidez y volumen de operaciones al hacer el mercado local más llamativo.

Perspectivas

El 2024 comienza con una tendencia de la relajación en la política monetaria a nivel global que responde a un mejor comportamiento en las tasas de inflación y el enfriamiento de la actividad económica en la mayor parte del globo. Lo anterior ha sido un factor fundamental para la recuperación de los agregados financieros. Contrario a lo observado durante el 2023, el efectivo en la economía retomó resultados positivos dinamizando el volumen de dinero en circulación. De igual manera, la disminución en las tasas genera un parte de tranquilidad para la población ya que encontrará mayor facilidad en pagar sus obligaciones, especialmente en la línea hipotecaria donde el sistema financiero ha hecho esfuerzos significativos por estimular los créditos y el sector inmobiliario.

Con respecto al mercado de renta variable, se mantienen las señales de recuperación. La baja en las tasas de interés vuelve a poner la mirada sobre el mercado accionario al volverlo más competitivo. Por su parte, factores como la contracción de la economía China y la cautela de las decisiones tomadas por el BCE generan oportunidades para mercados como Colombia. No

obstante, como se ha venido mencionando en el último trimestre, la falta de liquidez y una normativa que genera importantes barreras de entrada, son aspectos que deben revisar las autoridades para evitar que Co-

lombia entre a ser parte de los mercados frontera. De hacerlo, el país podría perder importantes flujos de recursos de inversión, lo que en últimas afecta el dinamismo y desarrollo de la economía.

ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN

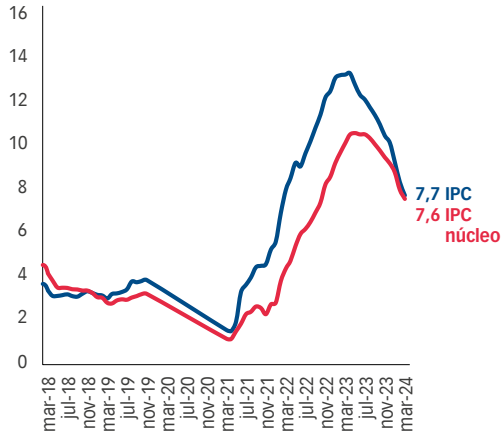
PRIMER TRIMESTRE DEL 2024

El 2023 estuvo caracterizado por altos niveles de inflación, principalmente por el incremento en el precio de los alimentos (0,99 pp). Posteriormente, el aumento en el precio de la gasolina aumentó las presiones sobre el nivel general de precios (1,96pp). También es importante mencionar el efecto que tuvieron los arriendos sobre la división de alojamiento, impulsado por el efecto de indexación del 2022(1,66 pp). Sin embargo, desde abril de 2023 hemos presenciado un cambio en la tendencia que se mantiene constante hasta hoy, favorecida en gran medida por la reducción de la inflación anual de alimentos. En febrero se cumplieron once meses de descenso consecutivo luego de que en marzo de 2023 se registrara una variación de 13,34%, lo que marcó un hito en la historia del país. Así, según el

Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la variación anual de la inflación registró un nivel de 7,74% en febrero. Análogamente, el comportamiento de la inflación básica (que excluye alimentos y energéticos), se ha mantenido a la baja por nueve meses consecutivos con un resultado de 7,6% anual, y por tercera vez con un resultado de un dígito, lo que sugiere una moderación de la demanda interna. Lo anterior confirma la expectativa de convergencia del IPC al rango meta para el 2025 y aumenta la confianza en la capacidad de las autoridades monetarias de preservar el poder adquisitivo de la moneda.

Al analizar los resultados anuales, se observa que el transporte ha mantenido su protagonismo en el último

IPC Total e IPC Núcleo
(variación anual %, enero-2018 a febrero-2024)



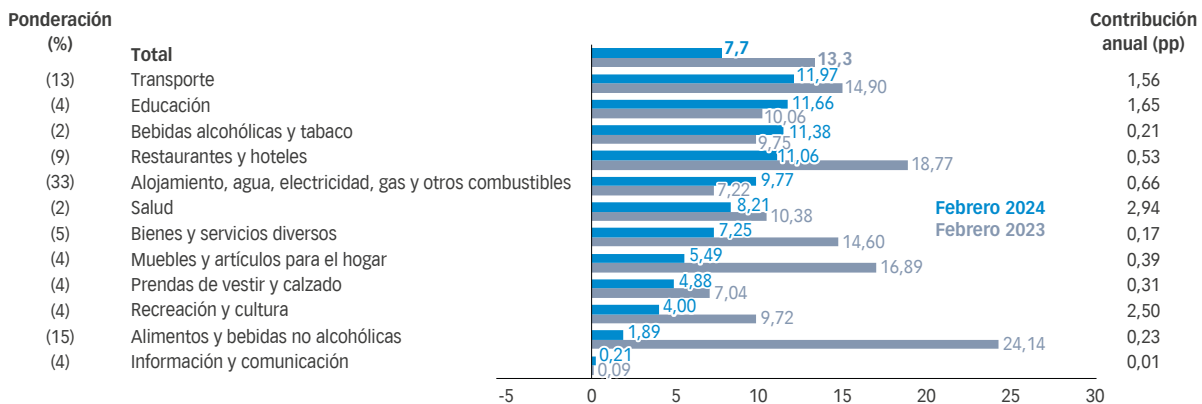
Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

año y registró una variación de 11,97% y una contribución de 1,56pp al resultado final. Este resultado está asociado al incremento en el precio de los combustibles que aumentó en 43,9% y en menor medida el precio del transporte urbano. De igual manera, la educación ha sido otro de los factores que ha impulsado el incremento de precios, con una variación de 11,66% y una contribución de 0,46pp a la inflación. El comporta-

miento obedece a la subida de precios en la educación preescolar y básica primaria que han aumentado en 12,2%. En cuanto a las bebidas alcohólicas y tabaco registraron una variación de 11,38% y contribuyen en 0,19pp al total, seguido de la división restaurantes y hoteles con una variación de 11,06% y una contribución de 1,17pp. Lo anterior, asociado al precio del rubro de las comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio y las comidas preparadas fuera del hogar para consumo inmediato que presentaron variaciones de 10,5%.

Es importante destacar la dinámica de la división de alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles que registró una variación de 9,77% y una contribución de 2,94pp a la inflación. Lo anterior responde al incremento en los arriendos tanto imputados como efectivos, efecto de la indexación de inicio de año. La electricidad y el suministro de agua presentaron variaciones de 21,3% y 10,5% respectivamente, lo cual también impacta la división de alojamiento y lleva a que esa línea obtenga un peor resultado que el de un año atrás.

Inflación anual por divisiones de gasto (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

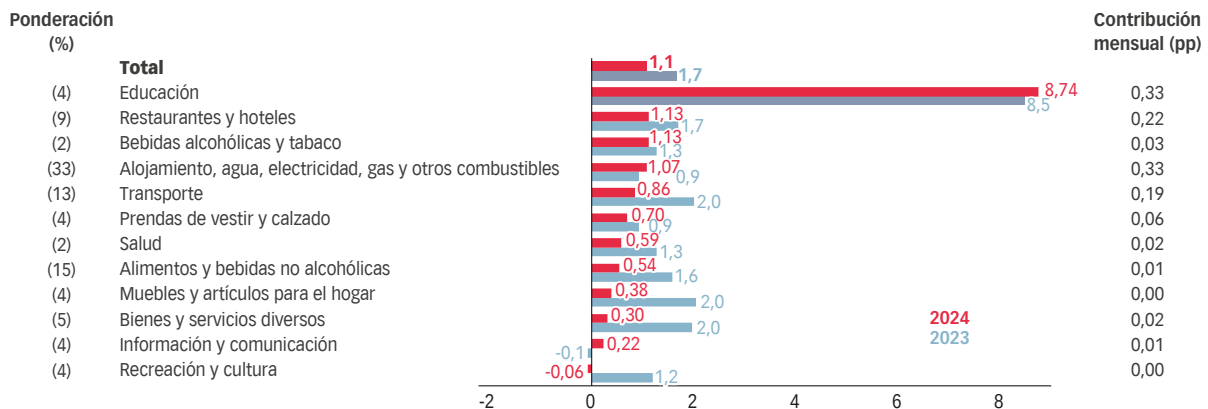
Por otra parte, el resultado mensual estuvo impulsado al alza principalmente por la división de educación con una variación de 8,74%, es decir 7,65pp superior al resultado mensual y una contribución de 33pb a la inflación total. El comportamiento corresponde al alza cíclica de inicio de año en las matrículas de calendario A, la educación preescolar y básica primaria, la educación secundaria y las inscripciones en carreras tecnológicas y universitarias. De igual manera, las bebidas alcohólicas y tabaco presentaron una variación de 1,13% asociada en mayor medida al incremento en el precio de la cerveza. Finalmente, la división de restaurantes y hoteles registró una variación de 1,13% y una contribución de 12pp al resultado total, asociado al precio de las comidas en establecimientos de servicios a la mesa y autoservicios que mantienen una tendencia al alza desde el año pasado.

Como fue mencionado previamente, la tendencia la baja en el precio de los alimentos ha sido un factor que ha permitido la convergencia total de la infla-

ción. Lo anterior se relaciona con una moderación en los precios de los insumos a nivel internacional, particularmente de los fertilizantes, así como una corrección en el precio del dólar. Según lo muestra el Índice de Insumos Agrícolas para Colombia, este tipo de productos mostró una disminución de 29,8% para el cierre del 2023. No obstante, las cadenas de suministro a nivel global aún enfrentan presiones geopolíticas que podrían afectar la velocidad de descenso de este rubro.

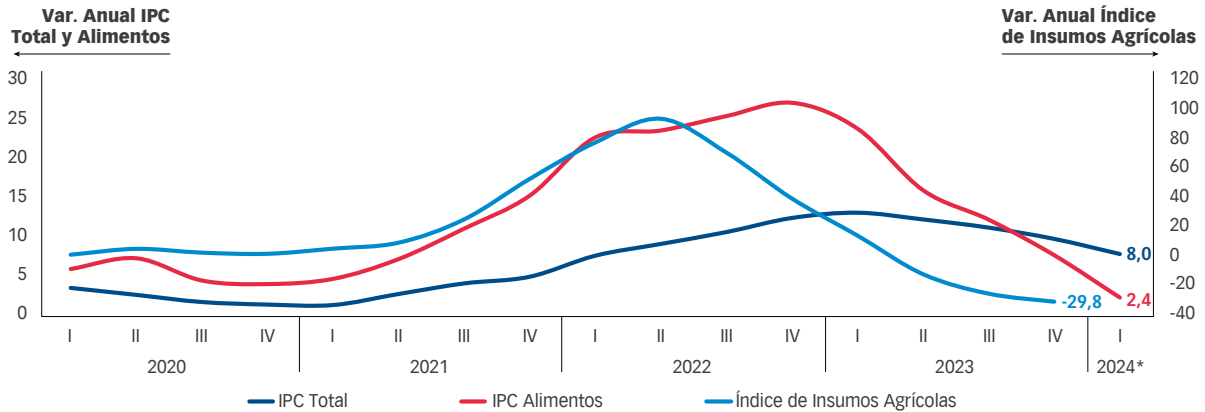
En línea con lo anterior, la corrección en los precios de los alimentos fue determinante para que la inflación anual de los hogares de ingresos bajos se ubicara 1,82pp por debajo que la de los hogares de ingresos altos. Eso, ya que la división de alimentos y bebidas no alcohólicas tiene una participación 15,6 pp superior en el cálculo del IPC para los hogares más pobres. No obstante, la inflación mensual de ingresos bajos se ubicó en 0,85%, 0,42pp más alta en comparación al mes anterior, producto del aumento en los precios de los arriendos. Esto al tener en cuenta que,

Inflación mensual por niveles de gasto (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

IPC Total, Alimento e Índice de Insumos Agrícolas (%)



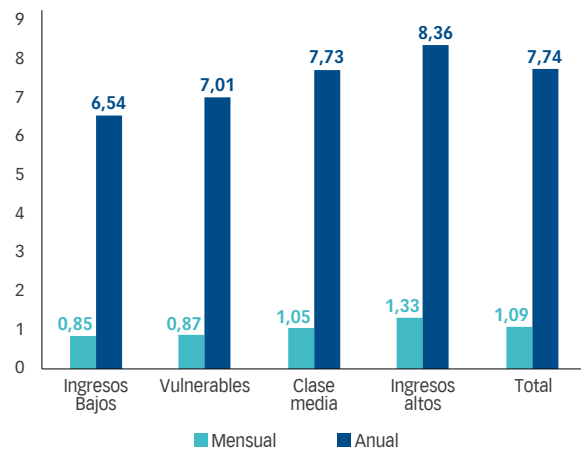
Fuente: elaboración ANIF con base en DANE y UPRA.

en Colombia, según la Encuesta de Calidad de Vida, alrededor del 40% de los ciudadanos viven en arriendo. En ese sentido, como es habitual, la indexación en esta línea podría persistir particularmente en la primera parte del año generando presiones sobre la inflación total.

Perspectivas

Con base a los resultados de febrero, se confirma la tendencia a la baja de la inflación. Sin embargo, es importante mencionar que, si bien para febrero el ajuste fue importante y estuvo dentro de las expectativas de los analistas, aún mantenemos niveles fuera del rango del Banco de la República. Siendo así, en los próximos meses será importante monitorear el comportamiento de ciertos factores que podrían afectar la tendencia a la baja. Según el Instituto de Estudios Medio Ambientales (IDEAM), se espera que el fenómeno del Niño se mantenga hasta mediados de mayo, por lo que la gestión eficiente del agua se vuelve crítica. Actualmente, según datos de XM, los caudales fluviales están cerca de un 44% por debajo de su promedio estacional y las reservas hídricas continúan disminuyendo y se encuentran alrededor del 40,8%. Lo anterior ha generado presión sobre el precio de la energía en la bolsa por lo que en febrero registró un incremento de 1,69% y la

IPC por niveles de ingreso (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

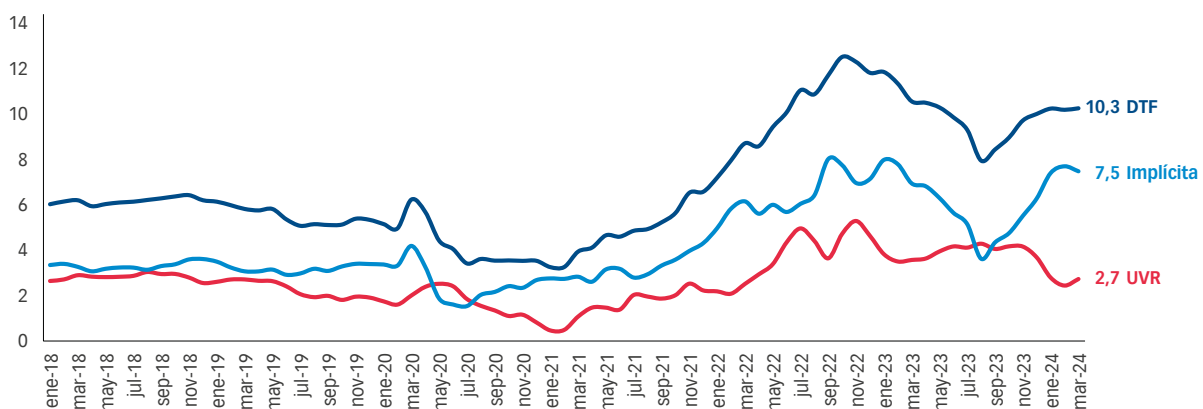
participación de la generación de energía proveniente de fuentes térmicas alcanzó un 32%. En ese frente, los alivios anunciados por la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG), podrían contrarrestar los fenómenos climáticos. De manera reciente, la Comisión anunció la implementación de la resolución de flexibilización de contratos que establece la comercialización de energía a precios inferiores a los que se cobrarían en la bolsa. Siendo así, desde inicios del mes, esta medida permitirá reducir la exposición por parte de los usuarios regulados a la alta volatilidad que se presenta en el mercado diario de energía.

Otro factor para tener en cuenta será el incremento en el precio del ACPM. Desde el 2022, el Gobierno decidió incrementar el precio interno de la gasolina y de esa manera cubrir el déficit financiero que afectaba al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). Ahora, el Ministerio de Hacienda ha mencionado que los ajustes de la gasolina terminaron y es el turno del ACPM, que hasta el momento se ha

mantenido en cerca de \$ 9.065 por galón. La concertación entre el gobierno y los gremios transportadores no ha arrojado una propuesta concreta, por lo que su desarrollo será trascendental para el futuro del precio de ese combustible que afecta de forma indirecta el precio de los alimentos. Finalmente, resaltamos que la primera parte del año podría arrastrar algunos ajustes derivados de la indexación de inicio de año, principalmente sobre la canasta de servicios y regulados.

A pesar de nuestro optimismo, algunos indicadores muestran que las expectativas sobre la inflación se mantienen altas. Uno de esos es el mercado de deuda pública colombiano. A dos años, la diferencia entre las tasas de los TES en tasa fija y de los TES en UVR se ubica en este momento en 7,5pp. La expectativa del mercado a corto plazo ha crecido de manera constante desde agosto del 2023. Si bien la tendencia comienza a revertirse, debemos esperar la velocidad del ajuste y constatar el anclaje de expectativas del mercado.

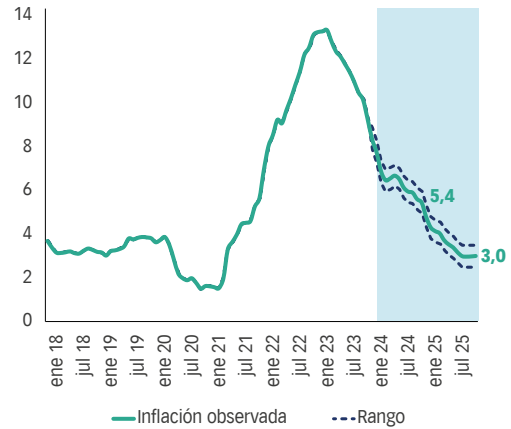
**Inflación implícita en el mercado de deuda pública (TES) a 2 años
(% promedio mensual, a enero de 2024)**



Fuente: elaboración ANIF con base en Portal Financiero Grupo Aval.

Con todo, el manejo de la política monetaria contractiva ha logrado mantener la senda de decrecimiento de la inflación. La convergencia inflacionaria y la caída en las expectativas de inflación sugieren que el Banco Central tiene espacio para realizar recortes más decididos en las próximas reuniones. Finalmente, desde ANIF revisamos nuestras expectativas por lo que se descuenta una inflación de 5,4% para el cierre de 2024 y esperamos que la senda decreciente se extienda hacia el 2025, alcanzando una variación anual de 3,0% a cierre de ese año, lo que la ubicaría dentro del rango objetivo del Banco de la República.

Expectativas de inflación (%)



Fuente: cálculos propios ANIF con base en DANE.

PERSPECTIVA FISCAL: EN JUEGO LA CONSOLIDACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

El pasado 1º de febrero el Gobierno presentó la actualización del Plan Financiero (PF) para el 2024, en el cual se establecieron las cifras preliminares del cierre del 2023, así como la actualización de algunos supuestos macroeconómicos y correcciones a las proyecciones fiscales establecidas en el MFMP para este año. Así mismo, se proyecta el comportamiento de los ingresos y gastos del gobierno en el 2024 y la senda evolución del déficit y deuda pública. Además, se contempla el escenario del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles en el futuro próximo.

Cierre preliminar 2023 y actualización 2024

Según las cifras preliminares presentadas en el PF, el déficit fiscal del gobierno cerró en 4,2% del PIB, lo cual

representa una reducción de 1,1pp en comparación a lo observado en 2022. Si se compara el déficit observado con el pronosticado en el MFMP, este tuvo una mejora de 0,1pp. No obstante, al comparar el balance primario del GNC, este presenta un deterioro de 5,6 billones con respecto a lo proyectado inicialmente.

Con respecto a los ingresos esperados en el MFMP en comparación con los observados en el 2023, estos tuvieron una reducción de 12,8 billones, equivalente a 0,5% del PIB. Esta caída se obedeció principalmente a una disminución de 11 billones en el recaudo tributario esperado, debido a una menor tasa de cambio, la desaceleración del ritmo de crecimiento económico y la demanda interna, así como un menor recaudo en papeles. Además, durante el 2023 se recibieron 2,8 billones menos, producto de una reducción en las utilidades de Ecopetrol.

Balance GNC 2022 - 2024

	\$ MM			% PIB		
	2022	2023*	2024*	2022	2023*	2024*
Ingresos Totales	238,263	296,296	320,342	16,3	18,7	19,1
Tributarios	211,999	263,190	290,262	14,5	16,6	17,3
No Tributarios	1,304	1,212	1,287	0,1	0,1	0,1
Fondos Especiales	3,630	4,405	3,933	0,2	0,3	0,2
Recursos de Capital	21,330	27,490	24,859	1,5	1,7	1,5
Gastos Totales	315,842	363,286	409,686	21,6	23,0	24,4
Intereses	63,165	61,468	75,009	4,3	3,9	4,5
Gasto Primario**	252,683	301,879	334,677	17,3	19,1	19,9
Préstamo Neto	-6	-61	0	0,0	0,0	0,0
Balance Primario GNC	-14,415	-5,522	-14,336	-1,0	-0,3	-0,9
Balance Total	-77,579	-66,990	-89,345	-5,3	-4,2	-5,3

*Cifras proyectadas.

** Incluye pagos y deuda flotante.

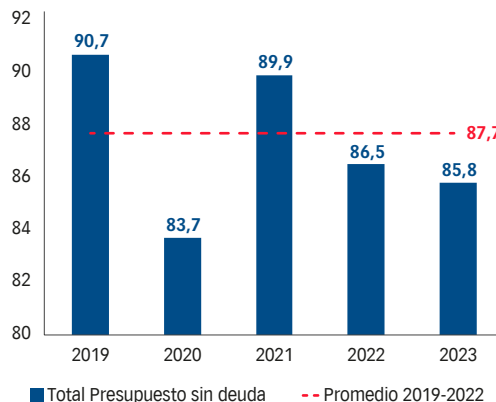
Fuente: DGPM - Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Por el lado de los gastos, uno de los mayores logros en el 2023 fue la reducción en el déficit del FEPC, equivalente a 16,2 billones. Con esto, la posición neta del Fondo se estableció en 20,5 billones gracias al aumento gradual del precio de la gasolina. Asimismo, algunos factores externos, tales como la reducción a nivel internacional en los precios del combustible y la apreciación del peso, influyeron en la reducción de la brecha entre el precio regulado y el de referencia. Sin embargo, para el 2023, la brecha en los precios del ACPM aún representó el 74,2% del déficit del FEPC. La falta de ajustes en el precio de este tipo de combustible durante el 2023 implicó que el déficit total del Fondo fuese 2,7 billones mayor que lo proyectado en el MFMP, en donde se esperaba un déficit total del FEPC equivalente a 17,8 billones.

Finalmente, dentro de lo ocurrido en el 2023, es necesario comprender que el menor déficit alcanzado también se asocia a una menor ejecución del gasto total.

Al tomar las obligaciones sobre las apropiaciones, la ejecución total del gasto sin deuda para el año pasado alcanzó uno de los niveles más bajos desde el 2019. Específicamente, este se situó 1,9pp por debajo del promedio de los últimos años y sobre todo, 14,2pp debajo de la ejecución total del presupuesto asignado.

**Ejecución
(% Obligaciones/Apropiaciones)**



Fuente: elaboración ANIF con base MHCP-Ejecución por rubro Acumulado a Diciembre 2023.

2024: expectativas en términos fiscales

Para el 2024, el PF proyecta ingresos totales por 320,3 billones, equivalentes a 19,1% del PIB. No obstante, los ingresos esperados disminuyen en 32 billones en comparación con la Ley de Presupuesto. En el Gráfico 2 se observa que, como porcentaje del PIB, la DIAN recaudará 1,4% menos de ingresos. El menor recaudo tributario se asocia a la menor base de 2023, la disminución en arbitramientos y litigios y la declaración de inexecutable de la no deducibilidad de regalías por parte de la Corte Constitucional. Asimismo, los rendimientos financieros evidencian un decrecimiento, producto de las menores tasas de interés y menores saldos de la nación. Los ingresos de capital también presentan una disminución en comparación a lo pronosticado inicialmente en el presupuesto aprobado. Específicamente, los excedentes de Ecopetrol tienen una disminución de -0,2% del PIB.

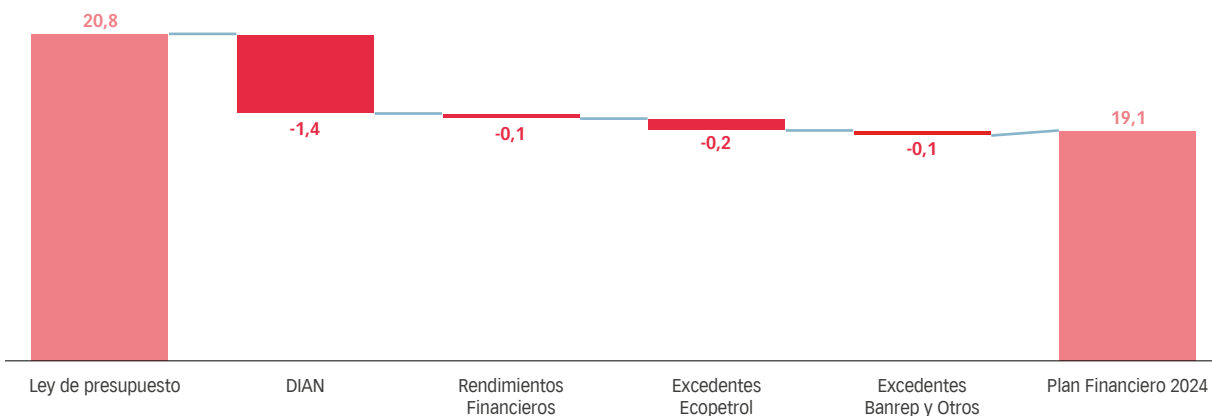
Con lo anterior, el GNC espera ingresos tributarios por 290,3 billones, equivalente al 16% del PIB. Asimismo, según establece el equipo técnico, el Gobierno espera

aumentar el recaudo en 0,8pp del PIB en 2023 a través de una menor evasión, y un aumento de 0,6pp del PIB debido al arbitramiento de litigios. Estos ingresos no estructurales imponen presiones sobre el sistema y dejan al Gobierno con poco margen en caso de que no se cumplan las metas presupuestadas.

Por el lado de los gastos, estos tienen una disminución con respecto a lo establecido inicialmente en la Ley de Presupuesto. Específicamente, como porcentaje del PIB, estos disminuyen en 0,8pp. Este menor gasto se debe principalmente a una caída de 0,7% del PIB en el gasto primario. A su vez, el pago de intereses tiene una corrección en relación con la Ley de Presupuesto. Este ajuste se da por la actualización del supuesto de tasa de cambio con la cual se establece en un promedio de USD 4,317 a cierre del 2024 y representa una apreciación de 0,3% frente al 2023.

Con lo anterior, el gasto total para el GNC en el 2024 asciende a 409,7 billones, 24,4% del PIB. Al analizar la

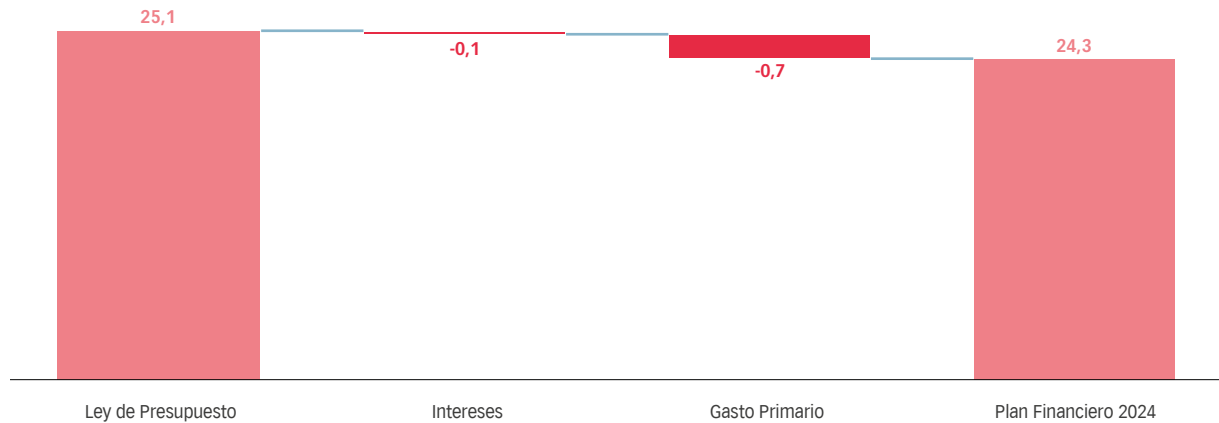
Ingresos GNC Ley De Presupuesto vs Plan Financiero 2024 (% PIB)



*Cifras redondeadas.

Fuente: elaboración ANIF con base Plan Financiero 2024 MHCP.

**Gastos GNC Ley De Presupuesto vs Plan Financiero 2024
(% PIB)**



Fuente: elaboración ANIF con base Plan Financiero 2024 MHCP.

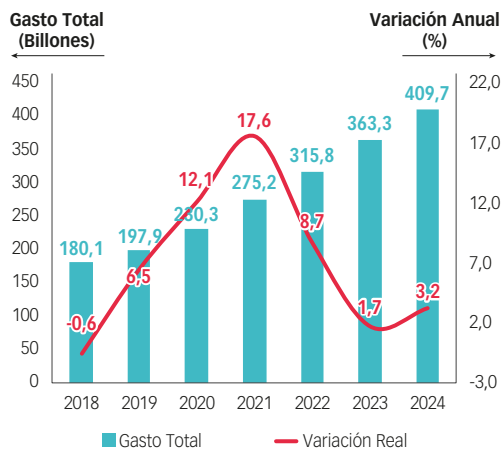
evolución real del gasto, el gasto programado para este año termina la senda decreciente que venía presentando la variación real. Tanto los incrementos del gasto por encima de la inflación, así como el menor crecimiento de los ingresos imponen presiones para el Gobierno, pues, dada la inflexibilidad del gasto y el impac-

to fiscal que traerían las reformas estructurales que se tramitan, es fundamental repensar el respaldo financiero de esas nuevas erogaciones.

De esta forma, el déficit fiscal para el Gobierno se establece en 5,3% del PIB para el 2024 e interrumpe la senda decreciente que venía presentando el déficit desde el 2020. Asimismo, el balance primario para el Gobierno se ubica en terreno negativo (-0,9% del PIB), contrario al balance primario positivo que se había pronosticado en la Ley de Presupuesto (0,2% del PIB). A lo anterior, debe añadirse el hecho de que la deuda neta se establece en 57,0% del PIB para el 2024, 4,2pp por encima de lo pronosticado inicialmente.

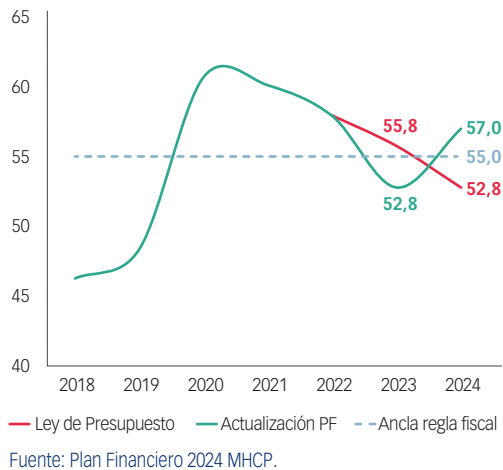
A pesar de que el Gobierno establece que la deuda permanecerá por debajo del límite y que se cumplirá la regla fiscal, el CARF ha alertado que es probable que esto no ocurra. Lo anterior, pues, existen ingresos no estructurales que el Gobierno tiene en cuenta en sus proyecciones y que son transacciones de única vez. Por tanto, para dar cumplimiento a la Regla Fiscal y se-

Evolución real del gasto



Fuente: elaboración ANIF con base MHCP – Ejecución por rubro acumulado a Diciembre 2023.

**Deuda neta del GNC
(% del PIB)**



gún el CARF, es necesaria una reducción en el Balance Primario equivalente a 10 billones.

Perspectivas

El panorama fiscal presentado en la actualización del PF evidencia la necesidad de una discusión en torno

a la sostenibilidad del gasto público. Si bien el cierre del 2023 presentó una reducción en el déficit, eso fue producto de una menor ejecución presupuestal. Además, la reducción de ingresos tributarios también compromete el flujo futuro en un contexto de bajo crecimiento económico.

El 2024 deberá surtir varios retos en materia fiscal, pues, se programa un aumento real del gasto que no es compensado en su totalidad por un incremento en los ingresos. Lo anterior incluso con un escenario optimista que se sitúa 0,4pp por encima de la proyección de crecimiento de ANIF y que en dado caso de incumplirse, podría tener efectos significativos sobre los ingresos. Con eso, el cumplimiento de la regla fiscal atraviesa un delgado equilibrio. El gobierno se queda sin margen para sortear cualquier choque externo que afecte la actividad económica. Las perspectivas a la baja de parte de algunas calificadoras de riesgo sobre nuestra situación fiscal podrían comprometer los flujos de inversión y con eso, el crecimiento, el recaudo y el empleo.

RESULTADOS DE LA CUENTA CORRIENTE AL CUARTO TRIMESTRE DE 2023

Después de dos años de acumular expansiones, la cuenta corriente registró una tendencia contraccionista en 2023. La menor dinámica de consumo y producción del país, los conflictos geopolíticos y la menor incertidumbre en las principales economías a nivel mundial impactaron directamente los flujos de la cuenta. Tal es así, que el déficit registrado se ubicó por debajo del observado durante la pandemia (-2.7% del PIB en 2023 vs. -3.4% del PIB en 2020). Esto sin duda es un efecto positivo de una coyuntura económica retardada.

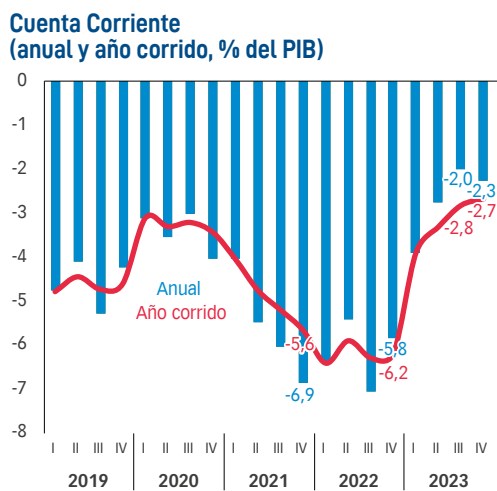
El menor desbalance de la cuenta reduce la vulnerabilidad del país ante choques externos y disminuye las presiones que genera el déficit sobre la prima de riesgo del país (Asobancaria, 2022¹). No obstante, aunque

la tendencia presentada en 2023 es deseable, lo cierto es que no responde a cambios estructurales en materia productiva, logística o de apertura económica. Esto implica que la corrección del déficit es tan solo temporal y se verá diluida conforme el país retorne a su nivel potencial de crecimiento. Dicho esto, vale la pena hacer *zoom* para entender cómo fue el comportamiento de los flujos y a partir de estos presentar las perspectivas para 2024 y 2025.

La cuenta corriente del país registró un déficit de 2.3% del PIB durante el cuarto trimestre de 2023 (equivalente a -US\$2.293 millones). Esto representa incremento de 0.3 pp respecto al déficit de 2.0% del PIB (-US\$1.953 millones) registrado en el trimestre an-

¹ Asobancaria, 2022. Banca & Economía: Implicaciones del déficit en cuenta corriente sobre la economía colombiana. Edición 1354. Disponible en: https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2022/11/1354_BE_v2.pdf

terior, pero una reducción de 3.6 pp frente a lo observado en el mismo periodo de 2022 (-5.8 % del PIB, equivalente a -US\$4.576 millones). Con eso, el déficit de cuenta corriente se ubicó en -2.7% del PIB (-US\$9.715 millones) en 2023, frente al -6.2% del PIB registrado en 2021 (-US\$21.367 millones).

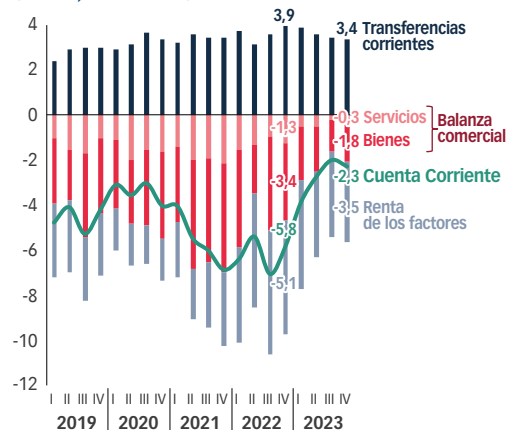


Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

Los resultados del trimestre incorporan la coyuntura de desaceleración que atraviesa la economía nacional. Por rubros, el déficit de la cuenta se explica por los balances deficitarios de la renta de los factores (-3.5% del PIB), seguido de la balanza comercial de bienes (-1.8% del PIB) y de la de servicios (-0.3% del PIB). Por su parte, las transferencias corrientes registraron un superávit de 3.4% de PIB que compenso, de forma parcial, los déficits ya mencionados. Cabe señalar que, frente al registro del trimestre anterior, la expansión se originó por el incremento de la balanza comercial de bienes (-0.5pp) y servicios (0.1 pp), que estuvo acompañado de una reducción en los ingresos de las transferencias corrientes (-0.1pp). Por el contrario, la renta

de los factores registró correcciones que dieron paso a una disminución de -0.3 pp en el déficit.

Componentes de la Cuenta Corriente (anual, % del PIB)



Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

Pese al cambio de tendencia en el último trimestre de 2023, en el año la cuenta consolidó una reducción significativa. El déficit de 2.7% del PIB se compuso de: (i) el déficit de la renta factorial (-US\$14.405 millones), correspondiente a -3.9% del PIB; (ii) el déficit de la balanza comercial, en el que el desbalance deficitario de mercancías se ubicó en -1.9% del PIB (-US\$6.867 millones) y el de servicios en -0.4% del PIB (-US\$1.353 millones); y (iii) el superávit de las transferencias corrientes que alcanzó el 3.5% del PIB (US\$12.910 millones). Esta estructura responde principalmente a la disminución de US\$5.310 millones (reducción del 44%) del déficit de la balanza comercial respecto al consolidado de 2022. En esa misma tendencia, la balanza de servicios redujo su déficit en US\$3.058 millones (69%) y las menores salidas netas de la renta de los factores por el orden de US\$2.682 millones (15.7%). A su vez, las transferencias corrientes se incrementaron en US\$602 millones frente a los ingresos netos percibidos el año anterior.

Balanza de pagos
(US\$ millones; % del PIB)

	2021	2022	2023
Cuenta Corriente	-17.956	-21.367	-9.715
%PIB	-5,6	-6,2	-2,7
Bienes y servicios	-20.007	-16.588	-8.220
%PIB	-6,3	-4,8	-2,2
Bienes (Balanza Comercial)	-13.984	-12.178	-6.867
%PIB	-4,4	-3,5	-1,9
Exportaciones	42.736	59.474	52.506
Importaciones	56.719	71.652	59.373
Servicios	-6.023	-4.411	-1.353
%PIB	-1,9	-1,3	-0,4
Ingreso Primario (Renta de los factores)	-8.723	-17.087	-14.405
%PIB	-2,7	-4,9	-3,9
Ingreso Secundario (Transferencias corrientes)	10.775	12.308	12.910
%PIB	3,4	3,6	3,5
Remesas de trabajadores	8.597	9.429	10.091
Cuenta de Capital y Financiera	16.693	20.466	8.880
%PIB	5,2	5,9	2,4
Inversión Directa	6.381	13.799	16.235
%PIB	2,0	4,0	4,4
Inversión Extranjera Directa	9.561	17.183	17.446
%PIB	3,0	5,0	4,8
Inversión de cartera	4.595	-427	-8.657
%PIB	1,4	-0,1	-2,4
Activos	3.751	3.307	9.774
Pasivos	8.347	2.880	1.117
Otra Inversión	6.736	8.488	445
%PIB	2,1	2,4	0,1
Derivados Financieros	-365	-823	2.574
%PIB	-0,1	-0,2	0,7
Variación activos externos *	-654	571	1.718
%PIB	0,2	0,2	0,5
Saldo de Reservas Internacionales Netas	58.579	57.269	59.608
%PIB	18,1	21,1	18,7

Fuente: elaboración ANIF con base en Banco de la República.

Ahora, al interior de la balanza comercial de bienes la corrección del déficit se explica por la mayor contracción de las importaciones, respecto a la registrada en las exportaciones. Este comportamiento responde a la moderación de la demanda de los hogares que impacto de forma directa a los sectores de comercio e industria. En el frente de las exportaciones estas se ubicaron en 2023 en US\$52.506 millones, lo que representa una contracción de 11.7% frente a los registros de 2022. Las menores exportaciones de carbón y petróleo explican en mayor medida la reducción, en la que también participaron las exportaciones de café. En esta dinámica, el precio implícito del crudo explica la caída, mientras que

para el carbón y el café la disminución responde a menores precios y cantidades. Por el contrario, se registraron incrementos en las exportaciones de oro no monetario, incentivadas por el aumento del precio.

En cuanto a las importaciones, las compras al exterior totalizaron US\$59.373 millones en 2023, 17.1% menos que los registros de 2022. Los destinos económicos que más contribuyeron en esa disminución fueron los insumos y bienes de capital destinados a la industria, en primer lugar, seguido de las menores importaciones de equipo de transporte y de combustibles y lubricantes.

En cuanto a la balanza de servicios, la reducción de 69% del déficit se explica en su totalidad por las menores importaciones, en tanto las exportaciones se expandieron un 12% respecto a 2022. En ese resultado las exportaciones tradicionales son las responsables al expandirse 18%, en respuesta a mayores exportaciones de servicios de viaje. En el frente de las importaciones, la disminución de 8% encuentra explicación en la caída de 16% en las importaciones tradicionales, puntualmente de servicios de transporte de carga.

Por otro lado, contrario a la dinámica de la renta de los factores en 2022, los menores egresos de las utilidades de IED (Inversión Extranjera Directa) y los mayores ingresos de las inversiones de Colombia en el exterior, dieron paso a la reducción del déficit del rubro en 2023. Ese mejor escenario del rubro fue parcialmente contrarrestado por los mayores egresos asociados al pago de intereses de créditos externos. Si bien la salida de rentas de IED sigue siendo el componente de mayor participación en los egresos totales, esta pasó de representar el 66% de los egresos en 2022 a el 50% en 2023. Eso, como respuesta a la disminución de las utilidades de IED en todas las actividades económicas, que en suma redujeron los egresos en US\$3.894 millones. Allí las menores ganancias se registraron en los sectores de minas y canteras, explotación petrolera, establecimientos financieros y servicios empresariales, así como en comercio, restaurantes y hoteles. Lo anterior responde a los menores precios de los commodities, el encarecimiento del crédito y el deterioro de la cartera, el incremento en los requerimientos de depósitos para los bancos y la menor capacidad de compra de los hogares.

Finalmente, en las transferencias corrientes, se registró un crecimiento de 4.2% frente al superávit de regis-

trado en 2022. El incremento de las transferencias se desprende de aumento de las remesas (7% anual), provenientes de Estados Unidos y España, y los ingresos por otras transferencias (0.8%).

Perspectivas

Un débil comportamiento de la economía en 2023 (0,6% de crecimiento) trajo consigo una reducción del déficit de cuenta corriente, derivado de la pérdida de fuerza de la demanda interna. Las expectativas de crecimiento para 2024 son bajas pero mayores a las observadas en 2023. Como consecuencia, vendrán presiones sobre el déficit de la cuenta que se desprenden en mayor medida del incremento en las importaciones de bienes y servicios. En el frente de las rentas de los factores, las menores tasas de interés, derivadas de la política monetaria expansionista repercutirán en el pago de intereses de los créditos externo y las utilidades de IED estarán sujetas a la consolidación del mejor escenario interno y las decisiones de oferta de la Opep+.

De esta forma, se estima para 2024 un deterioro de 0.7 pp en déficit de la cuenta, llevándolo a ubicarse en -3.3% del PIB (-US\$13.868 millones). Por componentes, el déficit de la balanza comercial pasaría a ser de 3.7% del PIB, explicado por el desbalance deficitario de la balanza de bienes (-2.7% del PIB) y de servicios (-0.9% del PIB). Le sigue el ingreso primario con un déficit correspondiente a 2.7% del PIB. Los balances deficitarios estarían parcialmente compensados por las transferencias corrientes (3.1% del PIB). Ese resultado va de la mano del escenario de revaluación del peso frente al dólar que contempla una tasa de cambio promedio de \$4.025.

**Proyección de la cuenta corriente
(US\$ millones; % del PIB)**

	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*
Cuenta Corriente	-9.267	-17.956	-21.367	-9.715	-13.868	-15.962
% del PIB	-3,4	-5,6	-6,2	-2,7	-3,3	-3,7
I. Bienes y Servicios	-13.105	-20.007	-16.588	-8.220	-15.298	
% del PIB	-4,8	-6,3	-4,8	-2,2	-3,7	
Bienes (Balanza Comercial)	-8.870	-13.984	-12.178	-6.867	-11.448	-13.875
% del PIB	-3,3	-4,4	-3,5	-1,9	-2,7	-3,2
II. Renta de los factores	-4.950	-8.723	-17.087	-14.405	-11.400	
% del PIB	-1,8	-2,7	-4,9	-3,9	-2,7	
III. Transferencias	8.788	10.775	12.308	12.910	12.830	
% del PIB	3,2	3,4	3,6	3,5	3,1	

*Proyectado.

Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

De cara a 2025, el retorno al rango meta de inflación y con esto a la tasa de intervención neutra darán espacio a la expansión del déficit de la balanza comercial. En consecuencia, se proyecta un déficit de cuenta corriente de

-3.7 % del PIB consistente con un incremento del PIB de 2.4 % y una tasa de cambio promedio de 4.129 dólares. Cabe aclarar que la consolidación de los escenarios proyectados dependerá de la salud fiscal de la economía.

RESULTADOS DE LA CUENTA DE CAPITALES AL CUARTO TRIMESTRE DE 2023

En el cuarto trimestre de 2023, el déficit de la cuenta corriente que se analizó en el apartado anterior se fundió con un superávit en la cuenta de capitales de 1.6%

del PIB (US\$1.621 millones). Ese dato es inferior en 0.1pp al superávit registrado un trimestre atrás y 4.2pp frente al registrado un año atrás, los cuales se ubica-

Proyección de la cuenta de capitales (US\$ millones; % del PIB)

	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*
Cuenta de capital y financiera	8.113	16.693	20.466	8.880	13.572	15.871
% del PIB	3,0	5,2	5,9	2,4	3,3	3,7
Inversión directa	5.725	6.381	13.799	16.235		
% del PIB	2,1	2,0	4,0	4,5		
Inversión Extranjera Directa	7.459	9.561	17.183	17.446	15.900	15.500
% del PIB	2,8	3,0	5,0	4,8	3,8	3,6
Inversión de cartera	1.768	4.595	-427	-8.657		
% del PIB	0,7	1,4	-0,1	-2,4		
Otra inversión	4.435	6.736	8.488	445		
% del PIB	1,6	2,1	2,4	0,1		
Activos de Reservas	4.328	654	571	1.718		
% del PIB	1,6	0,2	0,2	0,5		
Saldo Reservas Internacionales Netas	59.031	58.579	57.269	58.988		
% del PIB	21,8	18,4	16,5	16,2		

* Proyectado
Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

ron en 1.7% y 5.8% del PIB, respectivamente. Con eso, en 2023 el superávit de la cuenta de capitales sumó US\$8.880 millones, correspondientes a 2.4% del PIB, lo que representa un incremento de 3.5pp frente al 5.9% del PIB registrado en el mismo periodo de 2022.

El desempeño de la cuenta de capitales en 2023 se explica la disminución de los ingresos de capital extranjero en US\$9.683 millones (totalizaron US\$22.952 millones), el incremento de salidas de capital colombiano hacia el exterior por el orden de US\$4.154 millones (US\$14.929) y el pago de derivados financieros a residentes por US\$2.574 millones. De igual forma, se registró un aumento de las reservas internacionales brutas por un valor de US\$1.718 millones.

Por componentes, sobre salen los flujos de: (i) inversión directa (US\$16.235 millones), equivalentes al 4.4% del PIB; (ii) inversión de cartera (-US\$8.657 millones), correspondiente al -2.4% del PIB; y "otra inversión" (US\$445 millones), equivalentes a 0.1% del PIB. Todo

eso es consistente con una acumulación de Reservas Internacionales por US\$1.718 millones. (0.5% del PIB), llevando a un saldo neto de RIN (Reservas Internacionales Netas) de US\$59.608 millones.

Al interior del rubro de inversión directa, la Inversión Extranjera Directa (IED) bordeó los US\$17.446 millones correspondientes al 4.8% del PIB. Monto superior a los US\$264 millones registrados un año atrás. Por actividad económicas, la minería y el petróleo fueron los que mayor IED registraron (34% del total), seguidos por servicios financieros y empresariales (18%), industria manufacturera (18%), comercio y hoteles (10%), transporte y comunicaciones (7%) y electricidad (6%).

Perspectivas

Los mencionados déficits externos nos llevan a pronosticar un superávit de la cuenta de capitales de 3.3% del PIB para 2024, incluyendo los activos de reserva.

Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia (US\$ millones)

Sector	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*
Minero - energético	896	1.150	4.055	5.993	4.611	
Manufacturas	894	1.719	1.508	3.086	2.385	
Comercio	847	957	1.542	1.709	1.590	
Financiero	1.920	2.402	6.057	3.084	3.498	
Transporte	538	1.133	1.764	1.213	954	
Otros	2.364	2.199	2.257	2.361	2.862	
IED Bruta	7.459	9.561	17.183	17.446	15.900	15.500
IED Bruta (% del PIB)	2,8	3,0	5,0	4,8	3,8	3,6
IED Colombiana en el extranjero	1.733	3.181	3.383	1.211	2.450	3.150
IED Neta	5.725	6.381	13.799	16.235	13.450	12.350
IED Neta (% del PIB)	2,1	2,0	4,0	4,5	3,2	2,9

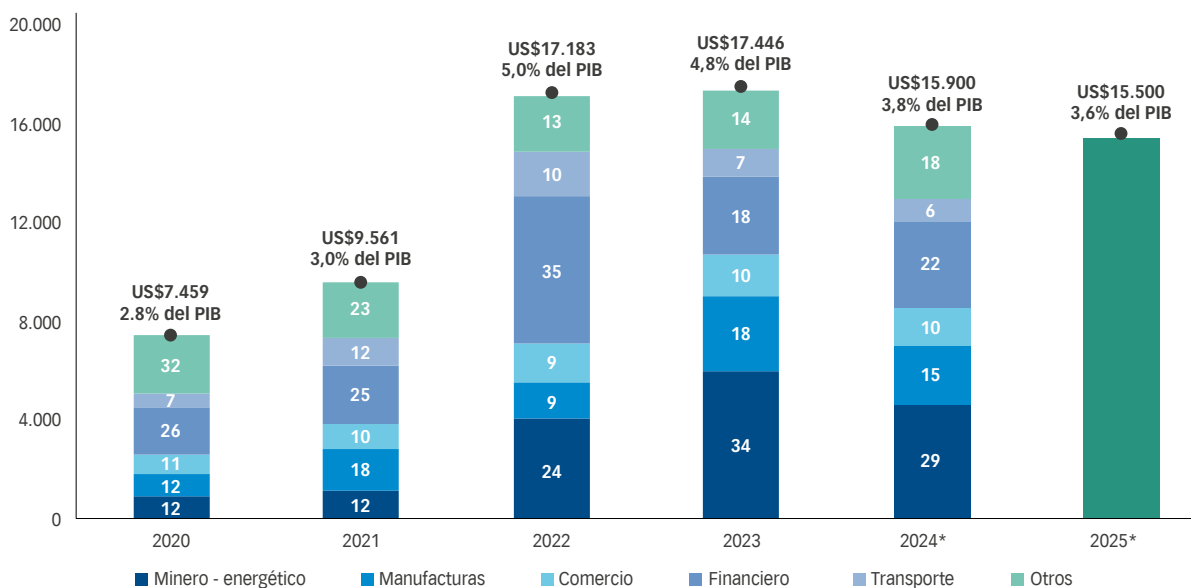
Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

Ahí la IED continuará siendo la principal fuente de fondeo de los déficits. En este escenario, las actividades minero-energéticas seguirán liderando la entrada de capital en respuesta los precios del petróleo y la exploración y explotación de nuevos minerales como el cobre. Por su parte, las actividades de transporte y comunicaciones registrarán una disminución en las entradas de capital asociado con la incertidumbre que se presenta entorno al desarrollo de obras civiles en el país. En 2025, en línea con la expansión del déficit de cuenta corriente, los ingresos netos serán del

3.7 % del PIB, incluyendo los activos de reserva. Ahí la IED participará con ingresos equivalentes a 3.6% del PIB manteniendo su importancia en el fondeo de los flujos de la cuenta corriente.

Finalmente, dada la importancia del sector minero energético dentro de los flujos de la cuenta de capitales, será trascendental la visión que decida imponer el gobierno sobre el futuro de ese sector estratégico, y así marcar la pauta de la evolución de la inversión en ese rubro.

Inversión Extranjera Directa en Colombia
(US\$ millones, % del total)



*Proyectado.
Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

TASA DE CAMBIO

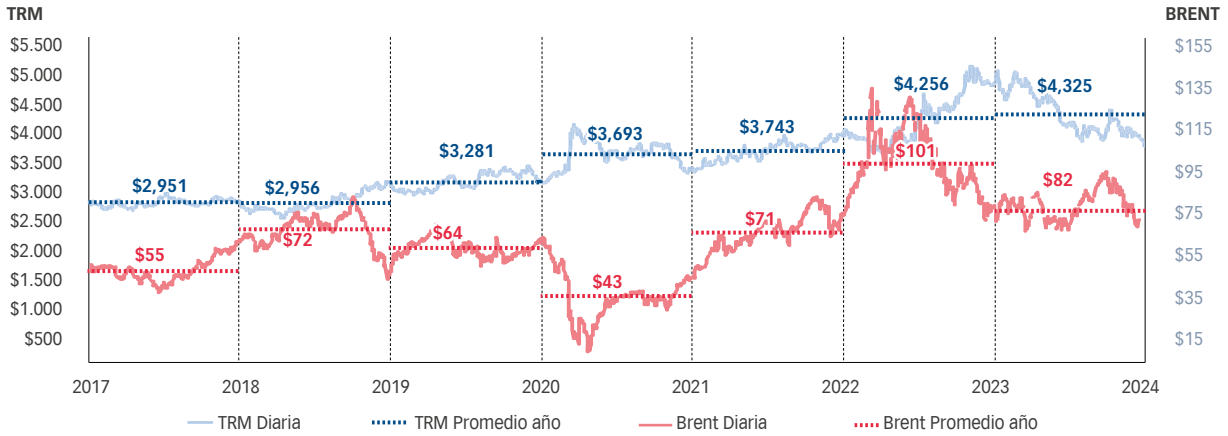
La tasa de cambio se mantiene como una de las variables de mayor protagonismo en el contexto macroeconómico del país por los efectos que tiene en el bolsillo de los colombianos, las industrias, la inversión y las decisiones tanto gubernamentales como del Banco Central. Su inmediata reacción frente a cambios en expectativas y percepción de riesgo por parte del mercado, ameritan un análisis para comprender los factores que influyen en el desempeño del peso colombiano frente al dólar.

Luego de un fuerte repunte de la TRM a finales de 2022, el peso colombiano experimentó una importante apreciación en 2023, pasando de una TRM promedio para el mes de enero de alrededor de 4.700

pesos por dólar a una de cerca de 3.950 en el mes de diciembre. Esto supone una apreciación del 16%. Como resultado, la tasa promedio anual se ubicó en 4.325. Si bien el dólar parece dejar atrás su acostumbrada volatilidad, se puede observar una clara tendencia a la baja en lo corrido del año, con su último pico en el mes de octubre.

Vale resaltar los puntos que explicaron ese comportamiento. En primer lugar, la normalización de la incertidumbre poselectoral como resultado del poco avance en las reformas sociales propuestas y la evidencia de una fuerte institucionalidad, influyeron en el comportamiento del precio de la divisa el año pasado. Además, los mercados descontaron los anuncios del gobierno y

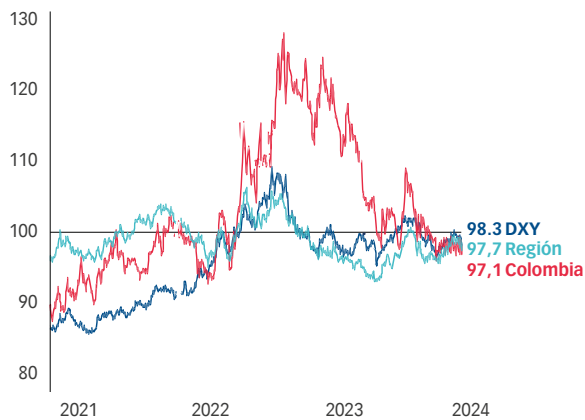
**Evolución de la TRM, el Brent y promedios anuales
(Pesos por dólar – USD/Barril, al 8 de marzo de 2024)**



Fuente: elaboración ANIF con base Banco de la República y Administración de Información Energética.

la tasa de cambio disminuyó en cierta medida su sensibilidad al panorama político. Esto puede evidenciarse comparando el comportamiento del índice del dólar estadounidense (DXY) para Colombia versus la región, que muestra un pronunciado descenso en lo corrido del año, luego del pico en 2022.

**Índice DXY
Índice, 21 de junio de 2022 (=100) al 12 de marzo de 2024**

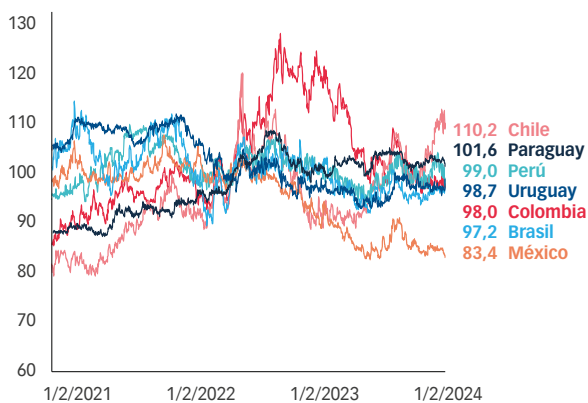


Fuente: elaboración ANIF con base en Yahoo Finance, investing y tasas de cambio oficial de cada país.

Por otro lado, el flujo de capitales también tuvo un rol importante. La Inversión Extranjera Directa (IED) experimentó un crecimiento considerable en el 2022 y alcanzó su acumulado más alto en el 2023. Según cifras preliminares del Banco de la República, esta alcanzó un valor de 17.4 miles de millones (USD). De igual manera, el flujo de remesas desde el exterior ha venido en aumento y alcanzó su máximo histórico en el 2023, con cerca de 10.000 millones (USD). Esta entrada significativa de la divisa americana al país contribuye a la apreciación del peso. Por su parte, el 2023 presentó una corrección importante en cuanto al déficit de cuenta corriente. Este pasó de 6,2% a 2,7% del PIB. El cambio fue explicado en su mayoría por un ajuste de balanza comercial; tanto las exportaciones como importaciones disminuyeron, pero estas últimas en una proporción mucho mayor. El déficit comercial pasó de 4,8% en el 2022 al 2,3% del PIB en el 2023, lo que supone menores necesidades de financiamiento externo, que fortalece la moneda local.

Ahora bien, en lo corrido del 2024, se observa un cambio de la tendencia decreciente del precio del dólar hacia un nivel estable cerca de los 3.920 pesos, con un máximo de 3.975 y mínimo de 3.833. La desviación del peso frente a sus pares regionales durante el período electoral y el 2022 se ha corregido. Ahora el peso colombiano está en niveles similares a los del resto de monedas de su vecindario cercano, lo que sugiere que hacia adelante la dinámica de nuestra moneda estará determinada por el mercado financiero internacional, las próximas decisiones de política monetaria local y de Estados Unidos, si lo demás factores permanecen inalterados.

Devaluación de divisas de economías comparables frente al dólar. Índice, 21 de junio de 202 (=100) al 12 de marzo de 2024)



Fuente: elaboración ANIF con base en Yahoo Finance, investing y tasas de cambio oficial de cada país.

Respecto a ese último punto, en su sesión del 20 de marzo, la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) optó por mantener su tasa de política monetaria inalterada, en el rango de 5,25% - 5,5%. La decisión responde a los últimos indicadores en materia de inflación, que se aleja de su valor esperado y sugieren una persistencia en el ciclo de precios. En la rueda de prensa

el presidente de la FED, Jerome Powell, declaró que están preparados para mantener la tasa de política en el nivel actual si lo consideran apropiado. Sin embargo, si la economía de los Estados Unidos evoluciona según lo proyectado, se esperan tres disminuciones de 25 puntos básicos para este año, empezando en junio, lo que ubicaría la tasa de política en el rango 4,5% - 4,75% para final de año.

Por su parte, el Banco de la República decidió en su última reunión (22 marzo), disminuir la tasa de interés de política en 50 puntos básicos, ubicándola en 12,25%. La decisión responde a las últimas dinámicas en materia de inflación, que ha cedido y ha mostrado una senda de convergencia al objetivo largo plazo del 3%. El equipo del banco estima que la inflación cierre el 2024 en 5,4% y espera converger al rango meta a mediados del 2025. Con esto, quedó en claro la intención del banco de acelerar el proceso de reducción de tasas. Se espera que, para final de año, esta cierre en 9%.

Perspectivas

Teniendo en cuenta los escenarios mencionados, así como las proyecciones macroeconómicas del país en los demás frentes, para el año 2024, en ANIF esperamos que la tasa de cambio promedio se ubique en 4.022 pesos por dólar, una apreciación promedio del 7% frente al 2023.

La decisión de la FED y el Banco de la República, junto con la senda esperada de estas tasas de política, impactan de manera decisiva el spread de tasas. En general, durante 2023 el peso se vio favorecido por el diferencial entre Colombia y Estados Unidos. El actual diferencial es de 6.9%, si tomamos en cuenta las últi-

mas decisiones de política monetaria de la FED y el Banco de la República. Un diferencial amplio hace atractiva nuestra moneda en la medida que le permite a los inversionistas aprovechar un amplio retorno, una vez invierten en instrumentos de renta fija local, o de manera más simple toman posiciones de compra en el peso mediante el mercado de forwards. Esta estrategia es conocida como *Carry Trade*.

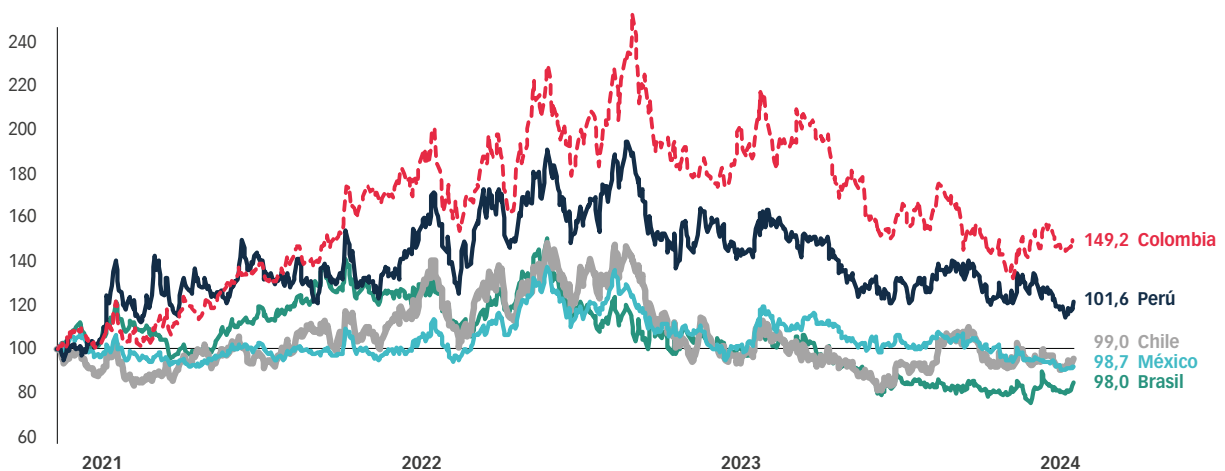
Sin embargo, la tasa de cambio es particularmente sensible a indicios de riesgos asociados con la estabilidad de los mercados internos. El riesgo país de Colombia, medido por el EMBI, se encuentra desde 2022 en niveles muy superiores a los de nuestros pares de la región. Esto no solo afecta la tasa que se paga por la deuda, sino también parte importante de los flujos de capitales hacia el país. Se espera una convergencia entre esos dos indicadores, lo que podría implicar una reducción de la percepción de riesgo o un aumento en la tasa de cambio. El resultado final dependerá, entre otras cosas, de las señales

que envíe el legislativo sobre el trámite de las reformas estructurales que transitan en el congreso.

Por otra parte, existen preocupaciones en materia de sostenibilidad fiscal del gobierno nacional. Dados los niveles programados de ingresos y gastos para este 2024, existe el riesgo que el déficit fiscal sea superior al compatible con el cumplimiento de la regla fiscal. En caso de un inminente incumplimiento, la percepción de riesgo país aumentaría de manera importante, impactando los flujos de capitales y en últimas depreciando la tasa de cambio. Finalmente, la reactivación económica esperada para 2024 podría impulsar las importaciones y con eso aumentar la salida de divisas del país. La magnitud de ese crecimiento y su contrapeso en las exportaciones darán luces del camino que recorrerá el valor de la divisa norteamericana en el mercado local.

En suma, la reducción en el déficit de cuenta corriente, el diferencial de tasas con Estados Unidos, y el even-

EMBI
(31 de diciembre 2020 =100, a 7 de marzo de 2024)



Fuente: elaboración ANIF con base Bloomberg.

tual inicio de ciclo de recorte de tasas por parte de la Fed, sustentarían un peso que podría fortalecerse hacia los niveles de 3.800 en lo que resta del primer semestre del año. No obstante, la incertidumbre en materia regulatoria y de reformas, sumado a las crecientes preocupaciones en el frente fiscal, impedirían una ma-

yor apreciación y podrían contribuir a una devaluación del peso en la segunda parte del año. Esto, sumado a una gradual reducción en tasas, una vez se acumulen recortes por parte del Banco de la República, debería conducir al peso de vuelta a niveles cercanos y superiores a los 4.000 hacia la segunda mitad del año.

Proyecciones económicas de ANIF para Colombia

COLOMBIA (PROYECCIONES ANIF)	OBSERVADO				PROYECTADO	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PRODUCCIÓN (VARIACIÓN % ANUAL)						
Producto Interno Bruto	-7,0	10,7	7,3	0,6	1,1	2,4
COMPONENTES DE PRODUCCIÓN DEL PIB						
Agropecuario	2,0	3,1	-1,8	1,8	-1,1	2,1
Minas y canteras	-15,6	0,2	1,6	2,6	1,1	-1,0
Industria	-9,8	16,4	9,8	-3,5	0,8	1,8
Electricidad, gas y agua	-2,6	5,1	4,3	2,1	1,0	1,8
Construcción	-26,8	5,7	6,5	-4,2	-2,9	0,3
Comercio, transporte y turismo	-13,7	20,9	11,1	-2,8	1,2	2,5
Comunicaciones	-2,6	11,4	13,9	1,4	1,9	3,2
Actividades financieras	2,3	3,4	6,5	7,9	2,0	5,2
Actividades inmobiliarias	1,5	2,5	2,0	1,9	1,6	2,7
Actividades empresariales	-5,5	9,8	8,2	0,2	1,8	1,9
Servicios sociales, comunales y personales	0,1	7,6	2,1	3,9	1,7	3,5
Actividades de recreación	-11,4	33,1	39,9	7,0	3,1	4,7
COMPONENTES DE GASTO DEL PIB						
Consumo de los hogares	-5,0	14,8	9,5	1,1	1,0	2,6
Consumo del gobierno	-0,6	10,3	0,3	0,9	1,6	3,5
Inversión	-20,5	12,2	16,8	-24,8	2,1	3,9
Exportaciones	-22,7	14,8	14,8	3,1	2,1	2,3
Importaciones	-20,5	28,7	22,3	-14,7	2,3	4,6
DESEMPLEO						
Tasa nacional de desempleo (promedio)	16,1	13,8	11,2	10,2	11,3	11,9
Tasa de desempleo trece ciudades (promedio)	18,4	15,2	11,4	10,4	10,8	12,7
INFLACIÓN (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)						
IPC total nacional	1,6	5,6	13,1	9,3	5,4	3,0
TIPO DE CAMBIO Y DEPRECIACIÓN						
TRM (cierre año)	3.432,5	3.981,2	4.810,0	3.822	4.085	4.161
Depreciación nominal anual del peso (cierre año)	4,7	16,0	13,7	-12,3	6,9	1,9
TRM (promedio año)	3.693	3.743	4.256	4.325	4.025	4.129
Depreciación nominal anual del peso (promedio)	12,6	1,3	20,8	2,5	-6,9	2,6
SECTOR EXTERNO (US\$ MILES DE MILLONES)						
Exportaciones de Bienes FOB	32,3	42,7	59,5	52,5	58,0	59,8
Importaciones de Bienes FOB	41,2	56,7	71,7	59,4	69,5	73,6
Balanza Comercial de Bienes FOB	-8,9	-14,0	-12,2	-6,9	-11,4	-13,9
Cuenta Corriente	-9,3	-18,0	-21,4	-9,7	-13,9	-16,0
SECTOR EXTERNO (% DEL PIB)						
Cuenta corriente	-3,4	-5,6	-6,2	-2,7	-3,3	-3,7
Balanza comercial	-3,3	-4,4	-3,5	-1,9	-2,7	-3,2
Cuenta de capital	3,0	5,2	5,9	2,4	3,3	3,7
IED Bruta	2,8	3,0	5,0	4,8	3,8	3,6
IED Neta	2,1	2,0	4,0	4,5	3,2	2,9

Fuente: proyecciones ANIF con base en DANE y Banco de la República.

PROYECCIONES

PRODUCTO INTERNO BRUTO

Producto Interno Bruto (Var. Porcentual anual)

	Observado				Proyección	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Estados Unidos	-2,8	5,9	2,1	2,5	2,3	1,6
China	2,2	8,1	3,0	5,2	5,2	4,0
Zona Euro	-6,2	5,5	3,4	0,5	0,4	1,0
Japón	-5,0	2,7	1,0	1,9	0,7	0,8
México	-8,7	5,8	3,9	3,4	2,3	1,4
Perú	-11,0	13,4	2,7	-0,6	2,1	3,0
Chile	-6,1	11,7	2,4	0,2	2,0	2,6
Ecuador	-7,8	4,2	2,9	2,5	0,6	2,0
Brasil	-3,3	5,0	2,9	2,9	2,2	1,9

Fuente: JP Morgan Markets, FMI, Latin Consensus.

CUENTA CORRIENTE

Cuenta Corriente (% del PIB)

	Observado				Proyección	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Estados Unidos	-2,9	-3,6	-3,8	-3,0	-2,8	-3,0
China	1,9	1,8	2,3	1,5	1,1	0,9
Zona Euro	1,8	2,3	-3,0	1,8	0,8	0,8
Japón	2,9	3,9	1,9	3,6	2,7	2,2
México	2,4	-0,4	-0,9	-0,3	-0,9	-1,3
Perú	0,5	-2,3	-4,1	0,6	-0,5	1,0
Chile	-1,7	-7,3	-9,0	-3,2	-4,1	-4,3
Ecuador	2,5	2,8	2,5	1,5	0,6	0,2
Brasil	-1,8	-2,8	-2,7	-1,3	-1,4	-1,6

Fuente: JP Morgan Markets.

INFLACIÓN

Inflación promedio (Variación porcentual anual)

	Observado				Proyección	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Estados Unidos	1,2	4,7	8,0	4,1	2,9	2,3
China	2,5	0,9	2,0	0,3	0,6	1,8
Zona Euro	0,3	2,6	8,4	5,4	2,5	1,8
Japón	0,0	-0,2	2,5	3,1	3,1	2,3
México	3,4	5,7	7,9	5,5	4,3	3,6
Perú	1,8	4,0	7,9	6,3	2,6	2,7
Chile	3,0	4,5	11,7	7,6	3,5	3,4
Ecuador	-0,3	0,1	3,5	2,4	2,4	1,9
Brasil	4,5	10,1	9,3	4,6	3,5	3,5

Fuente: JP Morgan Markets, Latin Consensus.

TASA DE DESEMPLEO

Tasa nacional de desempleo (% de la población económicamente activa)

	Observado				Proyección	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Estados Unidos	8,1	5,4	3,6	3,6	4,0	4,1
China	5,2	5,1	5,5	5,2	5,2	5,3
Zona Euro	8,0	7,7	6,7	6,5	6,4	6,4
Japón	2,8	2,8	2,6	2,6	2,4	2,4
México	5,7	3,8	3,5	3,1	3,6	3,9
Perú	13,0	9,0	7,0	6,9	7,0	6,6
Chile	11,0	7,3	7,9	9,0	9,0	8,0
Ecuador	4,9	4,1	4,2	4,3	4,5	4,5
Brasil	13,5	13,5	9,5	8,0	8,4	8,7

Fuente: JP Morgan Markets.

PANORAMA

ANIF