

PROYECCIONES
Económicas
ABRIL - JUNIO DE 2023

ISSN 2745-0902



SALUD EN COLOMBIA:
EJEMPLO INTERNACIONAL
DE EQUIDAD



PROYECCIONES ECONÓMICAS
DE ANIF



PROYECCIONES DEL MUNDO
Y LA REGIÓN

CONTENIDO



EDITORIAL 3



1.
**SALUD EN COLOMBIA:
EJEMPLO INTERNACIONAL DE EQUIDAD** 4



2.
PROYECCIONES ECONÓMICAS DE ANIF

- La economía empieza a ralentizarse 10
- Mercado Laboral
La desaceleración económica podría afectar el empleo 16
- Situación monetaria y financiera 23
- Análisis de la inflación segundo trimestre del 2023 31
- Análisis de la situación fiscal:
El gobierno destapa su estrategia con el MFMP 2023 39
- Resultados de la cuenta corriente
Primer trimestre de 2023 48
- Resultados de la cuenta de capitales
Primer trimestre de 2023 53
- Tasa de cambio 56
- Proyecciones económicas de ANIF para Colombia 61



3.
PROYECCIONES DEL MUNDO Y LA REGIÓN 62

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

Es una publicación de
ANIF-Centro de Estudios Económicos

Presidente de ANIF
Mauricio Santa María S.
Vicepresidente de ANIF
Anwar Rodríguez C.
Investigador Jefe de ANIF
Camila Ciurlo A.
Investigadores
José Antonio Hernández R.
Laura Llano C.
Norberto Rojas D.
Daniel Franco L.
Fabián Suárez N.
María Camila Carvajal P.
Sarah Garcés A.
Ana María Castiblanco L.
María Camila Oliveros M.

Diseño y producción electrónica:
Brigitte Avellaneda C.

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
29 de junio de 2023.

EDITORIAL

En esta nueva edición de Panorama compartimos nuestro análisis de los resultados más recientes en materia económica y actualizamos las perspectivas de desempeño del país y de nuestros principales socios comerciales. En términos de crecimiento, el PIB del primer trimestre de 2023 alcanzó 3.0%, cifra que confirma el proceso de desaceleración en el que entró la economía desde finales del año pasado. Incluso, el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE), principal indicador líder de la actividad económica se ubicó en terreno negativo (-0.8% anual) en abril, guiado por la contracción de la industria, la construcción y el comercio. Descontando el choque de la pandemia, es la primera vez desde el año 2017 que se observa un resultado en este sentido.

La demanda agregada, que había sido el principal motor de la economía en los últimos dos años, se frenó e incluso alcanzó a presentar una breve reducción (-0.1% anual) durante el primer trimestre del año. El ajuste en la inversión (-10.3% anual), debido a la desacumulación de inventarios y la reducción en inversión de maquinaria y equipo, muestran que se empieza a disipar las presiones sobre el aparato productivo del país. Por el lado positivo, el ajuste en la demanda agregada ha marcado el inicio del proceso gradual de reducción en el nivel de precios. De hecho, la inflación tocó techo y en mayo se ubicó por debajo del 13%. Del mismo modo empieza a corregirse el desbalance en nuestras cuentas externas. El primer trimestre del año el déficit de la cuenta corriente se ubicó en 4.2%, por debajo del 6% que alcanzó en 2022.

Por otra parte, en mayo se dio a conocer el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2023, el primero que le corresponde a la actual administración. La hoja de ruta fiscal contempla el cumplimiento de la regla fiscal y prevé un superávit primario a partir de 2025. Sin embargo, vemos con sorpresa que una fracción importante de los ingresos recaen sobre la lucha contra la evasión por parte de la dirección de impuestos; meta que, si bien es deseable, es de difícil cumplimiento. Si se tiene en cuenta que la pérdida de ritmo económico comprometerá el recaudo en todos los tipos de impuestos, el cumplimiento de la estrategia fiscal aún está en entredicho.

En resumen, el balance de riesgos internos y externos muestra que el escenario de crecimiento no parece ser muy favorable en el corto plazo. Las proyecciones de crecimiento para 2023 y 2024 ubican a la economía colombiana creciendo muy por debajo de su potencial, lo que también deteriorará el mercado laboral desde el segundo semestre de este año. Ese menor dinamismo representa un reto para el Gobierno Nacional en la puesta en marcha del Plan de Desarrollo, la reducción de la pobreza y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En vista del panorama que presentan las cifras, en ANIF proyectamos un escenario de crecimiento para 2023 de 1.4% y para 2024 de 1.9%.

SALUD EN COLOMBIA: EJEMPLO INTERNACIONAL DE EQUIDAD

A partir del cambio en el modelo de salud que se llevó a cabo en 1993, con la implementación de la Ley 100, se evidenciaron avances significativos en diferentes ámbitos como la cobertura, el gasto de bolsillo, la atención y calidad en el servicio. En este artículo describiremos estos logros y cómo este proceso significó que nos pusiéramos en el radar mundial como uno de los mejores sistemas de salud. Con este contexto, se explicará por qué la reforma que plantea el gobierno supone un riesgo tanto para los usuarios como para el país.

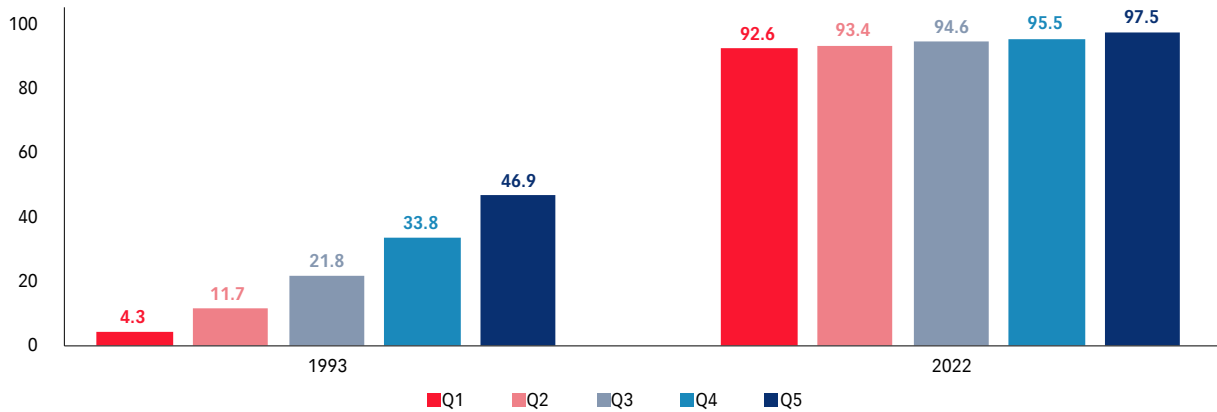
Mejor salud para los usuarios: avance de los últimos 30 años

Desde la puesta en marcha del Sistema General de Seguridad Social en Salud (SGSSS) la cobertura en

aseguramiento pasó de 23.7% en 1993 a cobijar el más del 94% para 2022, y 99.1% para marzo de este año. Si se evalúa este esfuerzo internamente, vemos que este aumento en la afiliación se dio de forma paralela en los cinco quintiles de ingreso y tanto en el régimen contributivo como en el subsidiado, lo que muestra que se derribaron las barreras de ingreso que alguna vez existieron.

Incrementar la cobertura en la población está directamente relacionado con la disminución del gasto de bolsillo, pues las personas tienen que destinar una menor proporción de sus ingresos para cubrir servicios de salud. Frente a los niveles observados décadas atrás, en 2019 se ubicó en 14.9%, por debajo de la media de América Latina del 38.6% e incluso por debajo del promedio de la OCDE (19.2%). En cuanto a

Gráfico 1. Afiliación por quintiles
(% por quintiles de ingreso per cápita del hogar, 1993 - 2022)

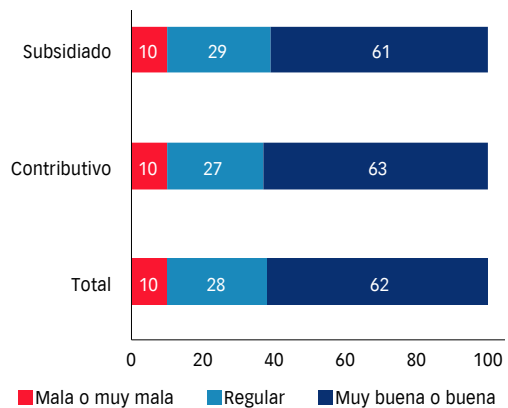


Fuente: elaboración ANIF con datos de la Encuesta de Calidad de Vida (ECV) del DANE.

percepción, en 1997 la falta de dinero era la primera causa de no recibir o solicitar atención médica, pero en 2022 pasó a ocupar el cuarto lugar, pues la respuesta más repetida se trataba de un caso leve. Estos resultados dan cuenta que el sistema está volcado al bienestar de los usuarios.

En cuanto al acceso del servicio el indicador de consultas por prevención ha aumentado desde el año 1997, lo cual es muestra que el enfoque preventivo prevalece dentro de los afiliados, pero es necesario reforzar y promocionar. Con los datos del Estudio Nacional de Evaluación de los Servicios de las EPS del 2022 desarrollado por el Ministerio de Salud y Protección Social (MSPS), se tiene que el 90% de las personas afiliadas al sistema consideran que pueden acceder a servicios como hospitalizaciones, urgencias, consultas médicas, exámenes y terapias, esto sin mostrar brechas significativas entre ambos regímenes (ver Gráfico 2).

Gráfico 2. Acceso a servicios de salud a través de la EPS (% de los pacientes encuestados, 2022)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Estudio Nacional de evaluación de los servicios de las EPS – 2022 de MSPS.

Ahora, en lo que respecta a la calidad, al considerar los reportes por fallas en la atención médica debido al funcionamiento del sistema o por falta de recursos, según la Encuesta de Calidad de Vida (ECV), se obtiene que los

registros disminuyeron considerablemente desde 2003, cuando más del 42% de los usuarios aseguraban que habían tenido algún tipo de problema. Para 2022 la cifra se redujo a 7 de cada 100 personas con inconformidades en la atención. Al evaluar la calidad por tipo de servicio prestado con los datos de La Gran Encuesta del Sistema de Salud en Colombia realizada por la ANDI e Invamer, vemos que el 88.5% de los encuestados han tenido atención buena o aceptable entre procedimientos como cirugías, exámenes médicos, hospitalización, consultas de medicina general, prescripción y entrega de medicamentos y urgencias, congruente con los resultados de la ECV.

Así las cosas, el sistema de salud pasó de tener una baja cobertura, alto gasto de bolsillo y bajos resultados en su desempeño, a ser un sistema con aseguramiento universal, con uno de los niveles más bajos de gasto de bolsillo en el mundo, y con un incremento notable en calidad y resultados en salud. Ha superado grandes pruebas como lo fue la pandemia por COVID-19 y ha demostrado una capacidad de adaptación y mejora continua para atender las necesidades de salud de los colombianos.

Si bien los avances que se han tenido son evidentes, aún persisten problemáticas que son necesarias de resolver. Falta robustecer el talento humano, de la mano con el sector educativo para poder garantizar la suficiencia de trabajadores, además de menores tiempos de espera con especialistas. También continúa el reto de conseguir la sostenibilidad del sistema en un escenario de bono demográfico, con el aumento de expectativa de vida, lo que se traduce en mayores tasas de incidencia de enfermedades que se van adquiriendo con la edad, así como una persistente informalidad laboral. A esto se le suman las brechas del servicio en

zonas alejadas frente a los centros urbanos que tienen mejores condiciones y menor dificultad de acceso.

Colombia en el panorama internacional

Anteriormente se mostraron las mejoras, en distintos aspectos, que supuso el cambio en el sistema de salud para los usuarios. Estos logros hicieron que Colombia se posicionara en el radar mundial por su cobertura y gasto de bolsillo, por mencionar algunas ventajas. En este sentido, resulta pertinente analizar estudios que comparen los sistemas de salud del mundo y así saber cómo está el país en el contexto internacional.

El estudio de *The Economist* propone un marco basado en la cobertura universal y los determinantes sociales de la salud, y contiene tres módulos: salud en sociedad, inclusión del sistema de salud, y comunidad. De las 40 economías que se analizaron, el país se ubicó en la posición 22, al considerar la integración de las políticas en salud enfocadas en los determinantes sociales de la salud.

Por su parte, en la publicación de *The Lancet*, el país se situó en el puesto 23 por su dinámica frente al acceso y calidad médica, desagregando por grupos etarios, para verificar que el acceso se garantice en todas las etapas de la vida, y así se asegura que la calidad de la atención médica sea constante.

La capacidad de respuesta ante una pandemia o epidemia se estima por medio del *GHS Index*, a través de seis capítulos: Prevención en la aparición de patógenos; Detección temprana; Respuesta rápida y mitigación de la propagación; Capacidad nacional regulatoria y financiera; Riesgo general y vulnerabilidad a amenazas biológicas, y Robustecimiento del sector y de su

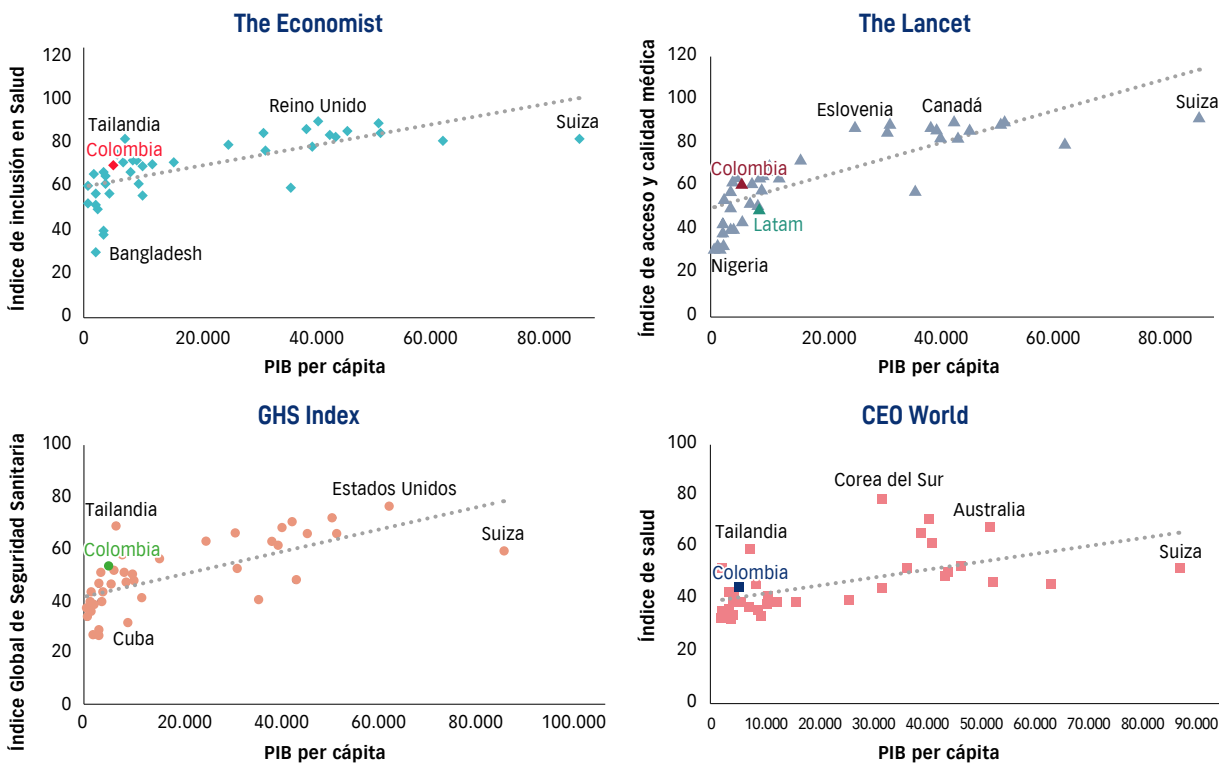
talento humano. En esta clasificación, nuevamente se observa que Colombia está mucho mejor posicionado que demás países la región, al ocupar el puesto 38 en el mundo. Vale la pena resaltar que el país obtuvo el primer puesto en el indicador de Resistencia y calidad de los sistemas de laboratorio.

Para finalizar, en el *CEO World*, Colombia se sitúa en el puesto 16 de 35 países. Este ranking califica los sistemas de salud por cinco aspectos fundamentales como lo son la infraestructura, el talento humano, los costos financieros, los medicamentos y la gobernanza.

En el Gráfico 3 se compara el PIB per cápita y los resultados de las clasificaciones descritas previamente. Como se observa, Colombia se encuentra por encima de la línea de tendencia de países similares, con lo cual se comprueba, de nuevo, que el país está mucho mejor de lo que se esperaría de países con ingresos comparables.

Así las cosas, lo que se demuestra es que el sistema de salud es de los mejores del mundo, con falencias que se pueden resolver sin la necesidad de implementar una reforma que modifique la totalidad de su funcionamiento.

Gráfico 3. Relación entre PIB per cápita y los índices de salud (dólares e índice, 2022*)



* Último dato disponible.
Fuente: elaboración ANIF con base en The Economist, The Lancet, GHS, CEO World.

Preocupaciones de la reforma y repercusiones para los usuarios

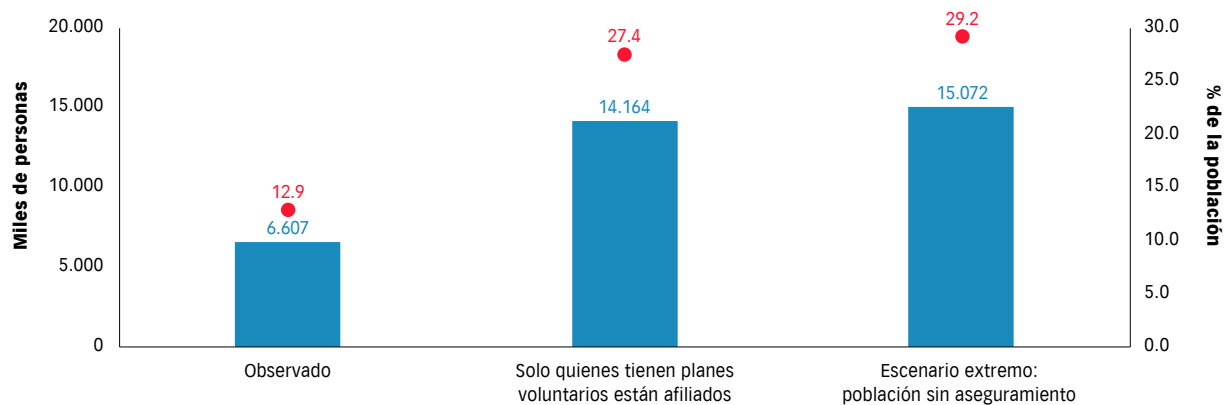
El principal riesgo de la reforma, tal y como se aprobó en el primer debate del Congreso, es retroceder en los indicadores que mencionamos en la primera sección.

Los CAPS como primer paso para acceder a la atención en salud, suponen una fragmentación del servicio, mayor número de trámites para los usuarios, lo que a la larga se traduce en sobrecostos de tiempo y dinero. Por otro lado, aumentar las responsabilidades de la ADRES y cambiar las de las EPS puede hacer que el flujo de recursos se vuelva insuficiente y la sostenibilidad financiera del sistema se vea aún más comprometida.

En este sentido, el hecho de no garantizar el aseguramiento podría poner en vilo la prestación de servicios de salud de millones de personas, en particular la situación de los más vulnerables. La pobreza monetaria a nivel nacional podría aumentar a 20.4 millones de personas (+750,000), mientras que las personas por debajo de la línea de indigencia alcanzarían los 6.6 millones, es decir, sin aseguramiento, aumentaría la pobreza extrema en más de 500,000 personas¹.

Por otro lado, si se evalúa el índice de pobreza multidimensional (IPM) de 2022, en el escenario extremo en donde la totalidad de la población se queda sin aseguramiento², este indicador aumentaría 16.3 puntos, incluso por encima de 2020 cuando se situó en

Gráfico 4. Índice de pobreza multidimensional (IPM) sin aseguramiento en salud (miles de personas y % de la población, 2022)



Fuente: elaboración ANIF con base en Encuesta Nacional de Calidad de Vida (ECV) – DANE.

¹ Con datos de la ECV 2021.

² La eliminación del modelo de aseguramiento supone la eliminación del concepto de cobertura.

18.1, año en donde la pandemia acentuó la pobreza y desigualdad, como se observa en el Gráfico 4. De igual forma, si se asume que solo las personas que tienen planes voluntarios continúen aseguradas, el IPM se ubicaría en 27.4 puntos, recordando que tan solo el 10.7% de la población (4.7 millones de personas) actualmente tienen contratado algún tipo de plan voluntario. Con lo anterior, resaltamos una vez más la preocupación en torno al modelo de aseguramiento como lo conocemos ahora.

Así las cosas, una transición desordenada puede significar presiones fiscales para el gobierno que son insostenibles en el corto y mediano plazo, sobre todo en un escenario macroeconómico como el que vive el país y el mundo ahora. Además, la reforma puede tener un impacto directo sobre el aseguramiento y el bolsillo de los usuarios, teniendo efectos inmediatos en las cifras de pobreza y en el bienestar de los colombianos, como vimos anteriormente.

Conclusiones

El aumento en la cobertura, la disminución en el gasto de bolsillo, mejores resultados en atención y calidad son mejoras evidentes que se han logrado en las últimas décadas, y se han dado de la mano del aseguramiento. Estos mismos logros han posicionado a Colombia como uno de los países que tienen un sistema de salud destacable en determinantes sociales en salud, atención y calidad médica, talento humano, infraestructura, gobernanza, entre otros.

Así las cosas, llevar a cabo la reforma sin ningún tipo de organización y cambiando de cero el sistema como lo conocemos, podría retroceder los indicadores clave y poner en duda la calidad, oportunidad y costo de la prestación de los servicios, como lo plasmamos anteriormente. Esto al final puede terminar perjudicando a los más vulnerables, poniendo en riesgo el acceso efectivo y equitativo de la población.

LA ECONOMÍA EMPIEZA A RALENTIZARSE

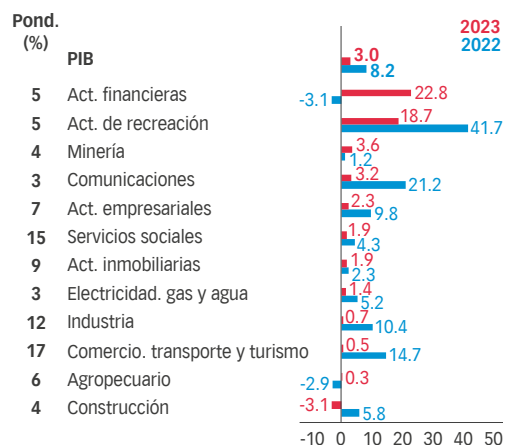
En los resultados del Producto Interno Bruto del primer trimestre del año, la economía colombiana registró un crecimiento de 3.0% en línea con nuestras proyecciones (2.7%), lo cual da muestra de la desaceleración que estamos presenciando. A continuación, analizamos los principales resultados del primer trimestre y de abril, como indicio de lo que será el segundo periodo. Para concluir, presentamos las perspectivas y proyecciones que analizamos en ANIF.

Producto Interno Bruto (PIB) Análisis por el lado de la oferta

Para el primer trimestre del año, la economía se expandió 3.0% en línea con las perspectivas de los analistas. Esto es explicado por las actividades financieras con

una contribución sobre el total de 1pp, las de recreación que aportaron 0.7pp, y los servicios sociales que

Crecimiento anual del PIB por oferta
(%, primer trimestre 2023 vs. 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Contribución de actividades al PIB
(puntos porcentuales, primer trimestre 2023)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.
Nota: el PIB resulta de la suma del valor agregado bruto y los impuestos menos subvenciones sobre los productos, tales como el IVA. En ANIF estimamos las contribuciones sobre el Valor Agregado con el fin de reflejar el aporte directo de cada actividad sobre la dinámica real de la economía.
*Por redondeo, la suma de las contribuciones puede no coincidir con el total.

contribuyeron 0.3pp. Únicamente la construcción presentó una contracción en su valor agregado.

Las actividades financieras presentan una variación anual de 22.8%, comparado con una contracción de -3.1% del 2022. Esta dinámica se debe al operacional de seguros por el menor monto de los siniestros, al considerar la indemnización de Hidroituango que se causó en enero del año pasado. La intermediación financiera tuvo un comportamiento significativo por la variación de las carteras; por su parte, las comisiones registran una dinámica positiva por mayores transacciones. En contraste, los auxiliares de seguros tuvieron una contracción por menores ingresos reportados de la administración de fondos de pensiones.

Por su parte, las actividades de entretenimiento mantienen el comportamiento del último año, jalonadas por los juegos de azar y apuestas, específicamente por los juegos operados por internet, donde resaltan los ingresos de Bogotá, Antioquia y Valle del Cauca. Las

actividades de recreación presentan variaciones significativas, gracias a los eventos culturales como conciertos, ferias y fiestas a lo largo del país.

En lo que respecta a los servicios sociales, la actividad de salud crece 5.2% por el aumento de los ingresos de las IPS privadas por reactivación de servicios médicos que se vieron postergados en el último trimestre del año anterior. Por otro lado, hubo mayor número de estudiantes matriculados en educación primaria y básica. Finalmente, en la administración pública se incrementó la vinculación de personal.

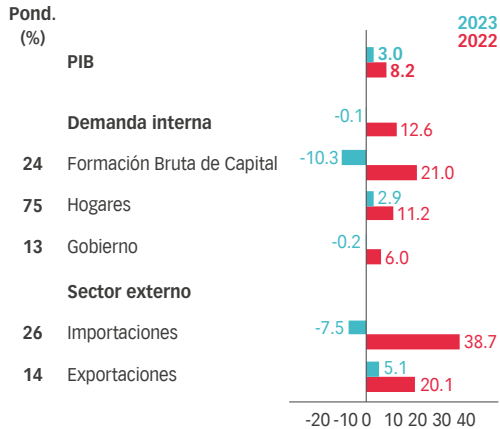
El comportamiento del trimestre fue contrarrestado por la construcción, al considerar la dinámica de las obras civiles (-14.9%), debido a la terminación de proyectos como carreteras, puertos marítimos y concesiones de red de 4G. En cuanto a las edificaciones residenciales y no residenciales (2.6%), vemos que contrarrestaron la caída dados los procesos constructivos de bodegas, oficinas y apartamentos.

Análisis por el lado de la demanda

Desde la óptica del gasto, la demanda final interna disminuyó -0.1%, frente al 12.6% observado un año atrás, por la formación bruta de capital (-10.3%) que contribuye a la variación en -2.5pp, y contrarresta el consumo final (2.6%) con 2.5pp. El comercio exterior muestra que las exportaciones crecieron 5.1% (0.9pp), mientras que las importaciones se contrajeron en -7.5%, con lo cual aporta en 2.1pp.

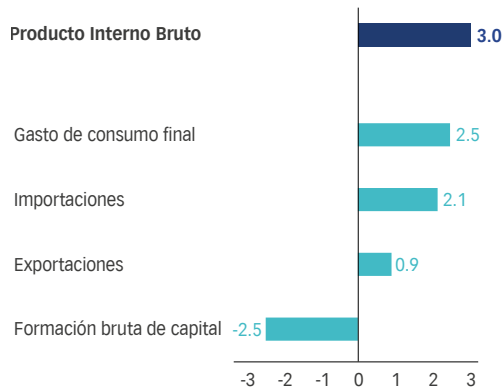
La formación bruta de capital fijo registró una disminución de -1.0%, teniendo en cuenta la dinámica negativa de la maquinaria y equipo, por el menor nivel de las

**Crecimiento anual del PIB por demanda
(%, primer trimestre 2023 vs. 2022)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Contribución de componentes al PIB
(puntos porcentuales, primer trimestre 2023)**



* Por efecto del redondeo, la suma de las contribuciones puede no coincidir con el total.

Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

importaciones de equipo de transporte, particularmente de vehículos de pasajeros (en especial los eléctricos), vehículos de transporte de mercancías y maquinaria agropecuaria.

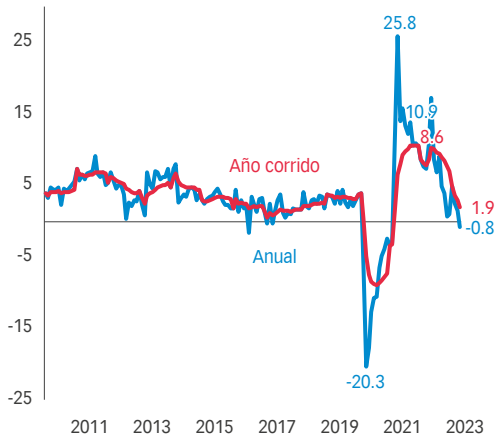
El consumo de los hogares jalona el consumo total, al considerar una variación positiva de 2.6%, por el gasto realizado en recreación y cultura, servicios financieros, transporte turístico y la salud, mientras que el componente de comidas y bebidas se redujo considerablemente. En contraste, el gasto del gobierno tuvo un decrecimiento de -0.2% comparado con un 6.0% en 2022, por un menor gasto en vacunas relacionadas al COVID19 y menor gasto social asociado a subsidios de servicios públicos.

Finalmente, las importaciones reportan una caída por las compras de bienes (-8.0%) y en menor medida por los servicios (-4.2%). En cuanto a exportaciones siguen destacando los servicios de turismo general. Así las cosas, el balance neto del comercio exterior muestra una reducción al pasar de \$ -27.5 billones en 2022 a \$ -21.3 billones en 2023, lo que significa una reducción de \$ 6.2 billones.

**Indicador de Seguimiento
a la Economía (ISE)**

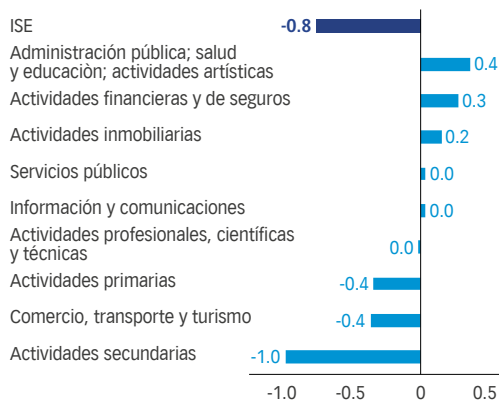
Ahora, para abril, el indicador mensual (ISE) reportó una contracción de 0.8%, comparado con el mismo mes del año anterior, explicado en -1.0pp por las actividades secundarias (industria y construcción), seguidas del comercio, transporte y turismo (-0.4pp) y las primarias (-0.4pp). Por su parte, las actividades que contrarrestaron el decrecimiento fueron los servicios sociales y de entretenimiento (0.4pp), las financieras y las inmobiliarias (0.3pp y 0.2pp, respectivamente). Ese resultado es el primer dato negativo desde que empezó la reactivación económica en marzo de 2021. En términos intermensuales también se registró una reducción del valor agregado en -1.0%.

**Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE)
(Variación %, a abril de 2023)**



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

**Contribución de actividades al ISE
(puntos porcentuales*, abril 2023)**



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

Las actividades secundarias jalonaron el comportamiento total del indicador con una variación de -6.8%, al considerar el decrecimiento de la manufactura producto de una contracción de la demanda en

términos generales. Particularmente, se debe tener en cuenta que en el 2022 gran parte de las industrias se preparaban para el día sin IVA del mes de junio, con lo cual incrementaban su stock de producto terminado. En el caso de minerales no metálicos, maderas y pisos, que son insumo para la construcción, la baja demanda del sector se está viendo abastecida por los inventarios y por lo tanto la producción no se ha dinamizado.

En el caso de comercio, las menores ventas en líneas de vehículos automotores, repuestos y combustibles contribuyeron de forma negativa en esta actividad (-6.0pp) al total del comercio minorista.

Para el caso de las actividades primarias se observa una menor dinámica en las exportaciones de algunos productos agrícolas como las flores y banano. La época de lluvias dejó graves afectaciones en términos de los rendimientos de las cosechas y el valor de los insumos agrícolas. Esto también ha afectado el sector pecuario que ha encontrado dificultades en el abastecimiento de alimento de ganado porcino y bovino.

Por su parte, el sector de entretenimiento y actividades artísticas impidieron que la caída que fuera más pronunciada en abril. Conforme al comportamiento que hemos presenciado el último año, vemos que la dinámica de los juegos de azar operados por internet sigue justificando el crecimiento de estas actividades. Esto se debe por los cierres de las ligas de fútbol, además de los eventos culturales y recreativos registrados principalmente en Bogotá. De igual forma, las actividades financieras crecieron 5.0% en el mes, impulsadas principalmente por el sector de seguros y las comisiones por tenencia de fiducias.

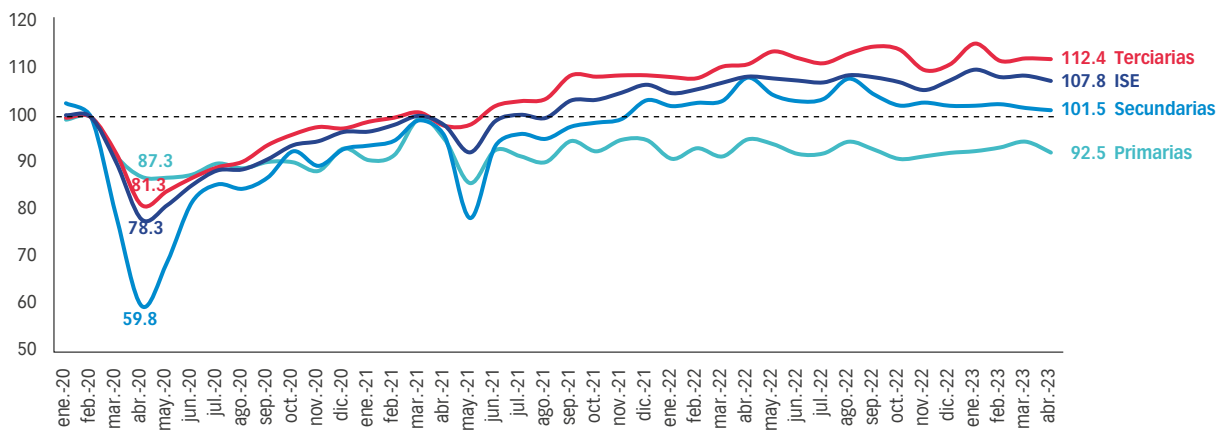
Así las cosas, cuando se comparan las actividades con los niveles prepandemia, la economía se encuentra un 7.8% por encima de febrero de 2020, justo antes de que empezaran los confinamientos por COVID-19. Ese valor obedece principalmente al sector terciario que se ubica a 112,4% de su capacidad en ese mismo periodo. Sin embargo, lo contrarresta fuertemente el sector primario que no ha logrado superar los niveles pre-pandemia; con las malas noticias de abril, se ubica en 92.5% de su capacidad de generar valor agregado. Las actividades secundarias, que habían registrado un comportamiento positivo en meses anteriores, pierden terreno y parecen acercarse paulatinamente al mismo valor observado en 2020.

Lo anterior muestra indicios de la desaceleración económica que vamos a presenciar a lo largo de este 2023. A medida que el año avanza, los meses registran

un menor dinamismo, llegando a un comportamiento contractivo en 0.8% para abril.

Si bien la variación trimestral alcanzó un 3.0%, se debe en parte a un efecto base de las actividades financieras y al pico respiratorio que se evidenció en los primeros meses, haciendo que se demandaran más servicios de salud que hace un año. Por su parte, la culminación de proyectos constructivos de gran envergadura ha hecho que la actividad de construcción siga registrando un comportamiento negativo. En cuanto al enfoque del gasto, se observa que aunque los hogares siguen jalando la demanda de bienes y servicios, este trimestre muestra el crecimiento más bajo desde el mismo periodo de 2021, cuando apenas estaba iniciando la reactivación económica. Esto se debe en gran medida a la política monetaria contractiva que ha generado desincentivos en el gasto de los hogares.

Indicador de Seguimiento de la Economía
(Índice*, febrero 2020 = 100)



* Índice construido a partir de la serie corregida por efectos estacionales y de calendario.
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Perspectivas

Con estas condiciones, se espera que el 2023 sea un año retador, no solo por el comportamiento interno, sino también por la dinámica mundial a causa de las turbulencias internacionales de Estados Unidos y algunos países europeos.

Pronosticamos que para cierre de año, el producto se expanda ente 1.2% y 1.6% con 1.4% como valor promedio. La demanda interna continuará su senda a la baja, producto de la política contractiva que desplegó el Banco de la República desde el año pasado. La terminación de obras y el bajo dinamismo de ven-

ta de viviendas repercutirán tanto en la construcción como en las actividades industriales y profesionales, al tener en cuenta los múltiples encadenamientos que tiene este sector. Por su parte, esperamos que la agricultura continúe en terreno negativo por las condiciones climáticas y la menor demanda. En este sentido, prevemos que para 2024 la economía se fortalezca levemente y a cierre de año promedie un crecimiento cercano al 1.9% con un intervalo de +/- 0.2pp (1.7% - 2.1%).

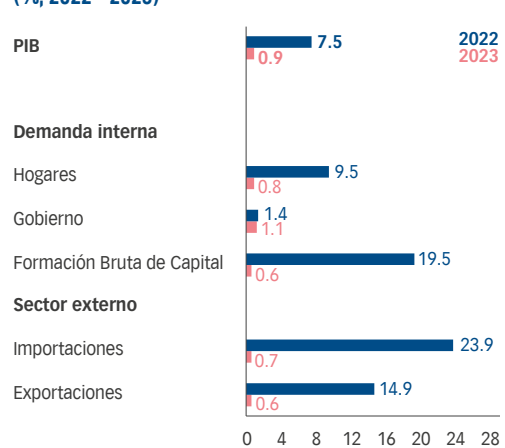
En ANIF mantenemos un constante monitoreo de las condiciones macroeconómicas para, de ser necesario, actualizar nuestras proyecciones.

Proyección de crecimiento PIB por oferta
(%, 2022 - 2023)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Proyección de crecimiento PIB por demanda
(%, 2022 - 2023)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

MERCADO LABORAL

LA DESACELERACIÓN ECONÓMICA PODRÍA AFECTAR EL EMPLEO

El pasado 31 de mayo, el DANE presentó las cifras más recientes de empleo con mes de referencia en abril de 2023. En línea con las proyecciones de ANIF, la tasa de desempleo del total nacional se ubicó en 10.7%, que es 0.5pp menor al 11.2% visto un año atrás. No obstante, al observar las cifras desestacionalizadas, se ve una tasa de desempleo de 10.6% que es 0.7pp superior a la reportada en marzo.

El crecimiento en la tasa de desempleo desestacionalizada, que se combina con una caída en la tasa de ocupación desestacionalizada, podría dar señales de que la desaceleración económica empezaría a repercutir en la creación de empleo.

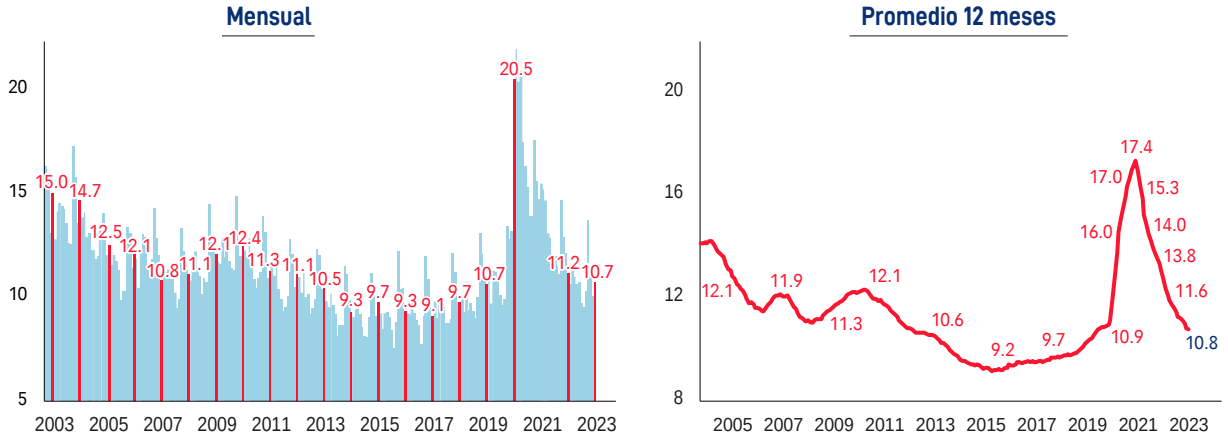
En este apartado, discutimos los principales resultados hasta el mes de abril de 2023; en la siguiente sección analizamos la tasa de desempleo desestacionalizada y finalmente comentamos nuestras perspectivas para el resto del año.

Principales resultados de abril

En el mes de abril de 2023 la tasa de desempleo nacional fue de 10.7%, 0.5pp más baja que la de abril de 2022 (11.2%). Con esa cifra, el promedio de la tasa de desempleo de los últimos 12 meses se ubica en 10.8%. Por su parte, las 13 ciudades principales reportaron una tasa de desempleo de 11.1%, igual a la del mismo mes de un año atrás. El mejor desempeño por fuera de las 13 ciudades principales puede deberse a un buen aumento en el número de ocupados en actividades agropecuarias, como se detallará más adelante.

El promedio de la tasa de desempleo mensual de los últimos 5 años previos a la pandemia (2014-2019) muestra que el aumento en la tasa de desempleo entre marzo y abril es atípico. Además, ese comportamiento empieza a aproximar las cifras de este año a las observadas en 2022, pues el primer trimestre mostró importantes disminuciones en la tasa de desem-

Tasa de Desempleo - Total Nacional
(%, a abril de 2023)

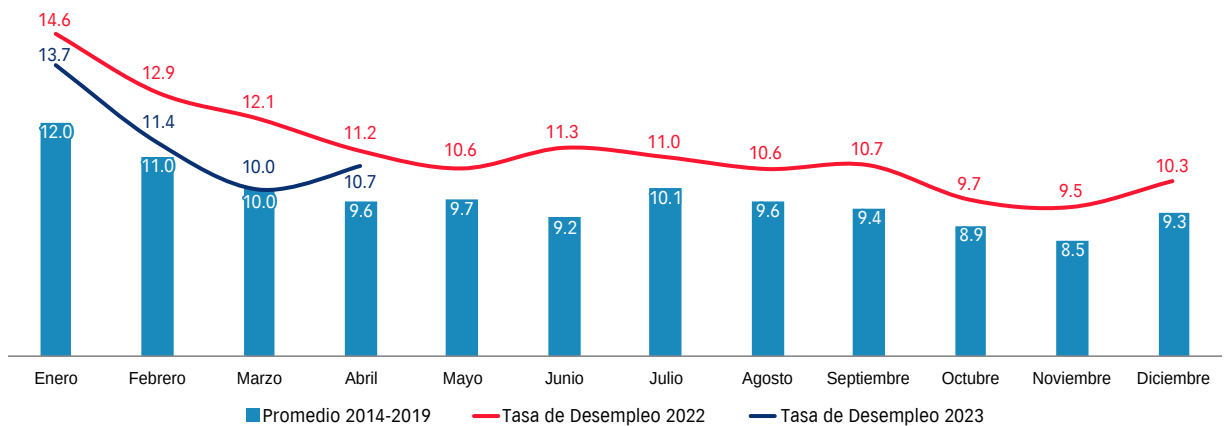


Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

pleo, en contraste con el comportamiento visto en abril. De continuar este patrón se podría estar hablando de impactos de la desaceleración económica sobre el mercado laboral y un deterioro del empleo de cara al segundo semestre del año.

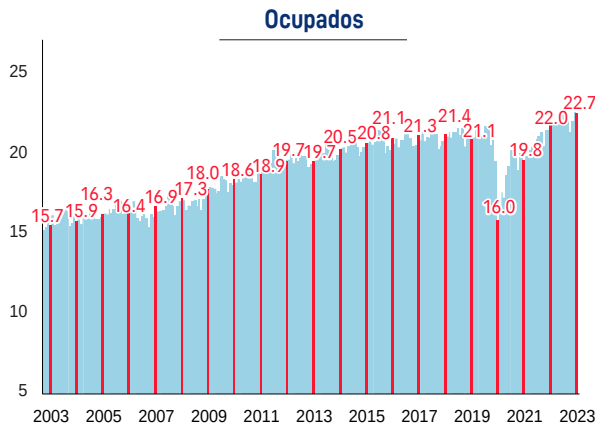
Ahora, para entender la dinámica del mercado laboral, es relevante mencionar que se observó un crecimiento de la población de ocupados en 785 mil personas entre abril de 2022 y abril de 2023. Con lo anterior, la población total de ocupados llegó a 22.7 millo-

Tasa de desempleo mensual
(promedio 2014-2019; 2022; 2023) (%)



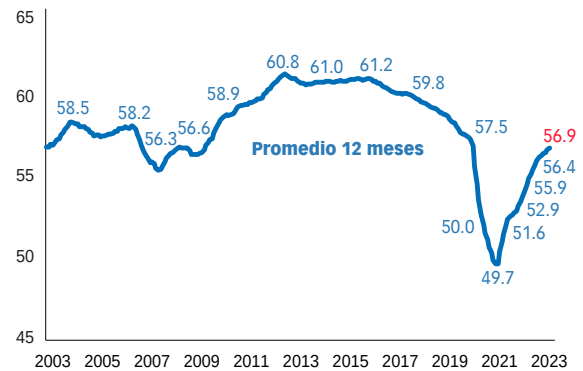
Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

**Ocupación - Total Nacional
(a abril de 2023)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Tasa de Ocupación



nes de personas. De esos nuevos puestos de trabajo, 208 mil se generaron en las 13 principales ciudades. Asimismo, el número de mujeres ocupadas entre abril de 2022 y abril de 2023 incrementó en 332 mil personas y el de hombres en 453 mil. En total hay 13.4 millones de hombres ocupados en contraste con 9.4 millones de mujeres.

Sin embargo, el mercado laboral colombiano muestra señales negativas en términos de formalización de sus ocupados. Al analizar la variación anual según la posición ocupacional de los nuevos puestos de trabajo, se nota un crecimiento en 227 mil personas que ingresaron al empleo particular (más cercanos a las dinámicas formales), mientras que los trabajadores por cuenta propia (más próximos a la informalidad) crecieron en 405 mil.

Por su parte, el alojamiento y servicios de comida (+196 mil), las actividades agropecuarias (+184 mil) y la industria manufacturera (+162 mil) fueron las ramas

que más crecieron en ocupación. En contraste, la rama de comercio y reparación de vehículos cayó en 58 mil personas, en línea con su mal desempeño en los indicadores líderes.

De forma adicional, se redujo el número de desocupados entre abril de 2022 y abril de 2023 en tan solo 29 mil individuos para un total de 2.7 millones de personas en el desempleo. El número de hombres en el desempleo disminuyó en 46 mil, mientras el número de mujeres creció en 17 mil. Se debe tener en cuenta también que hay 1.2 millones de hombres desocupados y 1.5 millones de mujeres en la misma situación, por lo que la TD masculina es del 8.4%, mientras que la femenina del 13.9%. En las 13 principales ciudades, por su parte, se resalta un aumento de 31 mil personas en la desocupación, para un total de 1.3 millones de desempleados.

Para abril de 2023, en contraste con el mismo mes de 2022, se observa una caída en 212 mil personas en la población por fuera de la fuerza laboral. En específico,

para las 13 ciudades principales, se registró una disminución de 10 mil personas por fuera de la fuerza de trabajo. En el total nacional cayó el número de hombres por fuera de la fuerza de trabajo en 157 mil personas, mientras que las mujeres disminuyeron en 55 mil. En Colombia hay 4.3 millones de hombres y 9.6 millones de mujeres por fuera de la fuerza de trabajo.

Finalmente, la Tasa General de Participación (TGP) en abril de 2023 fue de 64.6%, que es 1pp mayor a lo registrado en abril de 2022 (63.6%). Al analizar esa cifra con enfoque de género se encuentra que para abril de 2023 la TGP de los hombres fue de 77.2% mientras que la de las mujeres fue de 53%. Esto significa una brecha de 24.2pp, que es 0.1pp mayor a la brecha presentada en abril de 2022 (24.1pp), cuando la TGP de los hombres era de 76.1% y la de las mujeres 52%

Análisis de la tasa de desempleo desestacionalizada

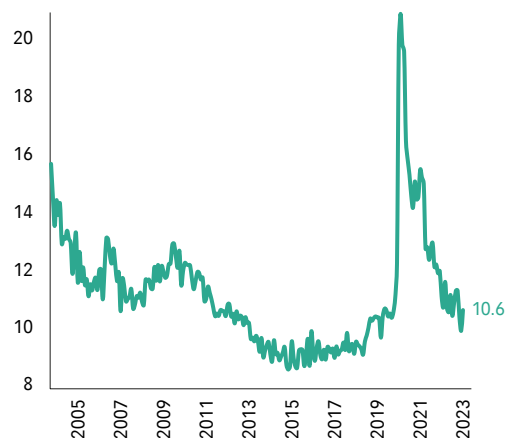
La TD desestacionalizada para el mes de abril de 2023 se ubica en 10.6% para el total nacional, mostrando un aumento de 0.7pp frente a marzo de 2023, mes inmediatamente anterior (9.9%). Además, se registró un 10.8% para las 13 principales ciudades, lo cual representa un incremento de 0.5pp frente al mes inmediatamente anterior en esos territorios. Es posible que en meses próximos continúe este comportamiento teniendo en cuenta que el mercado laboral colombiano

arrastra problemas estructurales que no permiten una recuperación adecuada del empleo y que se proyecta una desaceleración económica para el segundo semestre del año.

Ahora, al analizar el promedio del trimestre móvil de la tasa de desempleo desestacionalizada, se contempla que incrementos en la tasa de ocupación¹ generan contribuciones a la baja en la tasa de desempleo, mientras que aumentos de la Tasa General de Participación² implican presiones al alza en la proporción de desocupados dentro de la fuerza de trabajo.

La reactivación económica potenció la recuperación de la tasa de ocupación generando presiones a la baja

Tasa de desempleo desestacionalizada - Total nacional (%), enero 2004 - abril 2023)

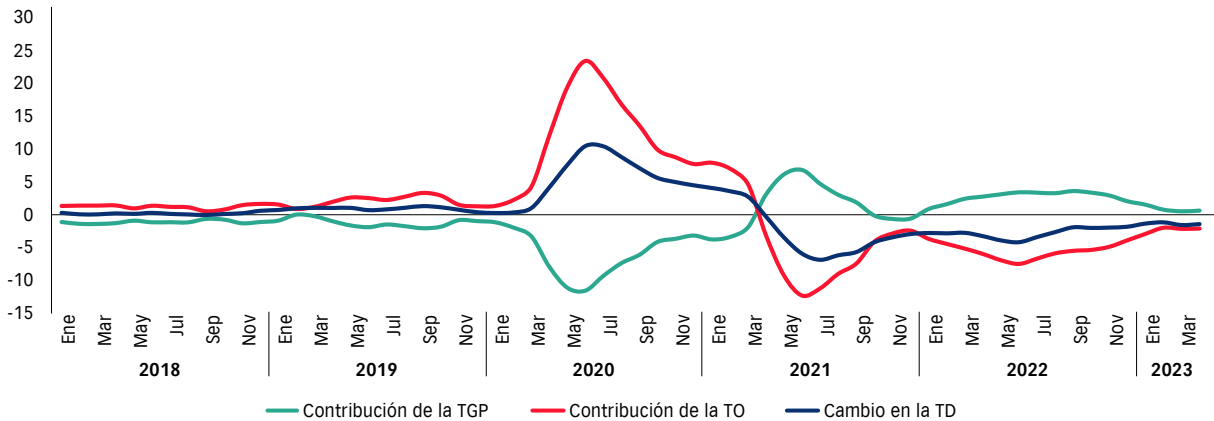


Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

¹ La tasa de ocupación (TO) captura el total de personas ocupadas como proporción del número de personas en edad de Trabajar (PET). En consecuencia, una mayor proporción de ocupados, manteniendo la fuerza de trabajo constante, conduce a reducciones en la tasa de desempleo.

² La Tasa General de Participación (TGP) captura el total de personas en la fuerza de trabajo (suma de ocupados y desocupados) como proporción de personas en edad de Trabajar (PET). Por tanto, manteniendo la tasa de ocupación constante, un aumento en la TGP implica presiones al alza de la tasa de desempleo.

Contribución al cambio anual de la tasa de desempleo del total nacional hasta trimestre móvil febrero - abril de 2023 (puntos porcentuales, series desestacionalizadas)

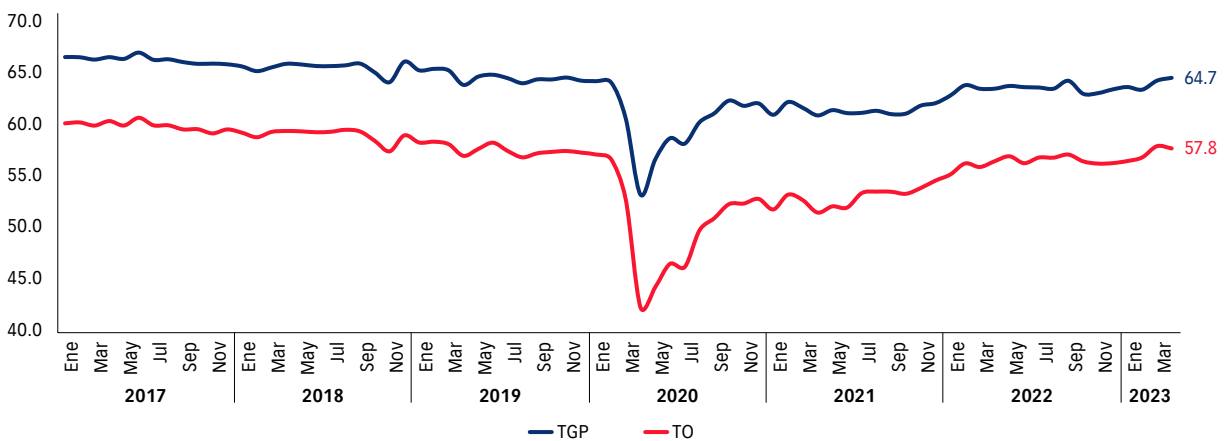


Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

en la tasa de desempleo, que compensaron de manera más que proporcional las presiones alcistas por el rebote en la tasa general de participación. No obstante, en los últimos meses estos efectos se han mermado, por lo que cada vez las contribuciones a la baja en la

tasa de desempleo por medio de aumento en la tasa de ocupación son menores. Incluso, en el último mes se vio una caída de 0.2pp en la tasa de ocupación y un aumento de 0.3pp en la TGP, que podría sugerir mayores tasas de desempleo en caso de continuar este pa-

Tasa general de participación y tasa de ocupación hasta abril de 2023 (% , series desestacionalizadas)



Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

trón. Es relevante mencionar que, tanto la tasa de ocupación como la tasa general de participación desestacionalizadas permanecen aún en niveles inferiores a los vistos en periodos prepandemia.

Proyecciones para 2023 y 2024

El 2023 presenta un año complejo en materia económica para Colombia. A pesar del camino recorrido en la recuperación, se espera una desaceleración económica³, tanto por el panorama global, como por un comportamiento normal de la economía, que se podría sumar a rigideces adicionales en la normativa laboral que jugarían en contra de la formalidad e incluso de la generación de empleo. Todo lo anterior conduce a que nuestras expectativas sobre la capacidad de la economía de generar puestos de trabajo sean bajas en los meses siguientes, especialmente durante el segundo semestre del año.

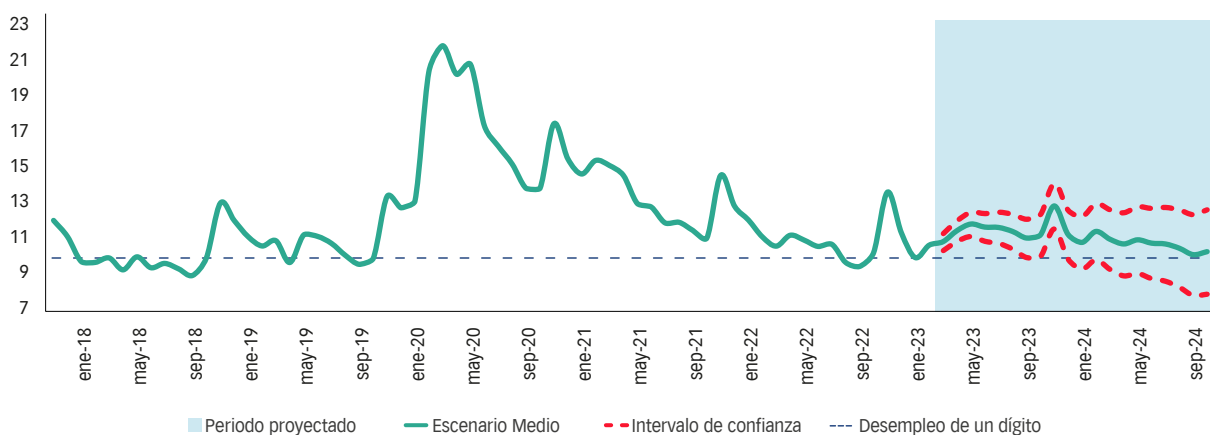
De acuerdo con nuestras proyecciones, el escenario más probable indica que la tasa de desempleo promedio para el cierre de 2023 se encuentre entre el 11.3% y el 11.7%, que es mayor al dato de 11.2% que promediaron los meses del 2022 y al 10.8% de los últimos 12 meses, con corte a abril de 2023. Por su parte, para 2024, esperamos que la tasa de desempleo promedio del año se encuentre entre 10.8% y 11.3%.

Perspectivas

Para abril de 2023 la tasa de desempleo nacional fue de 10.7%, que es 0.5pp menor al 11.2% observado un año atrás. La cifra reportada por el DANE está en línea con la que pronosticamos en ANIF en nuestro pasado

³ Los pronósticos de ANIF para el crecimiento del PIB en el año 2023 se ubican en entre el 0.7% y el 1.1%.

Pronóstico Tasa de Desempleo para 2023 y 2024 (%)



Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

comentario económico y muestra un menor ritmo en la recuperación del empleo.

Como resultado, la tasa de desempleo desestacionalizada fue del 10.6% que implica un aumento de 0.7pp frente al dato del mes de marzo de 2023 y se combina con un incremento desestacionalizado en 0.3pp en la TGP y una caída en 0.2pp en la tasa de ocupación, que imprimen presiones al alza de la tasa de desempleo del país.

Proyectamos que en los próximos meses la tasa de desempleo continúe deteriorándose, ante una baja dinámica en la generación de puestos de trabajo que

convive con pronósticos de desaceleración en la actividad económica. De ser así, se podría observar una tasa de desempleo promedio para el 2023 entre 11.3% y 11.7%, mientras que para el 2024 se podría esperar que la tasa de desempleo promedio del año se encuentre entre 10.8% y 11.3%. Es pertinente prestar atención al dato oficial del mes de mayo, pues dará señales sobre si el comportamiento de abril fue algo particular de ese mes, o si es el inicio de las repercusiones de la desaceleración económica sobre el mercado de trabajo. Nuestros pronósticos se encuentran en línea con lo segundo y en este sentido hacemos un llamado a la importancia de facilitar la generación de empleo formal en la coyuntura actual.

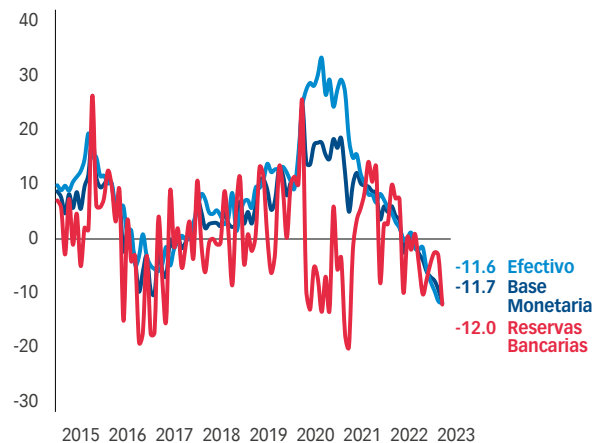
SITUACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

Agregados Monetarios y Cartera de Crédito

La base monetaria, compuesta por el efectivo y las reservas bancarias, presentó una variación real anual negativa de -11.7% en abril de 2023. La contracción responde a los esfuerzos de las autoridades monetarias por controlar la inflación mediante la disminución del dinero en circulación. A lo largo de 2023, la base monetaria ha tenido a una disminución real constante, y para abril alcanzó niveles no vistos desde agosto de 2020.

En abril, las reservas bancarias mostraron un crecimiento real anual negativo, llegando a -12.0%. Aunque este dato marca su séptimo mes consecutivo de contracción, las reservas bancarias reales no logran consolidar una tendencia a la baja similar a la del

Base Monetaria y sus Componentes
(variación real % anual, abril 2023)



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

efectivo o la de la base monetaria. La volatilidad de las reservas se ancla al comportamiento de los depósitos del sistema financiero en el Banco de la Repúbli-

ca (BanRep). La perspectiva de ralentización en el crecimiento económico, el encarecimiento del crédito y el alto nivel de precios presionan a la baja la demanda de crédito en el país y como consecuencia disminuyen la demanda de liquidez de los consumidores. A medida que disminuye la demanda y se incentiva el ahorro, aumentan los depósitos bancarios y como consecuencia se presionan al alza las reservas.

No obstante, a medida que los bancos esperan una disminución de demanda de liquidez por parte de los consumidores en el mediano plazo, disminuyen sus incentivos por mantener excesos de reservas de manera voluntaria. Esta contraposición de factores mantiene la volatilidad y el comportamiento lateral de las reservas desde el punto de vista de los depósitos del sistema financiero. A esto se le suma el incremento anual en la participación del BanRep entre los tenedores de TES, que, si bien bajó en abril respecto a los niveles de enero y febrero, se mantiene por encima de la tenencia de abril de 2022. Esto, como se planteó en la entrega de panorama para el primer trimestre de 2023, puede incidir en la reducción anual de reservas. La tenencia de TES del BanRep en mayo aumentó a máximos de 2023, por lo que esperamos que su impacto negativo sobre las reservas se extienda.

El resultado contractivo de la base monetaria responde principalmente a una disminución en el efectivo, que ha liderado la tendencia bajista en lo corrido del año. La variación real anual del efectivo en lo corrido del 2023 (-11.6%) contrasta con su repunte en el 2021. La desaceleración en el efectivo se explica casi en su totalidad por el comportamiento de las especies monetarias fuera del sistema financiero, por lo que se

asocia a un menor dinamismo del consumo. Esto es consistente con la política monetaria contractiva del BanRep, y se relaciona con el comportamiento de la cartera de crédito.

Con corte a marzo de 2023, la cartera bruta en términos reales se mantuvo casi igual a la alcanzada un año atrás, con una marcada tendencia de desaceleración real anual en la mayoría de sus segmentos. El indicador de profundización, según la Superintendencia Financiera, se ubicó en marzo en 44.6% del PIB. Aunque el porcentaje se mantiene estable en respuesta a un incremento mensual de saldos y una buena dinámica de desembolsos a hogares y empresas, la disminución de 3.4pp respecto a marzo de 2022 refleja el impacto de la desaceleración económica en lo corrido del 2023 sobre la inserción financiera de los colombianos.

La cartera de consumo fue el segmento que más cayó, y reportó su tasa de crecimiento más baja de los últimos cinco años. Por primera vez desde marzo de 2021, el segmento pasó a tener una variación anual negativa, con un decrecimiento real de 1.3%, 2.1pp menos al observado un mes atrás y casi 6pp por debajo del dato de diciembre de 2022, cuando la cartera de consumo lideraba el crecimiento frente a las demás modalidades. El dato demuestra cómo la política monetaria contractiva y el alto nivel de precios han desincentivado el consumo de los hogares en el país.

La cartera de crédito hipotecario tuvo una contracción real anual de 0.9%. El crecimiento nominal del segmento sigue siendo positivo, por lo que la contracción real se asocia al efecto inflación. La disminución

en la demanda de leasing habitacional se relaciona con una menor disposición de los consumidores a adquirir bienes durables en tiempos de contracción económica. De hecho, la Encuesta de Opinión al Consumidor de Fedesarrollo muestra que, de marzo de 2022 a marzo de 2023, la disposición a comprar vivienda cayó 28.6pp.

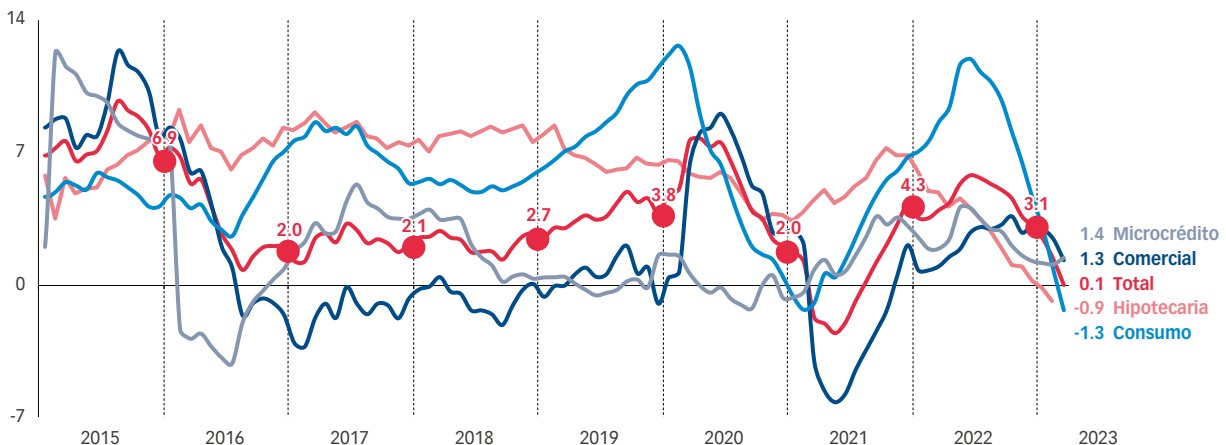
La demora en la entrega de subsidios fue uno de los factores determinantes para la contracción del segmento de vivienda, como lo vimos en la entrega anterior de Panorama desde ANIF. En mayo, el Ministerio de Vivienda dio la noticia de la habilitación de nuevos cupos en la cobertura de tasa de interés para vivienda enmarcados en el programa Mi Casa Ya. La cobertura en la tasa de interés para beneficiarios se une a la iniciativa de algunos bancos de disminuir la tasa de sus créditos hipotecarios para la compra de Vivienda de Interés Social (VIS) y de Interés Prioritario (VIP). Por

lo tanto, ante la materialización de estos incentivos, esperamos que el dinamismo de la cartera logre recuperarse durante los próximos meses.

La cartera comercial sigue sobre su senda de desaceleración, pero mantiene un crecimiento real anual positivo (1.3% a marzo de 2023). En la variación real anual, se destacó el dinamismo de productos de moneda extranjera (19.2%), financieros (9.7%), oficial (8.0%) y el factoring como mecanismo de financiación de corto plazo (6.4%). Los segmentos empresariales (-14.5%) y Pyme (-10.7%) pasaron a terreno negativo, lo que implica una mala noticia para una parte importante del tejido empresarial colombiano.

La cartera de microcréditos, contrario al comportamiento de los demás segmentos, completa su veinticincoavo mes de crecimiento positivo y alcanza su crecimiento real anual más alto del 2023 (1.4%). El

Evolución de la cartera bruta + leasing y titularizaciones
(variación real % anual, marzo de 2023)



Fuente: cálculos ANIF con base en Superintendencia Financiera, Titularizadora Colombiana y DANE.

buen desempeño del segmento se da gracias a la dinámica de desembolsos, apalancada por los esfuerzos de las entidades bancarias por disminuir las tasas de manera focalizada para ampliar el acceso y fortalecer los empresarios que hacen parte de lo que el gobierno nacional denomina “economía popular”.

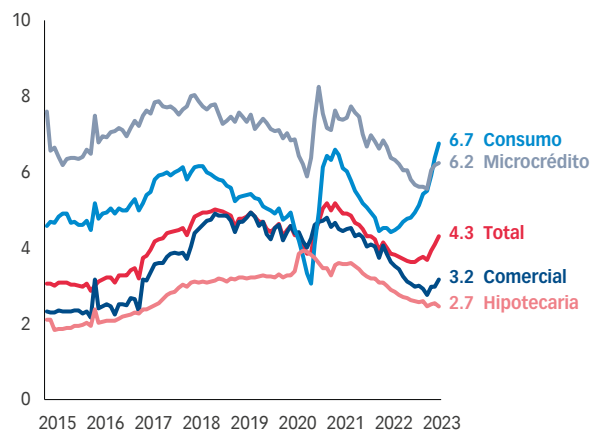
Según la Superintendencia Financiera, el indicador de calidad de cartera por mora, que mide la proporción de cartera vencida entre cartera bruta, se mantiene alrededor de 4.3%. La calidad de la cartera se deteriora por tercer mes consecutivo, presionada por el crecimiento de los créditos vencidos, que se ha dado a mayor ritmo que el de la cartera bruta. No obstante, los hábitos de pago adecuados y la menor incidencia relativa de los castigos han evitado una caída más profunda de la calidad.

Del total castigado para marzo de 2023, el 81% correspondió al portafolio de consumo y el 14% al comercial. La dinámica de castigos en el segmento de consumo se relaciona con su calidad de cartera, siendo esta la modalidad que reporta el indicador más alto (6.7%), lo que significa que es la que presenta un mayor deterioro. La calidad de la cartera de consumo se ha deteriorado de forma casi constante desde marzo de 2022, y refleja el efecto conjunto de incertidumbre, desaceleración e inflación sobre el impago de los consumidores.

El indicador de calidad de cartera por mora para los microcréditos también se mantiene por encima del total, con un 6.2%. Este segmento ha revertido su tendencia positiva del 2022, y ahora se encuentra sobre

una senda de deterioro, como consecuencia del contexto macroeconómico y el impacto de las altas tasas sobre la capacidad de pago de los consumidores. Desde abril, el gobierno nacional propuso la reducción de tasas de interés para los consumidores de microcréditos en hasta 500 puntos básicos, lo que podrá aliviar el indicador de calidad durante los meses siguientes. Los indicadores de calidad para las carteras comercial y de vivienda se ubican por debajo del total, con 3.2% y 2.7%, respectivamente.

**Calidad de la cartera
(%, a marzo de 2023)**



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

Mercado de Renta Variable

En Colombia y en el mundo, los inversionistas del mercado de renta variable siguen atentos a las decisiones de política monetaria de los bancos centrales,

y su impacto sobre los temores de desaceleración económica global. La incertidumbre aumenta la aversión de riesgo entre los inversionistas y los impulsa a buscar activos más seguros y prescindir de activos riesgosos, como los pertenecientes a mercados emergentes. La Gran Encuesta de Activos Financieros de Corredores Davivienda muestra que las decisiones de los bancos centrales se mantienen como el factor de más peso para la toma de decisiones de inversión a nivel global. Llama la atención que, para junio, contrario a lo que ocurrió en los meses de abril y mayo, el crecimiento global resulta más relevante para los inversionistas que las presiones inflacionarias, lo que implica que los mercados han pasado a estar más preocupados por la posibilidad de un aterrizaje forzado que por la capacidad de las autoridades monetarias para controlar el nivel de precios.

En Estados Unidos, la atención del mercado se sigue centrando en la posibilidad de que la Reserva Federal (FED) alcance un techo en su ciclo alcista de tasas. En su reunión de junio, la FED optó por mantener inalteradas las tasas de interés (entre 5.00% y 5.25%), en respuesta a señales macroeconómicas positivas (solicitudes de seguro por desempleo a la baja e inflación por debajo de las expectativas). Además, la decisión responde a la necesidad de disminuir las presiones hacia sistema financiero y evitar escenarios de crisis como el que se presentó en marzo. A pesar de los comentarios de funcionarios de la FED, que han aclarado que esta es sólo una pausa temporal y han anticipado nuevas subidas de tipos, el mercado ha reaccionado de manera positiva. Hasta el momento, parece haber interpretado los datos macroeconómicos y las decisiones de los hacedores de política co-

mo una señal de resiliencia en la economía. Bajo este contexto, vemos que, en lo corrido del 2023, el índice *S&P500* ha ganado cerca de 14%, llegando a 4.363 a corte del 27 de junio de 2023.

No obstante, este número debe ser leído con cautela, dado que la recuperación del índice bursátil se asocia en gran parte al repunte del apetito por tecnológicas en respuesta al desarrollo de la inteligencia artificial. De hecho, se estima que sólo 7 valores explican más del 80% de las ganancias del índice, cuyo desempeño cae significativamente si se controla la participación de las tecnológicas con mayor capitalización bursátil. Por lo tanto, los retos en el panorama macroeconómico global (como la desaceleración económica en China y las tensiones geopolíticas en Rusia) deberán seguir siendo monitoreados para determinar el comportamiento futuro del mercado bursátil en EE. UU.

En Europa, el mercado bursátil también ha mostrado signos de recuperación, con un índice *Eurostoxx 50* que ha crecido más de 11% en lo corrido del 2023 y a cierre del 27 de junio se encuentra sobre los 4.305. El principal viento en contra del mercado bursátil europeo es el temor de recesión, fortalecido por una postura agresiva del Banco Central Europeo, que, contrario a la FED, no ha considerado pausar su ciclo alcista de tasas. En respuesta a la política monetaria contractiva, el crecimiento de la actividad económica en la eurozona se ha deteriorado, lo que se refleja en una actividad manufacturera a la baja y un producto interno bruto (PIB) que muestra señales de contracción. No obstante, el mercado bursátil se mantiene relativamente optimista, permitiendo ganancias en los índices liderados por las mineras, que reciben un impulso por las nuevas

medidas de apoyo de la economía China. Hasta el momento, parece que la incertidumbre desde Rusia ya ha sido descontada por el mercado, los nuevos acontecimientos tienen un impacto limitado en el comportamiento de los índices bursátiles.

El *Nikkei 225* de Japón se une a la tendencia del mercado bursátil en EE. UU. y en Europa, y acumula ganancias de 26.5% en lo corrido del 2023, cerrando en 32.538 al 27 de junio de 2023. Las bolsas asiáticas reaccionan al prospecto de crecimiento económico desde China, que si bien hasta el momento no ha tenido la recuperación esperada (con un PMI manufacturero contractivo y por debajo de las expectativas), se mantiene optimista en respuesta al plan de implementación de medidas para expandir la demanda interna y estimular los mercados. No obstante, el mercado se mantiene con relativa cautela frente a la incertidumbre regulatoria desde China, que durante los últimos meses ha impreso volatilidad en la cotización del petróleo y en el dinamismo comercial internacional. El mercado bursátil en Japón encuentra oportunidades en la debilidad del yen, que genera ganancias a las exportadoras y permite su capitalización bursátil. No obstante, esperamos que sus ganancias se vean aún limitadas por las preocupaciones sobre la economía global.

El MSCI Latam, que mide el desempeño del mercado bursátil en Latinoamérica, registra ganancias en lo corrido del año. Lo anterior se explica por una moderación en la aversión al riesgo frente a 2022 y la debilidad del dólar a nivel internacional, que hace los activos latinoamericanos más atractivos para los inversionistas y atrae flujos de capital extranjero. No obstante, la vi-

sión positiva se concentra en países como Brasil, Chile y México, y no logra materializarse en ganancias para la renta variable en Colombia. La prima de riesgo en Colombia sigue creciendo a un mayor ritmo que la de economías comparables de LATAM, lo que hace los activos locales más sensibles a cambios en el apetito de riesgo de los inversionistas. Esto se relaciona con el factor político, que sigue imprimiendo incertidumbre en el mercado y es, según la Gran Encuesta de Activos Financieros de Corredores Davivienda, el aspecto de mayor relevancia para la toma de decisión de los inversionistas en el mercado colombiano.

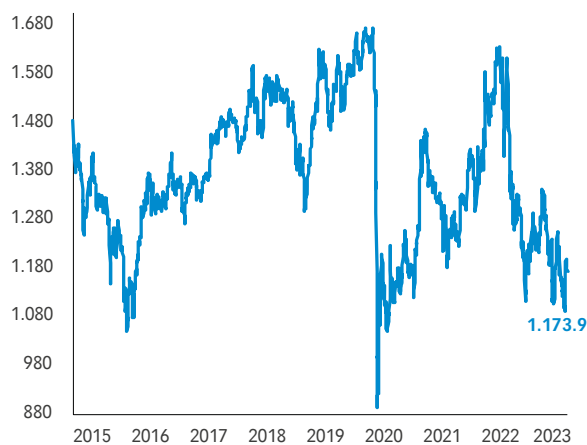
En el frente local, el índice COLCAP acumula pérdidas anuales de más de 20% y registra una caída cercana al 8.6% en lo corrido del 2023 (a corte del 16 de junio de 2023). El mercado de renta variable local se ha visto afectado por los bajos volúmenes de negociación que reflejan el efecto de la aversión al riesgo sobre los flujos de capital. Así mismo, la bolsa local ha perdido liquidez y profundidad por dinámicas como la disminución de emisores de renta variable y las ofertas públicas de adquisición (OPA) como la del Grupo Gilinski. La disminución en la liquidez aumenta la volatilidad en el mercado bursátil, lo que incentiva a los inversionistas locales a migrar hacia los títulos de renta fija, que se presentan como una opción más rentable y segura ante el entorno de incertidumbre.

Los resultados corporativos en Colombia se mantuvieron positivos, destacando el desempeño de Ecopetrol, Bancolombia y GEB. No obstante, el precio de las acciones, especialmente de las energéticas, seguirá siendo vulnerable ante fluctuaciones en la percepción de seguridad energética en el país y en el

precio del petróleo. Así mismo, para saber la dirección del mercado bursátil en Colombia, será necesario identificar el alcance de las reformas propuestas por

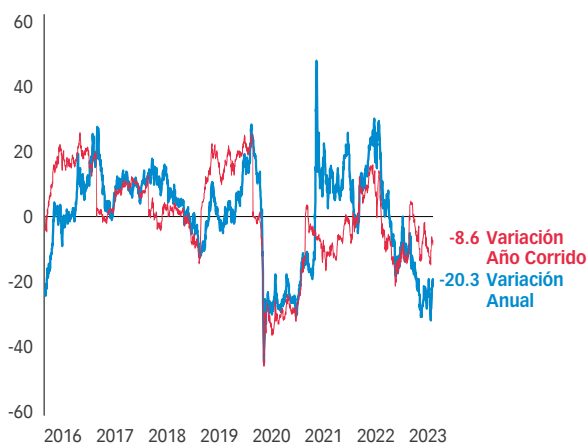
el gobierno nacional. Específicamente, la reforma pensional que podrá implicar una reducción significativa de la liquidez de las AFP (Administradoras de Fondos de Pensiones), y aumentar la debilidad del mercado accionario local.

**Índice COLCAP
(a junio 16 de 2023)**



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

**Evolución del COLCAP
(variación %, a 16 de junio de 2023)**



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

Perspectivas

En ANIF esperamos que la política monetaria contractiva siga generando una desaceleración en las dinámicas de consumo de la economía. Esto se ha hecho evidente en variables como el indicador de seguimiento a la economía (ISE), que para abril de 2023 registró una tasa de crecimiento anual preliminar negativa (-0.78% original y -0.84% ajustada por efecto estacional y calendario). Por lo tanto, esperamos que la caída en el ritmo de crecimiento en la cartera de consumo se mantenga al menos hasta el cierre de 2023. No esperamos que esta tendencia implique un riesgo para el sistema financiero como un todo. De hecho, a pesar de la desaceleración del crédito y el deterioro de algunos de sus segmentos, el sistema financiero sigue demostrando que cuenta con niveles de liquidez y solvencia suficientes para mitigar los riesgos y mantener su buen funcionamiento.

Las preferencias de consumo de bienes durables son más sensibles a los ciclos económicos, por lo que esperamos que el efecto contractivo tenga, en ausencia de intervención gubernamental, un efecto más que proporcional sobre la cartera de vivienda. Así mismo, observamos que el efecto sobre el deterioro de la calidad de crédito sigue al alza para el microcrédito y el consumo, lo que refleja el efecto de la

contracción económica sobre la capacidad de pago de las personas naturales. Por lo tanto, recalamos la importancia de poner en marcha los subsidios, la cobertura de tasas, y la disminución de tasas con enfoque diferencial para conservar el dinamismo en el crecimiento de la cartera y la calidad de esta a pesar de las políticas contractivas.

El Banco de la República mantiene la expectativa de que la inflación empiece a descender en los próximos meses. De forma similar, las expectativas de inflación de los agentes del mercado siguen bajando, aunque a mediano plazo (a 12 y a 24 meses) se mantengan por encima de la meta de 3% de las autoridades monetarias. Aunque lo anterior puede ser señal de que la política monetaria contractiva se acerca a su techo, será importante esperar a la reunión de la Junta del Ban-Rep el próximo 30 de junio para definir expectativas de nuevas presiones bajistas en el comportamiento de los agentes.

A nivel global, esperamos que las señales de desaceleración, las tensiones geopolíticas, y las nuevas decisiones de política monetaria de los bancos centrales

generen volatilidad en el apetito de los inversionistas. Durante los próximos meses, serán determinantes las decisiones de política monetaria de grandes bancos centrales como la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo de la eurozona. Así mismo, la efectividad de las medidas para reactivar la demanda agregada en China tendrá un impacto importante sobre los temores de recesión y los precios del petróleo. A medida que la incertidumbre sobre la desaceleración económica global se disipe y en ausencia de choques externos, podremos esperar un mejor comportamiento del mercado de renta variable a nivel internacional.

Si la FED opta por mantener una política monetaria menos contractiva, podemos esperar una extensión de la debilidad del dólar que mantenga robustas las ganancias de los mercados de renta variable en Latinoamérica. No obstante, la prima de riesgo en Colombia hará que el apetito por activos locales sea más sensible a cambios en la aversión al riesgo de los inversionistas. Por lo tanto, podemos anticipar nuevas pérdidas en el mercado accionario local, asociadas al factor político y a fluctuaciones en la liquidez de los mercados.

ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN

SEGUNDO TRIMESTRE DEL 2023

Durante los primeros cinco meses del 2023, Colombia experimentó un aumento en los niveles de inflación, que produjo preocupación tanto en las autoridades económicas como en la población en general. En enero, la tasa de inflación anual alcanzó niveles históricos (13.25%), 9p.p. por encima del límite superior del rango meta establecido por el Banco de la República, que busca mantener la inflación en valores entre el 2% y el 4%.

La tendencia alcista se mantuvo hasta marzo cuando se registró el pico de inflación con una variación anual de 13.34%. Es importante destacar que usualmente, los primeros meses del año tienden a ser los más retores en términos inflacionarios, debido a la indexación de precios, en rubros como el transporte o la educación.

Durante el transcurso del 2022 y principios del 2023, el incremento en los precios de los alimentos, especialmente de los productos básicos de la canasta familiar, ejerció una gran presión alcista en la variación del índice de precios al consumidor (IPC). La escasez de lluvias y demás fenómenos climáticos adversos afectaron la producción agrícola, lo que contrajo la oferta y, en consecuencia, incrementó los precios de alimentos como frutas, verduras y carne. Esta presión inflacionaria ha tenido consecuencias directas en el poder adquisitivo de los colombianos.

Para hacer frente a la situación, las autoridades económicas han implementado diversas medidas. El Banco de la República llevó a cabo incrementos en las tasas de interés, para controlar la demanda agregada y contener las presiones inflacionarias. Estas

acciones buscan equilibrar la economía y garantizar la estabilidad de precios en el mediano y largo plazo. Se espera que en la próxima reunión en la que tomen decisiones sobre la tasa de interés de política monetaria, en agosto de 2023, se mantenga en un valor de 13,25%. No obstante, la persistencia de la inflación básica mantendrá la obligación al banco central de tener unos tipos de interés altos y probablemente no se verán grandes recortes hasta finales de 2023. Por otra parte, el gobierno nacional promovió programas de apoyo a la producción agrícola, con la intención de aumentar la oferta de alimentos y contrarrestar los efectos inflacionarios.

En cuanto a los resultados de mayo, la variación mensual se ubicó en 0.43%, lo cual supone una disminución de 41pb con respecto a la variación mensual para el mismo mes de 2022. Se debe resaltar que es el segundo mes consecutivo en el que disminuye, luego de que en marzo llegara a su pico. El resultado mensual se mantuvo dentro de las expectativas del mercado, que se ubicaban en un nivel promedio de 0.4% y un máximo de 0.8%. Si bien continuamos con una inflación anual de dos dígitos (12.36%) muy por encima de la meta de mediano plazo del Banco de la República (3%), el resultado para el mes de mayo fue alentador y evidencia la nueva tendencia a la baja.

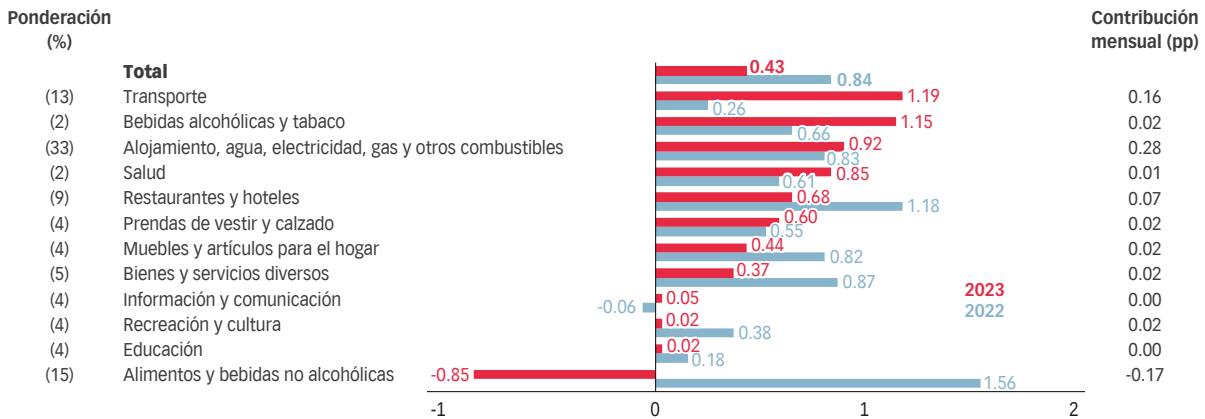
En particular, para mayo la inflación estuvo jalonada por los bienes y servicios regulados, en contraste con un menor protagonismo por parte de la división de alimentos. En específico, los servicios explicaron el 53% de la inflación mensual, impulsados por arrien-

dos, alimentación fuera del hogar, cuotas de administración y servicio doméstico. En cuanto a los bienes regulados, explicaron el 30% de la inflación mensual correspondientes al incremento de precios en combustibles, tarifas de agua y electricidad.

Siendo así, en la desagregación por divisiones de gasto, se observa que la variación mensual de siete divisiones se ubica por encima del promedio nacional (0.4%). En primer lugar, se encuentra la división de Transporte con una variación de 1.2% y una contribución de 0.2pp. El comportamiento del transporte corresponde al incremento de precios en la gasolina para vehículos desde octubre de 2022, que este mes tuvo una variación de 4.6%. Es una cifra que los analistas prevén que continúe al alza a lo largo del año y que se convierta en el nuevo indicador para tener en cuenta tras la disminución de precios de los alimentos. Según la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG), el precio de la gasolina ha aumentado en \$4.752 desde enero del 2022 para cubrir el déficit del Fondo de Estabilización de Precios del Combustible.

En segundo lugar, se encuentra la división de Bebidas alcohólicas y tabaco con una variación de 1.1% que corresponde en gran medida al incremento en precios de la cerveza y el refajo los cuales presentaron una variación de 1.1%. En tercer lugar, se encuentra la división de Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles, con un resultado de 0.9%. La división tiene la mayor contribución mensual (0.3pp) lo que la convierte en el motor de la inflación para el mes de mayo. En este caso, el incremento en precios corresponde principalmente a los arriendos, tanto imputa-

Inflación mensual por divisiones de gasto (%)



Fuente: elaboración propia de ANIF con base en DANE.

dos como efectivos, los cuales tuvieron variaciones de 0.9% en ambos casos. Así mismo, en el caso de los servicios, la electricidad presenta una variación de 1.6% y el suministro de agua 0.9%. Cabe mencionar que la posibilidad de que comience el fenómeno del Niño en el segundo semestre es de más del 80%, lo cual presenta un desafío para las hidroeléctricas pues se dificulta la disponibilidad de energía y presiona al alza el nivel de precios.

La división de salud es la cuarta con mayor variación (0.8%) y contribuyó 1pb a la inflación total. El incremento corresponde a los efectos que dejó la pandemia y los costos que ello generó a las EPS. No obstante, es cada vez menor su incidencia. Restaurantes y hoteles contaron con una variación de 0.7% que responde al incremento de precios en las comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio (0.6%) y las comidas preparadas fuera del hogar para consumo

inmediato (1.0%). Por su parte, Prendas de vestir y calzado obtuvo una variación de 0.6% y una contribución de 2pb. Por último, el rubro de Muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar, con una variación de 0.4%, cierra el análisis de las divisiones por encima del promedio nacional.

Es preciso mencionar el comportamiento de la división de Alimentos y bebidas no alcohólicas. Para el mes de mayo presentó una contracción en su variación del 0.8% de la mano con una contribución a la inflación total de -0.2 p.p. Entre los bienes con mayor desaceleración de precios se encuentran las frutas frescas con una variación de -5.8%, la cebolla con -18.1%, la papa con -8.1% y los plátanos con -6.1%. La división de alimentos y bebidas no alcohólicas presionó la inflación durante el último año hasta su pico de 13.8% en marzo, por lo que su contracción en la variación para este último mes da una señal positiva. No

obstante, se debe resaltar que si bien la división viene presentando una tendencia a la baja, es probable que encuentre una nueva barrera, dada la posibilidad del inicio del fenómeno del Niño.

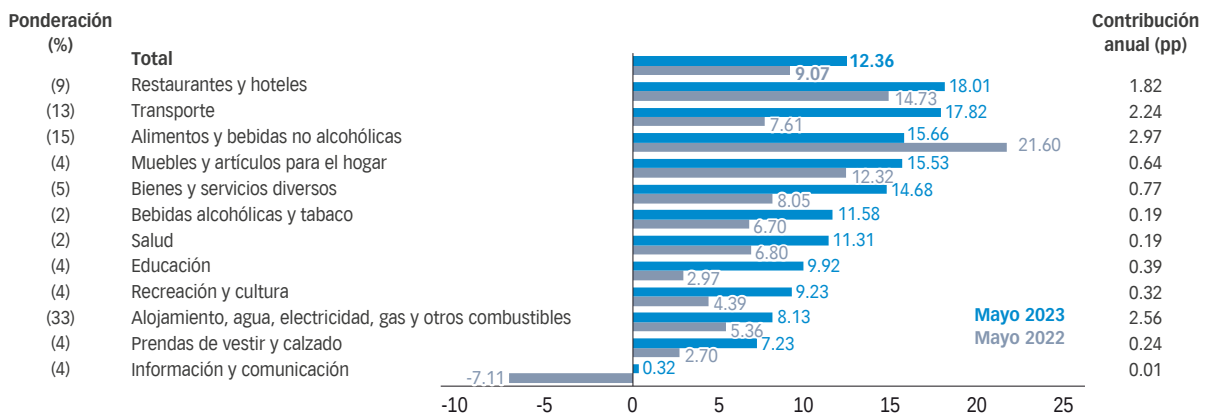
Pasando al análisis de las divisiones en términos de las variaciones anuales, encontramos que la inflación en mayo obtuvo un resultado de 12.36%, por debajo de las expectativas del mercado, con una variación que no se veía desde octubre del 2022 cuando la inflación llegó a 12.2%. Siendo así, en el último año, cinco divisiones se encuentran por encima del promedio nacional.

En primer lugar, Restaurantes y hoteles con una variación de 18% y una contribución de 1.8p.p. Este resultado corresponde al efecto que ha tenido el incremento de precios de las materias primas en el transcurso del 2022 y comienzos del 2023. Así mismo, la

división es jalonada por las comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio que presentaron una variación anual de 18% y las comidas preparadas fuera del hogar para consumo inmediato 20%. De igual manera, la división de transporte ha sido protagonista durante los últimos doce meses. Presentó una variación de 17.8% y una contribución de 2.24pp correspondiente al alza de precios en los combustibles para vehículos (28.9%) como fue mencionado previamente, los vehículos particulares nuevos o usados (22.5%) y el transporte urbano (12.5%). Si bien la división de Alimentos y bebidas no alcohólicas comienza a presentar una tendencia a la baja, aún arrastra el peso que tuvo durante el último año haciendo que tanto su variación anual (15.7%) como contribución sean importantes hoy en día (3p.p.).

Para finalizar el análisis de las divisiones por encima del promedio nacional, se encuentra Muebles, artí-

Inflación anual por divisiones de gasto (%)

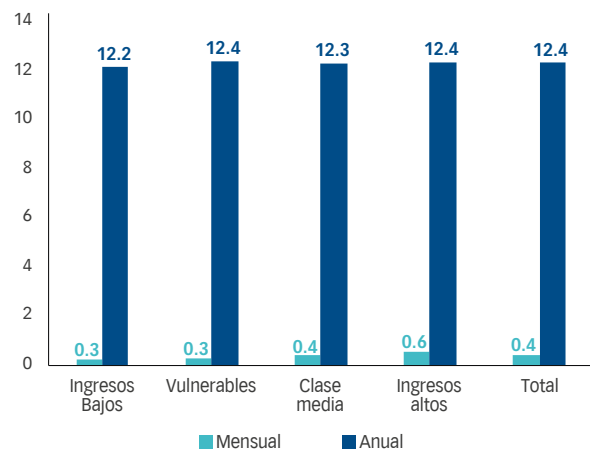


Fuente: elaboración propia de ANIF con base en DANE.

culos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar con una variación de 15.5% y una contribución de 0.6pp a la inflación total. Lo anterior corresponde en gran medida al incremento generalizado de precios en los productos de limpieza y mantenimiento, los cuales presentaron una variación anual de 26.4%. De la misma manera, se destaca la división de Bienes y servicios diversos la cual presentó una variación de 14.7% y una contribución de 0.77pp a la inflación total anual.

A partir de los resultados de la variación del IPC según niveles de ingreso reportada por el DANE es posible observar cómo la inflación afecta a los hogares de diferentes ingresos de manera diversa. En el transcurso del año se ha observado una evolución dispar en la variación del IPC según los niveles de ingreso. En primer lugar, es importante notar que hacía el principio del año, puntualmente febrero, la inflación impactó de manera más directa a los hogares con mayores recursos, respondiendo al alza de precios en las matrículas. Este resultado es común al comenzar el año. Sin embargo, en mayo de 2023, la inflación por ingresos sigue con la recomposición identificada desde el mes de febrero, con un cierre de las brechas entre hogares y una eliminación del efecto regresivo del alza en los precios. La distancia entre los hogares de menores y mayores ingresos se ha reducido a sólo 0.3pp. Además, los hogares de ingresos altos son los que tienen un mayor impacto mensual por la inflación (0.6%), seguido por los hogares de clase media (0.4%), y generando el menor impacto en los hogares vulnerables y pobres (0.3% y 0.3%, respectivamente).

IPC por nivel de ingresos (%)



Fuente: elaboración propia de ANIF con base en DANE.

Es importante notar como han cambiado las dinámicas en los precios y de qué manera se ven afectados los hogares según su nivel socioeconómico. En primer lugar, se destaca la disminución en el precio de alimentos y bebidas no alcohólicas que se viene dando desde abril. Este comportamiento favorece a los hogares de menores ingresos, dado que estos son los que destinan una mayor proporción de sus ingresos a los bienes de primera necesidad. Por otro lado, el incremento en la división de transportes asociado al mayor precio de los combustibles afecta más a los hogares de mayores ingresos por ser los que tienen mayor consumo de este tipo de bienes. Esto se ve reflejado en la inflación subyacente de energéticos, que se ubica en 22.3%, superando el IPC total y manteniendo una tendencia al alza. Esta tendencia ha empezado a trasladarse a la variación año corrido, donde el efecto regresivo también ha disminuido, acompañado por un

cierre en las brechas entre niveles de ingresos. El mayor efecto fue para los hogares de ingresos altos (6.3%), seguido de la clase media (5.8%), y por último los vulnerables (5.3%) y pobres (5.1%).

Por su parte, la variación anual también refleja un cierre de brechas, tal que la diferencia entre la inflación de los hogares de más y menos ingresos es de sólo 0.2pp, cuando en abril de 2022 llegó a ser de 3.8pp. A pesar de la disminución mensual en el precio de los alimentos, las presiones del 2022 siguen generando que el comportamiento anual de la inflación sea mayor para los hogares de ingresos vulnerables. No obstante, en contraste con resultado de abril de 2023, donde los segundos hogares más afectados eran los pobres, en este mes los ingresos altos son los que siguen a los vulnerables. Esto implica que, si la tendencia continúa, podemos esperar un cambio en la estructura hacia una composición más progresiva de la inflación.

Perspectivas

La lectura de inflación resulta optimista, no solamente porque demuestra la efectividad de la política monetaria y una menor presión externa sobre el nivel de precios, sino porque implica una recomposición de la canasta de bienes que disminuye sus efectos regresivos sobre la población más vulnerable. La división de alimentos dejó de jalonar la inflación, pero se debe tener presente la alta probabilidad del inicio del fenómeno del niño que puede volver a imprimir algunas presiones al alza, aunque menos pronunciadas. Por su parte,

es relevante hacer seguimiento al comportamiento del transporte y los servicios. En el primer caso por el incremento de los precios de los combustibles para reducir el déficit fiscal del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) y en el segundo caso por el aumento del precio de los arriendos.

No obstante, países pares de la región, como México, Chile y Brasil encontraron su techo antes que Colombia, y su experiencia demuestra que, una vez alcanzado este nivel, es poco probable que el nivel de precios retome su senda alcista. La inflación en mayo de 2023 confirma el cambio en la tendencia de la inflación que el DANE reportó el mes pasado con un resultado de 0.4%. Adicionalmente, las expectativas de los analistas reflejan el efecto conjunto de la revaluación del peso colombiano, la confianza en la política monetaria contractiva y la recomposición en las divisiones que contribuyen a la inflación.

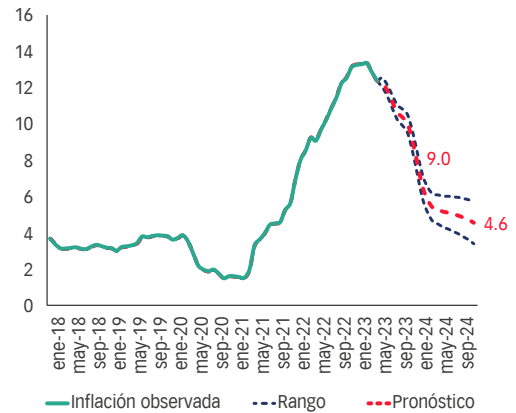
En términos anuales, el resultado de la inflación (12.36%), se encontró por debajo de la encuesta de opinión financiera desarrollada por Fedesarrollo y BVC la cual esperaba una variación de 12.6%. Con esto, durante lo que resta del 2023 se espera que el comportamiento de la inflación en Colombia sea similar a la tendencia mundial, con un descenso gradual a medida que disminuyan los choques de oferta y se debilite la demanda.

Teniendo en cuenta el análisis presentado anteriormente, desde ANIF consideramos positivos estos resultados por lo cual esperamos que la inflación disminuya paulatinamente a partir del segundo semestre y

se ubique alrededor del 9% para el final del 2023, con un rango entre 8.8% y 9.2%. Así mismo, la disipación de los choques de oferta y el efecto del endurecimiento por parte de la política monetaria durante el primer semestre del año son factores que ayudarán a reducir las presiones de precios. Por lo tanto, para el 2024 esperamos que el resultado más probable de la variación anual del índice de Precios al Consumidor sea del 4.6%. Por lo que pronosticamos volver a ubicarnos dentro del rango meta hasta 2025.

De manera similar, el mercado de deuda pública en Colombia, a corte del 8 de junio de 2023, descuenta una inflación implícita de 5.7% en el corto plazo, 8pb por debajo de la descontada en la anterior entrega sobre los resultados de la inflación en abril (10 de mayo de 2023). El mercado descuenta en el largo plazo una inflación implícita de 6.5% a 10 años y de 6.2% a 15 años. Siendo así, el indicador sigue sobre la senda

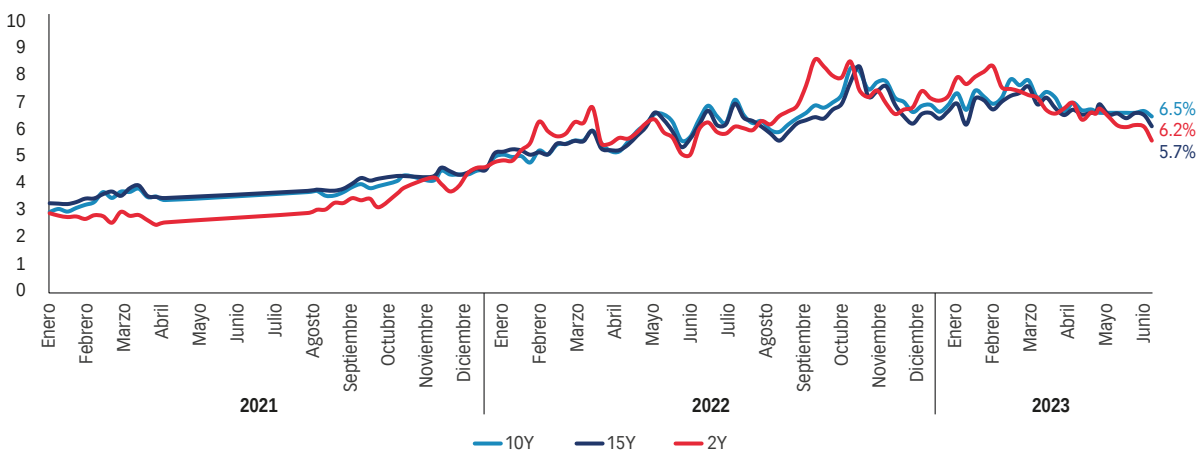
Pronóstico Índice de Precios del Consumidor hasta diciembre de 2024 (% variación anual)



Fuente: elaboración ANIF con datos del Banco de la República y el DANE.

bajista que ha mantenido a lo largo del 2023, lo que refleja que las expectativas de los agentes siguen disminuyendo. Lo anterior se alinea con las expectativas

Inflación implícita en el mercado de deuda pública (TES) a 2, 10 y 15 años (% a 8 de junio de 2023)



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

reflejadas en la encuesta del Banco de la República, donde la inflación a 12 meses cayó de 7.9% en enero de 2023 a 6.7% este mes, y la inflación a 24 meses pasó de 4.6% a 4.3% en el mismo periodo de tiempo. La desaceleración en el precio de los alimentos, la revaluación del peso colombiano y la confianza en la

efectividad de la política monetaria parecen reflejarse en las expectativas de los agentes. No obstante, la inflación sigue desanclada de la meta de mediano plazo de 3% del Banco de la República, lo que implica que los esfuerzos por la estabilidad en el nivel de precios deben continuar.

ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FISCAL: EL GOBIERNO DESTAPA SU ESTRATEGIA CON EL MFMP 2023

Como es habitual, el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2023 presenta la estrategia fiscales y presupuestaria en un horizonte de tiempo de 10 años y los supuestos que materializan esos postulados. Respecto a los últimos, el Ministerio ha contemplado una convergencia del crecimiento de la economía a las tasas previas a la pandemia a partir de 2025. Para el 2023 y 2024 espera una tasa de 1.8% y 1.5%, respectivamente, lo que implica un deterioro en las condiciones de crecimiento por cuenta de la incertidumbre internacional. Así mismo, la aversión generalizada del 2022, que mantuvo altos precios en el tipo de cambio local, se revierte de forma paulatina por los temores de recesión en las principales economías del planeta. Con eso, el MFMP proyecta una TRM promedio de COP\$4.640 por dólar en 2023 y de COP\$4.603 en 2024. Sin embargo, en ANIF consideramos que, a pesar de que en el corto plazo hay mayor apetito por activos de países emergentes, el sentimiento de riesgo local puede seguir afectando los activos colombia-

nos y modificarán la demanda de los inversionistas. Esto, de la mano con una prima de riesgo en Colombia que sigue creciendo a un mayor ritmo que los pares de LATAM y un movimiento de ventas netas de bonos de deuda soberana colombiana (TES) en fondos de capital extranjero.

Por otro lado, hay un consenso sobre las expectativas de inflación a nivel global y se espera que el crecimiento de los precios se ralentice. En el caso Colombiano, el MFMP prevé que el IPC se ubique a cierre de año en 9.2%, consecuencia de la disipación de choques externos y la efectividad de la política monetaria contractiva. Eso se alinea con la expectativa que tenemos en ANIF, con un cierre proyectado entre 8.8% y 9.2%. Como hemos mencionado, la inflación parece haber tocado techo en abril y esperamos que mantenga su senda bajista a pesar de factores de riesgo como el mayor precio de combustibles y efectos climáticos. Además, en línea con ese comportamiento,

se espera una disminución gradual de las tasas de interés de intervención del Banco de la República, que según el MFMP podrán alcanzar 11.5% hacia el final del año.

Por otro lado, las expectativas de apertura de China y el aumento de la demanda en el país asiático no han logrado disipar los temores por la pérdida de fuerza de la economía global y mantienen bajistas los precios del petróleo. A pesar de los anuncios de recortes de producción por parte de la OPEP+ que se extenderán hasta 2024, en ANIF nos alineamos con la proyección a la baja del MFMP del precio promedio del Brent, que se ubicaría en USD\$78.6 por barril a cierre de 2023, cercano a las proyecciones de la Administración de Información Energética (AIE) (a corte del 6 de junio de 2023 USD\$79.5 por barril para 2023 y USD\$83.5 para 2024). Vale resaltar que el precio del petróleo será un factor decisivo para los

términos de intercambio y el crecimiento económico en el país, así como en la entrada de divisas y financiamiento externo.

En cuanto al déficit del sector externo, el MFMP espera una reducción del déficit de cuenta corriente, con un desbalance que baje a 4.0% del PIB desde el 6.2% de 2022. Lo anterior se alinea con las expectativas de déficit de cuenta corriente de 4.1% estimado desde ANIF. La estimación se realiza bajo el supuesto de una desaceleración en el crecimiento local que corrija a la baja la demanda interna y disminuya las compras al exterior (importaciones) y menores presiones sobre los precios a nivel internacional. En cuanto a la financiación del déficit externo, el gobierno proyecta seguirá en manos de la Inversión Extranjera Directa (IED). Por lo tanto, resulta de vital importancia mantener incentivos de largo plazo que atraigan inversión de manera sostenible, en especial en los sectores que tradicionalmente canalizan la inyección de recursos del exterior.

Perspectivas supuestos macroeconómicos

Variable	2023	2024
PIB real (var. %)	1.8	1.5
Inflación (cierre año)	9.2	5.7
Tasa de cambio (promedio año)	4.640	4.603
Precios de petróleo (Brent, USD)	78.6	74.5
Producción de petróleo (KBPD)	769	788
Balance de cuenta corriente	-4	-3.5

Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC.

¿Qué se espera para el 2023 y 2024?

Con todo, se espera un ajuste en el déficit para las siguientes dos vigencias. Para 2023 se alcanzaría un equilibrio primario, pero el déficit pasaría de 3.8% al 4.3% del PIB, que significa un ajuste de un 1pp con respecto al 5.3% del 2022. Para este año se proyecta que los ingresos totales del gobierno central se ubiquen en 19.3% del PIB, principalmente por un aumento en el recaudo por cuenta de las reformas tributarias del 2021 y 2022, así como una proyección en un continuo aumento de los precios de las materias pri-

mas. Sin embargo, preocupa que para el 2023 el gasto total del GNC alcanzará 23.6% el PIB, lo que equivale a un incremento de 2.0 pp del PIB en comparación con el 2022, resultado del incremento de la inflación de 2022 y el consecuente ajuste salarial. Eso se traduce en mayores presiones de gasto en personal y transferencias de salud y pensión de los funcionarios del estado. Además, el aumento en el gasto se debe a un incremento en \$16.9 billones destinados a implementar el PND. Finalmente, uno de los mayores rubros del gasto del GNC obedece al FEPC en los cuales proyecta un gasto cercano a 1.6pp del PIB, lo cual aumenta en 0.4pp frente al año anterior para saldar el déficit causado de vigencias anteriores.

Ahora, en lo que respecta al 2024, se espera un leve incremento del déficit fiscal a 4.5% del PIB, debido a los compromisos con los intereses en el pago de deuda. Los ingresos totales muestran un aumento de 12.5%, lo que se traduce en un incremento de 1.6pp como porcentaje del producto, jalonado en mayor medida por los ingresos tributarios (18.6pp) y por los ingresos de capital en 1.6pp. En cuanto a los ingresos tributarios, llama la atención que el Gobierno sustenta que el recaudo de casi \$ 315 billones de ingresos por parte de la DIAN, se impulsaría principalmente por una lucha contra la evasión (0.8pp) y por producto de litigios tributarios de la misma entidad (0.9pp). Es una meta ambiciosa que establece el gobierno nacio-

Balance del GNC 2021 - 2023

Concepto	SMM		% PIB		Dif (pp)
	2023*	2024*	2023*	2024*	
Ingresos Totales	309.120	347.649	19.3	20.5	1.2
Tributarios	274.168	315.861	17.1	18.6	1.6
DIAN	273.285	314.926	17.0	18.6	1.6
No DIAN	883	935	0.1	0.1	0.0
No Tributarios	1.466	1.539	0.1	0.1	0.0
Fondos Especiales	3.606	3.809	0.2	0.2	0.0
Recursos de Capital	29.879	26.440	1.9	1.6	-0.3
Rendimientos Financieros	1.500	1.500	0.1	0.1	0.0
Excedentes Financieros	28.350	24.940	1.8	1.5	-0.3
Reintegros y otros recursos	29	0	0.0	0.0	0.0
Gastos Totales	378.663	424.357	23.6	25.0	1.4
Intereses	69.608	76.861	4.3	4.5	0.2
Gasto Primario	309.055	347.496	19.2	20.5	1.2
Gasto Primario sin FEPC	282.718	329.695	17.6	19.4	1.8
FEPC	26.337	17.801	1.6	1.0	-0.6
Balance Primario	65	153	0.0	0.0	0.0
Balance Total	-69.543	-76.708	-4.3	-4.5	-0.2
Balance Total Permitido por la RF	-69.752	-76.708	-4.3	-4.5	-0.2
Excedente(+) / Ajuste (-)	209	0	0.0	0.0	0.0

Fuente: elaboración ANIF con base MHCP.

nal, pero de difícil cumplimiento. La dirección de impuestos ha estado en constante transformación desde hace varios años, pero su capacidad de gestión aún es limitada.

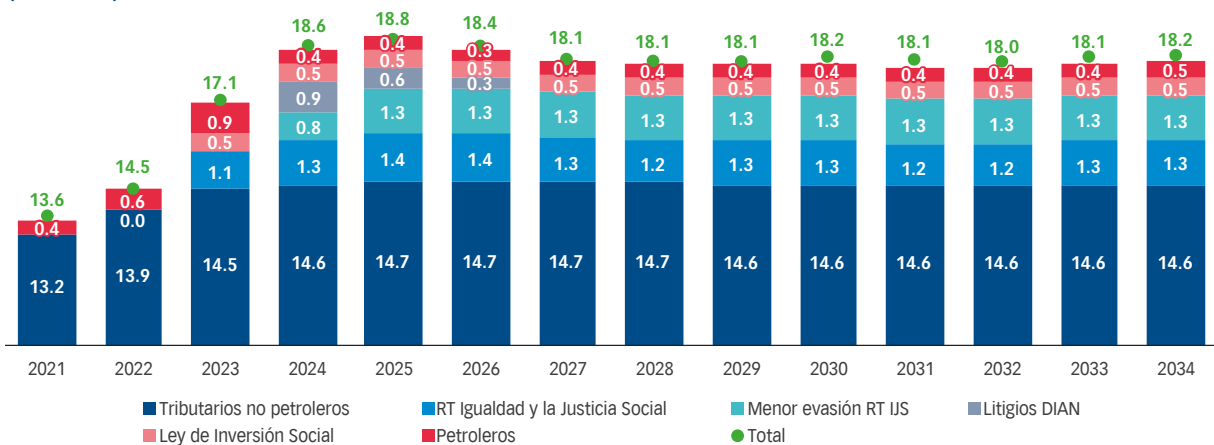
La preocupación persiste si se tiene en cuenta el crecimiento de los gastos. Este rubro alcanzaría el 25% del PIB, incrementando en 1.4pp con respecto al 2023. El aumento se explica principalmente por la implementación de los programas sociales del PND y el gasto social inflexible. Este comportamiento está jalado en 20.5pp por el gasto primario (incluyendo FEPC) y los 4.5pp restantes por el pago de intereses. Puntualmente, el gasto primario sin FEPC aumenta por los componentes del Presupuesto General como lo son el SGP, aumento en gastos de personal y las implicaciones de transferencias a salud y pensiones. Si a esos gastos rígidos se les suma la indexación por inflación, el panorama no es alentador.

Mediano plazo: Ingresos y gastos

El gobierno estima que la evolución de la actividad económica esté jalonada por el buen comportamiento que han mostrado las actividades no tradicionales y de servicios tras la pandemia, favoreciendo aún más la diversificación de la canasta exportadora y el crecimiento de la inversión en infraestructura. El programa de reindustrialización del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo planean fortalecer el desempeño de estos sectores a través de una mejora en la productividad y, por ende, aumentar el crecimiento económico. Con eso, el producto luego del 2026 crecería a tasas promedio del 3.2%.

En cuanto a los ingresos tributarios, representarían un promedio de 18.2% del PIB para el periodo 2025-2034. En esa ventana de tiempo, los recursos provenientes de la reforma tributaria para la igualdad y la Justicia so-

Ingresos tributarios
(% del PIB)



Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC.

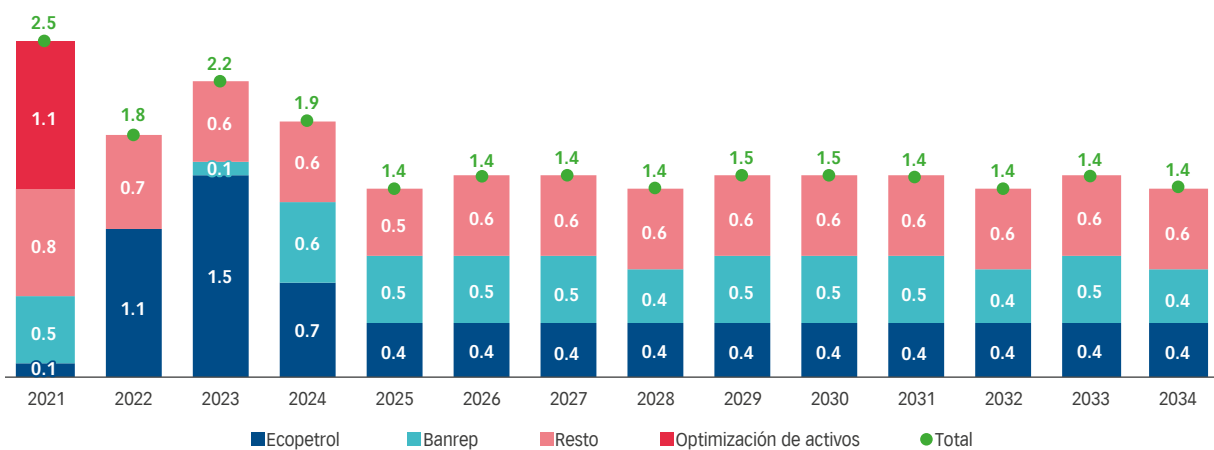
cial y los ingresos derivados de la lucha más eficaz de la DIAN contra la evasión, son las que más contribuirían a incrementar el recaudo. Los ingresos de la reforma se mantendrían relativamente constantes en cerca de 1.3% del PIB a lo largo del periodo. Como resaltamos en las vigencias 2023 y 2024, las metas de gestión que se han puesto para la DIAN son ambiciosas y difíciles de cumplir en la práctica, pues se espera que la lucha más eficaz de la DIAN contra la evasión y la elusión genere un ingreso estable y constante de alrededor el 1.3pp del PIB. Sumado a eso, se proyecta que la entidad puede generar ingresos a partir de los procesos de arbitramento en litigios tributarios, que tendrían una senda decreciente y alcanzaría en 2025 y 2026 una contribución de 0.6pp y 0.3pp del PIB, respectivamente.

Con respecto a los ingresos no tributarios, el Marco espera que en el periodo comprendido entre 2025 y 2034, se establezcan en cerca de 1.4 puntos del PIB. A medida

que el petróleo pierde fuerza por cuenta de la transición energética que plantea el plan de gobierno y así mismo una pérdida relativa en los precios internacionales, también lo harán los recursos provenientes de ese rubro. Eso se compensa con las utilidades del Banco de la República representarán cerca de 0.5 puntos del PIB en esa ventana de tiempo. No obstante, vale resaltar que los ingresos provenientes por rendimientos de títulos de deuda que se registrarán en 2024, que obedecen a tasas de interés atípicamente altas, no serán una constante en el futuro, por lo que los ingresos por ese concepto son al menos cuestionables.

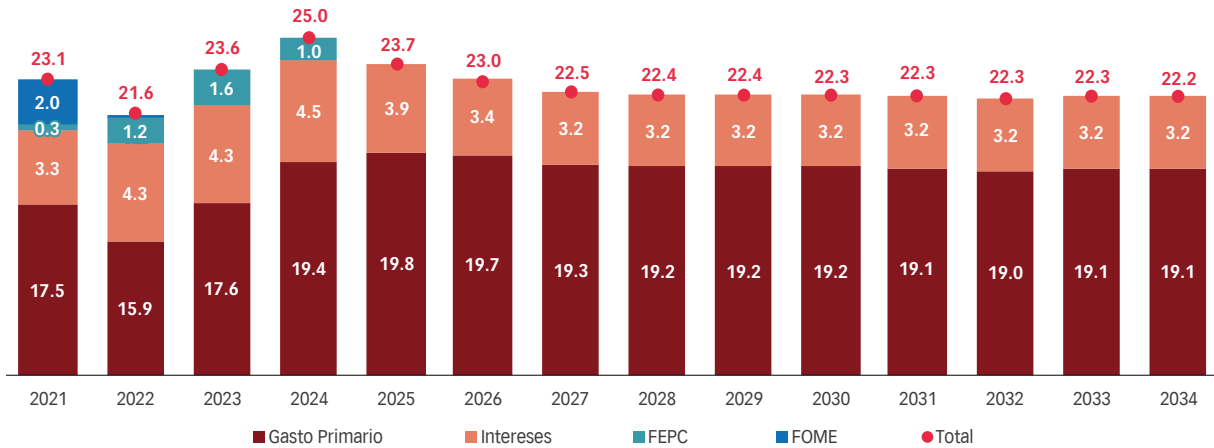
Ahora, en términos de gasto, se espera que el gobierno alcance hasta 2034 aproximadamente 22.5 puntos del PIB en promedio por año. Como es habitual, el rubro de mayor importancia es el gasto primario, seguido de intereses. En ese último punto, el gasto en el mediano plazo alcanzaría en promedio 3,3% del PIB,

**Ingresos no tributarios
(% del PIB)**



Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC.

**Gasto total del GNC
(% del PIB)**



Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC.

lo que implicaría una disminución de 1,2pp del PIB frente al escenario estimado para 2024. Sin embargo, como mencionamos, el incremento de poco menos de 2 puntos del PIB del gasto primario entre 2023 y 2024 es preocupante, y más si se mantienen de manera sostenida en la ventana de tiempo contemplada por el Marco. En ese sentido, se destinarán muchos más recursos provenientes de los ingresos tributarios por gestión, que, como mencionamos, son difíciles de ampliar en el corto plazo.

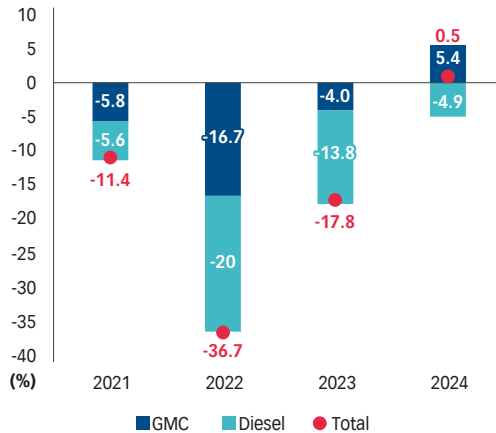
Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles - FEPC

Desde el 2022, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público ha dedicado un apartado especial en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) al FEPC. Ahora, las cuentas del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles se hacen explícitas en el balance del go-

bierno. Para este Marco, se encuentra que la cifra total de cierre para el 2022 fue de 36.7 billones de pesos de déficit, correspondiente al subsidio implícito que el gobierno paga a los productores de combustibles (ACPM y Gasolina) por venderlos en el mercado doméstico a un precio más bajo que el de paridad internacional.

Para reducir el gasto en este frente, la estrategia del gobierno ha sido incrementar el precio de referencia interno de la gasolina corriente y cerrar paulatinamente la brecha existente con los precios internacionales de referencia. Los incrementos iniciaron en octubre de 2022 con \$400 mensuales y se mantienen hasta el momento en \$600. Derivado de la continuidad en los incrementos paulatinos, se proyecta un déficit para el fondo en el 2023 sea \$4 billones y un superávit de \$5.4 billones para el 2024 en términos de gasolina corriente. Eso, ayudado también por una reducción del precio internacional del petróleo como consecuencia de la menor demanda global.

**Posición neta del FEPC
(\$, billones de pesos)**



Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC.

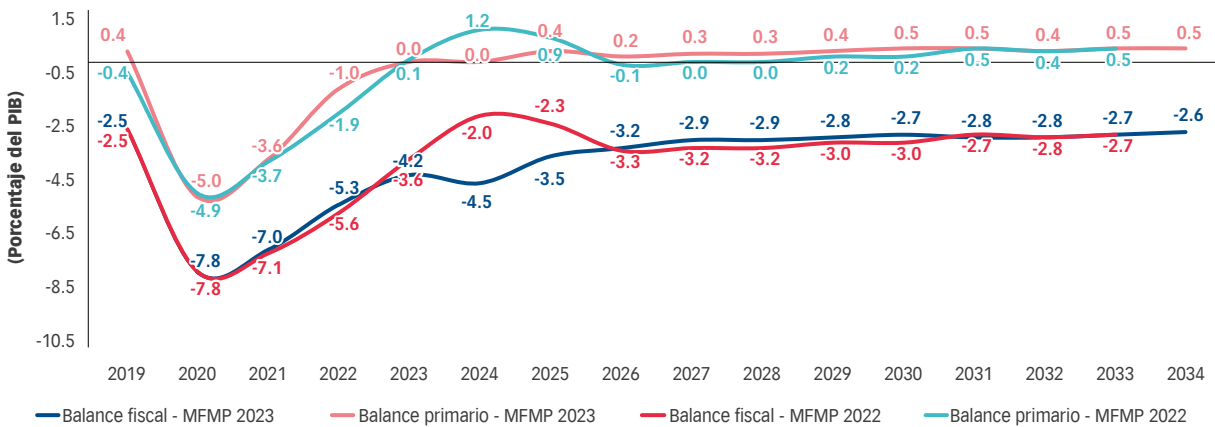
No obstante, el precio del Diesel sigue sin modificaciones en el corto plazo. Si bien el gobierno planea que la posición neta del Fondo en 2025 sea de equilibrio, aún no es del todo claro cuándo comenzarán los

ajustes para ese combustible líquido y en qué magnitud. Debido a que la inflación parece haber llegado a su techo en abril de 2023, es un buen momento para ajustar de forma progresiva los precios internos del ACPM y liberar espacio fiscal para otra necesidades más apremiantes.

Estrategia fiscal

Con las estimaciones entre ingresos y gastos que prevé el gobierno se presenten en la próxima década, el déficit fiscal se estabilizará en aproximadamente 2.8 puntos del PIB. Además, se contempla un equilibrio en el 2023 en el balance primario y luego un superávit promedio de 0.4% del PIB, lo que es consistente con la regla fiscal. Con eso, el gobierno retorna a la senda de cifras positivas en el balance primario que se vio interrumpida por la pandemia. Al comparar las cifras con el MFMP de 2022, se encuen-

**Balance del gobierno
(%, Porcentaje del PIB)**



Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC.

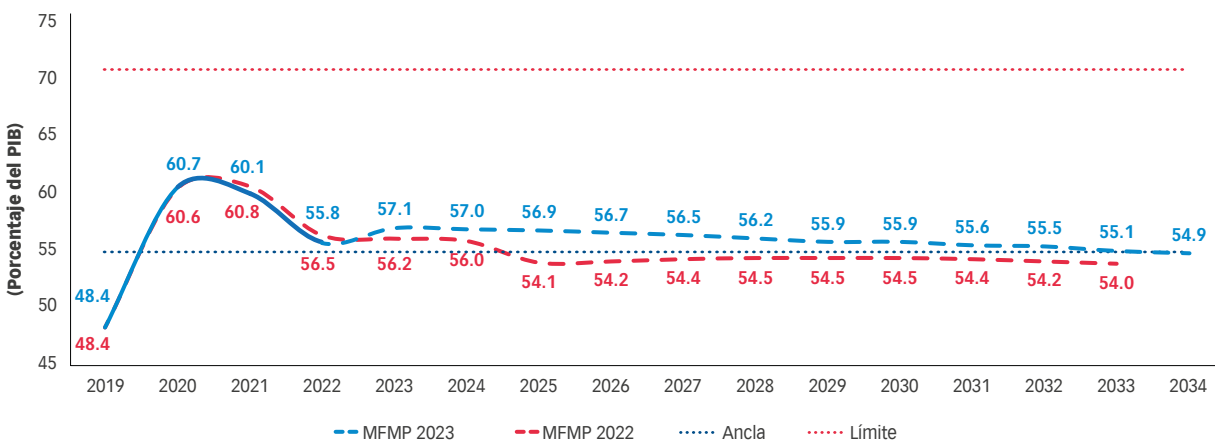
tra que la anterior administración esperaba un ajuste inicial más fuerte en el balance en el 2024, que contrasta con el fuerte incremento en el gasto primario del actual gobierno y que impide continuar con esa primera senda.

Caso similar sucede con la deuda pública. donde el gobierno anterior esperaba una corrección por debajo del ancla luego del 2025 y la administración de turno la planea para el final de sus estimaciones, el 2034. No obstante, como hemos mencionado, la prima de riesgo que se mantiene alta para Colombia en comparación con sus pares podría comprometer el pago de intereses y con eso incrementar las presiones sobre los niveles de deuda. Además, si se tienen en cuenta los riesgos que el Marco contempla, como choques internacionales en la oferta global que afecten la inflación y aumenten la percepción de riesgo en las economías emergentes, el problema podría empeorar.

Perspectivas

Si bien, de forma general los supuestos son consistentes y contemplan los riesgos internos y externos, la evolución de los ingresos y gastos es preocupante. En el caso de los primeros, se deposita una enorme responsabilidad en el recaudo de la DIAN por concepto de mayor gestión y fiscalización, meta que si bien es deseable es muy poco realista en el corto plazo. Además, se espera un importante desempeño de los ingresos del Banco de la República que fueron excepcionales en el 2023 por cuenta de la tenencia de TES a altas tasas de interés. Si el gobierno contempla una disminución en la tasa de títulos del estado, los rendimientos del Banco Central se verían afectados. Por cuenta de las erogaciones llama la atención el fuerte incremento del gasto primario para la vigencia 2024 que pone en riesgo la estabilidad fiscal en el mediano plazo. Como mencionamos los ingresos no están en sintonía con la capacidad de gestión de la dirección de impuestos y crear gasto inflexible sin una

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



Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC.

fuentes de ingresos permanente solo aumentarían nuestras necesidades de financiamiento.

Por otra parte, el FEPC es portador de buenas noticias en este Marco. Se espera una posición neta de 0 del FEPC luego del 2025; esto es, no subsidiar ningún combustible líquido del país y que el mecanismo siga cumpliendo la función por la que fue creado, pero esta vez sin presiones fiscales. No obstante, quedan algunas dudas sobre los inicios del ajuste en términos de ACPM que deberían iniciar pronto para cumplir la meta fiscal.

Finalmente, la estrategia fiscal planteada en el Marco es consistente, a primera vista, con la regla fiscal. Se

estima un superávit en el balance primario a partir del 2025 en línea con el menor gasto en el FEPC y el incremento en los ingresos. No obstante, hemos llamado la atención sobre algunos puntos críticos de los ingresos y gastos que podrían desviar la trayectoria de corrección del déficit y la deuda pública.

Teniendo en cuenta esas dificultades en las metas fiscales por cuenta de los riesgos que amenazan los ingresos y otros que incrementan el gasto inflexible del gobierno, en ANIF proyectamos que el déficit fiscal se ubicará en 4.5% en 2023 y 4.7% en 2024, escenario que es ligeramente más negativo que el pronóstico del MFMP en 0.3pp para 2023 y 0.2pp en 2024.

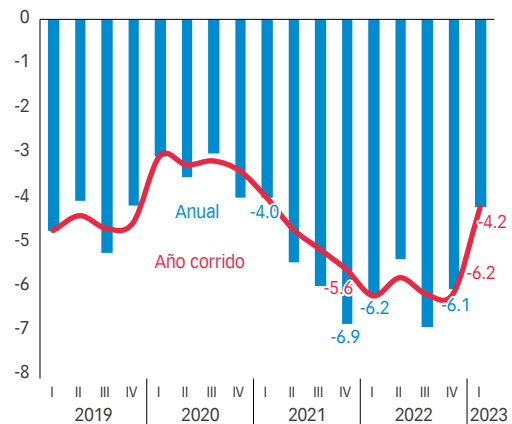
RESULTADOS DE LA CUENTA CORRIENTE

PRIMER TRIMESTRE DE 2023

La cuenta corriente del país registró un déficit de 4.2% del PIB durante el primer trimestre de 2023 (equivalente a -US\$3.422 millones), lo que representa una disminución de 1.8 pp respecto al déficit de 6.1% del PIB (-US\$4.931 millones) registrado en el trimestre anterior y de 2.0pp frente a lo observado en el mismo periodo de 2021 (-6.2% del PIB, equivalente a -US\$5.372 millones).

Los resultados del trimestre refuerzan la tendencia contraccionista que el déficit de la cuenta viene registrando desde el último trimestre de 2022. Lo anterior se desprende de la menor demanda interna y por ende de la menor dinámica de crecimiento que en conjugación con el mejor comportamiento del mercado laboral en economías desarrolladas lograron matizar los efectos de la política monetaria contraccionista a nivel internacional sobre los prestamos externos.

Cuenta Corriente
(anual y año corrido, % del PIB)



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

Frente al trimestre octubre-diciembre de 2022, la reducción del déficit de la cuenta en términos contables se explica por la disminución en dólares de la

cuenta (+1.8pp) y el efecto que la apreciación del peso tuvo sobre el PIB nominal en dólares (0.1pp), movimientos que ayudaron a contrarrestar de forma parcial la disminución en pesos del PIB nominal (-0.1pp). Por componentes, el menor déficit del trimestre lo explica la reducción del déficit de balanza comercial, de bienes y servicios, así como de los menores egresos de la renta de los factores.

Ahora en la comparación anual, la dinámica que el país mantuvo con el mundo en los primeros tres meses del año, mostro un comportamiento en línea con lo observado en los componentes en la, ya descrita, evolución trimestral. Antes de entrar en este detalle vale la pena señalar que, en la variación anual en términos contables, la disminución en dólares del déficit de la cuenta (2.1pp) fue el principal factor detrás de la reducción registrada, seguido de el crecimiento del PIB nominal en pesos (0.7pp). Movimientos que fue-

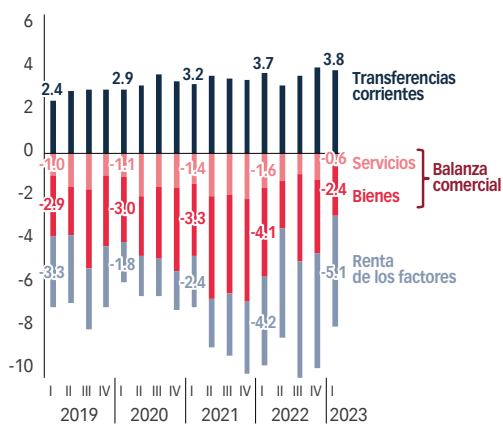
ron contrarrestados parcialmente por la depreciación del peso sobre el PIB nominal en dólares (-0.8pp).

Ahora, por componentes el menor déficit de la cuenta corriente encuentra explicación en la disminución del 52% de la balanza comercial (-US\$1.625 millones en la balanza de bienes y -US\$957 millones en la balanza de servicios) frente al registro de 2023. En contrate, la renta de los factores registró un incremento del 15% en los egresos netos (US\$552 millones) asociados en gran parte al pago de intereses por prestamos externos.

De esta forma en los primeros tres meses de 2023 la cuenta corriente se compuso de la siguiente forma: (i) el déficit de la balanza comercial, bienes y servicios, (-US\$2.382 millones), equivalente a -3.0% del PIB (vs. -5.8% del PIB presentado un año atrás); (ii) el déficit en la renta de los factores (-US\$4.137 millones), correspondiente a -5.1% del PIB (-4.2% del PIB); y (iii) el superávit en las transferencias corrientes (US\$3.097 millones), con lo cual se ubica en el 3.8% del PIB (vs 3.7% del PIB).

Al interior de la balanza comercial, la canasta de bienes registró un déficit de US\$1.930 millones (-2.4% del PIB). Ahí, las exportaciones disminuyeron 2.3% anual hacia niveles de US\$13.446 millones (vs. US\$13.764 millones un año atrás). El menor valor exportado se desprende en mayor medida de las menores ventas de petróleo y sus derivados asociadas a un menor valor exportado (28%) y a menores cantidades (10.4%). De igual forma, las exportaciones de café registraron una disminución en el valor y volu-

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



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

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

	2020	2021	2022
Cuenta Corriente	-3.108	-5.372	-3.422
%PIB	-4.0	-6.2	-4.2
Bienes y servicios	-3.691	-4.964	-2.382
%PIB	-4.8	-5.8	-3.0
Bienes (Balanza Comercial)	-2.588	-3.555	-1.930
%PIB	-3.3	-4.1	-2.4
Exportaciones	9.279	13.764	13.446
Importaciones	11.866	17.319	15.376
Servicios	-1.103	-1.409	-452
%PIB	-1.4	-1.6	-0.6
Ingreso Primario (Renta de los factores)	-1.867	-3.585	-4.137
%PIB	-2.4	-4.2	-5.1
Ingreso Secundario (Transferencias corrientes)	2.450	3.177	3.097
%PIB	3.2	3.7	3.8
Remesas de trabajadores	1.949	2.046	2.476
Cuenta de Capital y Financiera	2.789	4.901	2.827
%PIB	3.6	5.7	3.5
Inversión Directa	1.438	3.544	3.565
%PIB	1.9	4.1	4.4
Inversión Extranjera Directa	2.307	4.832	4.305
%PIB	3.0	5.6	5.3
Inversión de cartera	-1.319	-1.866	-913
%PIB	-1.7	-2.2	-1.1
Activos	422	2.666	1.903
Pasivos	-897	800	990
Otra Inversión	2.539	2.972	96
%PIB	3.3	3.4	0.1
Derivados Financieros	321	377	248
%PIB	0.4	0.4	0.3
Variación activos externos *	-190	127	169
%PIB	-0.2	-0.1	-0.2

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

men exportado. Por el contrario, las ventas de carbón registraron incrementos relacionados un aumento en el precio implícito del mineral (37%) y en las cantidades comerciadas (6%). Cabe resaltar que las exportaciones no tradicionales también jugaron un rol clave en contrarrestar de forma parcial las menores exportaciones. En cuanto a las importaciones estas se ubicaron en US\$15.376 millones lo que representó una disminución de 11.2% frente al regis-

tro del mismo periodo en 2022. En este caso, el comportamiento del trimestre se desprende, principalmente, de menores importaciones de insumos y bienes de capital para la industria (18%) y de equipos de transporte (11%).

Por el lado de la balanza de servicios, el déficit se ubicó en US\$452 millones correspondientes a -0.6% del PIB. En el frente de las exportaciones estas totalizaron

US\$3.585 millones, lo que representa un incremento de 24%. Lo anterior se deriva de las mayores exportaciones de servicios tradicionales (34%) y modernos (14%). En cuanto a las importaciones en el año estas se ubicaron en US\$4.036. Ahí los servicios tradicionales presentaron una contracción de 15%, mientras que los modernos se incrementaron en 17%.

El mayor déficit del rubro de la renta de los factores se explica, en mayor medida, el incremento en los pagos de intereses relacionados a créditos externos (20% de los egresos del componente), seguido de un aumento en los egresos por concepto de utilidades de las empresas con Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia (59% de los egresos del rubro). Cabe mencionar que el mayor pago de intereses se da en respuesta a las mayores tasas de interés internacionales, en respuesta a una política monetaria restrictiva. En cuanto a las utilidades derivadas de la IED, se destaca las salidas relacionadas con actividades de minas y cantera que fueron parcialmente compensados por la menor salida de las utilidades relacionadas con explotación petrolera y establecimientos financieros y servicios empresariales.

Frente a las transferencias corrientes, en el primer trimestre los ingresos netos fueron inferiores en 2.5% frente al superávit de US\$3.177 millones registrado en 2022. La caída en las transferencias se desprende de menores ingresos asociados a ingresos distintos a las remesas (-38%), mientras que las remesas registraron un crecimiento anual de 21%. Ahí las remesas provenientes de Estados Unidos y Reino Unido explican el comportamiento mencionado.

Perspectivas

En la última edición de Panorama presentamos aquellos factores y dinámicas que consideramos claves para la consolidación del escenario de cuenta corriente que proyectamos para 2023. Ahora, con los resultados del primer trimestre del año ratificamos nuestra perspectiva de disminución del déficit. Para esto, en el frente de la balanza comercial, la corrección en el consumo interno ante el escenario inflacionario y la política monetaria adoptada para la corrección de este mantendrá los menores niveles de las importaciones. En cuanto a las exportaciones, se espera una disminución producto del menor precio del petróleo (proyección ANIF de US\$78 por barril de referencia Brent) respecto al promedio de US\$100.9 por barril registrado en 2022 y la ralentización de la economía mundial, lo que podría estar parcialmente compensado por las exportaciones no tradicionales que se beneficiarían de la tasa de cambio y los términos de intercambio elevados. La mayor reducción del déficit se espera que provenga de la renta de los factores en línea con la desaceleración de la actividad económica y los menores egresos por utilidades asociadas a la IED en un contexto de menores precios de los combustibles. Escenario que estaría contrarrestado por el aumento del pago de intereses de los créditos que mantiene el país con el exterior. Por último, en el frente de las transferencias corrientes, si bien las remesas continuarán teniendo un papel relevante en contrarrestar los balances deficitarios de la cuenta corriente, es de esperarse que el menor crecimiento económico de economías como la estadounidense y la inglesa lleve a una menor recepción de ingresos por este concepto.

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

	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
Cuenta Corriente	-14.810	-9.267	-17.951	-21.252	-14.890	-14.230
% del PIB	-4.6	-3.4	-5.6	-6.2	-4.1	-3.6
I. Bienes y Servicios	-14.148	-13.105	-20.002	-16.309	-13.590	
% del PIB	-4.4	-4.8	-6.3	-4.7	-3.7	
Bienes (Balanza Comercial)	-9.863	-8.870	-13.984	-11.814	-9.440	-9.380
% del PIB	-3.1	-3.3	-4.4	-3.4	-2.6	-2.4
II. Renta de los factores	-9.717	-4.950	-8.723	-17.251	-12.100	
% del PIB	-3.0	-1.8	-2.7	-5.0	-3.3	
III. Transferencias	9.055	8.788	10.775	12.308	10.800	
% del PIB	2.8	3.2	3.4	3.6	3.0	

*Proyectado.

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

Bajo ese panorama, el déficit de cuenta corriente para 2023 sería del orden de los US\$14.890 millones, equivalente a -4.1% del PIB. Por componentes, el déficit de la balanza comercial pasaría a ser de 3.7% del PIB. Le sigue el ingreso primario con un déficit correspondiente a 3.3% del PIB. Los balances deficitarios estarían parcialmente compensados por las transferencias corrientes (3.0% del PIB). Ese resultado va de la mano del creci-

miento proyectado de la economía de 1.4% por ANIF y de revaluación del peso frente al dólar (proyección de \$4.449 promedio para 2023, correspondiente a una revaluación de 4.5%). Para 2024, esperamos continúe la tendencia de reducción del déficit de la cuenta corriente y se ubique en 3.6% del PIB. La materialización de este escenario va en línea con el escenario macroeconómico proyectado y presentado en las secciones anteriores.

RESULTADOS DE LA CUENTA DE CAPITALES

PRIMER TRIMESTRE DE 2023

En el primer trimestre de 2023, el déficit de la cuenta corriente que se analizó en el apartado anterior se fondeó con un superávit en la cuenta de capitales de 3.5% del PIB (equivalentes a US\$2.837 millones). Inferior en 2.8pp al superávit registrado un trimestre atrás (6.2% del PIB, correspondiente a US\$5.068 millones) y 2.2pp menor a la observada en el primer trimestre 2022 (5.7% del PIB, US\$4.901 millones).

El desempeño de la cuenta de capitales en la comparación trimestral se explica por los ingresos de capital extranjero (US\$5.754 millones), de salidas de capital colombiano hacia el exterior (US\$3.006 millones vs.) y en el pago de derivados financieros a no residentes

(-US\$248 millones). De igual forma, se registró un aumento de las reservas internacionales por un valor de US\$169 millones.

Por componentes sobre salen los flujos de: (i) inversión directa (US\$3.565 millones), equivalentes al 4.4% del PIB (vs. 4.1% del PIB en 2021); (ii) inversión de cartera (-US\$913 millones), correspondiente al -1.1% del PIB (vs. -2.2% del PIB); y "otra inversión" (US\$96 millones), equivalentes a 0.1% del PIB (vs. 3.4% del PIB). Todo eso es consistente con una acumulación de Reservas Internacionales por US\$169 millones (0.2% del PIB), llevando a un saldo neto de RIN (Reservas Internacionales Netas) de US\$57.966 millones.

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

	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
Cuenta de capital y financiera	13.298	8.113	16.693	20.630	14.890	-13.972
% del PIB	4.1	3.0	5.2	6.0	4.1	-3.6
Inversión directa	10.836	5.725	6.381	13.467	10.340	
% del PIB	3.4	2.1	2.0	3.9	2.8	
Inversión Extranjera Directa	13.989	7.459	9.561	16.869	13.600	11.900
% del PIB	4.3	2.8	3.0	4.9	3.7	3.0
Inversión de cartera	-24	1.768	4.595	-411	400	
% del PIB	0.0	0.7	1.4	-0.1	0.1	
Otra inversión	5.904	4.435	6.736	8.969	5.250	
% del PIB	1.8	1.6	2.1	2.6	1.4	
Activos de Reservas	3.333	4.328	654	571	1.500	
% del PIB	1.0	1.6	0.2	0.2	0.4	
Saldo Reservas Internacionales Netas	53.167	59.031	58.579	57.269	58.769	
% del PIB	16.5	21.8	18.4	16.6	16.2	

* Proyectado

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

Al interior del rubro de inversión directa, la Inversión Extranjera Directa (IED) bordeó los US\$4.305 millones correspondientes al 5.3% del PIB. Monto inferior a los US\$4.832 millones registrados un año atrás. Por actividad económicas, la minería y petróleo (31% del total) fueron los que mayor IED registraron, seguidos por los servicios financieros y empresariales (17%), industria manufacturera (14%), transporte y comunicaciones (10%), comercio y hoteles (10%) y electricidad (9%).

Perspectivas

Los mencionados déficits externos nos llevan a pronosticar un superávit de la cuenta de capitales de 4.1% del PIB para 2023 (vs. 6.0% del PIB en 2022), incluyendo

los activos de reserva. En esa línea proyectamos una recomposición en cuanto a los flujos de: (i) IED neta, que pasaría de 3.9% del PIB en 2022 al 2.8% del PIB en 2023 (US\$10.340 millones); (ii) inversión de cartera, que aumentaría de -0.1% del PIB en 2022 hacia 0.1% del PIB en 2023 (US\$400 millones); y (iii) otra inversión, que se espera registre una disminución del 2.6% del PIB en 2022 al 1.4% del PIB en 2023 (US\$5.250 millones).

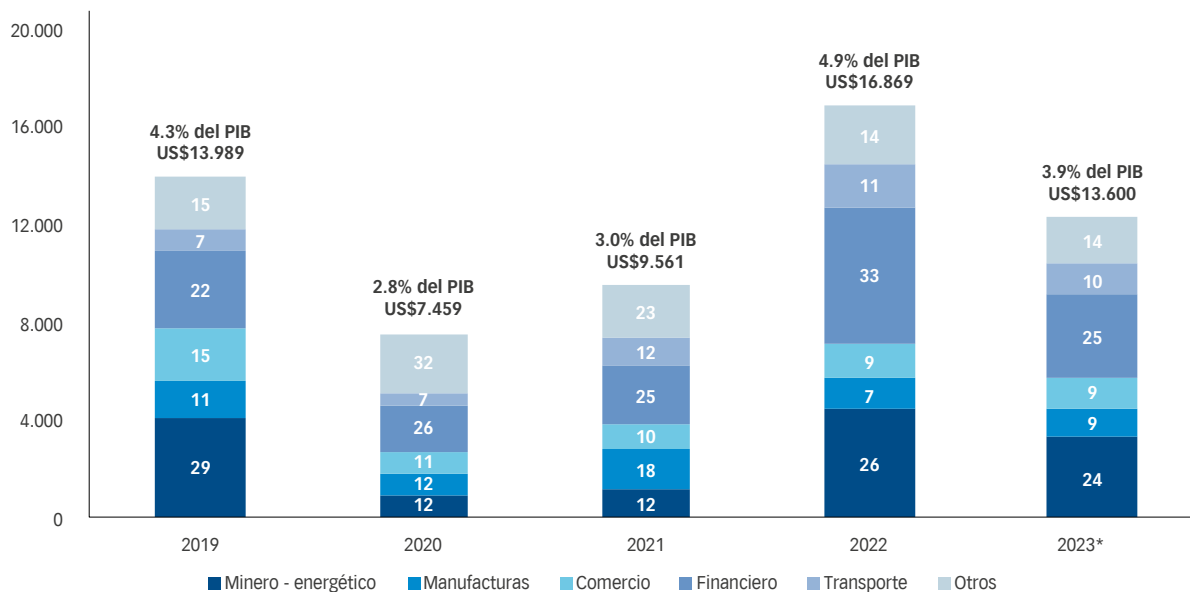
Ese panorama es consistente con un escenario de expansión de Reservas Internacionales Brutas, por un valor de US\$1.500 millones. Lo que dejaría al país con un saldo total de US\$58.769 millones en 2023. Para 2024, en línea con el menor déficit de la cuenta corriente, se proyecta que la cuenta de capitales equivalga a 3.6% del PIB.

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

Sector	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
Minero - energético	4.117	896	1.150	4.429	3.264	
Manufacturas	1.499	894	1.719	1.239	1.224	
Comercio	2.125	847	957	1.466	1.224	
Financiero	3.132	1.920	2.402	5.609	3.400	
Transporte	1.006	538	1.133	1.789	1.360	
Otros	2.109	2.364	2.199	2.335	1.883	
IED Bruta	13.989	7.459	9.561	16.869	13.600	11.900
IED Bruta (% del PIB)	4.3	2.8	3.0	4.9	3.7	3.0
IED Colombiana en el extranjero	3.153	1.686	3.181	3.720	3.260	3.250
IED Neta	10.836	5.772	6.381	13.148	10.340	8.650
IED Neta (% del PIB)	3.4	2.1	2.0	3.8	2.8	2.2

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

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



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

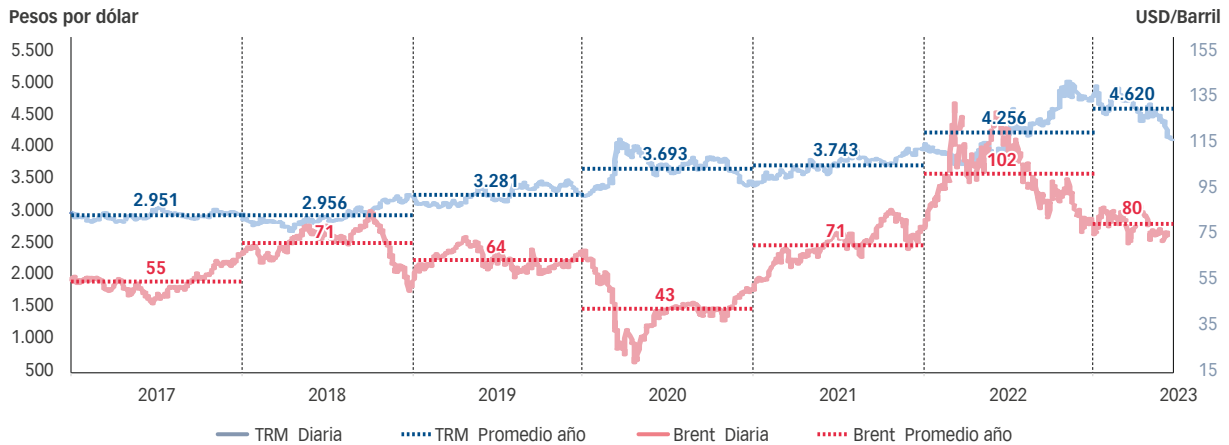
TASA DE CAMBIO

La tasa de cambio se mantiene como una de las variables de mayor protagonismo en el contexto macroeconómico del país. Su capacidad de reacción inmediata ante los cambios en las expectativas y la percepción de riesgo por parte del mercado, pone en la lupa sobre esta hace necesario su análisis. Desde la pandemia, como hemos ya evaluado en versiones anteriores de este informe, ha sido evidente la volatilidad que ha enfrentado la TRM. Pasando a de un precio promedio de COP\$ 3.281 en 2019 a uno de \$4.256 en 2022, con registro por encima incluso de los COP\$5.000. No obstante, la dinámica observada en los últimos meses de lo corrido de 2023 ha marcado

un cambio en la tendencia devaluacioncita que mantenía la divisa colombiana.

En la última edición de Panorama de este año se detalló los movimientos y los factores que llevaron a una devaluación pronunciada en el segundo semestre de 2022. El ya existente conflicto entre Rusia y Ucrania, las presiones inflacionarias y el temor ante posibles recesiones en las principales economías del mundo se tradujeron en temor de los inversionistas sobre sus activos emergentes. Al interior del país, la agenda de reformas estructurales del actual gobierno, junto con las discrepancias de las distintas carte-

**Evolución de la TRM, el Brent y promedios anuales
(Pesos por dólar – USD/Barril, a junio 20 de 2023)**



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

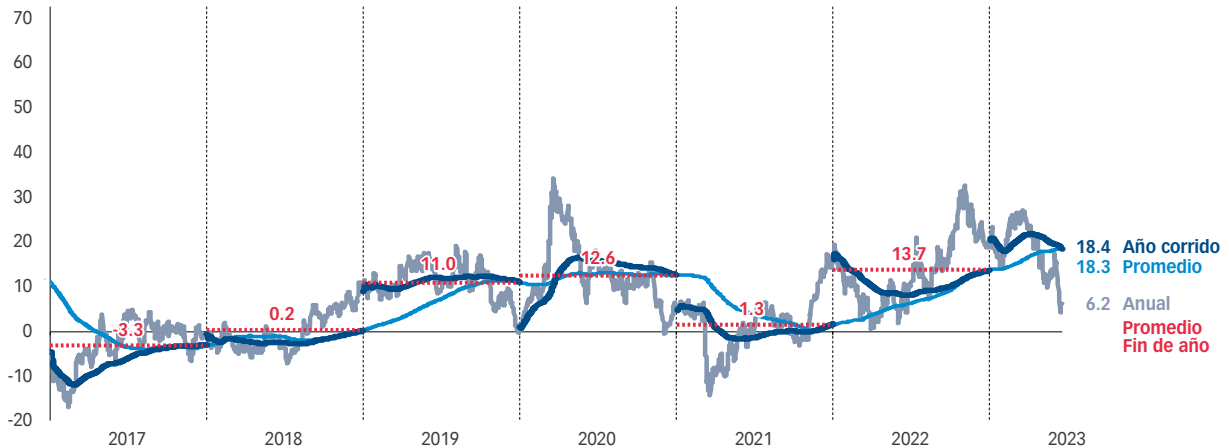
ras en un escenario de incertidumbre del manejo fiscal de país profundizaron los temores de los mercados internacionales.

Con eso en mente, las perspectivas iniciales para este 2023 planteaban un escenario de devaluación promedio de 12.5% con lo cual la TRM cerraría con un valor promedio de COP\$4.790. No obstante, el comportamiento del peso frente al dólar ha mostrado una dinámica de percepción de riesgo distinta a la percibida en los últimos meses de 2022 y los primeros meses del año en curso. Los movimientos que llevaron a un promedio de la tasa de cambio de COP\$4.762 en el primer trimestre, equivalentes a una devaluación de 21.6% frente a el mismo trimestre 2022 y a una revaluación de 1% frente al último trimestre de 2022, han estado seguidos por un proceso de revaluación

pronunciado en el segundo trimestre del año. Tal es así que la tasa promedio entre abril y junio se ubica en COP\$4.431, correspondiente a una devaluación de 13.2% anual y una revaluación de 6.9% respecto al trimestre inmediatamente anterior.

Durante el 2023, el índice del dólar (DXY), que mide el comportamiento de la divisa estadounidense frente a una canasta de monedas, mantiene una alta volatilidad, asociada en los cambios en las expectativas frente a la política monetaria de la Reserva Federal (FED). No obstante, es claro que el DXY se ha mantenido, y esperamos que continúe, lejos de los máximos del 2022. La tendencia bajista se consolidó por los últimos datos de inflación en EE.UU., por debajo de las expectativas, y su última decisión de política monetaria (junio), donde se pausó el ciclo alcista de tasas.

**Variaciones de la tasa de cambio
(%, a junio 20 de 2023)**



Fuente: elaboración ANIF con base Banco de la República.

La posibilidad de moderación en la política monetaria restrictiva se une al consenso sobre el aumento del techo de la deuda en EE.UU para disminuir los temores de recesión global y del impacto de la posibilidad de impago sobre el contexto internacional. El optimismo en los mercados, apoyado por el prospecto de un incremento en la demanda agregada china, llevó a una valorización de los petróleos y aumenta la entrada futura de capitales a países exportadores como Colombia. La menor incertidumbre en el contexto internacional permite una disminución en la aversión al riesgo, limita la demanda de USD como activo refugio y se alinea con la recuperación de las divisas de mercados emergentes, incluyendo el peso colombiano.

No obstante, los funcionarios de la FED, incluido su presidente Jerome Powell, enfatizan en que esta es

sólo una pausa temporal, y anticipan nuevas subidas de tipos durante los próximos meses. Esto se ve soportado por el índice de Precios de Consumo Personal (PCEPI), que se aceleró en abril y demuestra que la lucha por controlar el nivel de precios aún no ha terminado. Si una continuación en la política monetaria restrictiva se materializa, podremos esperar repuntes en los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU., lo que aumenta su atractivo como una inversión rentable y segura, y podría disminuir los flujos de capital a mercados más riesgosos.

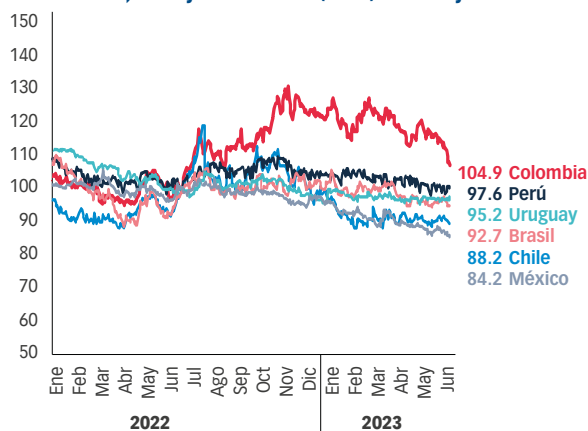
Por su parte, la volatilidad del par USD/COP sigue anclada a la incertidumbre y al factor político local. Las dudas sobre la sostenibilidad fiscal y la estabilidad macroeconómica del país fueron un factor determinante para la devaluación del peso colombiano frente al dólar en el 2022. En este momento los te-

mores parecen haberse disipado, a medida que se percibe una pérdida de capacidad de acción del gobierno de turno, por ejemplo, en la aprobación de reformas políticas propuestas que imprimían presiones fiscales relevantes. Esto demuestra la fortaleza del sistema de pesos y contrapesos en el país e induce calma en los mercados, con lo que se limita la salida de capitales extranjeros, en favor de la recuperación del peso colombiano y otros activos financieros. No obstante, la reanudación de la agenda legislativa en Colombia, acompañada de nuevos debates alrededor de las reformas propuestas por el gobierno nacional, podrá hacer resurgir el sentimiento de riesgo e imprimir volatilidad sobre el tipo de cambio. En esta medida, las decisiones de los bancos centrales globales, los temores de recesión y repun-

tes en las tensiones geopolíticas serán determinantes para el desempeño del par USD/COP en lo que resta del 2023.

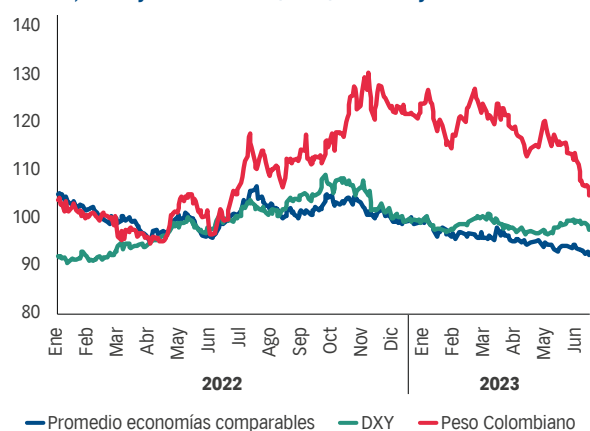
A pesar del buen desempeño del peso, observamos que la prima de riesgo, tomando como referencia el 31 de diciembre de 2020, continúa mostrando que Colombia ha sido castigado por los mercados de forma más fuerte que países comparables de la región en los últimos años. En línea con el comportamiento del dólar, en los últimos meses se ha visto una corrección en el castigo de los inversionistas extranjeros a la economía nacional. No obstante, esto aún no compensa el alza en el diferencial de tasas vista en los años recientes lo que aún refleja una mayor incertidumbre sobre el país.

Devaluación de divisas de economías comparables frente al dólar. Índice, 21 de junio de 2022 (=100) al 16 de junio de 2023



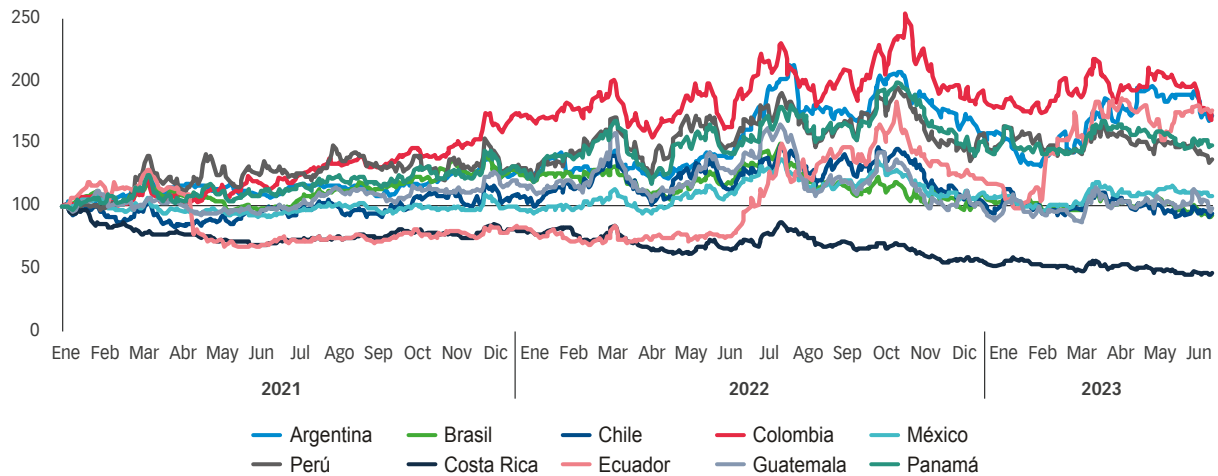
Fuente: elaboración ANIF con base en Yahoo Finance, investing y tasas de cambio oficial de cada país.

Índice DXY Índice, 21 de junio de 2022 (=100) al 16 de junio de 2023



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

EMBI
(31 de diciembre 2020 =100, a junio 16 de 2023)



Fuente: elaboración ANIF con base Bloomberg.

Perspectivas

Teniendo en cuenta los escenarios mencionados, así como las proyecciones macroeconómicas del país en los demás frentes, para el promedio del año en 2023, como ya mencionamos, en ANIF hemos corregido a la baja nuestras proyecciones hacia el orden de una tasa promedio de COP\$4.449. Nuestras proyecciones aún implican una devaluación de 4.5% respecto al 2022, derivada de la persistencia de la aversión al riesgo frente a la volatilidad de los mercados internacionales. No obstante, frente al IV trimestre de 2022, estimamos una revaluación de 7.5%, asociada a una mayor tranquilidad de los inversionistas.

En este sentido, la relevancia de los contrapesos dentro del gobierno serán clave para mantener la tranquilidad que los inversionistas vienen ganando sobre el curso que ha de tomar la economía nacional. Por otro lado, la relativa mejoría en las condiciones externas en las principales economías en el mundo continuará apoyando el proceso de evaluación de la moneda nacional. Con esto dicho, para 2024 se espera que, ante un mejor escenario macroeconómico, como el que se ha presentado a lo largo de este informe, se espera una tasa de cambio promedio de COP\$4.413, equivalente a una revaluación de 0.8% frente a la perspectiva que mantenemos para 2023.

Proyecciones económicas de ANIF para Colombia

COLOMBIA (PROYECCIONES ANIF)	OBSERVADO				PROYECTADO	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PRODUCCIÓN (VARIACIÓN % ANUAL)						
Producto Interno Bruto	3.3	-7.0	10.7	7.3	1.4	1.9
COMPONENTES DE PRODUCCIÓN DEL PIB						
Agropecuario	2.3	2.0	3.1	-1.8	-1.4	0.5
Minas y canteras	1.7	-15.6	0.2	1.6	2.3	1.8
Industria	1.2	-9.8	16.4	9.8	0.1	1.2
Electricidad, gas y agua	2.5	-2.6	5.1	4.3	1.2	1.4
Construcción	-1.9	-26.8	5.7	6.5	-3.8	-1.6
Comercio, transporte y turismo	3.7	-13.7	20.9	11.1	0.5	1.4
Comunicaciones	1.1	-2.6	11.4	13.9	2.2	3.2
Actividades financieras	6.3	2.3	3.4	6.5	5.7	3.9
Actividades inmobiliarias	3.3	1.5	2.5	2.0	1.7	1.9
Actividades empresariales	3.4	-5.5	9.8	8.2	2.1	2.3
Servicios sociales, comunales y personales	5.1	0.1	7.6	2.1	1.2	2.1
Actividades de recreación	13.0	-11.4	33.1	39.9	8.3	5.1
COMPONENTES DE GASTO DEL PIB						
Consumo de los hogares	3.9	-5.0	14.8	9.5	1.2	1.7
Consumo del gobierno	5.3	-0.6	10.3	0.3	1.5	1.7
Inversión	3.8	-20.5	12.2	16.8	-5.9	3.1
Exportaciones	3.1	-22.7	14.8	14.8	2.5	3.5
Importaciones	7.3	-20.5	28.7	22.3	-3.5	2.7
DESEMPLEO						
Tasa nacional de desempleo (promedio)	10.5	16.1	13.8	11.2	11.3 - 11.7	10.8 - 11.3
Tasa de desempleo trece ciudades (promedio)	11.2	18.4	15.2	11.4	11.5 - 11.9	11.1 - 11.6
INFLACIÓN (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)						
IPC total nacional	3.8	1.6	5.6	13.1	8.8-9.2	4.4 - 4.8
TIPO DE CAMBIO Y DEPRECIACIÓN						
TRM (cierre año)	3.277.1	3.432.5	3.981.2	4.810.0	4.275	4.265
Depreciación nominal anual del peso (cierre año)	0.8	4.7	16.0	13.7	-11.1	-0.2
TRM (promedio año)	3.281	3.693	3.743	4.256.0	4.449	4.413
Depreciación nominal anual del peso (promedio)	11.0	12.6	1.3	20.8	4.5	-0.8
SECTOR EXTERNO (US\$ MILES DE MILLONES)						
Exportaciones de Bienes FOB	40.7	32.3	42.7	59.8	53.3	57.5
Importaciones de Bienes FOB	50.5	41.2	56.7	71.7	62.7	66.9
Balanza Comercial de Bienes FOB	-9.9	-8.9	-14.0	-11.8	-9.4	-9.4
Cuenta Corriente	-14.8	-9.3	-18.0	-21.3	-14.9	-14.2
Reservas Internacionales Netas	53.2	59.0	58.6	57.3	58.8	59.3
SECTOR EXTERNO (% DEL PIB)						
Cuenta corriente	-4.6	-3.4	-5.6	-6.2	-4.1	-3.6
Balanza comercial	-3.1	-3.3	-4.4	-3.4	-2.6	-2.4
Cuenta de capital	4.1	3.0	5.2	6.0	4.1	-3.6
IED Bruta	4.3	2.8	3.0	4.9	3.7	3.0
IED Neta	3.4	2.1	2.0	3.8	2.8	2.2

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
Estados Unidos	-2.8	5.9	2.1	1.5	0.4
China	2.2	8.1	3.0	5.5	4.8
Zona Euro	-6.2	5.3	3.5	0.8	0.9
Japón	-5.0	2.5	1.0	1.4	0.8
México	-8.0	4.7	3.1	1.8	1.6
Perú	-11.0	13.3	2.7	2.0	3.0
Chile	-6.1	11.7	2.4	-0.2	2.0
Ecuador	-7.8	4.2	2.9	2.1	2.1
Brasil	-3.3	5.0	2.9	2.0	1.6

Fuente: JP Morgan Markets, FMI, Latin Consensus.

CUENTA CORRIENTE

Cuenta Corriente (% del PIB)

	Observado			Proyección	
	2020	2021	2022	2023	2024
Estados Unidos	-2.9	-3.6	-3.7	-3.2	-3.4
China	1.9	1.8	2.3	1.5	0.8
Zona Euro	1.8	2.3	-0.4	1.1	1.1
Japón	2.9	3.9	1.9	0.6	-0.1
México	2.4	-0.4	-0.9	-1.1	-1.3
Perú	0.5	-2.3	-4.4	-2.9	-2.0
Chile	-1.7	-7.3	-9.0	-3.9	-3.2
Ecuador	2.5	2.8	2.5	0.6	0.1
Brasil	-1.8	-2.8	-2.9	-2.7	-1.9

Fuente: JP Morgan Markets.

INFLACIÓN

Inflación promedio (Variación porcentual anual)

	Observado			Proyección	
	2020	2021	2022	2023	2024
Estados Unidos	1.2	4.7	8.0	4.0	2.3
China	2.5	0.9	2.0	0.7	2.6
Zona Euro	0.3	2.6	8.4	5.1	1.8
Japón	0.0	-0.2	2.5	3.8	3.4
México	3.4	5.7	7.8	4.8	3.8
Perú	1.8	4.0	7.9	4.2	2.9
Chile	3.0	4.5	12.8	4.7	3.2
Ecuador	-0.3	0.1	3.7	1.9	1.8
Brasil	3.2	8.3	5.8	5.4	4.1

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
Estados Unidos	8.1	5.4	3.6	3.8	4.9
China	5.2	5.1	5.5	5.2	5.0
Zona Euro	8.0	7.7	6.7	6.5	6.3
Japón	2.8	2.8	2.6	2.5	2.4
México	5.7	3.8	3.5	3.4	3.8
Perú	13.0	9.0	7.0	7.5	7.5
Chile	11.0	7.3	7.7	8.1	8.0
Ecuador	4.9	4.1	4.2	4.3	4.5
Brasil	13.5	13.5	9.5	9.6	9.8

Fuente: JP Morgan Markets.

PANORAMA

ANIF