

Protección

# PANORAMA

ANIF



PROYECCIONES  
**Económicas**  
JULIO - SEPTIEMBRE DE 2023

ISSN 2745-0902



PENSIONES: EN DÓNDE ESTAMOS Y  
PARA DÓNDE NOS QUIEREN LLEVAR



PROYECCIONES ECONÓMICAS  
DE ANIF



PROYECCIONES DEL MUNDO  
Y LA REGIÓN

# CONTENIDO



EDITORIAL ..... 3



**1.**  
PENSIONES: EN DÓNDE ESTAMOS  
Y PARA DÓNDE NOS QUIEREN LLEVAR ..... 4



**2.**  
PROYECCIONES ECONÓMICAS DE ANIF

- La desaceleración es una realidad ..... 11
- El comportamiento sorpresivo del empleo podría durar poco tiempo más ..... 19
- Situación monetaria y financiera ..... 27
- Análisis de la inflación tercer trimestre del 2023 ..... 35
- Perspectiva fiscal: Más dudas que certezas ..... 42
- Resultados de la cuenta corriente Segundo trimestre y primer semestre de 2023 ..... 49
- Resultados de la cuenta de capitales Segundo trimestre y primer semestre de 2023 ..... 55
- Tasa de cambio ..... 59
- Proyecciones económicas de ANIF para Colombia ..... 65



**3.**  
PROYECCIONES DEL MUNDO Y LA REGIÓN ..... 66

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

## Protección

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.

Asistentes de Investigación

María Camila Oliveros M.

Pablo Montealegre M.

Laura Castaño O.

Elissa Gallego M.

Pasantes de Investigación

Sofía Vega A.

Martina Gutiérrez S.

Diseño y producción electrónica:

Brigitte Avellaneda C.

Danna Junca S.

Dirección: calle 70A No. 7-86

Correo electrónico: [anif@anif.com.co](mailto:anif@anif.com.co)

Página web: [www.anif.com.co](http://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 septiembre de 2023.

# EDITORIAL

---

En esta nueva edición de Panorama damos a conocer los resultados y perspectivas del país y de nuestros principales socios comerciales al cierre del tercer trimestre de 2023, las proyecciones de fin de año y del 2024. Las cifras de la economía colombiana en 2023 dan claras señales de desaceleración. En este momento los servicios están jalonando la economía del país mientras que las actividades de industria y comercio se han rezagado con respecto a los buenos comportamiento que se vieron a lo largo del 2022. Ese panorama de menor crecimiento es consecuente con una fuerte moderación de la demanda interna en la que la política monetaria ha cumplido un rol fundamental.

Si bien el mundo entero está atravesando una situación de contracción económica, la inflación ha empezado a moderarse y con ella ha iniciado un proceso de relajación de la postura de algunos bancos centrales. En Colombia la inflación tocó techo en marzo (13.4%) y a partir de allí se enfiló en una senda decreciente que reafirma el buen manejo de la política monetaria del Banco de la República. Sin embargo, la inflación núcleo se mantiene en dos dígitos (10.1%) lo que ha obligado al emisor a mantener la tasa de intervención inalterada en la decisión de septiembre. Eso, además, previendo un fenómeno del niño que podría tener efectos sobre el nivel de precios de los alimentos y la energía.

La postura monetaria mantiene rígidas las condiciones de crédito, un hecho que se refleja en el menor dinamismo de las carteras, en particular de consumo, y en las cifras de calidad que dan muestras de un mayor deterioro. Las cifras de desempleo se han mantenido consistentemente a la baja, en buena medida porque la ocupación ha estado jalonada por los servicios, de administración pública, educación y salud.

En vista del panorama que presentan las cifras, en ANIF mantenemos nuestras proyecciones de crecimiento para el 2023 (1.2%-1.6%). Sin embargo, mantenemos la lupa sobre el crecimiento del segundo semestre del año, pues los resultados de los indicadores de julio muestran una deteriorada actividad económica. Ahora, hacemos una modificación para el cierre del 2024, donde proyectamos un crecimiento entre 1.5% y el 2.0%, todavía lejos de nuestro crecimiento potencial.

# PENSIONES: EN DÓNDE ESTAMOS Y PARA DÓNDE NOS QUIEREN LLEVAR

---

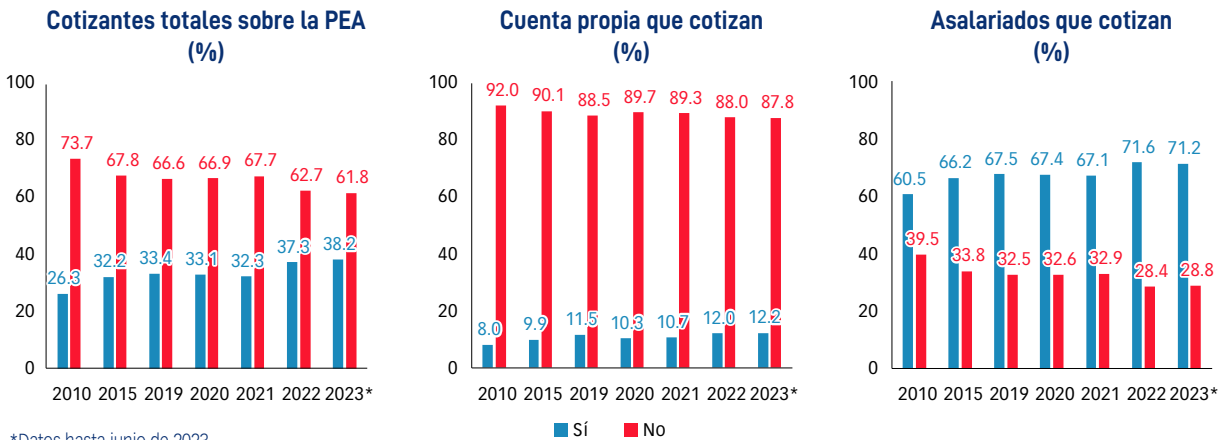
Es claro que el sistema de pensiones actual cuenta con problemas que deben ser abordados y discutidos. No obstante, la reforma no plantea una solución estructural a dichos problemas y, por el contrario, el sistema de pilares como está propuesto los agravaría. En ANIF hemos sido enfáticos en que eliminar la posibilidad de elección de régimen de afiliación de la población, bajo un sistema de pilares, sólo generalizaría los efectos negativos de las condiciones actuales poco favorables.

El sistema pensional en Colombia adolece de tres problemas principales: i) Baja Cobertura, ii) Inequidad y iii) Insostenibilidad fiscal.

## Baja cobertura

En primer lugar, es claro que existe una cobertura muy baja, solo 1 de cada 4 personas en edad de pensión efectivamente recibe una mesada pensional, el origen de ese problema se encuentra en falencias estructurales del mercado laboral. Los datos sobre la cantidad de personas que cotizan a pensión según la modalidad de ocupación refuerzan la realidad innegable del sistema colombiano (ver Gráfico 1). Podemos observar que, de la población económicamente activa, sólo el 38.2% cotizó a pensión en lo corrido del 2023, con una concentración en el segmento de asalariados (71.2% del total) y un notable rezago en los

**Gráfico 1. Cotizantes a pensiones por modalidad de ocupación (% 2005 - 2023)**



\*Datos hasta junio de 2023  
Fuente: ANIF, GEIH 2010 - 2023.

trabajadores por cuenta propia (12.2% del total). Además, la legislación promueve barreras innecesarias que excluyen a las personas de menores ingresos del sistema pensional. Una de estas es la obligación para cotizar al menos sobre un salario mínimo, lo cual no sólo disminuye el recaudo del Estado vía contribuciones potenciales, sino que le quita la posibilidad de cotizar a aquellos con ingresos más bajos, distorsionando el concepto de equidad. Vale la pena resaltar que más del 50% de la población ocupada en Colombia no se gana un salario mínimo.

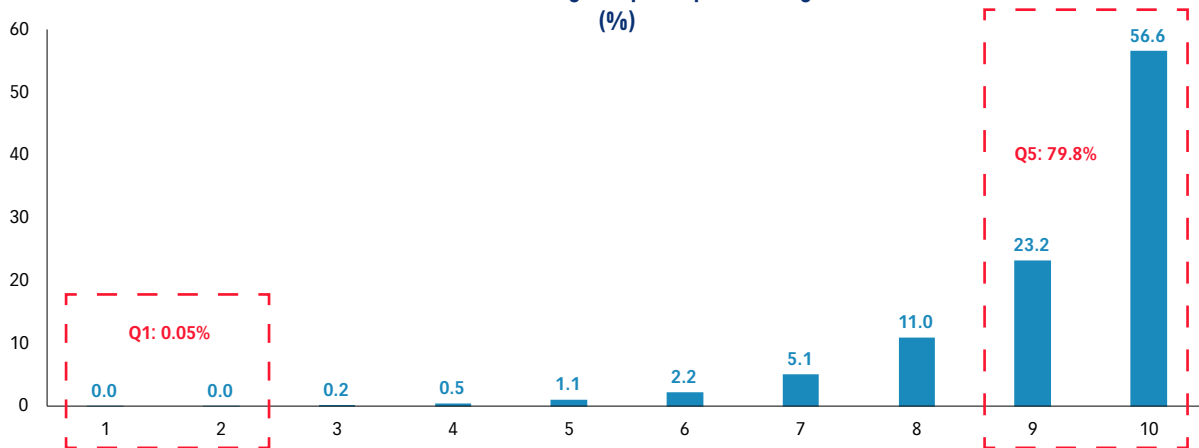
## Inequidad

el Sistema General de Pensiones (SGP) presenta una construcción problemática con su Régimen de Prima Media (RPM), el cual otorga subsidios a todas las pensiones ya que los parámetros vigentes y las cotizaciones realizadas a lo largo de sus vidas no logran cubrir

completamente los costos de estas. La inequidad en este sistema es evidente, ya que un gasto significativo se destina a la población de ingresos medios y altos, en contraste con las personas de bajos ingresos que no pueden acceder a una pensión. De hecho, los subsidios se concentran en el decil más alto de ingreso, donde el 50.4% de las personas alcanzan una pensión, en contraste al 0.2% del decil más bajo.

Bajo el actual SGP, la brecha de acceso se transfiere a la regresividad de los subsidios: el 20% más pobre de la población recibe solo el 0.05% del total de los subsidios, mientras que el 20% más rico acapara cerca del 80% de ellos (ver Gráfico 2). Además, aunque el RPM subsidia las pensiones con un alto beneficio, las personas que no logran pensionarse reciben una devolución muy baja de sus aportes, lo que no crea incentivos para el ahorro. Esta situación desincentiva la previsión financiera y perpetúa la inequidad al favorecer a quienes tienen la capacidad de acceder a una pensión.

**Gráfico 2. Porcentaje del subsidio pensional por grupos de 10% de la población en función del ingreso per cápita del hogar (%)**



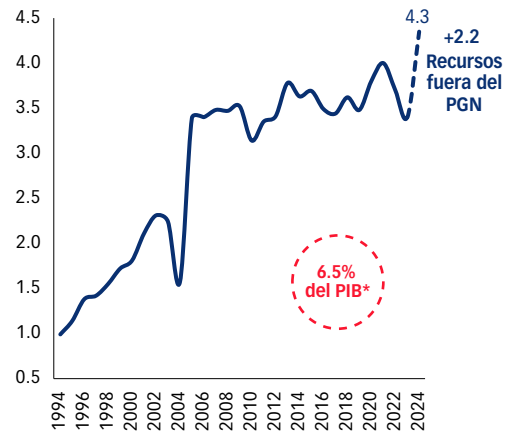
Fuente: elaboración ANIF con datos de la Encuesta de Calidad de Vida (ECV) del DANE.

## Insostenibilidad Fiscal

El SGP en este momento cuenta con una problemática de insostenibilidad. El total del recaudado en cotizaciones el año pasado ascendió a 36 billones de pesos, cifra que se equipara al costo de la nómina de Colpensiones. Es decir, el recaudo alcanza para respaldar las pensiones de solo 1 de los 4 sistemas, mientras que el resto se obtiene del Presupuesto General de la Nación (PGN). Adicionalmente, el problema de insostenibilidad financiera no se puede separar de la inequidad que genera el sistema. La asignación de 25 billones de pesos del PGN para otorgar subsidios a quienes cuentan con mayores ingresos subraya una disparidad notable en la distribución de recursos.

Además, se proyecta que el próximo año se destinarán alrededor de 100 billones de pesos para el pago de pensiones, financiando únicamente a una fracción li-

**Gráfico 3. Pago en pensiones del GNC (% PIB, 1994 - 2024)**



Fuente: elaboración ANIF con datos del Ministerio de Hacienda, 2023.

mitada de la población, aproximadamente de 2.4 billones de personas. Un análisis histórico pone en perspectiva la situación. En 1994, los montos asignados por el PGN representaron cerca de 1 punto del PIB, en con-

traste con las previsiones de asignación para el 2024 que ascienden a 4.3 puntos del PIB. Si este nivel de asignación no estuviese destinado a solventar la insuficiencia de ingresos de las personas de mayores ingresos, sería suficiente para financiar la atención en salud de los colombianos, ver Gráfico 3.

## Propuesta de Reforma

La Reforma Pensional que se tramita actualmente en el congreso agrava los problemas actualmente mencionados.

La propuesta del Pilar Solidario busca proteger al segmento de la población no cubierto mediante la implementación de una renta básica equivalente a la línea de pobreza extrema para los adultos mayores en condición de pobreza extrema, pobreza y vulnerabilidad. Una medida con la que estamos absolutamente de acuerdo en ANIF. Sin embargo, aunque a primera vista, esta medida podría interpretarse como un medio para aumentar la cobertura, vale la pena señalar que ese segmento de la población no está recibiendo una pensión sino un subsidio.

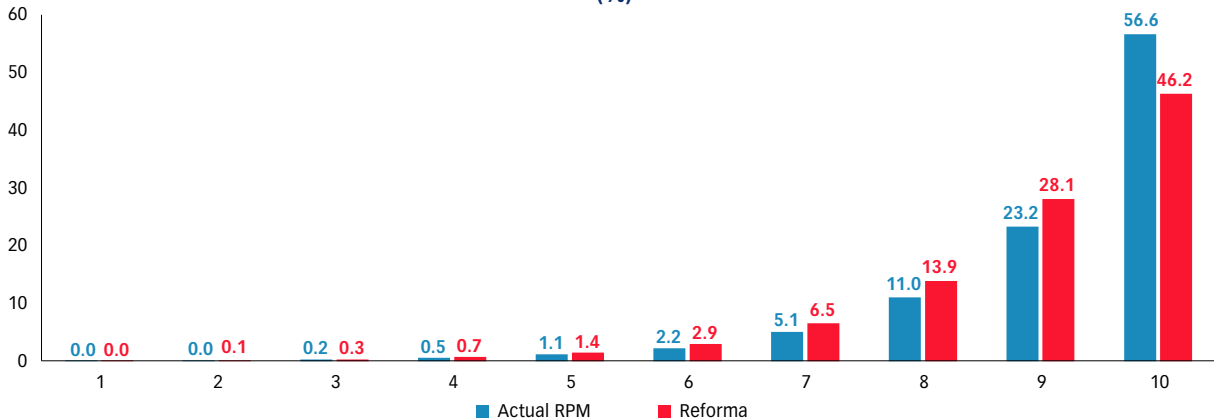
A partir de lo anterior, podemos concluir que el Pilar Solidario no tiene un impacto significativo en cobertura, pero sí puede ser un medio para disminuir la inequidad en el sistema y complementar subsidios como Colombia Mayor. No obstante, el proyecto de reforma no resuelve por completo el componente regresivo del SGP actual.

Dentro de la propuesta de reforma también se introduce la implementación de un pilar contributivo que

corresponde a un traspaso efectivo de los primeros 3 SMLV de todos los cotizantes a pensión al régimen público. De esta forma, vemos que la implementación de pilares no reduce los problemas de inequidad que tiene el sistema pensional, dado que, si bien el pilar contributivo le pone un tope al subsidio de las pensiones en 3 SMLV, sigue sin focalizar los recursos de manera eficiente. Esto, dado que le sigue otorgando un subsidio a todos los pensionados por el monto equivalente a los primeros 3 SMLV y no lo acota a las personas de menores ingresos. De acuerdo con cálculos que hemos realizado en ANIF, con la reforma se puede ver que el problema de regresividad está lejos de corregirse, pues el 20% de la población de mayores ingresos recibiría el 74.3% del subsidio pensional (ver Gráfico 4).

El impacto del pilar contributivo sobre la sostenibilidad fiscal se agrava al contemplar el umbral en 3 SMLV. El consenso general entre los participantes del seminario fue que este es un umbral muy alto, dado que correspondería a un traslado efectivo del 92.8% de la población ocupada hacia Colpensiones y un 83% de los cotizantes a pensión. Aquí es importante tener en cuenta que para el 90% de los afiliados al régimen privado este umbral significaría el traspaso total de su ahorro a Colpensiones. Acá se generan problemas en términos de sostenibilidad financiera, equidad y ahorro de la economía. En términos de sostenibilidad financiera, el pilar contributivo con umbral en 3 SMLV aumentaría el pasivo pensional y a futuro generaría una carga insostenible que los colombianos de las nuevas generaciones tendrían que pagar vía impuestos. Una de las razones por la que desde ANIF no estamos de acuerdo con la implementación

**Gráfico 4. Porcentaje del subsidio pensional por grupos de 10% de la población en función del ingreso per cápita del hogar (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE (GEIH 2021 y Cuentas Nacionales).

de un sistema de pilares, es porque, si se toman en cuenta todos los aspectos de la reforma desde el escenario con los ajustes del primer debate, el pasivo pensional estaría llegando a 218% del PIB en VPN para el año 2100.

Por otro lado, el hacer un traspaso de las cotizaciones del RAIS a Colpensiones implicaría un traslado del 90.1% del flujo de ahorro de las AFP, con lo que el ahorro bruto nacional caería entre 0.6% y 1.0% del PIB. La alta participación de las AFP en la tenencia de deuda soberana vía TES (participación mayoritaria de 27.8%) llevaría a que su debilitamiento ponga en riesgo a la economía y la sostenibilidad de las finanzas públicas. Este golpe al ahorro nacional se traduce en menos recursos para financiar inversiones y en una eventual necesidad de financiarse con recursos del extranjero, lo cual a su vez afectaría las tasas de interés y el dólar y generaría un efecto de bola de nieve sobre todos los actores de la economía.

El impacto de la reforma sobre el recaudo no sólo se hace evidente a nivel nacional, sino en los saldos recibidos por los cotizantes.

Adicionalmente, el artículo 18 establece la creación del pilar semicontributivo, que otorga un ingreso no pensional a aquellas personas que cotizaron durante su vida laboral pero no cumplieron con los requisitos para acceder a una pensión. Este es uno de los aspectos que menos se ha discutido de la propuesta de reforma pero que más repercusiones podría tener en materia fiscal y de inequidad.

Actualmente, existen 3 maneras de otorgar ingresos a la población antes descrita: la indemnización sustitutiva del régimen público, la devolución de saldos del RAIS y los Beneficios Económicos Periódicos (BEPS) a los cuales se pueden trasladar los recursos de cualquiera de los dos regímenes.



La reforma plantea que el pilar semicontributivo aplique a hombres mayores de 65 años y mujeres mayores de 60 años que hayan contribuido al sistema entre 300 y 1000 semanas. Esta población se divide en 2 grupos, de los cuales uno está conformado por aquellas personas elegibles para el pilar solidario<sup>1</sup> y otro que no.

Para el grupo que es elegible al pilar solidario, el ingreso será la suma de las cotizaciones al componente de prima media ajustado por inflación, el saldo en la cuenta de ahorro individual y el monto correspondiente al pilar solidario. Por otro lado, quienes no son elegibles recibirían la suma de las cotizaciones al componente de prima media ajustado por inflación y aumentadas en un 3% real efectivo anual, así como el saldo en la cuenta de ahorro individual.

Por ejemplo, si se asume el caso de una mujer de 60 años que cotizó las últimas 650 semanas de su vida laboral de forma continua sobre 1SMMLV, con la reforma pensional recibiría una mesada de aproximadamente \$140.900. En contraste, si esa misma mujer hubiera cotizado al RAIS y trasladado su saldo a BEPS, recibiría una mesada de \$197.000 que es 40% mayor a la propuesta en la reforma.

Incluso, si esta mujer fuera elegible para el pilar solidario (\$223.000) ya no recibiría el 3% real adicional sobre sus contribuciones, por lo que su mesada base sería de \$114.800 aproximadamente, que junto al pilar contributivo le daría un ingreso total de \$337.800 al mes. Rescatamos la idea de dar el pilar solidario a aquellas personas que no logren cumplir los requisi-

tos para pensionarse y sean elegibles, aun cuando reciban una mesada. Con los saldos del RAIS trasladados a BEPS, la persona podría tener una mesada de \$420.000 al mes. En caso de que la cotización no sea de 650 semanas, sino de 400, los montos cambian a \$290.200 y \$324.000 respectivamente.

Aproximadamente 3.2 millones de personas harían parte del pilar semicontributivo con cotizaciones entre las 300 y las 1000 semanas, de las cuales 2 millones serían elegibles para el pilar solidario. Se debe tener también en cuenta que hay 6.5 millones de personas entre hombres mayores de 65 años y mujeres mayores de 60 años, de las cuales únicamente 1.5 millones son pensionadas. Por tanto, se estaría perjudicando a la mayoría de la población en edad de pensión en contravía a las intenciones de la reforma de llevar a un sistema más justo y progresivo.

## ¿Cuál sería la mejor reforma para ANIF?

En ANIF, llegamos a la conclusión de que un sistema de pilares sólo agravaría las ineficiencias e inequidades del sistema al generalizar, en el pilar contributivo, un régimen de reparto que sabemos no es sostenible. Por lo tanto, consideramos como mejor alternativa una reforma en la que se dirijan los subsidios a la población de menores ingresos, estableciendo un nivel de ingreso máximo para su recepción, y donde, de superar el tope impuesto, los ingresos pensionales corresponderían al ahorro del individuo durante su vida. Hoy en día

<sup>1</sup> Personas residentes en Colombia en pobreza y vulnerabilidad conforme a la focalización que establezca el gobierno.

la tasa de reemplazo tiene una estructura plana en 64%, con nuestra propuesta esta tasa iría cayendo a medida que aumente el ingreso hasta dejar de subsidiar a los ingresos más altos de la población. Adicionalmente, se podría complementar esta propuesta con un cambio al cálculo del Ingreso Base de Liquidación, pasar de los últimos 10 años a que tome en cuenta toda la vida laboral. Por otra parte, también se propone incrementar en 1% la cotización efectiva mensual a pensiones. En el RAIS esto significaría un aumento de 8.7% en la mesada pensional.

No obstante, ante la insistencia del gobierno por la implementación de pilares, queremos reiterar la necesidad de reducir el umbral del pilar contributivo de 3 a 1 SMLV. Al cambiar este umbral, se reduciría el efecto sobre el pasivo pensional en 67 puntos porcentuales del PIB. Además, el cambio en el umbral no generaría un desincentivo tan grande en el ahorro y protegería el mercado de capitales y de deuda pública. Por otro lado, consideramos importante eliminar totalmente los subsidios a las pensiones altas y foca-

lizarlos adecuadamente hacia los pensionados de menores ingresos. De otra forma, es importante mantener el número de semanas cotizadas para las mujeres como estaba concebido en el proyecto de ley original, pues, la situación actual presenta un costo fiscal alto y un beneficio únicamente para las mujeres de altos ingresos. Por último, consideramos importante no reducir el número de semanas en el régimen de transición, cosa que aumentaría el universo de personas elegibles a este régimen, pero nuevamente se centraría mayoritariamente en las personas de ingresos altos, para quienes aumentaría la profundización del subsidio.

En ANIF, reconocemos la importancia de abrir un diálogo que busque soluciones para un sistema que en este momento es ineficiente, insuficiente e inequitativo. No obstante, consideramos que las soluciones planteadas en la reforma no responden a las necesidades del sistema, por lo que debe seguir abierto el diálogo hacia mejores alternativas y de esa manera lograr la mejor reforma posible.

# LA DESACELERACIÓN ES UNA REALIDAD

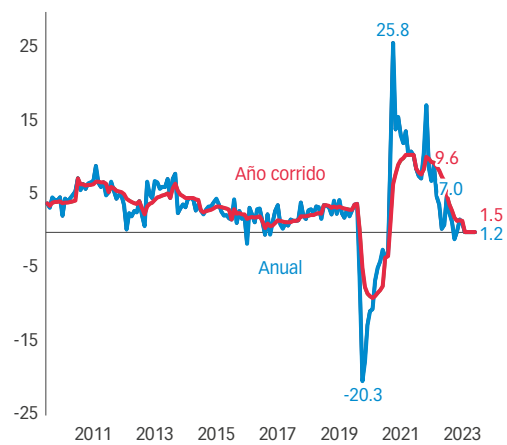
Los resultados del Producto Interno Bruto del primer semestre sorprendieron por su pobre dinamismo. Con un tímido crecimiento de 0.3% el PIB registró el menor crecimiento anual desde que inició el periodo de reactivación económica. Además, el crecimiento del ISE para julio muestra el panorama que se espera para la segunda mitad del año. En esa línea, a continuación, se analizan los resultados del periodo desahogados por enfoque, además de mencionar las perspectivas para lo que resta de 2023 y lo que se espera para 2024.

## Indicador de Seguimiento a la Economía

En julio, el Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) registró un crecimiento de 1.2% respecto al mismo periodo del año anterior. Ese resultado perfila el

tercer trimestre del año a presentar un crecimiento moderado a la baja. En términos intermensuales, la variación fue de -0.7% respecto a junio 2023.

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

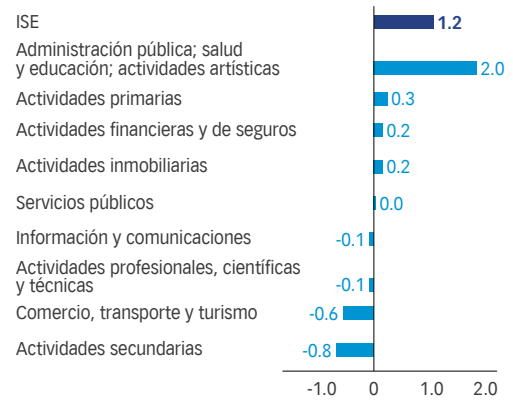


Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

En el caso de las actividades primarias, su variación anual fue de 2.2% en julio de 2023, con una contribución de 0.3pp a la variación anual total. Lo anterior se explica principalmente por un buen desempeño de la ganadería y algunos productos agrícolas. También, la actividad minera presentó comportamientos positivos para este mes, impulsada principalmente por el petróleo y el carbón. A pesar de esto, la variación mensual de este sector fue de -1.0%. Mantenemos la lupa sobre esta agregación ante la llegada del fenómeno del Niño.

Por su parte, las actividades secundarias presentaron una variación anual de -5.2%, manteniéndose por quinto mes consecutivo en terreno negativo. Ese resultado es preocupante dada la alta cantidad de personas que se emplean en los sectores de manufactura y construcción. En su variación mensual se presentó un decrecimiento de 1.8% respecto a junio 2023. Particularmente en la construcción, se han presenta-

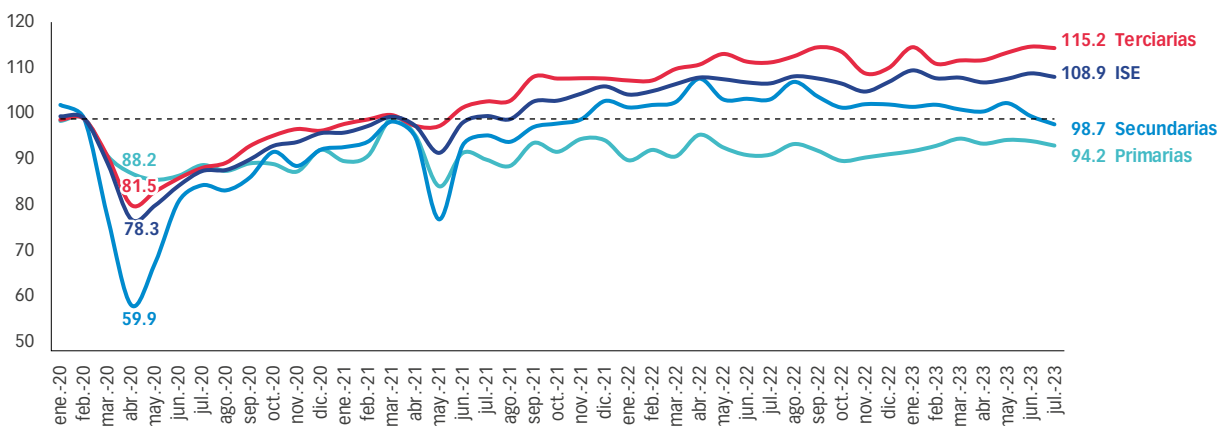
**Contribución de actividades al ISE (puntos porcentuales\*, julio 2023)**



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

do caídas en las ventas de viviendas e inicios de obra que, en conjunto con la contracción en las obras civiles, han reducido el buen desempeño que mostraba este sector en el pasado. Eso ha llevado a que las actividades secundarias se sitúen por debajo de sus ni-

**Índice base 100, actividades de ISE (Índice\* febrero 2020 = 100, a julio 2023)**



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

veles prepandemia, situación que no se registraba desde octubre de 2021.

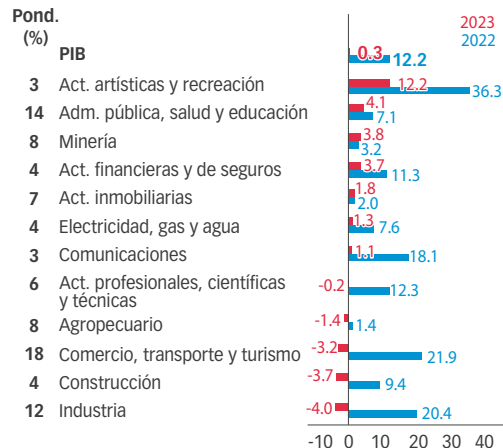
Por otro lado, las actividades terciarias mostraron un comportamiento positivo para el mes de julio, con una variación de 2.3% frente al mismo mes del año anterior. En este segmento se destacan las actividades de administración pública y defensa, salud, educación y actividades artísticas y de entretenimiento, que aportaron 2.0pp a la variación anual del ISE. El buen desempeño de esta actividad se da por un aumento en la contratación del sector público y un comportamiento destacado de los juegos de azar y las actividades deportivas, explicado por la participación de la selección Colombia femenina en el mundial de fútbol y otros eventos deportivos importantes.

Igualmente, dentro del sector terciario también se destaca el comportamiento de las actividades financieras con un crecimiento anual de 3.3% y una contribución de 0.2pp. El comercio, las comunicaciones y las actividades profesionales contrarrestaron la dinámica y decrecieron frente a julio 2022.

## Producto Interno Bruto – PIB Análisis por el lado de la oferta

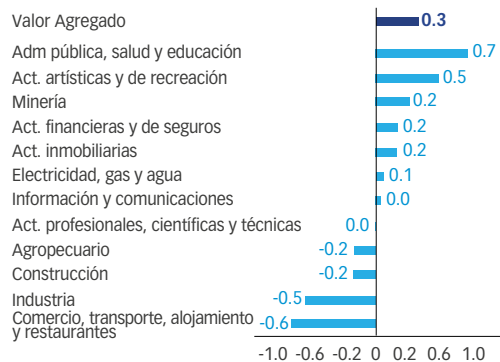
El tímido comportamiento que registró el segundo trimestre estuvo sustentado en la dinámica positiva de los servicios sociales, las actividades de recreación y en la explotación de minas y canteras, con contribuciones de 0.7pp, 0.5pp y 0.2pp, respectivamente. Por otro lado, las actividades que contrarrestaron el crecimiento fueron de comercio, transporte y alojamiento (-0.6pp), industria (-0.5pp) y construcción (-0.2pp).

### Crecimiento anual del PIB por oferta (variación % anual, segundo trimestre 2023 vs. 2022)



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

### Contribución de actividades al PIB (puntos porcentuales, segundo 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.

Una vez más los servicios sociales son los que explican en mayor medida el comportamiento. La administración pública registra un crecimiento de 3.5% debido al incremento salarial y el retroactivo, además del pago de primas en junio. Este mismo concepto justifi-

ca la dinámica de la educación pública (3.9%), además de un mayor número de matriculados tanto en educación primaria y secundaria como en educación superior. Finalmente, en lo que respecta a salud, se ve un aumento en los ingresos por apertura de nuevas unidades de atención y mayor demanda en servicios de apoyo diagnóstico y terapéutico, y hospitalización y quirófono, lo que en su conjunto han impulsado la producción del sector.

Por otro lado, continua la tendencia creciente de las actividades artísticas y de entretenimiento, al reportar una variación de 12.2% para el periodo. Los juegos operados por internet son los que jalonan el comportamiento debido a las finales de ligas deportivas nacionales e internacionales, lo cual muestra continuidad en el crecimiento de los juegos de azar desde el inicio de la reactivación económica. En cuanto a las actividades deportivas y de entretenimiento, se presenciaron partidos en diferentes ciudades del país y se ofertaron múltiples conciertos lo que impulsó el sector. En lo referente a la minería, la demanda internacional de oro generó un crecimiento importante de la actividad. El petróleo y carbón también registraron crecimientos por el desarrollo de nuevos proyectos en las principales zonas de explotación de cada mineral.

Ahora, dentro de las actividades que contrarrestan el crecimiento, destaca el comercio, transporte y alojamiento. Su variación de -3.2% se da por un menor dinamismo de las ventas minoristas y mayoristas, derivado del efecto base que tuvo el día sin IVA el año pasado. También se observa que el transporte reporta una contracción por una menor oferta transportable debido a la reducción de carga proveniente de las im-

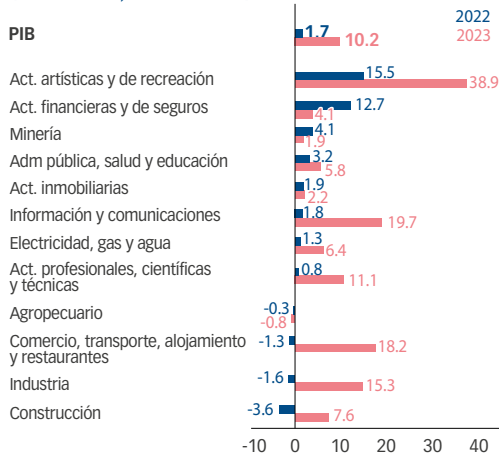
portaciones. El rubro de alojamiento y servicios de comida se ha visto afectado en sus costos de producción al tener en cuenta la inflación de dos dígitos que se ha presenciado en el renglón de alimentos y ha desincentivado la demanda.

Además, la contracción de la industria en 4.0% se debe a una disminución en la producción de hilatura y tejeduría, fabricación de otros productos minerales no metálicos y metalúrgicos básicos. En términos generales, la menor demanda, contratos de menor cuantía y aumento en los precios de los insumos explican esa disminución. En contraste, la coquización y productos de refinación y la fabricación de maquinaria y equipo aumentan por la mayor producción del hidrocarburo y las mayores solicitudes de mantenimiento y reparación de equipos especializados, respectivamente.

Por su parte, la dinámica negativa de la construcción (-3.7%) obedece al comportamiento decreciente de las obras civiles (-17.9%), debido a la terminación de proyectos de gran cuantía en lo que tiene que ver con carreteras, presas y plantas industriales. En lo que respecta a la construcción de edificaciones residenciales y no residenciales vemos un crecimiento (3.1%) explicado por la construcción de locales comerciales y bodegas, en Antioquia, Tolima y Cundinamarca y contrarrestado por la construcción de apartamentos y casas en Valle del Cauca, Atlántico y Cundinamarca.

Por parte de las variaciones del año total, vale resaltar que cuatro actividades registran decrecimientos en el primer semestre del año. En el caso de la construcción por un menor desempeño de las obras civiles y las edificaciones residenciales por cuenta del

**Crecimiento año corrido del PIB por oferta (variación %, 2023 vs. 2022)**



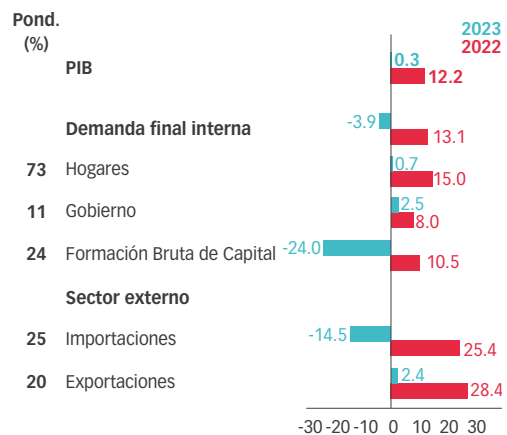
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

menor ritmo constructor y agravado por la reducción de subsidios para adquisición de vivienda nueva, En el caso de la industria y el comercio, la reducción en el impulso de la demanda de hogares en vestimenta y otros bienes ha afectado la producción de esos sectores. Es de recordar que la reactivación de la economía impulsó la demanda interna de manera importante y ahora ha perdido velocidad. En el caso del sector agropecuario, se ven algunos rezagos de afectaciones del fenómeno de la niña del año pasado y el desincentivo de la caída de precios de algunos de los principales productos agrícolas como el café. En terreno positivo, la minería y las actividades financieras registran mejor comportamiento en comparación al 2022. Eso, principalmente explicado por un incentivo en el comercio internacional que ha promovido la exportación de hidrocarburos en el caso de la minería. Para el sector financiero, el aumento en la demanda de seguros ha impulsado la producción de esta línea.

**Análisis por el lado de la demanda**

Desde la óptica del gasto, la demanda final interna tuvo un comportamiento negativo de 3.9%, comparado con el crecimiento de 13.1% de 2022, explicado por la fuerte contracción de la formación bruta de capital (-24%) y contrarrestada por el consumo final total con un aumento en 1%. El comercio exterior muestra que las exportaciones crecieron 2.4%, mientras que las importaciones se contrajeron en -14.5%, siguiendo la tendencia que se ha observado a lo largo del año.

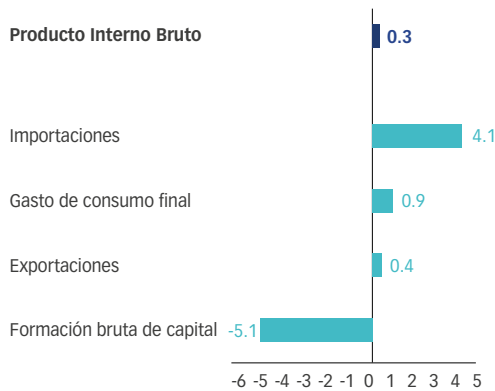
**Crecimiento anual del PIB por demanda (variación % anual, segundo trimestre 2023 vs. 2022)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

En lo referente a la formación bruta de capital fijo, registró una disminución de -7.8% producto de la dinámica negativa de la maquinaria y equipo y el menor nivel de importaciones de vehículos de transporte de pasajeros, de mercancías y maquinaria para usos especiales. Además, conforme a la dinámica de la construcción se observan comportamientos negativos en los rubros de

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



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

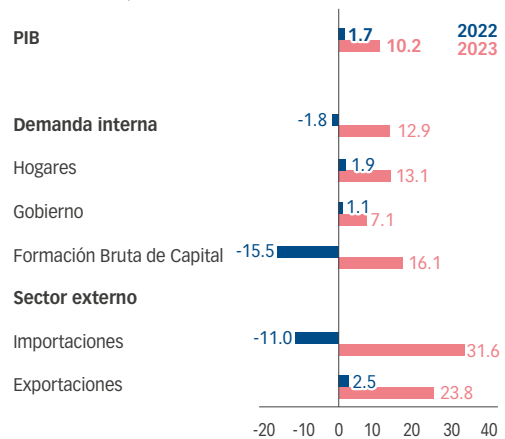
otros edificios y estructuras (-7.1%) y vivienda (-2.2%). A eso se le suma finalmente una fuerte desacumulación de inventarios por parte del sector que llevan la inversión total a registrar un decrecimiento de dos dígitos.

Por su parte y contrario a los trimestres anteriores, en este caso es el gasto del gobierno el que determinó en mayor medida el consumo final al presentar una variación de 2.5%, gracias al comportamiento del gasto de consumo colectivo y el consumo individual de no mercado. Eso, asociado al aumento salarial y el pago del retroactivo. Por otro lado, el consumo de los hogares si bien aumentó, se observa una pérdida de impulso pues el crecimiento es menor al de periodos anteriores. Por finalidad, destaca el gasto realizado en recreación y cultura (7.3%), bienes y servicios diversos (5.7%) y salud (4.3%).

Finalmente, en el frente externo, las importaciones reportan una caída por las compras de bienes (-17.0%),

resaltando los productos de refinación y químicos y en menor medida por los servicios (-1.4%). En cuanto a exportaciones tanto los bienes como los servicios presentaron un crecimiento (2.2%). Así las cosas, el balance neto del comercio exterior muestra una reducción al pasar de \$ -28.2 billones en el segundo trimestre de 2022 a \$ -18.3 billones en 2023, lo que representa un cierre de nuestro déficit comercial estructural.

**Crecimiento año corrido del PIB por demanda  
(variación %, 2023 vs. 2022)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

En cuanto al corrido de 2023, la inversión total y las importaciones son los renglones de mayor contracción, explicados sobre todo por la pérdida de impulso de la demanda interna. El consumo de los hogares tuvo que suplir su demanda con productos importados en el 2022 pues creció por encima del promedio de la economía. En este periodo, se observa una ralentización de ese fuerte dinamismo y las importaciones se reducen. Además, los renglones de las compras al exterior de maquinaria y equipo son los de



mayor decrecimiento. Por su parte, el crecimiento de las exportaciones, que crecen más que la economía, contribuyen a reducir el déficit comercial en el 2023. El consumo público registra un menor comportamiento, pero se espera que aumente conforme avanza la segunda mitad del año.

## Perspectivas

El producto se ha expandido 1.7% en lo corrido de 2023 y el dato registrado en el segundo trimestre muestra una evidente desaceleración económica. Los sectores que se han ubicado en terreno positivo en esta primera mitad del año son las actividades artísticas y de entretenimiento, administración pública, salud y educación, educación y la minería. Los servicios siguen impulsando la economía y la mantienen a flote en medio de la fuerte contracción que registra el sector secundario. En ese frente, la agrupación se contrae por la industria (-4.0%) y la construcción (-3.7%). La preocupación es latente porque ese sector es el de mayor generación de empleo, por lo que, de continuar por esa senda, su impacto sobre el mercado laboral podría acentuarse en el segundo semestre.

En la óptica de la demanda hay noticias agrídulces. Por un lado, el decrecimiento de las importaciones alivia nuestro escenario en cuenta corriente pues representa una reducción en nuestro déficit comercial. Eso, de la mano con el crecimiento en las exportaciones contribuye a mejorar el frente externo. No obstante, esa fuerte contracción en las importaciones ha perjudicado la acumulación de capital y llevan a la inversión a contraerse en 2 dígitos. Las importaciones de equipo de transporte y maquinaria son las líneas

de mayor reducción. Si a eso se le suma la menor producción manufacturera local y el pobre desempeño constructor, la inversión se encuentra en un escenario difícil.

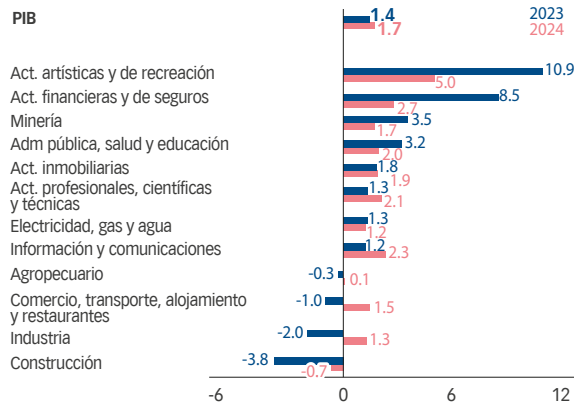
En suma, el segundo semestre del 2023 se muestra como un periodo complejo en términos de crecimiento. El sector secundario, el de mayores encadenamientos en la economía, registra la mayor contracción lo que no solo sigue comprometiendo su propio desempeño sino el de las demás actividades. La política contractiva desplegada por parte del Banco de la República para controlar la inflación ha tenido evidentes efectos sobre el crecimiento económico. Se espera que el recorte de tasas de interés por parte del Banco Central empiece este año, pero a menor velocidad de la esperada por cuenta de la inercia de la inflación.

Con todo, esperamos que el producto se expanda entre 1.2% y 1.6% en 2023, con 1.4% como valor medio. La demanda interna se contraerá producto de la pérdida de dinamismo de la inversión por cuenta de la menor producción industrial y la caída en las importaciones de maquinaria. En cuanto a la oferta, 4 sectores cerrarán en terreno negativo, los mismos que han mostrado ese comportamiento en el primer semestre del año. La agricultura se verá afectada por la llegada del fenómeno del niño que reducirá los rendimientos de los cultivos. La construcción y la industria recuperarán algo de terreno sin llegar a registrar datos positivos. Para 2024, esperamos un mejor desempeño general en las actividades económicas y crecimiento en todas las líneas de la demanda.

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

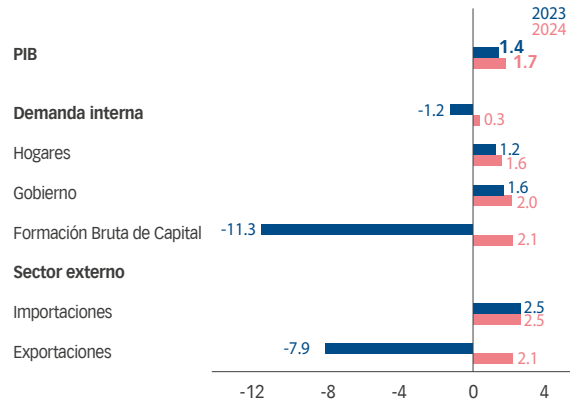
**Proyección de crecimiento PIB  
(variación % anual, 2023 – 2024)**

**Enfoque oferta**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Enfoque demanda**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

# EL COMPORTAMIENTO SORPRESIVO DEL EMPLEO PODRÍA DURAR POCO TIEMPO MÁS

El pasado 31 de agosto, el DANE presentó las cifras de empleo para julio de 2023 en donde la tasa de desempleo fue de 9.6%. La cifra reportada continúa ligeramente por debajo de nuestros pronósticos y nuevamente señala una tasa de desempleo de 1 dígito. Esa reducción en el desempleo obedece principalmente al incremento en la tasa de ocupación durante el mes de julio. De acuerdo con el DANE se crearon más de un millón de puestos de trabajo en el país. Además, hubo una disminución en el número de personas desocupadas que alcanzaron niveles por debajo de aquellos registrados antes de la pandemia.

Sin embargo, es importante resaltar que la dinámica del empleo suele seguir a la dinámica económica. Esa última creció de manera importante durante los años anteriores y es lo que explica en gran medida los buenos niveles de empleabilidad que hoy persisten. En ese sentido, a pesar de que la desaceleración económica que vemos hoy en el país no se ha traducido

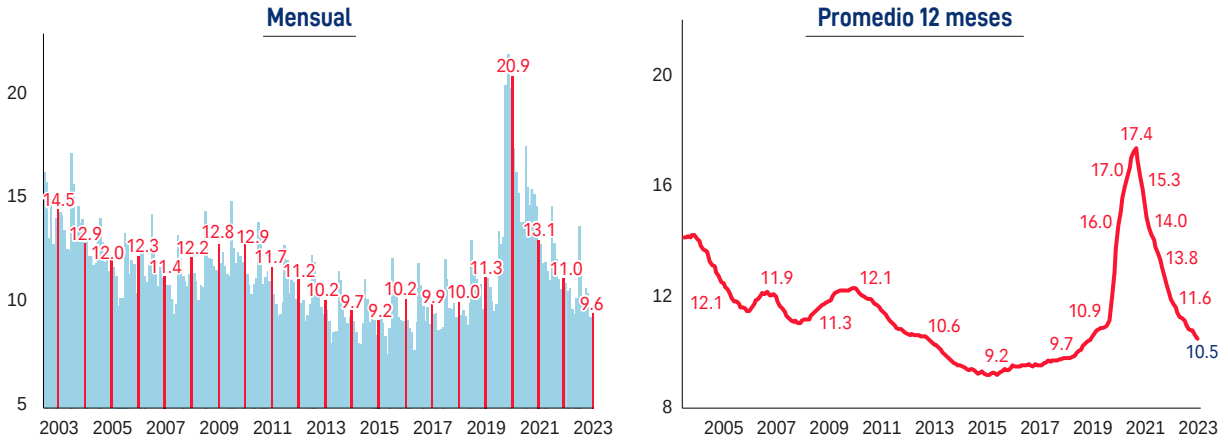
aún en una contracción del empleo, sí podemos esperar una reducción en los puestos de trabajo en lo que resta del año.

En la presente sección de Panorama, discutimos los principales resultados del mes de julio de 2023; posteriormente, analizamos la tasa de desempleo desestacionalizada; luego, ahondamos en las particularidades del mes de julio de 2023; también comentamos nuestras perspectivas para agosto de 2023, así como para el cierre de 2023 y el año 2024; finalmente, analizamos la reforma laboral radicada el pasado 24 de agosto y sus implicaciones dentro del mercado laboral colombiano.

## Principales resultados de julio

La tasa de desempleo (TD) fue de 9.6% en julio de 2023, lo cual representa una disminución de 1.4pp frente al mes de julio de 2022 (11%). Con ese resultado, la tasa

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

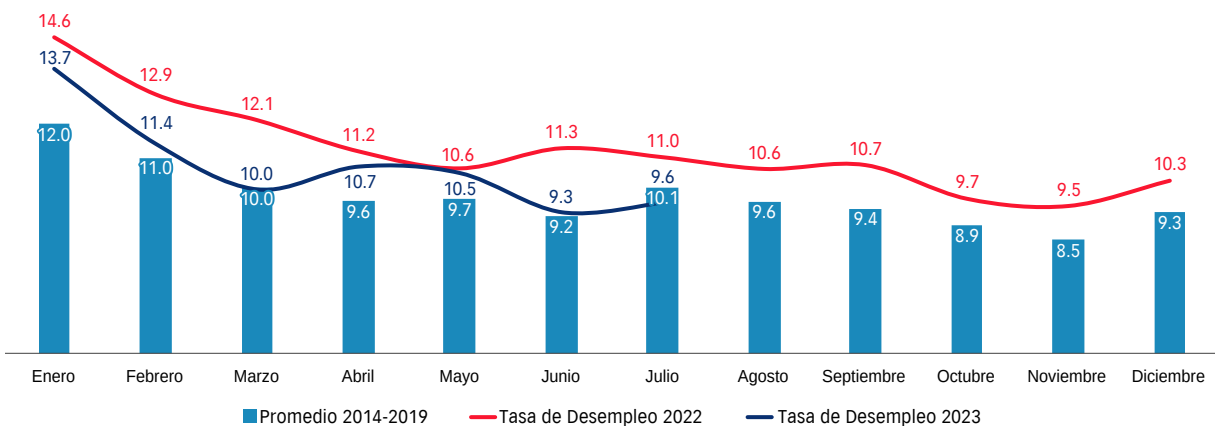


Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

de desempleo promedio de los últimos 12 meses es de 10.5%. Por su parte, para las 13 principales ciudades y áreas metropolitanas, donde se concentra el 47.3% del total de ocupados y el 48.5% de los desocupados, la TD en el mes de julio fue de 9.8%, que es 1.5pp menor a la reportada un año atrás (11.3%).

Adicionalmente, el resultado de julio de 2023 es 0.5 puntos porcentuales menor que el promedio para los últimos 5 años previos a la pandemia (2014-2019). Lo anterior es una sorpresa positiva, dado que el mes de julio suele ser uno de los meses con mayores tasas de desempleo en el año.

**Tasa de desempleo mensual, total nacional**  
(promedio 2014-2019; 2022; 2023) (%)



Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

Por otro lado, la brecha de género en el desempleo fue de 4pp, con una cifra de 7.9% para los hombres y de 11.9% para las mujeres. Un año atrás, en julio de 2022, los hombres tenían una tasa de desempleo de 8.8% y las mujeres de 13.9%, para una brecha de 5.1pp, lo que implica una disminución de 1.1pp para este año.

Frente a la ocupación laboral, en julio de 2023, comparado con julio de 2022, el número de ocupados creció en 1.1 millones de personas, con lo que llegó a 23.2 millones y condujo a una tasa de ocupación del 58.6%, 2.1pp más que el 56.5% visto un año atrás. En las 13 principales ciudades la variación fue de 639 mil, donde se concentran 11 millones de personas ocupadas. De los 1.1 millones de ocupados adicionales, 453 mil son hombres y 674 mil son mujeres.

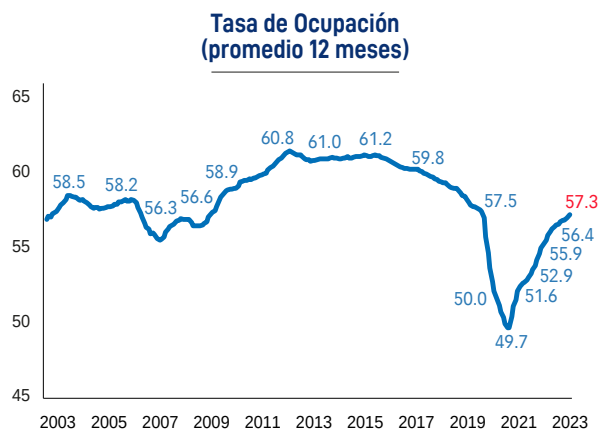
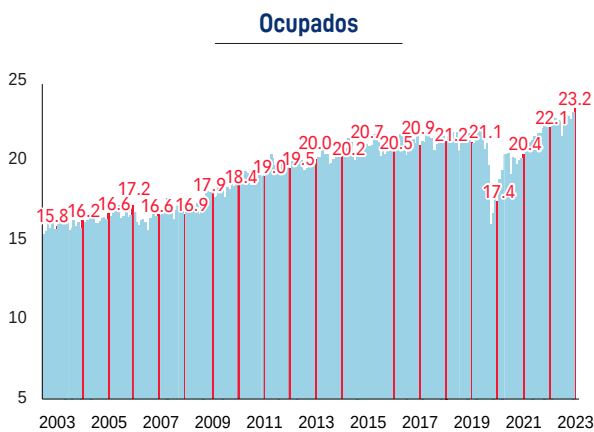
Al observar los nuevos puestos de trabajo por rama de actividad se encuentra que, en particular, para el

mes de julio, la construcción (+234 mil), las actividades artísticas y de entretenimiento (+218 mil) y el comercio (+176) fueron las ramas de actividad que mayor número de ocupados aportaron. Lo anterior es positivo dado que son actividades económicas con importante participación en el empleo nacional que presentaron desempeños discretos durante los meses previos.

Ahora, al analizar por posición ocupacional, se observa que 568 mil de los nuevos puestos de trabajo son de empleados particulares, mientras que el trabajo por cuenta propia subió en 604 mil personas. Esa es una mala noticia en términos de formalidad por la mayor cercanía del trabajo por cuenta propia a las dinámicas informales, en comparación con el empleo particular.

Por su parte, el número de desocupados se redujo en 269 mil personas en el total nacional para así contar

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

con 2.5 millones de personas en el desempleo. Al analizar la cifra por género, 115 mil hombres y 154 mil mujeres salieron del desempleo. En las 13 principales ciudades se presentó una disminución del número de desocupados en 122 mil personas, donde se concentran 1.2 millones de desempleados.

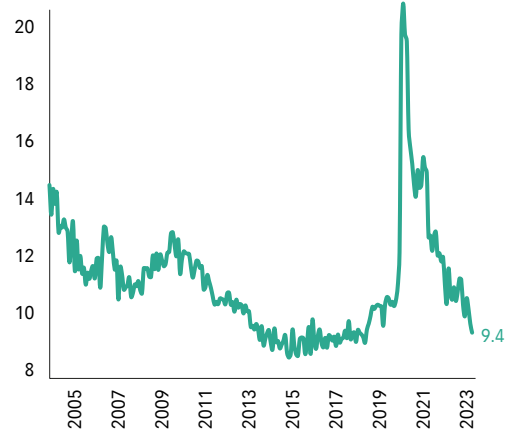
Finalmente, para julio de 2023, en contraste con el mismo mes de 2022, se observa una caída en 308 mil personas en la población por fuera de la fuerza laboral. El número de hombres por fuera de la fuerza de trabajo disminuyó en 84 mil personas, mientras que las mujeres disminuyeron en 224 mil. Para las 13 ciudades principales se registró una disminución de 285 mil personas por fuera de la fuerza de trabajo.

Con todo lo anterior presente, la TGP en julio de 2023 fue de 64.8%, 1.3pp mayor a lo registrado en julio de 2022 (63.5%). Además, la tasa de participación disminuyó para los hombres (de 77.2% a 77.1%) y aumentó para las mujeres (de 52.5% a 53.5%).

## Análisis de la tasa de desempleo desestacionalizada

La TD desestacionalizada para el mes de julio de 2023 se ubica en 9.4% para el total nacional, mostrando una disminución de 0.3pp frente a junio de 2023, mes inmediatamente anterior (9.7%). Además, se registró un 9.6% para las 13 principales ciudades, lo cual representa un aumento de 0.8pp frente al mes previo. Teniendo en cuenta que el comportamiento de las 13 ciudades afecta directamente el comportamiento del empleo a nivel nacional, el aumento en la TD desestacionalizada

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

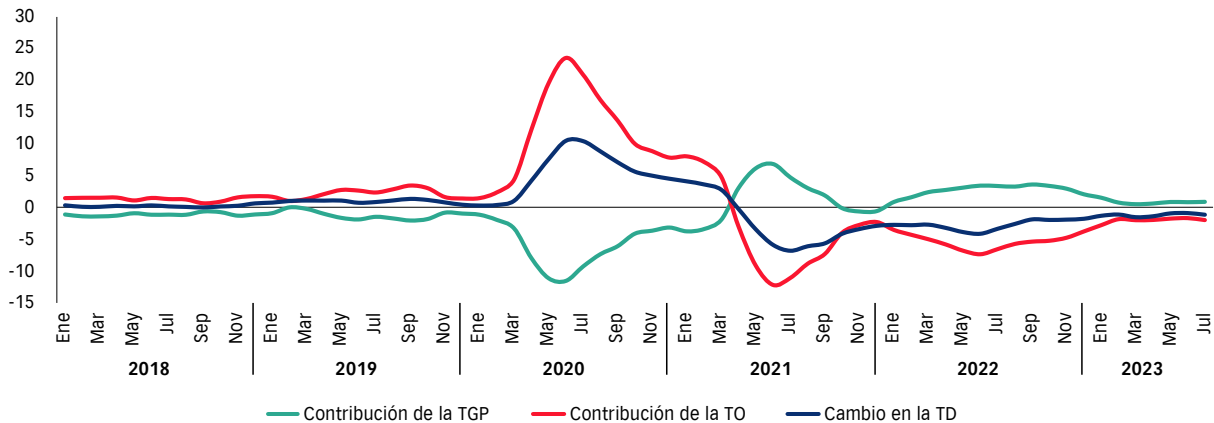


Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

en esos territorios es por lo menos inquietante, y deja ver señales tempranas de que el efecto en la desaceleración económica comienza a traducirse en el empleo de las principales centrales productivas del país.

Ahora, al analizar el promedio del trimestre móvil de la tasa de desempleo desestacionalizada, se observa que el aumento de la Tasa General de Participación contribuyó a un alza en el número de desocupados, mientras que el aumento en la Tasa de ocupación generó una disminución en la tasa de desempleo. En resumidas cuentas, que un gran número de personas pasaran de estar por fuera de la fuerza laboral (antes llamados inactivos) a pasar a buscar trabajo, tuvo un efecto estadístico que opacó en cierta medida el gran aumento en ocupación que se viene dando en el último trimestre. El reto ahora es aumentar la capacidad de generación de empleo para responder a ese aumento en la oferta de trabajadores.

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



Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

## Presentación de la nueva reforma laboral

Recientemente la ministra de trabajo radicó un nuevo proyecto de reforma laboral, de una manera que para varias personas resultó inesperada y discreta, en contraste con el evento multitudinario en el que se presentó el proyecto anterior.

Junto con lo anterior, la radicación del proyecto en el contexto de elecciones regionales representa un tema de alta sensibilidad política, que agrega obstáculos para que el gobierno logre su aprobación en su primer debate antes de noviembre de 2023 (mes posterior a las elecciones).

En general, vemos que la mayoría de los artículos no presentan cambios o cuentan con algunas modificaciones menores, en comparación con el proyecto de

reforma previo. En este sentido, los principales cambios señalan una moderación en las propuestas del gobierno en los campos de contratación, estabilidad reforzada y tercerización.

No obstante, no consideramos que la moderación frente al proyecto previo sea una buena noticia, pues continúa sin ofrecer solución a los problemas estructurales del mercado laboral, como lo son: una normativa que hace costosa la contratación y da incentivos a la informalidad; un mercado laboral fragmentado donde más de la mitad de la población se encuentra desprotegida y excluida del acceso a la cotización de la seguridad social; un ecosistema empresarial que perpetúa una gran masa de unidades productivas de bajo tamaño sin potencial u oportunidades de crecimiento; un desajuste importante entre la oferta y la demanda de empleo tanto por habilidades requeridas y ofertadas, así como por baja productividad y grandes brechas de género; entre otros.

Si bien hay algunas apuestas en torno a la reducción de la informalidad, se centran en la exigencia de condiciones para los empleadores, más que en un análisis de la realidad del mercado laboral en el país. También se observan esfuerzos de formación para el trabajo y reducción en brechas que deben ser potenciados y complementados. No obstante, la exposición de motivos y la reforma continúa poniendo su énfasis en la mejora de las condiciones de los empleados formales, quienes representan menos de la mitad de los ocupados del país y cuentan con condiciones considerablemente mejores a las del ocupado promedio en Colombia. Un grupo muy importante de las personas ocupadas se concentra en lo que el gobierno ha denominado Economía Popular, de la cual se hacen muy pocas menciones en el documento.

### Perspectivas para el mes de agosto de 2023, cierre de 2023 y año 2024

Para el mes de agosto, cuyas cifras serán publicadas por el DANE el próximo 29 de septiembre de 2023, esperamos que la tasa de desempleo se mantenga en un nivel similar en comparación con el visto en julio de 2023. Con ese comportamiento, el desempleo se mantendrá en un dígito, sin embargo, parece indicar que los niveles de empleo comenzarán a deteriorarse respondiendo al bajo crecimiento que ha mostrado la economía colombiana durante el primer semestre del año, sumado a las bajas expectativas de crecimiento esperado para los meses restantes de 2023. En particular, el crecimiento de 0.3% en el se-

gundo trimestre de 2023 muestra una marcada diferencia con la variación del 12.2% vista durante el segundo trimestre de 2022.

Aun así, esperamos que el dato sea menor al observado en agosto de 2022. En específico, nuestro pronóstico de tasa de desempleo para agosto de 2023 se ubica entre 9.4% y 9.9%, que implicaría una reducción entre 0.7pp y 1.2pp en contraste con el 10.6% visto un año atrás. Con este resultado, lo más probable es que la tasa de desempleo promedio de los últimos 12 meses sea de 10.5%.

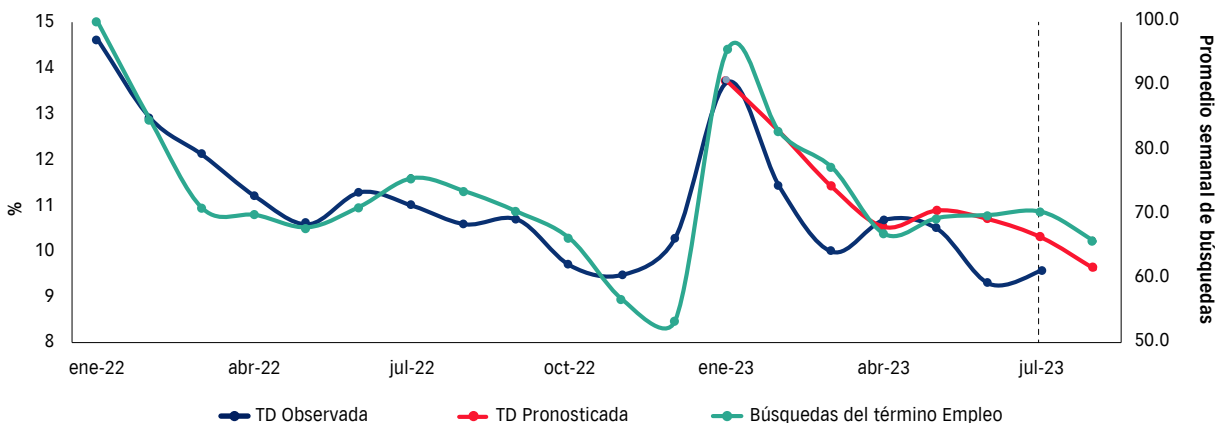
En busca de generar una aproximación, se compara gráficamente nuestra proyección con las búsquedas del término “empleo” en Google en Colombia. Las series mostradas tienen una alta correlación con la TD nacional, pues capturan de gran forma el componente estacional y permiten contar con datos en tiempo real.

Como se puede ver, los datos reportados han estado por debajo de nuestros pronósticos durante 2023. Al tomar las proyecciones que hemos hecho mes a mes, esperábamos una TD promedio de 10.9% para los últimos 12 meses hasta julio de 2023, ligeramente por encima del 10.5% observado, lo que ha sorprendido de forma positiva. No obstante, es difícil pensar que el menor crecimiento de la actividad económica no impacte en el mercado laboral, ya que la evidencia muestra que ante una desaceleración prolongada de la actividad económica el desempleo también crece, aunque con un rezago<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Oner, C. (2017). What constitutes unemployment? Back to Basics. Fondo Monetario Internacional.

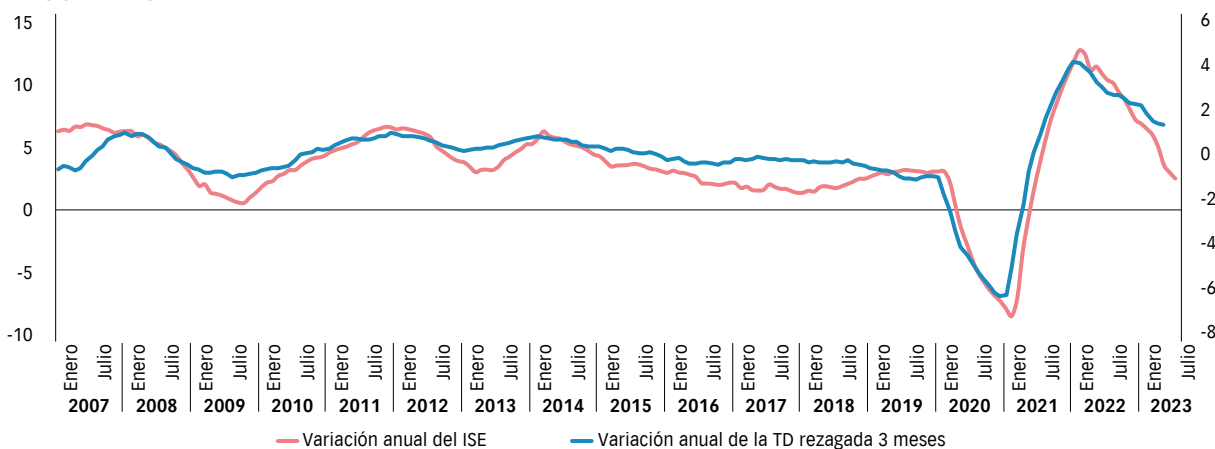


**Pronóstico ANIF Tasa de Desempleo y búsqueda del término "empleo" durante 2023  
(% y promedio semanal del índice)**



Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE y Google Trends.

**Variaciones anuales del ISE y la tasa de desempleo  
(%, p.p., serie promedio año móvil)**



Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

Nuestros cálculos indican que este rezago es de 3 meses, en coincidencia con Corficolombiana<sup>2</sup>, donde se menciona que su inicio podría extenderse hasta

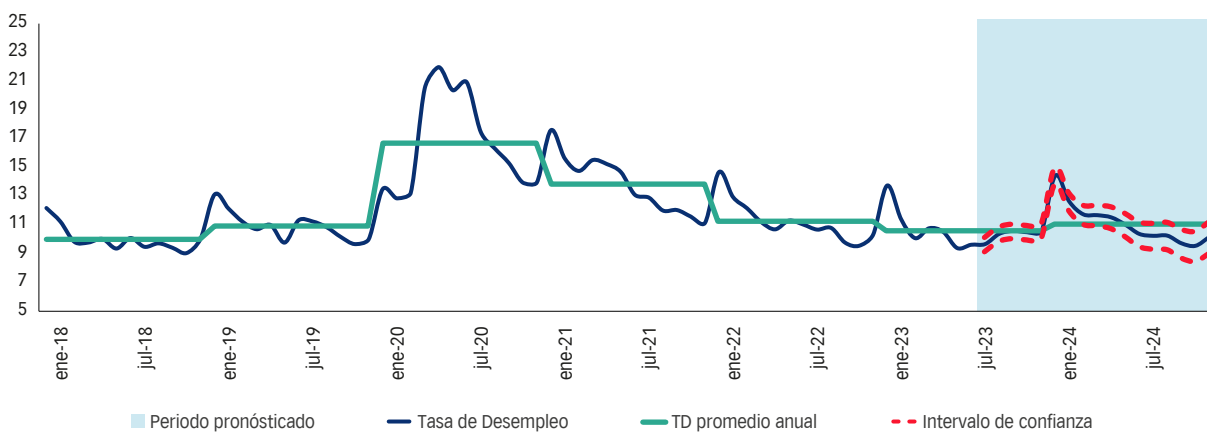
los 7 meses de rezago. Con lo anterior presente vemos probable que desde septiembre se puedan reportar tasas de desempleo de 2 dígitos, que perdura-

<sup>2</sup> Corficolombiana. (2023). El rompecabezas del PIB y el Empleo en Colombia. Informe Especial.

rían durante el último trimestre del 2023 y hasta el primer semestre del 2024. De manera específica, de acuerdo con nuestras proyecciones para 2023 la tasa

de desempleo promedio se ubicaría entre 10.5% y 11.0%, mientras que para 2024 esperamos cifras entre 10.9% y 11.4%.

**Pronóstico tasa de desempleo 2023 y 2024 (%)**



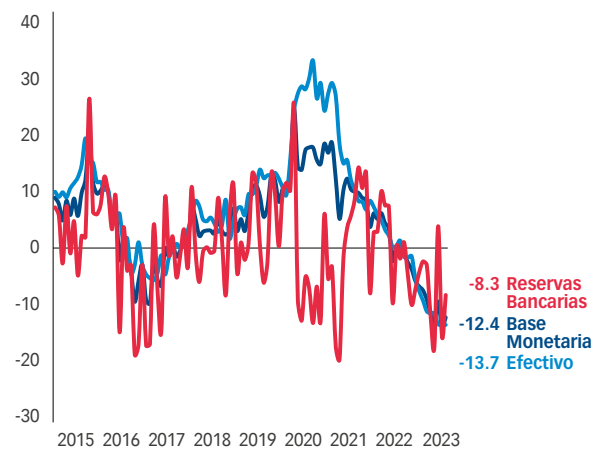
Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

# SITUACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

## Agregados Monetarios

La base monetaria, compuesta por el efectivo y las reservas bancarias, presentó una variación anual negativa de -12.4% en agosto de 2023. Entre el 2020 y el 2021, los esfuerzos por reactivar la economía mediante políticas expansivas generaron un repunte de la base monetaria, con un incremento del efectivo. No obstante, desde septiembre de 2022, se ha dado una contracción de su crecimiento real anual, con una caída del 4% en lo corrido del 2023. La base monetaria es emitida por el Banco de la República (BanRep) como medio para soportar la expansión de crédito y otros instrumentos financieros que sirven como dinero en la economía. Por lo tanto, su contracción actual

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



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

hace parte de la política monetaria del BanRep, que busca disminuir la liquidez para controlar el nivel de precios. Esto cobra importancia en un contexto en el que la inflación se mantiene en dos dígitos y muy por encima de la meta de mediano plazo de las autoridades monetarias.

Las reservas para encaje registraron un crecimiento real anual negativo (-8.3%) con un repunte en el último mes. Las reservas contabilizan la porción de los depósitos que los bancos están obligados a mantener en el banco central, y se componen de los depósitos del sistema financiero en el banco central y el efectivo en caja del sistema financiero. Los depósitos del sistema financiero registraron un crecimiento de 27% en el último mes. El encaje bancario se ha mantenido como una proporción constante, por lo que su repunte se puede asociar a un mayor volumen de los depósitos o captaciones que reciben las entidades financieras; es decir, es un proxy de menos liquidez en circulación, potencialmente derivado de la política monetaria contractiva. Por su parte, el efectivo en caja se contrajo -2% en el último mes. La diferencia en la tendencia de sus dos componentes explica la volatilidad que caracteriza el comportamiento de las reservas.

En contraste con la volatilidad de las reservas de encaje, el efectivo ha mantenido un decrecimiento contante en su variación real anual (-13.7% para agosto), marcando la tendencia contractiva de la base monetaria en lo corrido del 2023. Su comportamiento se explica casi en su totalidad por las especies monetarias fuera del sistema financiero. El decrecimiento del dinero en circulación se asocia a una menor demanda de saldos, incentivada por la desaceleración en el crecimiento del producto y

las tasas de interés contractivas. En suma, el comportamiento del efectivo también puede atribuirse a la postura contractiva de las autoridades monetarias.

Para el tercer trimestre de 2023, el comportamiento de los agregados monetarios sigue definido por la posición restrictiva de las autoridades monetarias. No obstante, existen algunos factores que podrán inducir cambios en la tendencia durante los próximos meses. En primer lugar, el BanRep se mantiene, por cuarto mes consecutivo, como el mayor comprador de TES (títulos de deuda pública), lo que garantiza el suministro de liquidez primaria e induce una expansión de la base monetaria. El intento por inyectar liquidez en el mercado puede buscar también compensar la disminución neta del portafolio de TES de actores relevantes como los Fondos de Capital Extranjero, que se posicionan como vendedores netos por recaudo de utilidades. Es decir, buscar vender TES cuando se han valorizado, luego de haberlos comprado a menor precio en medio del contexto de incertidumbre del 2022.

Por otro lado, la Superintendencia Financiera propuso un relajamiento de las actuales exigencias del Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN), en un intento por liberar liquidez en el mercado y alinearse con el estándar internacional. Un relajamiento de los requisitos de fondeo del CFEN podrá generar menos presión sobre las tasas de captación. Así, ante el posible inicio del ciclo bajista de tasas del BanRep, se podrá dar una transmisión más eficiente y una consecuente liberación de recursos de liquidez. Con esto, se daría mayor espacio para la colocación de crédito, con una contribución al dinamismo económico y al crecimiento de la cartera.

## Cartera de Crédito

Con corte a junio de 2023, la cartera bruta registró una contracción de -2.8% en el saldo, y mantuvo la tendencia de desaceleración real anual para casi todos sus componentes. Según la Superintendencia Financiera, para mayo de 2023, el indicador de profundización se ubicó en 45% del PIB, con un incremento de 0.4% respecto a mayo de 2023. No obstante, su disminución respecto a mayo de 2022 hace evidente el impacto que la desaceleración económica del 2023 ha tenido sobre la inserción financiera de los colombianos. Este comportamiento está asociado al aporte negativo de las modalidades de consumo y vivienda, así como la desaceleración de la cartera comercial.

La cartera de consumo, que representó el 31.1% de la cartera total, se mantiene como el segmento que más se ha visto impactado por la desaceleración. Así, para junio de 2023, reportó su tasa de crecimiento más baja en los últimos nueve años, con un decrecimiento real de -6.1%. El dato está asociado al menor dinamismo de productos como la libranza, el consumo de bajo monto, el consumo para los empleados y la libre inversión, que en conjunto representan más de la mitad de este segmento. En junio de este año, un segmento importante de la población indicó que las tasas de interés han tenido un impacto significativo en su decisión de solicitar un crédito en los 12 meses siguientes. Por lo tanto, es posible inferir que la contracción del consumo responde a una política monetaria contractiva que ha desincentivado el consumo en el país. El crecimiento del saldo vendido ha llevado a la Superintendencia Financiera de prever un mayor deterioro del segmento y promover un incremento del indicador de cobertura por riesgo.

La cartera de crédito hipotecario con titularizaciones también disminuyó, con una contracción real anual de -2.3% que mantiene la tendencia luego de seis meses consecutivos con crecimiento negativo en términos reales. Cabe mencionar que, según la Encuesta de Opinión al consumidor de Fedesarrollo, en agosto, el índice de disposición a comprar vivienda se situó en -45.2%, con una contracción de 5.5pp con respecto a julio. No obstante, el crecimiento nominal del segmento se mantiene en terreno positivo y es consistente con la corrección de la inflación.

Es importante mencionar que, a lo largo del año, las tasas de interés para adquisición de vivienda han aumentado. En relación con las tasas de interés de colocación de los créditos destinados a la adquisición y construcción de vivienda, tanto del segmento VIS como no VIS, estas mostraron un comportamiento creciente, en un escenario de mayores tasas interés de corto plazo. Sin embargo, los últimos datos sugieren que las tasas de interés de los créditos hipotecarios se han estabilizado, lo que podrá incentivar la recuperación de la cartera durante los meses siguientes.

La cartera comercial, por primera vez desde el 2021, alcanza un crecimiento real anual negativo (-1.1%), y extiende su tendencia de desaceleración. Esta modalidad de cartera cobra importancia porque representa más de la mitad de la cartera total. En la variación real anual es importante destacar el dinamismo de productos financieros (7.8%), empresarial (6.2%) y construcción (3.9%). Por el contrario, los segmentos oficial y pyme pasaron a terreno negativo desde mayo. La des-

aceleración se puede explicar por el incremento de las tasas de interés promedio ponderada de los desembolsos del crédito comercial (22.5% en junio de 2023 frente a 17.0% en junio de 2022), consecuencia de la transmisión de la política monetaria contractiva.

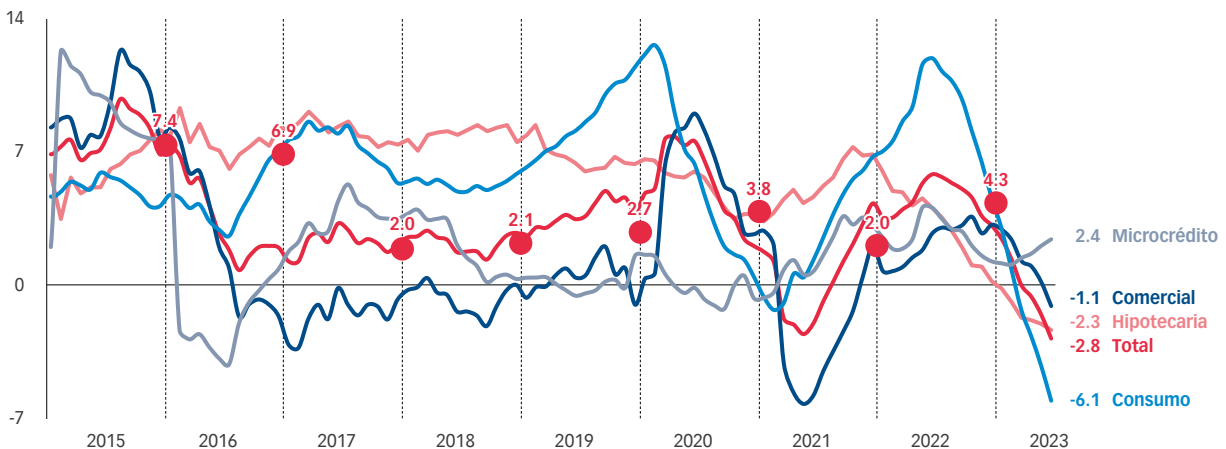
La cartera de microcréditos mantiene su buen comportamiento y completa veintiocho meses consecutivos de crecimiento positivo, alcanzando un nuevo umbral de crecimiento real anual con una variación de 2.4%. El comportamiento de este segmento está asociado a la dinámica de desembolsos además del crecimiento del saldo de la cartera que llegó a \$17.7 billones. Así mismo, se mantienen los esfuerzos por parte de las entidades bancarias por disminuir las tasas para estimular el desarrollo sostenible, especialmente de obligaciones enmarcadas dentro de la política social del gobierno. Gracias a estos esfuerzos, contrario a lo que ocurrió con otros segmentos, la tasa de interés de

colocación para los microcréditos se ubicó 1pp por debajo de la tasa de junio de 2022.

El indicador de calidad de cartera por mora, es decir la proporción de cartera vencida entre la cartera bruta se mantuvo alrededor de 4.7% para junio, acumulando 10pp en lo corrido del año. El segmento más castigado es el de consumo (7.5%), seguido por el de microcrédito (6.7%). Por el contrario, los segmentos comerciales (3.5%) e hipotecario (2.7%) se mantienen por debajo del total, aunque el indicador permanece al alza. Durante todo el 2023, el indicador de cartera total se ha mantenido al alza, pero se ha estabilizado en el segundo trimestre. Esto ha sido posible gracias a los buenos hábitos de pago que contribuyen a mantener constante el numerador sumado al crecimiento de la cartera bruta.

Cabe destacar que, del total castigado para mayo del 2023, el 85% correspondió al portafolio de consumo y el

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



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

9% a comercial lo cual indica que a lo largo del año son las carteras que más se han visto afectadas y por ende presentan un mayor deterioro. El comportamiento de estos segmentos refleja la combinación de factores como la desaceleración económica que afecta el mercado laboral y por ende el pago de las obligaciones, además de unas tasas de interés más altas y una inflación que si bien ha cedido se mantiene en niveles importantes.

La cartera por mora para los microcréditos se mantiene por encima del y continúa con tendencia al alza. Según analistas económicos, el aumento en la cartera por mora está estrechamente asociado a las subidas de tasas del Banco de la República y que afecta a las tasas de usura. Siendo así, vale la pena resaltar que el incremento de las tasas no tiene un efecto inmediato, por el contrario, se ve desde los seis meses por lo que es normal que el consumidor se esté viendo afectado. Adicionalmente, resulta relevante que, si bien el gobierno ha implementado mecanismos co-

mo la reducción de las tasas de interés para los consumidores de microcréditos, no se ha visto un resultado satisfactorio. Esto es especialmente preocupante teniendo en cuenta que el público objetivo de los microcréditos es el mismo que, de no poder acceder, recurrirá a préstamos de fuentes por fuera del sistema financiero formal.

### Mercado de Renta Variable

A nivel global, el sentimiento de incertidumbre se ha moderado y ha permitido la recuperación de activos en economías emergentes. En el entorno local, como lo muestra la Gran Encuesta de Activos Financieros de Corredores Davivienda, los inversionistas han empezado a atribuir menos importancia a los factores políticos dentro de sus decisiones de inversión. En cambio, ha cobrado protagonismo la preocupación por el nivel de precios, inducida por la sorpresa inflacionaria del mes de agosto y un cambio de tendencia en las expectativas de los agentes que cuestiona la efectividad de la política monetaria restrictiva que se ha mantenido hasta el momento. La inflación es también un factor relevante para los inversionistas globales. A medida que las señales de una economía fuerte hacen desaparecer los temores de recesión en Estados Unidos (EE.UU.), la atención de los mercados se centra en las decisiones de política monetaria de los bancos centrales.

En EE.UU., la atención del mercado se centra en las decisiones de la Reserva Federal (FED). El pasado 20 de septiembre, la FED tomó la decisión de mantener su tasa de intervención en un nivel contractivo (entre 5.25% y 5.50%), incentivada por una actividad económica sólida y un mercado laboral estrecho. Nuevamen-

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



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

te, se priorizó el retorno de la inflación a la meta y se ponderó la prevalencia de factores de riesgo sobre el nivel de precios como el alto nivel de consumo, el efecto indexación y el incremento en el precio del petróleo. La FED entregó el mensaje claro de que las tasas permanecerán en un nivel más alto por un tiempo más prolongado, lo que presionó al alza las expectativas de los agentes. Aunque los temores de recesión han desaparecido casi por completo, con un incremento del prospecto de crecimiento económico (2.1%) por parte de la FED, la política monetaria restrictiva implicará presiones sobre el ciclo de crédito, el desempeño financiero de las empresas y la valoración de las acciones. Además, la incertidumbre local se ha catalizado por la rebaja crediticia de Fitch Ratings en EE.UU. en un contexto de deterioro fiscal. En consecuencia, el pesimismo del último trimestre generó una contracción de -3.2% desde julio (a corte del 28 de septiembre).

En contraste con la robustez de la economía estadounidense, la Unión Europea rebajó sus perspectivas económicas de crecimiento (de 1% a 0.8% para 2023). La caída del sector manufacturero parece haberse transmitido a los servicios, generando la contracción económica más rápida de los últimos tres años. A pesar de las señales de desaceleración, los funcionarios del Banco Central Europeo (BCE) han sido enfáticos en que las tasas de interés seguirán en un nivel contractivo por el tiempo que sea necesario. El BCE está comprometido con hacer retornar la inflación a su meta, que en este momento se encuentra más de 30pp por encima de la misma (5.2%) y se podrá presionar al alza con la llegada del Fenómeno del Niño en el último trimestre del año. En este contexto, el bajo nivel de crecimiento esperado sigue imprimiendo pesimismo en la

renta variable, reflejado en una contracción trimestral de -5.3% del índice *Eurostoxx 50*.

A pesar de su contracción trimestral, la renta variable en Europa y en EE.UU. mantiene un crecimiento positivo en lo corrido del año. Este no es el caso de la bolsa china, que reporta caídas de -4.1% trimestral y -0.2% año corrido en el índice *Shanghai*. La desaceleración económica en China se asocia a factores estructurales como una baja propensión marginal a consumir, la crisis del mercado inmobiliario y una alta incertidumbre política en medio de tensiones con occidente. Para estimular la economía, el gobierno chino ha implementado acciones como el relajamiento de la política monetaria, la refinanciación de compromisos de deuda y beneficios tributarios en el mercado de capitales; no obstante, su impacto no ha sido efectivo. En consecuencia, ha disminuido el apetito de los inversionistas globales por activos chinos y se ha dado una retirada masiva de fondos de acciones y bonos chinos, lo que desvincula progresivamente a China de los mercados financieros internacionales y podrá continuar castigando su renta variable.

Inicialmente, se esperaba que el desplome de la renta variable en China afectara a la totalidad de los emergentes, pero este no ha sido el caso. El descenso de la renta variable en economías desarrolladas y un repunte en el apetito por riesgo ha impulsado un crecimiento de más de 2% en el MSCI de emergentes para 2023 y una valorización de 9.6% para el MSCI Latam (liderada por Brasil y Chile). A medida que la inflación se modera y se da paso al inicio del ciclo bajista de tasas de interés de política monetaria a un mayor ritmo que los mercados desarrollados, incrementa el prospecto de



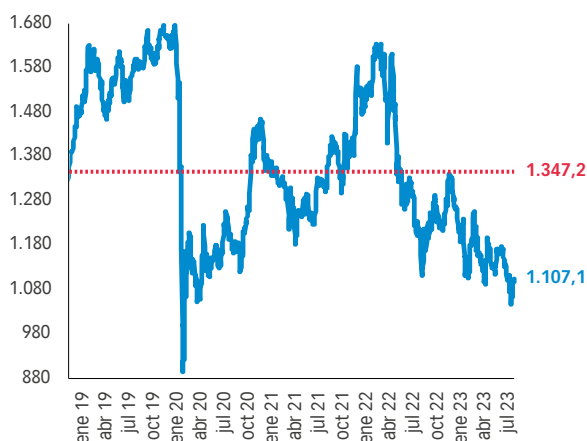
crecimiento en países latinoamericanos. Esto, junto con los menores riesgos sociopolíticos y los altos precios del crudo, incentiva la entrada de flujos de inversión de portafolio y podrá contribuir a una expansión de la renta variable regional en lo restante del 2023.

En el mercado de renta variable local, un menor desbalance externo (por la moderación de la demanda interna y los altos precios del petróleo) y una moderación en el riesgo de crédito disminuye la vulnerabilidad interna a choques externa. No obstante, el MSCI COLCAP (-0.9%) sigue en terreno contractivo, desanclado del comportamiento regional. Contrario a algunos pares de Latinoamérica, en Colombia aún no se consolida la tendencia a la baja de la inflación, por lo que no se cuenta con las condiciones necesarias para un relajamiento de la política monetaria. La falta de confianza de los inversionistas locales y extranjeros y la alta competitividad regional se ve reflejada en una importante salida de capitales de portafolio, con los fondos de ca-

pital extranjero y los fondos de pensiones y cesantías posicionados como vendedores netos.

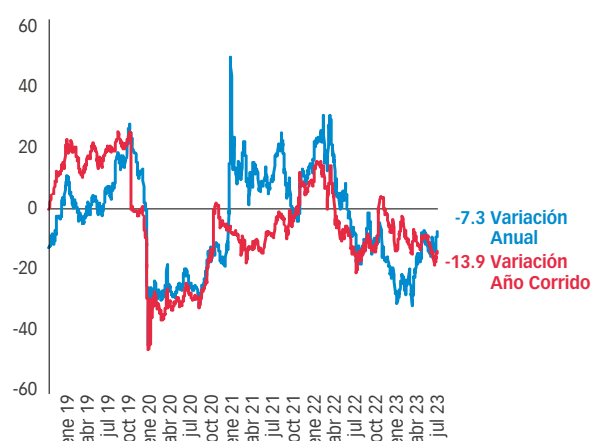
A esto se le suma un mercado de renta variable local poco profundo y de bajo volumen. La reducción de la liquidez en el mercado y la desvalorización de las acciones ha llevado a evaluar la posibilidad de que Colombia pase a ser clasificado como mercado frontera, lo que implicaría la salida de Colombia de los índices internacionales y una contracción aún mayor de su volumen. En este momento, sólo tres acciones (Bancolombia, Preferencial Bancolombia e ISA) cumplen con los requisitos de tamaño y liquidez para pertenecer al índice MSCI, lo que lleva a un mercado excesivamente concentrado y como consecuencia altamente volátil. En este contexto, observamos una renta variable altamente rezagada frente a nuestros pares, con un índice COLCAP que acumula pérdidas anuales cercanas al -7% con una contracción del -14% en lo corrido del 2023 (a corte del 19 de septiembre de 2023).

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



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

**Evolución del COLCAP**  
(variación %, a 19 de septiembre de 2023)



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

## Perspectivas

Desde ANIF, esperamos que la política monetaria contractiva se mantenga en Colombia, en medio de una economía local sólida y la persistencia de la inflación. Esta dinámica podrá restringir el crecimiento de la liquidez y la cartera en lo restante del 2023, y poner a Colombia en desventaja competitiva frente a sus pares regionales al momento de atraer inversión extranjera. No obstante, bajo el actual escenario de incertidumbre, sería peligroso un relajamiento prematuro de la política monetaria, que podría poner en riesgo la credibilidad de las autoridades monetarias y generar un castigo aún más profundo de los activos. Esto, especialmente en un escenario donde los actores del mercado local y global ponderan cada vez más la inflación dentro de sus decisiones de inversión.

A nivel global, observamos como se disipan los temores de recesión, lo que permite una disminución en la aversión al riesgo de los inversionistas. Esperamos que, en lo que resta del 2023, la atención de los inversionistas se mantenga centrada en el progreso

de la inflación y las decisiones de los bancos centrales. Las declaraciones de funcionarios de la FED y el BCE nos llevan a esperar que, como lo han hecho hasta el momento, los bancos centrales de economías desarrolladas mantengan su postura contractiva y prioricen el control del nivel de precios. En respuesta a este mensaje, se podrán extender las pérdidas en el mercado de renta variable, en tanto la desaceleración permee el desempeño financiero de las empresas.

Esto, a la vez que los mercados emergentes permiten relajamientos de las tasas a un mayor ritmo, podrá seguir direccionando los flujos de capital a Latinoamérica; especialmente en un contexto de menor volatilidad y un mayor apetito por riesgo. No obstante, cualquier intento de recuperación de la renta variable en Colombia se verá limitado por un mercado ilíquido y poco profundo, que, de mantenerse así, mantendrá los índices y la cotización de las acciones en una senda bajista de alta volatilidad.

# ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN

## TERCER TRIMESTRE DEL 2023

---

En lo corrido del año, la inflación en Colombia experimentó un aumento en el nivel de precios que tocó su techo en marzo con una variación de 13.34% y desde el segundo trimestre inició un retroceso progresivo. La disipación de los choques de oferta y la moderación de la demanda ayudaron a reducir el incremento de los precios, no obstante, sigue siendo un tema que genera incertidumbre y reocupación de cara al futuro. Por un lado, la inflación básica, todavía no presenta una caída significativa dados los efectos rezagados del dinamismo del mercado laboral que comienza a incorporar el deterioro del aparato productivo. Es por esto que se espera que empiece a reducirse en lo que resta de este año y continúe en el 2024. Por otro lado, las expectativas de inflación a largo plazo continúan por encima de la meta del 3%. Sumado a eso, existe incertidumbre en torno a la evolución futura de la tasa de cambio,

tanto a nivel local como global. Siendo así, el resultado ante el cual nos encontramos seguirá pesando sobre las decisiones de inversión y consumo de las empresas y los hogares, explicando parte de la desaceleración de la economía este año.

Ante esta coyuntura, las autoridades económicas decidieron elevar las tasas de interés con el objetivo de regular la demanda total y mitigar las tensiones inflacionarias. El trabajo realizado hasta el momento parece haber sido efectivo, sin embargo, aún existen desafíos. La sorpresa al alza en la inflación para el mes de agosto podría motivar algunos ajustes distintos a lo que se preveía desde la última reunión en agosto del 2023; especialmente dado que este resultado se traduce en incrementos importantes de las expectativas de inflación a mediano plazo.

Con respecto a los últimos resultados para agosto de 2023, la variación mensual presentó un resultado de 0.7%, lo cual se ubicó 20pb por encima del resultado del mes anterior y marcó un giro en la tendencia que se venía presentando en los últimos cuatro meses. En particular, para el mes de agosto el 73% de rubros del IPC presentó variaciones mensuales positivas, divergiendo respecto al promedio de 61% para este mes entre 2010-2021.

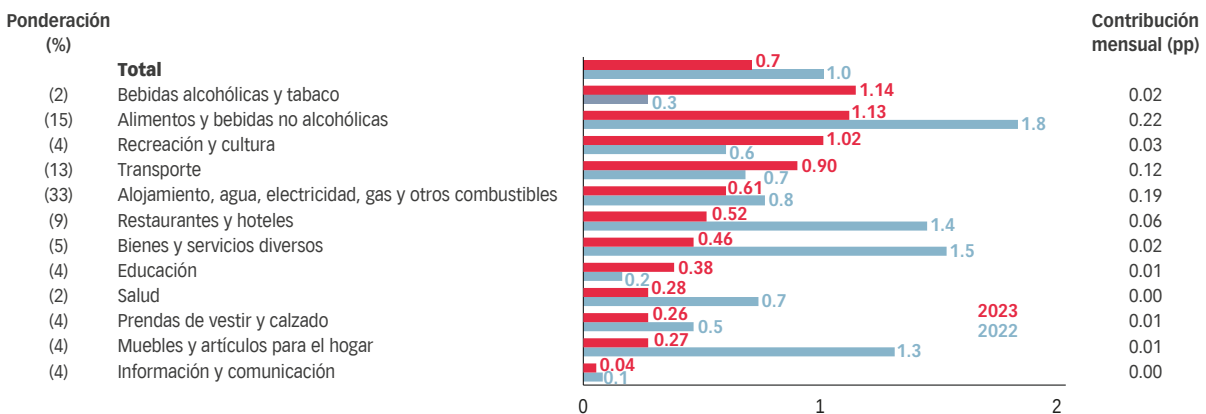
Durante agosto la inflación se vio impulsada por parte de la división de Alimentos y bebidas no alcohólicas y Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles asociados al incremento sostenido que se ha presentado en la mayor parte del año en el arriendo imputado (0.6%), arriendo efectivo (0.6%) y la electricidad (0.8%), así como las divisiones Transporte y Restaurantes y Hoteles. En total, estas divisiones aportaron 0.6pp a la variación total.

En cuanto a la variación año corrido, el resultado se encontró por debajo del resultado de julio de 2022

(9.06%) con una variación de 7.43% lo cual indica que la economía comienza a mostrar indicios de recuperación y estabilidad luego de la pandemia. Finalmente, con respecto a la inflación anual se registró una variación de 11.43%, lo que mantuvo la tendencia a la baja de los últimos cuatro meses y un resultado cercano al de septiembre de 2022 (11.4%).

A partir de estos resultados es pertinente analizar los nuevos factores que explican el incremento del nivel de precios y el cambio de tendencia en el resultado mensual. Siendo así, cuatro divisiones se ubicaron por encima del promedio nacional (0.7%) con respecto a la división por niveles de gasto. En primer lugar, la división de Bebidas alcohólicas y tabaco presentó una variación de 1.1% y una contribución de 2pb a la inflación mensual debido a su leve aporte en la composición del índice. Vale la pena mencionar que el comportamiento de este rubro está asociado al incremento en el precio de la cerveza seguido del tequila.

**Inflación mensual por divisiones de gasto (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

En segundo lugar, se encuentra la división de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas que vuelve a presionar la inflación al alza y revierte la tendencia que había mantenido hasta el momento con un resultado de 1.1% y una contribución de 22pb a la inflación debido a su peso en la canasta básica. Las variaciones históricas desde el 2014 indican que típicamente, el componente de alimentos es mucho más alto en el primer semestre, sin embargo, en el mes de agosto parece ser que los alimentos como la cebolla (22.6%), el tomate (24.6%) y las frutas frescas (7%) tuvieron un gran efecto en el cambio de precios que no pudo ser contrarrestado por los demás alimentos.

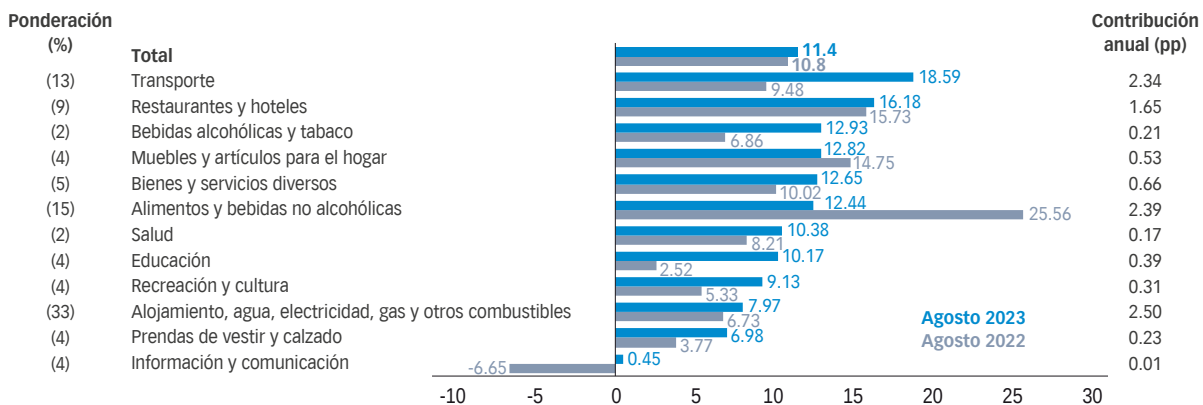
En tercer lugar, se encuentra el rubro de Recreación y Cultura que presentó una variación de 1% y una contribución de 3pb a la inflación. El comportamiento de esta división está asociado al incremento en los precios de subclases como la suscripción y servicio de televisión por redes y cable con una variación de 3.9%. Para finalizar el análisis de las divisiones por en-

cima del promedio nacional, se encuentra la división de Transporte con un resultado de 0.9% y una contribución de 12 pb a la inflación. Como ha venido ocurriendo en los últimos meses el factor que más presiona al alza esta división es el incremento del precio de los combustibles para vehículos que este mes presentó una variación de 3.5%.

En cuanto al análisis anual, en agosto de 2023, el IPC registró una variación de 11.43% en comparación con agosto de 2022, completando cinco meses a la baja y una estabilidad en los precios. En este contexto, seis divisiones se encuentran por encima del promedio nacional.

La división de Transporte con una variación de 18.6% y una contribución de 2.3pp a la inflación total lidera el incremento de precios. El comportamiento de esta división ha mantenido la misma tendencia asociada al incremento en el precio de los combustibles para vehículos que presentaron una variación de 42.9% en el último

**Inflación anual por divisiones de gasto (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

año, así como el transporte urbano con una variación de 11.8% y el vehículo particular nuevo o usado con 16.8%.

Restaurantes y hoteles obtuvo una variación de 16.2% y una contribución de 1.7pp a la inflación y se ubica como la segunda división con mayor variación en el último año. El incremento de precios en este rubro corresponde en mayor medida al precio de comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio que presentaron una variación de 16.0%, y las comidas preparadas fuera del hogar para consumo inmediato con una variación de 18.2%. Este comportamiento responde a la transmisión del precio de los alimentos que lideró las presiones inflacionarias el año pasado.

En tercer lugar, se encuentra la división de Bebidas Alcohólicas y Tabaco que presentó un resultado de 12.9% y una contribución de 0.2pp. En seguida se encuentra la división de Muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar que obtuvo una variación de 12.8% con una contribución de 0.5pp a la inflación total.

Para finalizar el análisis de las divisiones por encima del promedio nacional se encuentran Bienes y servicios diversos con una variación de 12.7% y, por último, Alimentos y bebidas no alcohólicas con una variación de 12.4% que refleja tanto el resultado mensual como el comportamiento que tuvo la división a lo largo del 2022 y comienzos del 2023. Estas dos divisiones contribuyeron a la inflación en 0.7pp y 2.4pp, respectivamente.

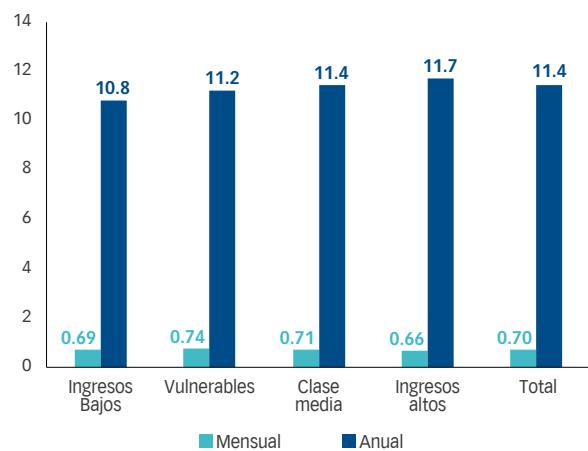
Ahora es importante mencionar que en términos anuales la división que más presionó la inflación al alza fue Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros com-

bustibles. El comportamiento de la división refleja las dinámicas del precio del arriendo imputado que presentó una variación de 6.4% en el último año, el arriendo efectivo con una variación de 6.6% y la electricidad con una variación de 11.1%.

A partir de los resultados para agosto en la variación del IPC es preciso mencionar el efecto sobre la población con respecto al nivel de ingresos la cual generó algunas sorpresas preocupantes. En lo corrido del año el efecto de la inflación sobre la población mantiene la dinámica de progresividad, con un mayor efecto a medida que aumenta el nivel de ingresos de los hogares: ingresos altos 11.7%, clase media 11.4%, vulnerables 11.2% y pobres 10.8%. La variación año corrido del IPC por nivel de ingresos mantiene el mismo patrón: ingresos altos 8.1%, clase media 7.4%, vulnerables 6.8% y pobres 6.4%.

La tendencia progresiva en la variación anual se puede explicar, en primer lugar, por la moderación en el pre-

**IPC por nivel de ingresos (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

cio de los alimentos y las bebidas no alcohólicas. Aunque para agosto su variación anual se ubicó por encima del total, ha perdido el comportamiento de liderazgo en la contribución que mantuvo durante el año pasado y que presiona el nivel de gasto de los hogares más pobres. No obstante, será importante tener en cuenta el arriendo efectivo, una de las subclases con mayor variación (0.6%), y es la que mayor componente regresivo tiene.

Con un resultado menos optimista en términos sociales, el comportamiento mensual del IPC en agosto fue sorpresivo, dado que revirtió el orden progresivo del IPC que se venía presentando desde febrero de 2023. Para este mes, la variación en el nivel de precios para los hogares de ingresos pobres (0.69%) y vulnerables (0.74%) pasó a ser mayor que la de los hogares de clase alta (0.66%), ver Gráfico 5. En línea con el resultado, la brecha entre los hogares de mayores y menores ingresos pasó a ser de 3pb, 15pb menor que la registrada para el mes de julio asociada a un aumento del IPC para hogares pobres (31pb) considerablemente mayor al de hogares de ingresos altos (10pb). En lo que resta del año será importante tener en cuenta esta nueva dinámica y evitar un retorno al comportamiento estructuralmente regresivo que veíamos el año pasado.

## Perspectivas

Los resultados de la inflación para agosto muestran son una llamada de atención que de no ser controlados podrán generar sorpresas durante la segunda mitad del año. El precio de los alimentos, que en lo corrido del año había actuado a favor de la moderación de la inflación,

cambió de tendencia, contribuyendo a una subida generalizada en el nivel de precios y el retorno del efecto regresivo de la inflación. Así mismo, la inflación núcleo (sin energéticos ni alimentos), que, aunque ha empezado a bajar, sigue en niveles muy por encima del histórico y lejos del rango meta del Banco de la República lo cual genera inquietud. Por otro lado, vale la pena mencionar que en comparación a otros países de la región Colombia mantiene uno de los niveles de inflación más alto por lo que cualquier decisión por parte de la autoridad monetaria debe ser tomada con cautela.

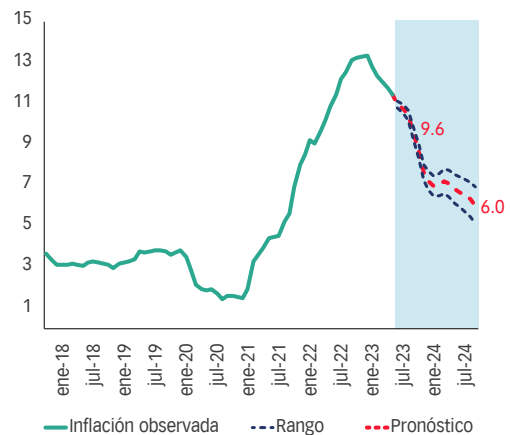
Por otro lado, no se debe dejar de considerar algunos factores de riesgo que podrían impactar la tendencia que presenta la inflación hasta el momento. Por un lado, el precio de los alimentos y la energía podrían verse afectados en los próximos meses en razón al Fenómeno del Niño que estará presente hacia finales del 2023 y con mayor intensidad en principios del 2024. Sumado a esto, es importante considerar el peso que tendrán los bienes durables lo cuales estarán presionados principalmente por los incrementos en el precio de los combustibles, las excepciones como el subsidio a los taxistas y el ajuste en las tarifas de educación primaria y básica.

En este contexto, aunque la inflación anual mantiene su tendencia a la baja por quinto mes consecutivo y se espera que mantenga esta tendencia gracias a la apreciación anual del tipo de cambio y una moderación de la presión de servicios, su ritmo de desaceleración se ha ralentizado. Como consecuencia, tanto la inflación mensual como la anual se ubicaron por encima de las expectativas de los analistas. El dato de inflación mensual se ubicó por encima del promedio (0.4%) y la me-

diana (0.5%) con un resultado de 0.7%, pero por debajo del máximo esperado por la Encuesta de Expectativas de Analistas Económicos del Banco de la República (0.8%). Así mismo, el resultado anual (11.43%) se encontró por encima de las expectativas reflejadas en la Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo y la BVC (11.2%).

Las sorpresas alcistas de la inflación pueden enviar señales de falta de control de las instituciones sobre el nivel de precios, lo que podría desanclar las expectativas en el corto, mediano y largo plazo. Siendo este el panorama, se obstaculizarían los canales de transmisión de la política monetaria y se hará más difícil un retorno a la meta de inflación del Banco de la República. Teniendo en mente este contexto, desde ANIF fue necesario corregir al alza nuestras expectativas de inflación, que ahora esperamos se ubique alrededor de 9.2% para el final de 2023, y en 6% para cierre de 2024.

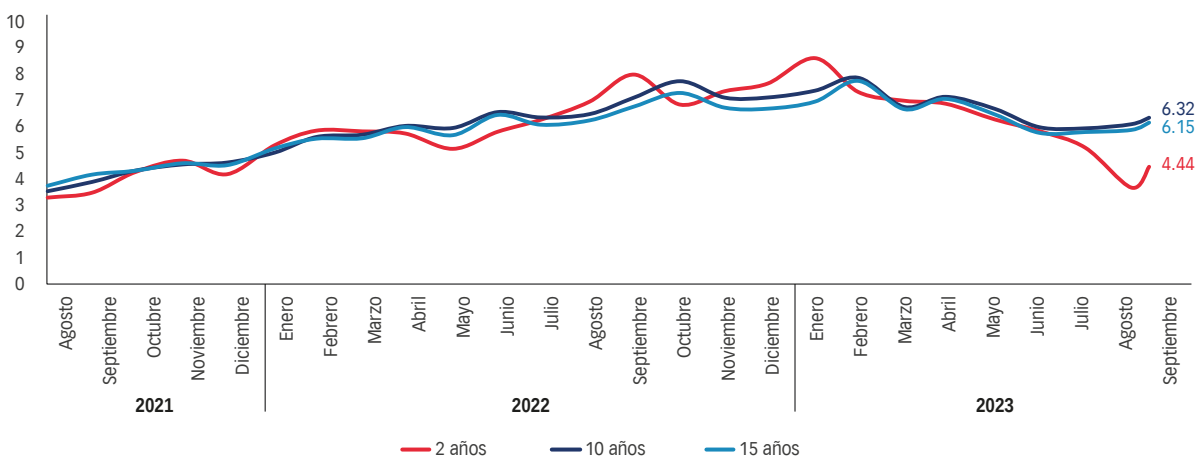
**Expectativas de inflación (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

La corrección al alza de nuestras expectativas de mediano plazo se alinea con los cambios en la inflación implícita descontada por el mercado de deuda pública colombiano (4.4% a 2 años, 6.3% a 10 años y 6.2% a 15 años

**Inflación implícita en el mercado de deuda pública (TES) a 2, 10 y 15 años (% a 12 de septiembre de 2023)**



Fuente: elaboración ANIF con datos de Bloomberg.



años). La inflación implícita descontada a 10 y 15 años se ha mantenido relativamente estable con un leve repunte para el último dato disponible (12 de septiembre de 2023). Llama la atención el comportamiento de la inflación descontada a 2 años, que en el último mes registró un repunte de 8pb y un cambio en la tendencia bajista que había mantenido desde enero de 2023. Lo anterior puede reflejar que los operadores del mercado comienzan a descontar una posible subida de la inflación en el mediano plazo asociada a los factores de ries-

gos previamente mencionados. Así mismo, puede ser reflejo de que las expectativas se están desanclando de la meta del Banco de la República, lo que podría interferir con los canales de transmisión de la política monetaria y dificultar el retorno a la estabilidad del nivel de precios. Ante este contexto, es importante mencionar nuevamente que el emisor debe mostrar cautela en sus decisiones de tal manera que los mecanismos de transmisión no se vean afectados y sea posible mantener la senda de moderación de la inflación en la economía.

# PERSPECTIVA FISCAL: MÁS DUDAS QUE CERTEZAS

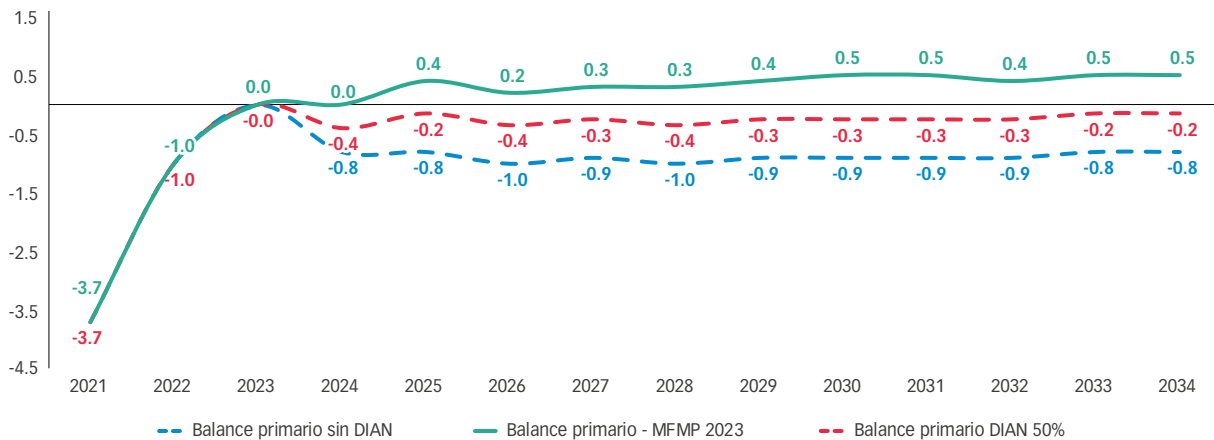
---

La publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2023 ha suscitado toda clase de reacciones en los analistas. La senda de reducción del déficit fiscal y la deuda pública parecen en principio cumplir la regla fiscal. No obstante, cuando se analiza en detalle la trayectoria esperada de los ingresos y el plan de gastos, las alertas saltan a la vista. En ese sentido, en ANIF hemos sido críticos de los principales escenarios planteado en el MFMP. De hecho, el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) emitió una advertencia sobre los planes contenidos en el MFMP y el próximo Presupuesto General de la Nación para el año 2024 en línea con nuestras preocupaciones. En primer lugar, señalamos que el cumplimiento proyectado de la meta de déficit para los años 2024, 2025 y 2026, tal como se presenta en el MFMP, depende en

gran medida de ingresos no estructurales y de naturaleza incierta. Hacemos hincapié en la alta dependencia de los ingresos derivados del arbitraje de litigios, los cuales están siendo considerados como ingresos recurrentes, pero deberían ser tratados como ingresos extraordinarios.

Además, se impone una enorme responsabilidad sobre la capacidad de fiscalización de la dirección de impuestos. En efecto, se estima que solo en lucha contra la evasión recaudaran entre 1.5 y 2 puntos del PIB. Esa meta, tal como hemos resaltado, es ambiciosa y difícil de lograr. De hecho, si se logra tan solo la mitad de esa meta, el incumplimiento de la regla fiscal sería un hecho desde el 2024. Eso plantea un enorme reto en preservar el equilibrio entre los ingre-

**Balance primario GNC  
(% del PIB)**



Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC.

tos y gastos estructurales. En segundo lugar, preocupa el aumento significativo de los gastos del gobierno, que se sitúan por encima de los niveles previos a la pandemia. Según lo indicado en el MFMP, se espera que el gasto primario sin el Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC) alcance el 19.4% del PIB en 2024 vs 18.4% de 2019, lo que constituiría un máximo histórico en el país. Además, según los cálculos del CARF, este nivel de gasto será 80 billones de pesos superior al valor presente del gasto anterior a la pandemia.

Eso tiene fuertes implicaciones sobre la senda de reducción del déficit y el gasto. Pensar una senda de reducción sin margen de maniobra que permita absorber choques externos o contingencias imprevistas pone en riesgo el cumplimiento de las metas planteadas en el MFMP. Es de recordar que los precios del petróleo o la tasa de cambio son variables de alta volatilidad y podrían fácilmente desviar las metas del gobierno

frente a choques internacionales. De hecho, la inflación persistente que hemos evidenciado en los dos últimos años impone fuertes restricciones sobre el gasto. Gran parte de este es de funcionamiento y los salarios se indexan al incremento en el nivel general de precios.

Además, vale destacar que, aunque el Gobierno ha sido eficiente en la colocación de deuda pública y títulos de tesorería (TES) para el año 2023, los costos de colocación y los precios en los que se negocia la deuda colombiana reflejan la percepción de riesgo por parte de los inversionistas que financian al país. Esto se relaciona con la preocupación existente en el mercado por el lento avance en la consolidación fiscal y la reducción del saldo de deuda a niveles más sostenibles. Derivado de los dos puntos mencionados anteriormente, esa percepción de riesgo podría aumentar, lo que encarecería nuestra deuda, aumentaría nuestro nivel de deuda y en últimas nos llevaría a caer en un espiral perjudicial para las finanzas públicas.

## Ajuste Plan Financiero

El 31 de julio de 2023, con la presentación del Marco de Gasto de Mediano Plazo (MGMP) para 2024-2027 y el Presupuesto General de la Nación para 2024, se ha actualizado el panorama fiscal con respecto al Plan Financiero. Esta actualización arroja una corrección en el balance primario para 2024, el cual se cerrará con un superávit de 0.2% del PIB y un déficit total de 4.4%.

Al revisar cuales son los conceptos que se corrigen y dan como resultado el nuevo balance, se encuentran los excedentes financieros, particularmente los provenientes de Ecopetrol. Los precios del petróleo se han visto impulsados por los acuerdos de producción

de la OPEP+ que han decidido “cerrar el grifo” y mantener niveles estables en el mercado que favorezcan los precios altos. Eso, da como resultado que Colombia, un exportador neto del crudo, se vea beneficiado pues recibe más dólares por cada barril transado en el mercado. Según estimaciones del Ministerio de Hacienda, eso representará cerca de 0.3 puntos del PIB para el próximo año.

No obstante, la contra de ese incremento es el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). En efecto, a medida que aumenta el precio del petróleo, la gasolina lo hace en la misma proporción.

### Actualización del plan financiero. Cambio en el balance del GNC 2023 (% del PIB)

Concepto	Puntos del PIB (%)		
	MFMP 2023 (1)	MGMP 2023 (2)	(2 - 1)
<b>Ingresos Totales</b>	<b>20.5</b>	<b>20.8</b>	<b>0.3</b>
<b>Tributarios</b>	<b>18.6</b>	<b>18.6</b>	<b>0.0</b>
DIAN	18.6	18.6	0.0
No DIAN	0.1	0.1	0.0
<b>No Tributarios</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>
<b>Fondos Especiales</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>
<b>Recursos de Capital</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>0.3</b>
Rendimientos Financieros	0.1	0.1	0.0
<b>Excedentes Financieros</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>0.3</b>
<i>ECOPETROL</i>	0.7	0.9	0.2
<i>BANREP</i>	0.6	0.6	0.0
<i>Resto</i>	0.2	0.3	0.0
Reintegros y otros recursos	0.0	0.0	0.0
<b>Gasto Total</b>	<b>25.0</b>	<b>25.1</b>	<b>0.1</b>
<b>Intereses</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>0.0</b>
<b>Gasto Primario</b>	<b>20.5</b>	<b>20.6</b>	<b>0.1</b>
<i>Gasto Primario sin FEPC</i>	19.4	19.7	0.3
<i>FEPC</i>	1.0	0.9	-0.1
<b>Balance Primario</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>
<b>Balance Total</b>	<b>-4.5</b>	<b>-4.4</b>	<b>0.2</b>
<b>Balance Total Permitido por la RF</b>	<b>-4.5</b>	<b>-4.4</b>	<b>0.2</b>
<b>Excedente(+) / Ajuste (-)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>

Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC.

Recordemos que el gobierno ha desplegado una ambiciosa estrategia por cerrar el déficit acumulado del Fondo y ha puesto en marcha incrementos paulatinos en el combustible líquido local. Con ese nuevo incremento en los precios internacionales, el esfuerzo por cerrar la brecha debe continuar y en la práctica eso requiere mantener el subsidio implícito de la gasolina por unos meses más, lo que sigue presionando la posición del FEPC. Para eso, el gobierno no ha sido claro cómo se abordará el ajuste por lo que resta de este año y si tiene implicaciones en la siguiente vigencia.

Además, el gobierno espera una mejora por mayores ingresos del fondo especial de justicia y mayores transferencias de la ANH, así como un mayor espacio de gasto primario sin FEPC y un ajuste en el cronograma de pago de FEPC. En consecuencia, el balance primario y total experimentarían una mejora de \$2.7 billones con respecto a lo presentado en el MFMP 2023. Esto se traduce en un ajuste en el cumplimiento de la regla fiscal, explicado por el ciclo pe-

**Cambio en el balance del GNC 2024  
(% del PIB)**

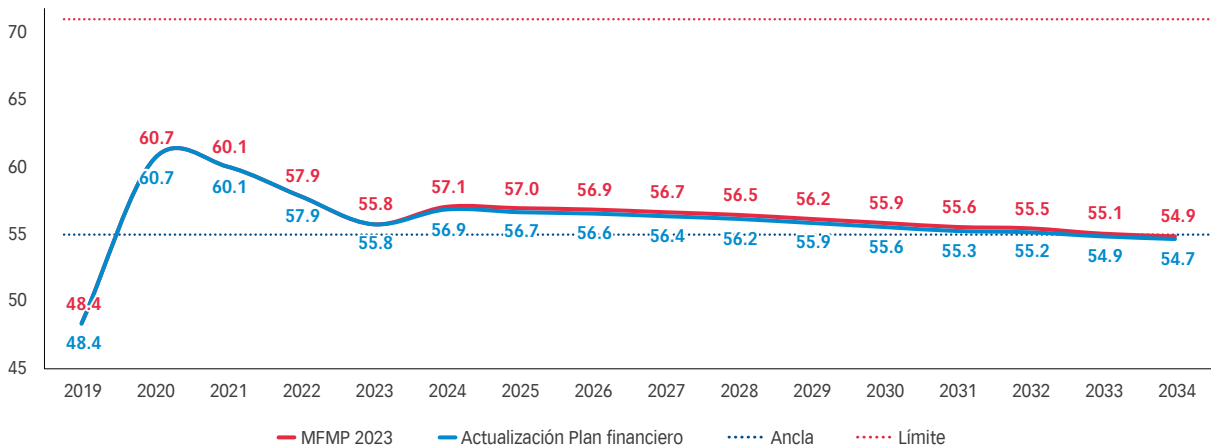
Componentes Regla Fiscal	MFMP	MGMP
Balance Primario Neto Estructural	-0.2	-0.2
Ciclo económico	0.1	0.1
<b>Ciclo petrolero</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>
Transacciones de única vez	-0.1	-0.1
Rendimientos financieros	0.1	0.1
<b>Balance primario</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>
Intereses	-4.5	-4.5
<b>Balance total</b>	<b>-4.5</b>	<b>-4.4</b>

Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC.

rolero y que resulta en un superávit primario de 0.2 puntos del producto.

Por otro lado, el reto más importante para 2024 será el pago de las amortizaciones de la deuda por cuenta de los vencimientos. Para eso, se prevé el uso de

**Senda de corrección de la deuda pública  
(% del PIB)**



Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC.

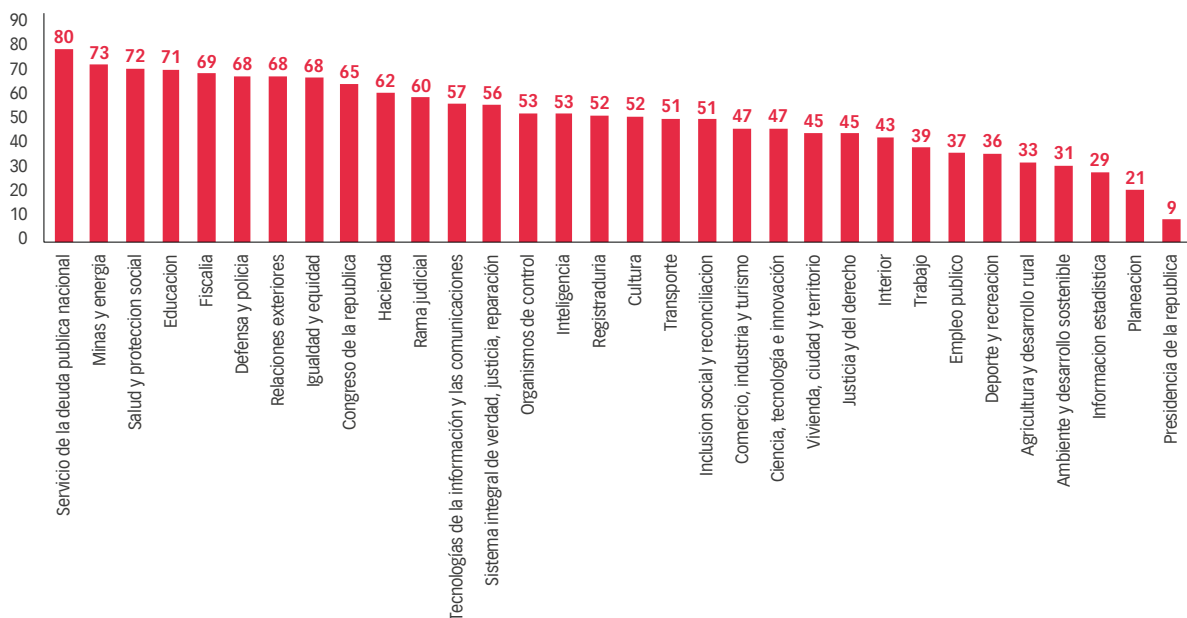
la disponibilidad final del año 2023 por \$27.3 billones y nuevos desembolsos de deuda por \$73.7 mil millones, lo que representa el 4.3% del PIB. Eso, de entrada, habla de que la ejecución del presupuesto de la presente vigencia no se ejecutará completamente y dejará un importante monto de recursos fuera de compromiso de gasto. Sin embargo, en el frente de deuda, llamamos la atención sobre la corrección de la deuda pública. En principio, una reducción en la deuda solo se puede dar a través de un persistente superávit primario. La actualización del Plan Financiero no actualiza la senda del balance primario, pero sí lo hace a para la deuda. En ese sentido, el gobierno no es claro sobre los mecanismo que empleará para lograr llevar la deuda al ancla a final de la década.

## Ejecución del Presupuesto para el 2023

Respecto a la ejecución del Presupuesto del 2023, vale la pena resaltar que este ha tenido importantes rezagos en términos de obligar los recursos apropiados. Al revisar por componente, se encuentra que, transcurridos 8 meses de 12, es decir un 67% del año, los recursos ejecutados del Gobierno Nacional Central ascienden a 63%. Eso preocupa no solo por el rezago respecto a los meses restantes del año, sino porque la ejecución es muy asimétrica entre sectores. 24 de los 32 sectores se encuentran por debajo de la ejecución del 67% que deberían tener a esta altura del año.

Destacan Planeación, Información Estadística, Ambiente y desarrollo sostenible y Agricultura como los

**Ejecución presupuestal  
(Apropiación sobre obligación (%), a agosto de 2023)**



Fuente: elaboración ANIF con base en Portal de Transparencia económica.

sectores de menor ejecución en el presupuesto, donde apenas tienen la mitad de cumplimiento de lo que deberían tener. Todo eso es consecuencia de la baja ejecución en la primera parte del año que resulta en un rezago general de los sectores. Según el informe semanal de Corficolombia del 10 de julio de 2023, hasta mayo, la ejecución del presupuesto en los primeros cinco meses fue un 27% inferior al promedio de los últimos años (31% entre 2001 y 2022).

Por su parte, los sectores de mejor ejecución presupuestaria son el servicio de la deuda pública con un 79,51%, seguido por Minas y Energía con un 73%, y Salud con un 71,41%.

## Presupuesto General de La Nación 2024

Como es habitual, actualmente se encuentra en proceso de aprobación el Presupuesto General de la Nación (PGN) para el año 2024. Este presupuesto, presentado por el Ministro de Hacienda, Ricardo Bonilla, contempla recursos por un total de \$502.6 billones de pesos. En cuanto al monto total del PGN, se establece un incremento del 19% con respecto al presupuesto destinado para el año 2023. La distribución del presupuesto se concentra principalmente en cuatro sectores clave: educación, salud, defensa y hacienda, que representan el 60% del total. En las discusiones recientes de los ponentes, se realizó un ajuste en los gastos, reorientando \$1.6 billones de pesos de financiamiento hacia inversiones. Es importante tener en cuenta que se han añadido costos adicionales, como el subsidio a los taxis. Sin embargo, el PGN enfrenta limitaciones en térmi-

nos de margen de maniobra debido al aumento en gastos y a fuentes de financiamiento inciertas, como los litigios de la DIAN y una alta dependencia en la recaudación, tal como hemos resaltado. Además, se han identificado riesgos potenciales relacionados con un posible incremento salarial, el fenómeno del niño y los costos de implementación de las reformas en los sectores de salud y laboral.

### • FEPC

Como hemos mencionado, el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) es un eje central de las finanzas públicas. Desde octubre de 2022 se ha iniciado un ajuste gradual al precio de la gasolina para solventar el déficit acumulado del Fondo, que para el año 2022 fue de 36.7 billones de pesos. Este déficit corresponde al subsidio implícito que el gobierno otorga a los productores de combustibles (ACPM y Gasolina) para que los vendan en el mercado doméstico a un precio inferior al de paridad internacional.

A pesar de la intención del gobierno de lograr un equilibrio en la posición neta del Fondo para el año 2025, que incluso está contemplado en el MFMP 2023, surgen nuevos desafíos. Por un lado, como respuesta a las manifestaciones de los taxistas por su afectación derivada del incremento de la gasolina, el gobierno ha decidió entregar un subsidio al gremio para mitigar el impacto. En ANIF estimamos que ese subsidio costaría alrededor de 74.000 millones de pesos en lo que resta este año, dinero que todavía no tiene una contraparte en los ingresos. Por otro lado, continuar los incrementos paulatinos con el diesel re-

presenta un enorme reto por las recientes declaraciones que ha hecho el gremio de los transportadores.

## Perspectivas

Con todo, el país se encuentra en una situación complicada en el frente fiscal. Ingresos difíciles de lograr, incrementos abruptos en el gasto inflexible y poco margen de maniobra dejan sin tracción la política fiscal. Con eso, una eventual reducción adicional en la calificación crediticia es latente. Eso ya lo han manifestado algunas de las principales calificadoras de riesgo.

Asimismo, vemos con preocupación que el Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles no contempla los nuevos escenarios que afectan su balance. Por una parte, el subsidio a los taxistas implica nuevas erogaciones y abre la puerta para que sectores como el de los transportadores se quieran sumar a la iniciativa. Los subsidios son inflexibles y es muy difícil desmontarlos una vez son otorgados. Además, los recientes incrementos en el precio internacional del petróleo tendrán que reflejarse en el precio interno de la gasolina lo que implica nuevos incrementos. El gobierno ha dicho que hasta que no se termine el ajuste con ese combustible no iniciará

con el diesel, por lo que vemos poco probable el inicio de los incrementos en enero como estaba previsto y con eso la proyección de posición neta de 0 para el FEPC en 2025.

Por su parte, el gobierno tampoco es claro sobre cómo va a reducir los niveles de deuda y llevarla por debajo del ancla en 2034. No hay una revisión sobre el balance primario que es la única vía por la cual el gobierno podría reducir su senda de endeudamiento. En ese sentido, consideramos que las estimaciones de la deuda son poco claras o podrían ser erradas en la actualización del Plan Financiero. Finalmente, hacemos un llamado sobre la falta de ejecución de recursos por parte del GNC. No ejecutar las apropiaciones presupuestales tiene altos impactos en términos de credibilidad y sobre todo de capacidad ejecutiva. El gobierno se ha mostrado rezagado en ese frente y por eso tendrá más recursos para servicio a la deuda en detrimento del sector público.

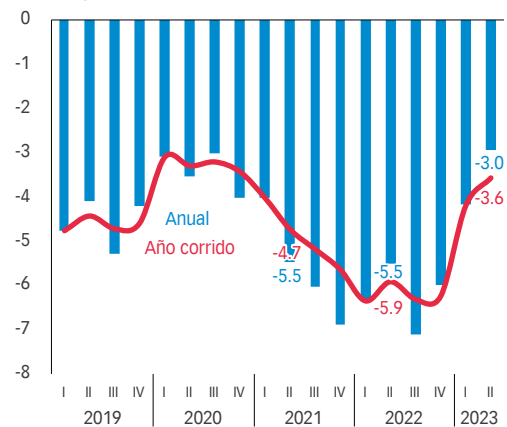
En síntesis, esperamos un escenario más pesimista en términos fiscales que el proyectado por el gobierno. Para el 2023, consideramos que el déficit fiscal será de 4.5% y para el 2024 de 4.7%, en línea con las mayores presiones de gasto y los retos en términos de ingresos tributarios explicados anteriormente.



# RESULTADOS DE LA CUENTA CORRIENTE SEGUNDO TRIMESTRE Y PRIMER SEMESTRE DE 2023

La dinámica al interior del país, por cuenta del escenario inflacionario y las consecuentes decisiones de política monetaria, así como por la percepción de incertidumbre ante las múltiples reformas y decisiones del gobierno nacional, junto con los factores externos se tradujeron en un déficit de cuenta corriente en el segundo trimestre de 2023 de 3.0% del PIB (equivalente a -US\$5.910 millones). Este resultado representa una disminución de 1.2pp respecto al déficit del primer trimestre de 2023 (-4.2% del PIB, equivalente a -US\$2.524 millones) y de 2.5pp frente al -5.5% del PIB registrado en el segundo trimestre de 2022 (-US\$4.951 millones). Con esto, al primer semestre de 2023 la cuenta corriente de Colombia acumula un déficit de 3.6% del PIB (-US\$5.910 millones) que representa una reducción significativa de

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



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

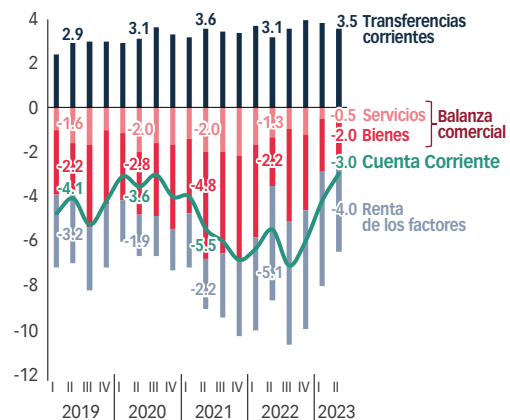
2.4pp frente al mismo periodo de 2022 (-5.9% del PIB, -US\$10.429 millones).

Los resultados del trimestre refuerzan la tendencia contraccionista que el déficit de la cuenta viene registrando desde el tercer trimestre de 2022. Frente al trimestre enero-marzo de 2023, la reducción del déficit de la cuenta en términos contables se explica por la disminución en dólares de la cuenta (1.1pp) y el efecto que la apreciación del peso tuvo sobre el PIB nominal en dólares (0.2pp), 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, en mayor medida por la reducción en la salida netas del componente de renta de los factores, seguido por el menor déficit de balanza comercial de bienes y servicios. En la variación anual, los resultados por componentes reflejan un comportamiento similar al descrito. La reducción del déficit se depende en principal medida de la disminución de los egresos netos del componente de la renta factorial que fueron acompañados de una mejoría en los balances deficitarios de la balanza comercial.

Ahora, al entrar en el detalle de los rubros que componen la cuenta se observa que la renta de los factores continúa siendo la de mayor déficit con un valor de US\$3.402 millones (-4.0% del PIB). No obstante, es necesario resaltar que, tanto en la comparación trimestral como en la anual registra correcciones (-17.7% y -26.6%, respectivamente). Le sigue la balanza comercial que se ubica en -US\$2.141 millones (-2.5% del PIB), compuesta por las balanzas de bienes (-US\$1.713 millones, equivalentes a -2.0% del PIB) y de servicios (-US\$428 millones, -0.5% del PIB). La mejora en el déficit del componente (-8.9% trimestral y -31.9% anual) responden principalmente a la disminución de la balanza comercial de bienes que frente al primer trimestre de

2023 registra una reducción de 11.7% y de 12.1% respecto al segundo trimestre de 2022. Finalmente, las transferencias corrientes, el componente superavitario de la cuenta corriente, se ubicaron en 3.5% del PIB correspondientes a US\$3.018 millones. Ahí, se presenta una contracción en los ingresos netos de 2.6% cuando se compara contra el primer trimestre del año en curso, pero se observa un crecimiento de 6.6% respecto al mismo periodo de análisis de 2022.

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



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

Con los movimientos de los componentes claros, vale la pena hacer *zoom* al interior del rubro de la renta de los factores y la balanza comercial de bienes. En el primer caso, el menor déficit responde a la disminución de las utilidades de las empresas con IED en el país, que en últimas se traduce en menores egresos. Esto se explica por el menor precio del petróleo y la menor demanda nacional e internacional que ha repercutido en la dinámica productiva. Por el lado de la balanza

comercial, la contracción de la demanda interna, asociada a la inflación y el encarecimiento de las fuentes de financiamiento, se han traducido en una caída en las importaciones y exportaciones. Si bien esta es una dinámica que se registra desde hace tres trimestres, sobre sale la contracción de las importaciones que se ubica por encima de la registrada en las exportaciones.

Una vez analizado el panorama de la cuenta en el segundo trimestre de 2023 resulta valioso entrar en el detalle, componente a componente, del comporta-

miento semestral. Como se mencionó al inicio, durante los primeros seis meses del año el déficit de cuenta corriente se ubicó en 3.6% del PIB. La disminución de 2.4pp que se registró al compararlo con el mismo periodo de 2022, en este caso, estuvo liderada por la mejora en los balances deficitarios de las balanzas comerciales de bienes (-35% anual) y servicios (-68%). De igual forma, la renta factorial observó en lo corrido del año una reducción de 8%. Por su parte, las transferencias corrientes se originó un leve crecimiento 9% de los ingresos netos que termino por consolidar la me-

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

	2020	2021	2022
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-7.159</b>	<b>-10.429</b>	<b>-5.910</b>
%PIB	-4.7	-5.9	-3.6
<b>Bienes y servicios</b>	<b>-8.717</b>	<b>-8.203</b>	<b>-4.490</b>
%PIB	-5.8	-4.7	-2.7
Bienes (Balanza Comercial)	-6.136	-5.598	-3.653
%PIB	-4.1	-3.2	-2.2
Exportaciones	18.821	30.033	26.239
Importaciones	24.957	35.632	29.892
Servicios	-2.581	-2.605	-838
%PIB	-1.7	-1.5	-0.5
Ingreso Primario (Renta de los factores)	-3.519	-8.233	-7.535
%PIB	-2.3	-4.7	-4.5
Ingreso Secundario (Transferencias corrientes)	5.077	6.008	6.115
%PIB	3.4	3.4	3.7
Remesas de trabajadores	4.116	4.463	4.873
<b>Cuenta de Capital y Financiera</b>	<b>6.550</b>	<b>10.042</b>	<b>5.677</b>
%PIB	4.3	5.7	3.4
Inversión Directa	2.451	7.364	9.313
%PIB	1.6	4.2	5.6
Inversión Extranjera Directa	4.304	10.039	9.561
%PIB	2.8	5.7	5.8
Inversión de cartera	4.771	-1.107	-2.632
%PIB	3.2	-0.6	-1.6
Activos	263	3.329	3.203
Pasivos	5.033	2.222	571
Otra Inversión	-447	3.644	-1.335
%PIB	-0.3	2.1	-0.8
Derivados Financieros	139	341	1.004
%PIB	0.1	0.2	0.6
<b>Variación activos externos *</b>	<b>-364</b>	<b>201</b>	<b>673</b>
%PIB	-0.2	-0.1	-0.4
<b>Saldo de Reservas Internacionales Netas</b>	<b>58.917</b>	<b>57.164</b>	<b>57.839</b>
%PIB	18.2	21.1	18.2

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

jora de la cuenta. En términos contables, los movimientos responden a una caída de 2.3pp en el déficit corriente en dólares y un crecimiento de 0.6 pp del PIB nominal en pesos que fue parcialmente contrarrestado, 0.5pp, por la depreciación del peso en el PIB nominal en dólares.

De esta forma la balanza comercial se ubicó en 2.7% del PIB en el primer semestre de 2023 correspondiente a -US\$4.490 millones. Al interior de esta, la canasta de bienes registró un déficit de US\$3.653 millones (-2.2% del PIB). Ahí, las exportaciones disminuyeron 12.6% anual hacia niveles de US\$26.239 millones (vs. US\$30.033 millones un año atrás). El menor valor exportado se desprende en mayor medida de las menores ventas de petróleo crudo (-33.8% en el valor implícito de exportación y -2.9% en las cantidades), seguido de las menores ventas de café (-17.5% y -14.5%) y de carbón (+3.4% y -6.0%) a menores cantidades (10.4%). De igual forma, las exportaciones de café registraron una disminución en el valor y volumen 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%). En cuanto a las importaciones estas se ubicaron en US\$29.892 millones lo que representó una disminución de 16.1% frente al registro del mismo periodo en 2022. En este caso, el comportamiento del semestre se desprende, principalmente, de menores importaciones de insumos y bienes de capital para la industria (-20.5%), seguido por las menores compras de combustibles y lubricantes (-19.5%) y de equipos de transporte (16.8%).

Por el lado de la balanza de servicios, el déficit se ubicó en US\$838 millones correspondientes a -0.5% del

PIB. En el frente de las exportaciones estas totalizaron US\$7.176 millones, lo que representa un incremento de 18.2%. Lo anterior se deriva de las mayores exportaciones de servicios tradicionales (23.6%) y modernos (8.4%). En cuanto a las importaciones en el año estas se ubicaron en US\$8.014 millones, contracción de 7.7%. Ahí los servicios tradicionales presentaron una contracción de 16.6%, mientras que los modernos se incrementaron en 17.1%.

El menor déficit del rubro de la renta de los factores (-US\$7.535 millones, equivalentes a -4.5% del PIB) se explica por la disminución de las utilidades estimadas de las empresas con IED en el país, así como por el incremento generalizado de ingresos por concepto de inversiones colombiana en el exterior. Cabe señalar que el rubro también observó un incremento en los pagos de intereses de créditos externos. Al interior del comportamiento de las utilidades de IED las empresas con mayores reducciones en las ganancias son aquellas que participan de actividades de explotación petrolera, en respuesta a los menores precios del petróleo y la menor demanda mundial, le siguen aquellas del sector financiero y de servicios empresariales, junto con las que se ubican en el sector de servicios públicos.

Frente a las transferencias corrientes, en el primer trimestre los ingresos netos fueron de US\$6.115 millones (3.7% del PIB) superiores en 1.8% a los percibidos un año atrás. Ahí, los ingresos por remesas observaron un crecimiento de 9.2%, siendo Estados Unidos y Reino Unido los orígenes con mayor participación. Por el contrario, los ingresos por otras transferencias se redujeron, al igual que los egresos asociados a transferencias de Colombia hacia el exterior.

## Perspectivas

La última versión de Panorama publicada a finales del segundo trimestre del año incorporaba los ajustes a las proyecciones de la cuenta corriente para el cierre de 2023, y presentaba las proyecciones de 2014. En un ejercicio similar, en este breve apartado hacemos la actualización de las perspectivas. En ese orden, el escenario macroeconómico que ha sido descrito a lo largo del informe evidencia la permanencia de factores que impactan de forma directa la reducción del déficit de la cuenta corriente. El lento retorno de la inflación al rango meta y con esto la moderada disminución de la tasa de interés, por parte del Banco de la República, continuarán generando presiones a la baja sobre la dinámica de la demanda interna. Vale la pena señalar que un factor que puede generar un alivio al consumo es la revaluación que el peso colombiano registra desde inicios del año, pero que se ha acentuado desde finales de junio, sin embargo, no se espera una compensación relevante que altere la dinámica del consumo

interno. Ahora, el país se enfrenta a un escenario de menores precios de los *commodities*, principalmente del petróleo crudo (\$84 US/barril en 2023 vs. \$102 US/barril 2022), y menor demanda externa lo que necesariamente impacta los flujos del país. De igual forma, la continuación de un escenario de altas tasas de interés externas pone presión alza en pago de intereses asociados a créditos que se mantienen en el exterior.

Bajo ese panorama, el déficit de cuenta corriente para 2023 sería del orden de los US\$13.743 millones, equivalente a -3.7% del PIB. Por componentes, el déficit de la balanza comercial pasaría a ser de 3.5% 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 crecimiento proyectado de la economía de 1.4% por ANIF y de revaluación del peso frente al dólar con un

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

	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
<b>Cuenta Corriente</b>	-14.810	-9.267	-17.951	-21.526	-13.743	-14.172
<b>% del PIB</b>	<b>-4.6</b>	<b>-3.4</b>	<b>-5.6</b>	<b>-6.2</b>	<b>-3.7</b>	<b>-3.5</b>
I. Bienes y Servicios	-14.148	-13.105	-20.002	-16.427	-12.943	
<b>% del PIB</b>	<b>-4.4</b>	<b>-4.8</b>	<b>-6.3</b>	<b>-4.8</b>	<b>-3.5</b>	
Bienes (Balanza Comercial)	-9.863	-8.870	-13.984	-12.028	-8.793	-10.222
<b>% del PIB</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.3</b>	<b>-4.4</b>	<b>-3.5</b>	<b>-2.4</b>	<b>-2.5</b>
II. Renta de los factores	-9.717	-4.950	-8.723	-17.407	-12.100	
<b>% del PIB</b>	<b>-3.0</b>	<b>-1.8</b>	<b>-2.7</b>	<b>-5.0</b>	<b>-3.3</b>	
III. Transferencias	9.055	8.788	10.775	12.308	11.300	
<b>% del PIB</b>	<b>2.8</b>	<b>3.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.0</b>	

\*Proyectado.

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

cierre alrededor de los 4.220 (proyección de \$4.364 promedio para 2023, correspondiente a una devaluación promedio de 2.5%). Para 2024, esperamos continúe la tendencia de reducción del déficit de la cuenta

corriente y se ubique en 3.5% del PIB. La materialización de este escenario va en línea con el escenario macroeconómico proyectado y presentado en las secciones anteriores.

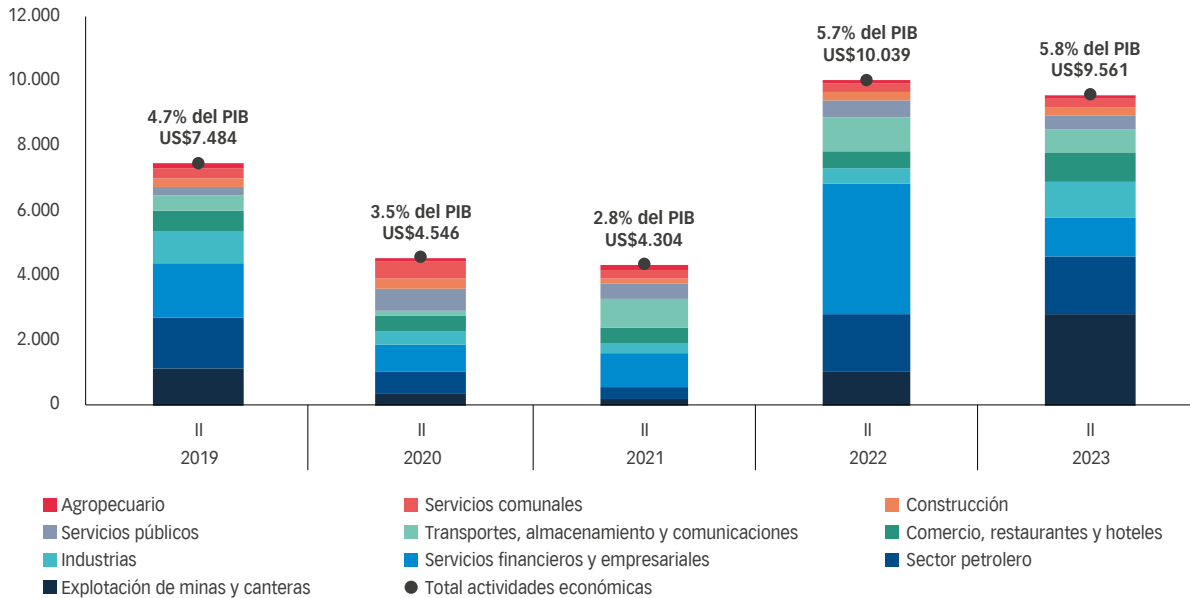
# RESULTADOS DE LA CUENTA DE CAPITALES SEGUNDO TRIMESTRE Y PRIMER SEMESTRE DE 2023

En el segundo 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 3.3% del PIB (equivalentes a US\$2.846 millones). Inferior en 0.2 pp al superávit registrado un trimestre atrás (3.5% del PIB, correspondiente a US\$2.831 millones) y 2.2pp menor a la observada en el segundo trimestre 2022 (5.6% del PIB, US\$4.901 millones). El desempeño trimestral, aunque muestra una disminución de la cuenta como porcentaje del PIB, registra en niveles un crecimiento de US\$16 millones correspondiente a una variación intermensual de 0.6%. Este desempeño se explica por las entradas de capital extranjero por el orden de US\$4.219 millones, las salidas de capital colombiano por un valor de -US\$1.764 millones, los pagos de no residentes a residentes por concepto de derivados financieros que se ubicaron en US\$756 millones y el aumento en las reservas internacionales a US\$365 millones.

En cuanto al resultados semestrales, la cuenta de capitales o financiera, registro ingresos netos por el orden de US\$5.677 millones que equivalen a 3.4% del PIB. Respecto al mismo periodo de 2022, se registra una disminución de 43% en el superávit de la cuenta, lo que equivale a una reducción del peso en el PIB de 2.3pp. La composición de los flujos estuvo marcada por ingresos de capital extranjero por US\$9.955 millones, salidas de capital Colombiano que sumaron US\$4.609 millones, pagos por concepto de derivados financieros a residentes por US\$1.004 millones y un incremento de las reservas internacionales a US\$673 millones.

Por componentes sobre salen los flujos de: (i) inversión directa (US\$9.313 millones), equivalentes al 5.6% del PIB (vs. 4.2% del PIB en 2021); (ii) inversión de cartera (-US\$2.632 millones), correspondiente al -1.6% del PIB (vs. -0.6% del PIB); (iii) "otra inversión" (-US\$1.335 millo-

**IED por sectores - observado  
(% del total)**



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

nes), equivalentes a -0.8% del PIB (vs. 3.4% del PIB); (iv) derivados financieros (US\$1.004 millones), correspondientes a 0.6% del PIB. Todo eso es consistente con una acumulación de Reservas Internacionales por US\$673 millones (0.4% del PIB), llevando a un saldo neto de RIN (Reservas Internacionales Netas) de US\$57.839 millones.

Al interior del rubro de inversión directa, la Inversión Extranjera Directa (IED) se situó en US\$9.561 millones correspondientes al 5.8% del PIB. Monto inferior a los US\$10.039 millones registrados un año atrás. Por actividad económicas, el sector de la minería y petróleo (48% del total) fue el que mayor IED registró, seguidos por los servicios financieros y empresariales (12%), industria manufacturera (12%), transporte y comunicaciones (8%) y electricidad (4%), resto de sectores acumularon el 7% de la IED.

## Perspectivas

Los mencionados déficits externos nos llevan a pronosticar un superávit de la cuenta de capitales de 3.7% 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 4.1% del PIB en 2022 al 3.6% del PIB en 2023 (US\$13.300 millones); (ii) inversión de cartera, que aumentaría de -0.1% del PIB en 2022 hacia -0.4% del PIB en 2023 (-US\$1.600 millones); y (iii) otra inversión, que se espera registre una disminución del 2.5% del PIB en 2022 al 1.3% del PIB en 2023 (US\$4.850 millones).

Ese panorama es consistente con un escenario de expansión de Reservas Internacionales Brutas, por un valor



de US\$2.200 millones. Lo que dejaría al país con un saldo total de US\$59.469 millones en 2023. Para 2024, en línea

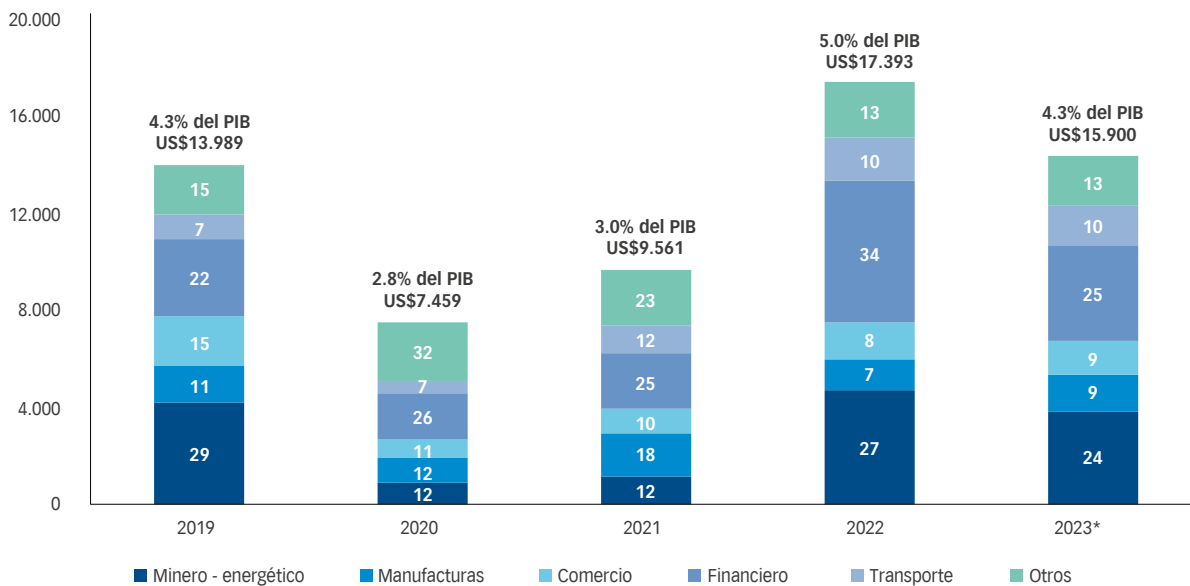
con el menor déficit de la cuenta corriente, se proyecta que la cuenta de capitales equivalga a 3.5% del PIB.

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

	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
<b>Cuenta de capital y financiera</b>	<b>13.298</b>	<b>8.113</b>	<b>16.693</b>	<b>20.718</b>	<b>13.750</b>	<b>14.172</b>
<b>% del PIB</b>	<b>4.1</b>	<b>3.0</b>	<b>5.2</b>	<b>6.0</b>	<b>3.7</b>	<b>3.5</b>
Inversión directa	10.836	5.725	6.381	13.991	13.300	
<b>% del PIB</b>	<b>3.4</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>4.1</b>	<b>3.6</b>	
Inversión Extranjera Directa	13.989	7.459	9.561	17.393	15.900	14.900
<b>% del PIB</b>	<b>4.3</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>5.0</b>	<b>4.3</b>	<b>3.6</b>
Inversión de cartera	-24	1.768	4.595	-411	-1.600	
<b>% del PIB</b>	<b>0.0</b>	<b>0.7</b>	<b>1.4</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.4</b>	
Otra inversión	5.904	4.435	6.736	8.532	4.850	
<b>% del PIB</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>	<b>1.3</b>	
Activos de Reservas	3.333	4.328	654	571	2.200	
<b>% del PIB</b>	<b>1.0</b>	<b>1.6</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.6</b>	
<b>Saldo Reservas Internacionales Netas</b>	<b>53.167</b>	<b>59.031</b>	<b>58.579</b>	<b>57.269</b>	<b>59.469</b>	
<b>% del PIB</b>	<b>16.5</b>	<b>21.8</b>	<b>18.4</b>	<b>16.6</b>	<b>16.0</b>	

\* Proyectado  
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.

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

Sector	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
Minero - energético	4.117	896	1.150	4.678	3.816	
Manufacturas	1.499	894	1.719	1.280	1.431	
Comercio	2.125	847	957	1.466	1.431	
Financiero	3.132	1.920	2.402	5.864	3.975	
Transporte	1.006	538	1.133	1.789	1.590	
Otros	2.109	2.364	2.199	2.315	2.116	
<b>IED Bruta</b>	<b>13.989</b>	<b>7.459</b>	<b>9.561</b>	<b>17.393</b>	<b>15.900</b>	<b>14.900</b>
<b>IED Bruta (% del PIB)</b>	<b>4.3</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>5.0</b>	<b>4.3</b>	<b>3.6</b>
<b>IED Colombiana en el extranjero</b>	<b>3.153</b>	<b>1.686</b>	<b>3.181</b>	<b>3.720</b>	<b>2.600</b>	<b>2.350</b>
<b>IED Neta</b>	<b>10.836</b>	<b>5.772</b>	<b>6.381</b>	<b>13.672</b>	<b>13.300</b>	<b>12.550</b>
<b>IED Neta (% del PIB)</b>	<b>3.4</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>

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

# TASA DE CAMBIO

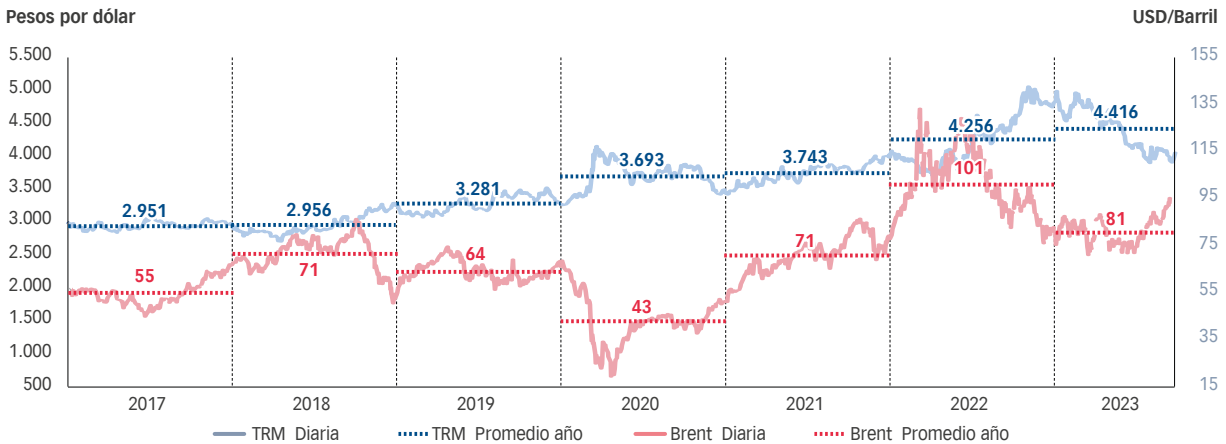
---

La tasa de cambio se mantiene como una de las variables de mayor protagonismo en el contexto macroeconómico del país por los efectos que tiene en el bolsillo de los colombianos, las industrias, la inversión y las decisiones tanto gubernamentales como del Banco Central. Su inmediata reacción frente a cambios en expectativas y percepción de riesgo por parte del mercado lleva a la necesidad de un análisis, para comprender los factores que influyen en el desempeño del peso colombiano (COP) frente al dólar (USD). En informes pasados se ha podido evidenciar cómo desde la pandemia la TRM se ha caracterizado por su volatilidad no solo en Colombia sino en otros países. Pasando de un precio promedio

de COP\$ 3.281 en 2019 a uno de \$4.256 en 2022, con registros por encima de los COP\$5.000, seguido de uno de \$ 4.416 en lo que va del 2023. La dinámica observada en el tercer trimestre del 2023 ha marcado un cambio en la tendencia de la divisa colombiana al presentar desde enero una tendencia de revaluación que se ha acentuado en los últimos 5 meses.

En la última edición de Panorama, se detallaron los movimientos y los factores que llevaron al inicio del proceso de revaluación del peso colombiano frente al dólar en el primer semestre de 2023. Ahí, Los principales factores estuvieron relacionados con el contexto

**Evolución de la TRM, el Brent y promedios anuales  
(Pesos por dólar – USD/Barril, al 26 de septiembre de 2023)**



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

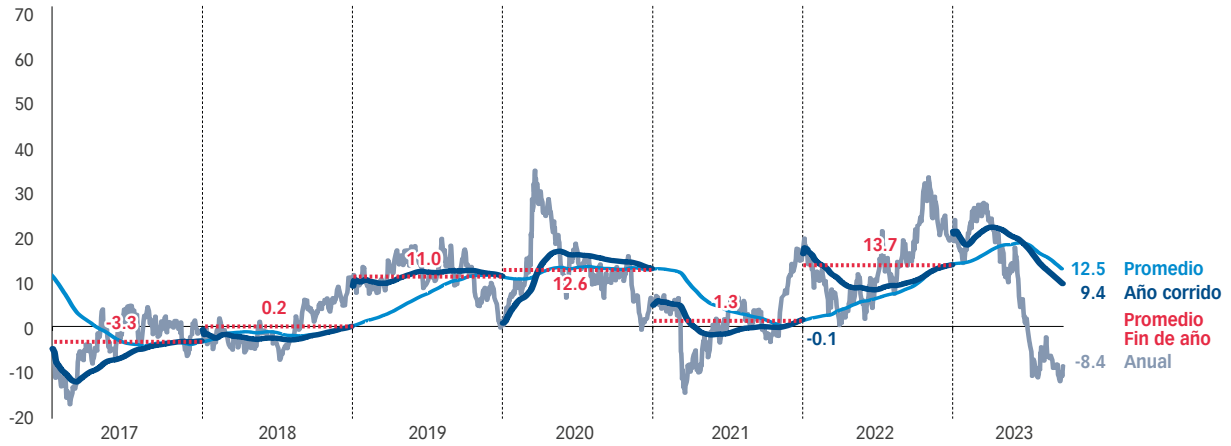
internacional. Las menores preocupaciones de recesión a nivel mundial junto con los nuevos toques de la deuda de Estados Unidos y las mejores perspectivas sobre la economía China se tradujeron en una disminución en la aversión de riesgo. A nivel interno, el sistema de contrapesos en el país disminuyó la incertidumbre alrededor de las reformas presentadas por el Gobierno a lo largo del semestre, poniendo a prueba la fortaleza institucional del país. No obstante, frente a países pares, Colombia seguía evidenciando un “castigo” en su prima de riesgo por las decisiones tomadas al interior del país, lo que en últimos no le permitía a la TRM terminar de absorber los efectos de las mejores condiciones internacionales.

Con eso en mente, las perspectivas del anterior trimestre planteaban un escenario de devaluación promedio de 4.5% frente al 2022, con lo cual la TRM cerraría con un valor promedio de COP\$4.449. Específicamente, se

esperaba que este trimestre tuviera una revaluación del 7.5% frente al IV trimestre del año pasado. Sin embargo, los movimientos de la tasa de cambio han llevado necesariamente a un cambio en las perspectivas para el cierre del año. Los movimientos que llevaron a un promedio de la tasa de cambio de COP\$4.431 en el segundo trimestre, equivalentes a una devaluación de 13.2% anual y a una revaluación de 6.9% frente al primer trimestre del de 2023, han sido seguidos por una continua valorización de la moneda colombiana. Tal es así que la tasa promedio entre julio y septiembre se ubica en COP\$4.045, correspondiente a una revaluación de 7.5% anual y una revaluación de 8,7% respecto al trimestre inmediatamente anterior.

Ahora, pese al mejor comportamiento de la TRM en los últimos cuatro meses del año, la lectura del índice del dólar (DXY), que mide el comportamiento de la divisa estadounidense frente a una canasta de mone-

**Variaciones de la tasa de cambio  
(%, a septiembre 26 de 2023)**



Fuente: elaboración ANIF con base Banco de la República.

das, muestra una tendencia creciente desde inicios de julio de 2023. Esto se desprende de los temores alrededor de la continuación de la subida de tasas por parte de la FED, sumado al deterioro de la situación fiscal que presenta Estados Unidos y las dificultades que tiene el Gobierno para lograr consensos en el congreso y así lograr los ajustes necesarios. Aunque desde julio se ha pausado el ciclo alcista de tasas de interés, que se han mantenido en un rango entre 5.25% y 5.50%, aún existe una posibilidad de que la Reserva Federal retome el endurecimiento de la política monetaria. De hecho, el presidente de la FED, Jerome Powell, ha presionado al alza las expectativas del mercado, al declarar que las tasas podrán mantenerse más altas por un tiempo más prolongado. Esto en respuesta a las posiciones de las economías Europas que afirman mantener una política contraccionista en aras de corregir el nivel de precios. De esta forma, se podrían continuar viendo un fortalecimiento del DXY en lo que resta del año.

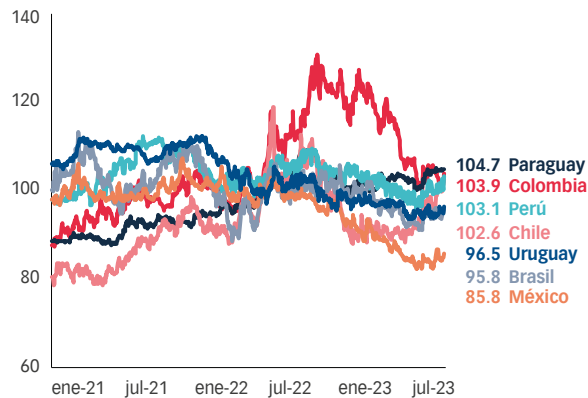
**Índice DXY  
Índice, 21 de junio de 2022 (=100) al 25 de septiembre de 2023**



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

Para la región esto empieza a traducirse en un fortalecimiento del dólar frente las monedas locales. Situación que se profundiza si se tiene en cuenta que, a excepción de unos pocos países entre los que se encuentra

**Devaluación de divisas de economías comparables frente al dólar. Índice, 21 de junio de 2022 (=100) al 26 de septiembre de 2023**



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

Colombia, en LATAM empieza a flexibilizarse la política monetaria. De hecho, se espera que el ritmo acelerado que se observó en la subida de tasas sea imitado a la hora de reducirlas. Eso llevaría a un diferencial de tasas mayor frente a EE.UU., la Zona Euro e Inglaterra restándole más fuerza a las divisas regionales.

Si bien ese es el contexto de la región, Colombia cuenta con algunos factores diferenciales que hasta el momento le han permitido mantener el fortalecimiento del peso. El alto nivel de precios que se mantienen en el país ha requerido de una política monetaria más restrictiva que la de países pares. De hecho, se espera que la lenta disminución de la inflación se traduzca en una reducción paulatina de la TPM en el país, que empezaría sólo hacia finales de 2023 o inicios de 2024. Esto le permite a Colombia mantener un menor spread de tasas respecto a economías más desarrolladas como la de Estados Unidos. Esto en últimas resulta ser atractivo

para la inversión, que en un contexto de menor aversión al riesgo reflejada en los flujos de IED y de inversión de cartera, podrá buscar activos de alta rentabilidad. Además de esto, la fuerte corrección en la cuenta corriente del país, en respuesta a la menor dinámica de la demanda interna, le ha permitido al país disminuir los canales de transmisión de los choques externos frenando así el fortalecimiento del dólar hacia el comportamiento del peso.

Otro factor que juega a favor de la divisa nacional es el fortalecimiento del Brent en las últimas semanas por la decisión de Arabia Saudita y Rusia de extender sus recortes voluntarios de producción de petróleo hasta finales de 2023. Lo anterior ha resultado en un incremento constante de los precios del *commodity* que podrían hasta ubicarse cerca de los \$100 USD/barril. Si bien esto se traduce en mayores presiones inflacionarias para países desarrollados, Colombia podrá beneficiarse de los ingresos resultantes del incremento. Por el lado de las finanzas públicas permite consolidar mayores ingresos petroleros, unas de las principales fuentes de financiamiento. Por el lado del sector privado se traduce en mayores ingresos para las empresas de IED y con la continuación del fortalecimiento de los flujos de IED hacia el sector, lo que resulta ser fundamental si se tiene en cuenta que es la principal fuente de financiación del déficit de cuenta corriente.

Ahora, analizados los factores del contexto externo, es necesario retornar al contexto nacional. La reanudación de la agenda legislativa y con eso la reactivación de las discusiones sobre las reformas (salud, pensiones y laboral) se traduce en un incremento en la incertidumbre. Además, las próximas elecciones a nivel te-

ritorial ponen una mayor presión sobre el sentimiento de mercado a nivel interno. Vale la pena señalar que la fragmentación en el Congreso sigue generando contrapesos y permite llevar discusiones serias sobre las reformas presentadas. Adicional a esto, los resultados en las encuestas de opinión frente a los candidatos, así como de popularidad del Gobierno en turno, reflejan un deterioro del apoyo a nivel nacional. No obstante, el balance deficitario del componente de inversión de cartera de la cuenta financiera en respuesta al incremento en la salida de capitales colombianos al exterior continúa reflejando la desconfianza interna y limitar las ganancias de los activos locales.

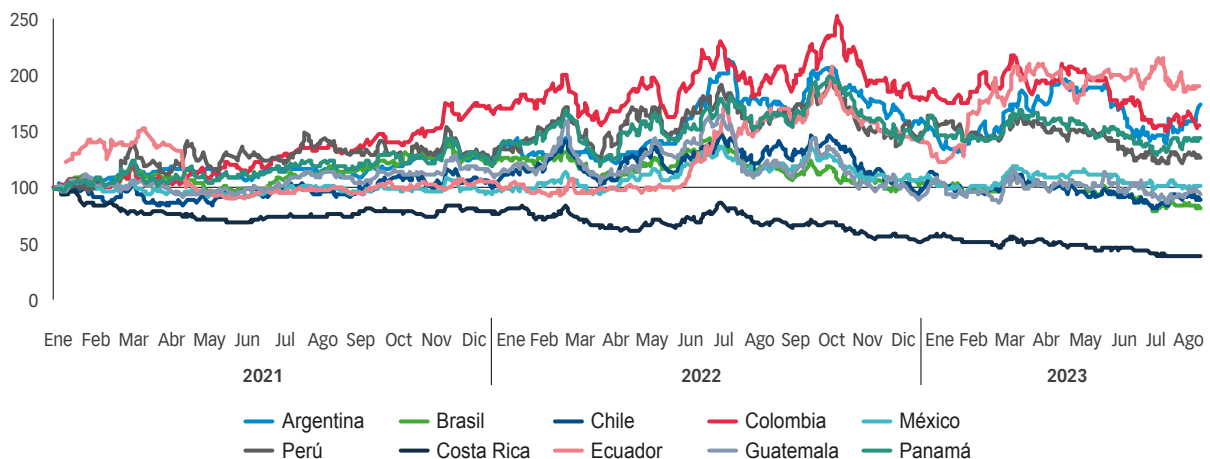
Otro punto a tener en cuenta es la sostenibilidad fiscal del país, factor que desde 2020 tiene un peso muy relevante en la calificación de riesgo del país. Esto toma una gran relevancia en tanto los mayores requerimientos de gasto planteados en el MFMP 2023, que llevan a un ajuste para 2023 en la senda de déficit fiscal, y la

dependencia de los ingresos en fuentes poco seguras generan un seguimiento constante de inversionistas y calificadoras de riesgo. Esto sumado a los recientes anuncios de posibles cambios a la regla fiscal podría tener implicaciones importantes en materia fiscal para el país y por ende en la percepción de riesgo. El EMBI, si bien ha registrado leves ajustes en los últimos meses, podría retornar a una senda alcista si aprueban reformas y se toman decisiones de gasto que alteren la estabilidad fiscal del país y cuestionen la solidez institucional local.

## 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 prome-

**EMBI**  
(31 de diciembre 2020 = 100, a 21 de septiembre de 2023)



Fuente: elaboración ANIF con base Bloomberg.

dio de COP\$4.364. Nuestras proyecciones aún implican una devaluación de 2.5% respecto al 2022. No obstante, frente al IV trimestre de 2022, estimamos una revaluación de 9.2%, asociada a la conjugación de factores que le han permitido al país disminuir la transmisión de los factores del escenario internacional hacia el interior y aprovechar las condiciones nacionales que le permiten al país aprovechar el contexto. Vale la pena mencionar que la consolidación del escenario mencionado continúa atado al contexto político y macro fiscal del país.

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. 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\$4.270, equivalente a una revaluación de 2.2% 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
<b>PRODUCCIÓN (VARIACIÓN % ANUAL)</b>						
Producto Interno Bruto	3.3	-7.0	10.7	7.3	1.4	1.7
<b>COMPONENTES DE PRODUCCIÓN DEL PIB</b>						
Agropecuario	2.3	2.0	3.1	-1.8	-0.3	0.1
Minas y canteras	1.7	-15.6	0.2	1.6	3.5	1.7
Industria	1.2	-9.8	16.4	9.8	-2.0	1.3
Electricidad, gas y agua	2.5	-2.6	5.1	4.3	1.3	1.2
Construcción	-1.9	-26.8	5.7	6.5	-3.8	-0.7
Comercio, transporte y turismo	3.7	-13.7	20.9	11.1	-1.0	1.5
Comunicaciones	1.1	-2.6	11.4	13.9	1.2	2.3
Actividades financieras	6.3	2.3	3.4	6.5	8.5	2.7
Actividades inmobiliarias	3.3	1.5	2.5	2.0	1.8	1.9
Actividades empresariales	3.4	-5.5	9.8	8.2	1.3	2.1
Servicios sociales, comunales y personales	5.1	0.1	7.6	2.1	3.2	2.0
Actividades de recreación	13.0	-11.4	33.1	39.9	10.9	5.0
<b>COMPONENTES DE GASTO DEL PIB</b>						
Consumo de los hogares	3.9	-5.0	14.8	9.5	1.2	1.6
Consumo del gobierno	5.3	-0.6	10.3	0.3	1.6	2.0
Inversión	3.8	-20.5	12.2	16.8	-11.3	2.1
Exportaciones	3.1	-22.7	14.8	14.8	2.5	2.5
Importaciones	7.3	-20.5	28.7	22.3	-7.9	2.1
<b>DESEMPLEO</b>						
Tasa nacional de desempleo (promedio)	10.5	16.1	13.8	11.2	10.5 - 11.0	10.9 - 11.4
Tasa de desempleo trece ciudades (promedio)	11.2	18.4	15.2	11.4	10.7 - 11.2	11.2 - 11.7
<b>INFLACIÓN (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)</b>						
IPC total nacional	3.8	1.6	5.6	13.1	9.3 - 9.8	5.5 - 6.5
<b>TIPO DE CAMBIO Y DEPRECIACIÓN</b>						
TRM (cierre año)	3.277.1	3.432.5	3.981.2	4.810.0	4.220	4.110
Depreciación nominal anual del peso (cierre año)	0.8	4.7	16.0	13.7	-12.3	-2.6
TRM (promedio año)	3.281	3.693	3.743	4.256.0	4.364	4.270
Depreciación nominal anual del peso (promedio)	11.0	12.6	1.3	20.8	2.5	-2.2
<b>SECTOR EXTERNO (US\$ MILES DE MILLONES)</b>						
Exportaciones de Bienes FOB	40.7	32.3	42.7	59.6	52.5	55.1
Importaciones de Bienes FOB	50.5	41.2	56.7	71.7	61.3	65.4
Balanza Comercial de Bienes FOB	-9.9	-8.9	-14.0	-12.0	-8.8	-10.2
Cuenta Corriente	-14.8	-9.3	-18.0	-21.5	-13.7	-14.2
<b>SECTOR EXTERNO (% DEL PIB)</b>						
Cuenta corriente	-4.6	-3.4	-5.6	-6.2	-3.7	-3.5
Balanza comercial	-3.1	-3.3	-4.4	-3.5	-2.4	-2.5
Cuenta de capital	4.1	3.0	5.2	6.0	3.7	3.5
IED Bruta	4.3	2.8	3.0	5.0	4.3	3.6
IED Neta	3.4	2.1	2.0	4.0	3.6	3.1

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	2.3	1.2
China	2.2	8.1	3.0	5.0	4.4
Zona Euro	-6.2	5.5	3.4	0.5	0.6
Japón	-5.0	2.7	1.0	1.7	0.6
México	-8.7	5.8	3.9	2.6	1.5
Perú	-11.0	13.3	2.7	1.3	2.5
Chile	-6.1	11.7	2.4	-0.3	1.8
Ecuador	-7.8	4.2	2.9	2.3	2.6
Brasil	-3.3	5.0	2.9	2.5	1.4

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	-3.8	-3.0	-3.1
China	1.9	1.8	2.3	1.4	0.8
Zona Euro	1.8	2.3	-0.4	1.2	1.2
Japón	2.9	3.9	1.9	0.9	0.3
México	2.4	-0.4	-0.9	-1.5	-1.6
Perú	0.5	-2.3	-4.4	-2.9	-2.0
Chile	-1.7	-7.3	-9.0	-3.5	-3.8
Ecuador	2.5	2.8	2.5	0.4	-0.6
Brasil	-1.8	-2.8	-2.9	-2.4	-2.5

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	4.1	2.5
China	2.5	0.9	2.0	0.5	2.1
Zona Euro	0.3	2.6	8.4	5.5	2.6
Japón	0.0	-0.2	2.5	3.4	3.4
México	3.4	5.7	7.9	5.4	3.9
Perú	1.8	4.0	7.9	6.4	3.7
Chile	3.0	4.5	11.7	7.5	3.4
Ecuador	-0.3	0.1	3.5	2.4	2.4
Brasil	4.5	10.1	5.8	4.7	3.8

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	3.7	4.3
China	5.2	5.1	5.5	5.2	5.3
Zona Euro	8.0	7.7	6.7	6.5	6.5
Japón	2.8	2.8	2.6	2.5	2.4
México	5.7	3.8	3.5	2.9	3.1
Perú	13.0	9.0	7.0	7.5	7.5
Chile	11.0	7.3	7.7	8.1	8.0
Brasil	4.9	4.1	4.2	4.3	4.5

Fuente: JP Morgan Markets.

# Protección



**PANORAMA**

---

**ANIF**

