

PROYECCIONES
Económicas
OCTUBRE - DICIEMBRE DE 2023

ISSN 2745-0902



EL SISTEMA DE SALUD NECESITA UNA
INYECCIÓN DE RECURSOS URGENTE



PROYECCIONES ECONÓMICAS
DE ANIF



PROYECCIONES DEL MUNDO
Y LA REGIÓN

CONTENIDO



FiduOccidente

Es una publicación de
ANIF-Centro de Estudios Económicos

Presidente (e) de ANIF
Anwar Rodríguez C.
Investigador Jefe de ANIF
Camila Ciurlo A.

Investigadores
Laura Llano C.
Norberto Rojas D.
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.

Diseño y producción electrónica:
Brigitte Avellaneda C.
Danna Junca S.

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

Esta publicación tiene carácter
confidencial y exclusivo.
Se prohíbe su reproducción con fines
de publicación o divulgación a terceros.
Este documento se finalizó el
22 de diciembre de 2023.



EDITORIAL 3



1.
**EL SISTEMA DE SALUD NECESITA
UNA INYECCIÓN DE RECURSOS URGENTE** 4



2.
PROYECCIONES ECONÓMICAS DE ANIF

- Contracción en la economía durante el tercer trimestre 7
- El mercado laboral comienza a obedecer a la desaceleración económica 15
- Situación monetaria y financiera 21
- Análisis de la inflación Cuarto trimestre del 2023 30
- Perspectiva fiscal: Más dudas que certezas 35
- Resultados de la cuenta corriente al tercer trimestre de 2023 42
- Resultados de la cuenta de capitales al tercer trimestre de 2023 47
- Tasa de cambio 50
- Proyecciones económicas de ANIF para Colombia 56



3.
PROYECCIONES DEL MUNDO Y LA REGIÓN 57

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

EDITORIAL

En esta nueva edición de Panorama compartimos nuestro análisis de los resultados más recientes en materia económica y actualizamos las perspectivas de desempeño del país, y de nuestros principales socios comerciales, para el cierre del 2023 y 2024. La economía global está atravesando un periodo de enfriamiento, producto de tipos de interés altos en medio de una necesidad de controlar la inflación. Los bancos centrales son conscientes del impacto que están teniendo sus decisiones restrictivas, pero hoy prevalece el control de la inflación sobre el resto de los indicadores.

Esa desaceleración económica se ha visto claramente en las cifras del país. El PIB en el tercer trimestre se contrajo 0.3%, la primera cifra negativa desde el 2020. En el resultado pesó significativamente la caída en la inversión. El indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) en su variación anual a octubre registró una cifra de -0.4% y con eso completa tres meses de registros negativos. Los indicadores líderes lo constatan, las ventas reales de comercio se desplomaron en octubre un -11.0% frente al mismo mes de 2022. Por su parte, en la industria la producción real se redujo un 5.9% frente a octubre de 2022. En ese sentido, está claro que la capacidad de consumo de los hogares sigue reduciéndose y que las decisiones de gasto se decantan por bienes de primera necesidad.

Por otro lado, si bien la inflación ha iniciado su ciclo de descenso, factores como el fenómeno del Niño, el alza en los precios del ACPM, la decisión del aumento del Salario Mínimo podría presionar los precios al alza y auguran una senda de relajación de política monetaria más lenta de lo esperado. Eso, sin duda, mantendrá caras las condiciones de crédito y limitará la capacidad de consumo de los hogares, por lo menos, estimamos en ANIF, hasta la segunda mitad del 2024.

En materia de empleo, si bien la Tasa de Desempleo se ubica en un dígito, el mercado de trabajo ya empieza a resentir las consecuencias de la desaceleración económica. Algunos sectores de la economía han perdido capacidad de generación de puestos de trabajos y muchos ocupados han pasado a engrosar las filas de la inactividad.

En vista del panorama complejo que presentan las cifras, en ANIF proyectamos un escenario de crecimiento para 2023 de 0.8% y para el 2024 de 1.1%.

EL SISTEMA DE SALUD NECESITA UNA INYECCIÓN DE RECURSOS URGENTE

En los últimos meses se ha avivado la discusión en torno a la insuficiencia de los recursos del sistema de salud, luego de los inconvenientes reportados por algunos aseguradores y proveedores de servicios y medicamentos. Con esto en mente, en ANIF estimamos, a partir de diferentes metodologías, cuál es el faltante del sistema en los últimos tres años y cuáles son las necesidades de recursos para el 2024.

Primero, cabe resaltar que el sistema de salud funciona como uno de aseguramiento y de compensación de cargas. En este, se tiene en cuenta un valor que corresponde a cada afiliado, considerando diferentes características poblacionales como la edad, el sexo, carga

epidemiológica, ubicación geográfica, por mencionar algunos aspectos. Esta prima de riesgo se denomina Unidad de Pago por Capitación (UPC) y cubre todos los servicios y tecnologías incluidas en el Plan Básico en Salud (PBS). Los servicios que se encuentran excluidos de este plan igualmente son financiados, solo que no se asocian a la UPC, sino que se cargan al rubro de Presupuestos Máximos (PM).

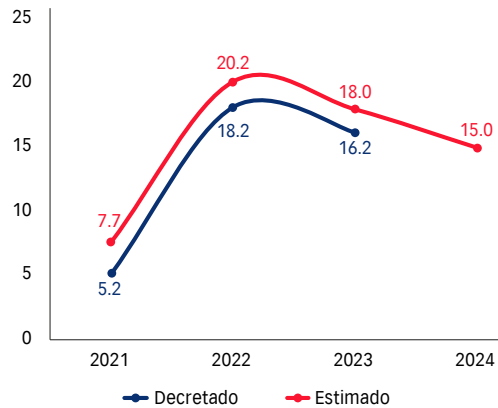
Bajo este debate, en ANIF en conjunto con la Asociación de Laboratorios Farmacéuticos de Investigación y Desarrollo – AFIDRO nos pusimos en la tarea de evaluar cuáles son los crecimientos que debieron haber tenido ambos mecanismos desde el 2021, para que

no se presenciara la situación de desfinanciamiento que actualmente aqueja al sistema, y lo que proyectamos debe ser para 2024. Esto considerando que, posterior a la pandemia, la estimación del crecimiento de la UPC no respondía a las necesidades de los servicios de salud, debido a los cambios de las variables macroeconómicas, y de la utilización del sistema, como el aumento de frecuencias y de precios derivados de mayores costos.

En primer lugar, para el caso de la UPC se utilizaron tres metodologías. La primera y más conocida por los expertos en el tema, es el cálculo actuarial, donde se consideran parámetros que permiten medir la prima, tales como los siniestros, gastos, nivel de utilidad, entre otros, que al final resultan en una relación de ingresos y costos. El segundo método hace referencia a un ejercicio por medio de las Fuentes y Usos del Sistema, donde se proyectan los usos del sistema, calculando el crecimiento real, con la tendencia de los últimos años. Finalmente, para la última metodología se retomó el modelo de componentes de gastos que desarrollamos hace dos años, en el marco del proyecto *Acuerdo Vital, construyendo un plan sostenible para el sistema de salud (2022)*.

Después de los hallazgos de estos ejercicios, notamos que las estimaciones para los años evaluados convergen por encima del aumento decretado por el Gobierno Nacional, confirmando nuestra hipótesis sobre el desfinanciamiento posterior al Covid-19, como se consigna en el Gráfico 1. Ahí se observa que la UPC ha estado subestimada en 2.5pp para 2021, 2pp para 2022 y 1.8pp para 2023. Para el caso de 2024, nuestras estimaciones apuntan a un crecimiento de 15%.

Gráfico 1. Estimación* del crecimiento de la UPC (crecimiento (%) anual, 2020 - 2024)

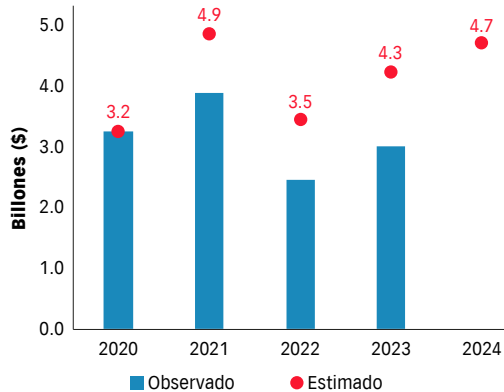


* Estimación promedio de las tres metodologías propuestas.
Fuente: elaboración ANIF con datos de MSPS.

Con respecto a los presupuestos máximos (PM), se utilizaron los datos de la ADRES que reportan los valores solicitados y aprobados de ambos regímenes de esta bolsa presupuestal. A partir de esta información, se estimó el porcentaje girado con respecto al solicitado y se proyectó el monto correspondiente, teniendo en cuenta también la inclusión de medicamentos y tecnologías que hacían parte de la bolsa de PM a la UPC (por la actualización bienal). Cabe resaltar que se descontaron los montos reconocidos por parte del gobierno en octubre del 2022 (\$800 mm) y en octubre de este año (\$116 mm). En este caso, dada la disponibilidad de información, solo se desarrolló una metodología de estimación.

Según muestra el Gráfico 2, pese a que se evidencia una tendencia al alza del gasto destinado a este rubro, existe una brecha significativa entre el incremento observado y el estimado, al igual que lo que sucede con la UPC. Este mecanismo de financiamiento requiere especial atención, dado que se financia a partir del PGN, y es

Gráfico 2. Estimación del crecimiento de los Presupuestos Máximos (\$ billones a precios de 2023, 2020 – 2024)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Lupa al giro de la ADRES.

Tabla 1. Necesidad presupuestal UPC y presupuestos máximos (\$ billones a precios de 2023, 2021 - 2023)

Año	UPC	Presupuestos máximos
2021	\$ 0.8	\$ 1.3
2022	\$ 2.0	\$ 1.5
2023	\$ 2.3	\$ 1.8
Acumulado	\$ 5.1	\$ 4.6
Total	\$ 9.7	

Fuente: elaboración ANIF.

fundamental que haya una correcta asignación y contención del gasto. Así las cosas, para el 2024, nuestras estimaciones sugieren que se deben aumentar los recursos a \$ 4.7 billones, lo que se traduce en un incremento de 10.6% de los presupuestos máximos.

Las anteriores estimaciones, implican un faltante equivalente a \$9.7 billones entre el 2021 a 2023, a precios de 2023, de los cuales \$5.1 billones corresponden al desfase de la UPC y \$4.6 billones a los presupuestos máximos, lo cual es muestra del grave problema de financiamiento del sistema (ver Tabla 1).

Adicional a la estimación realizada, consideramos pertinente analizar el presupuesto aprobado para la salud,

el cual es insuficiente en términos relativos, pues apenas se aprobaron \$35.3 billones, que corresponden a una disminución de 1.2pp de la participación del rubro de aseguramiento en salud dentro del total del PGN y en términos absolutos cae en 0.1pp. Entonces, si a esto se le agregan las estimaciones para el 2024, nuestros cálculos indican que existe una necesidad de \$44.6 billones versus los \$39.8 billones que tendrían si se proyecta un crecimiento del 15% de la UPC.

Lo anterior evidencia las presiones sobre el sistema y la necesidad de pensar nuevas formas de inyectarle recursos al sector de la salud, pues, el desfinanciamiento del sistema más que poner en riesgo a un actor, implica poner en juego el derecho a la salud de los ciudadanos.

CONTRACCIÓN EN LA ECONOMÍA DURANTE EL TERCER TRIMESTRE

Los resultados del Producto Interno Bruto del tercer trimestre sorprendieron por la fuerte e inesperada caída que se presentó. Con una contracción de -0.3% el PIB presentó su primera variación negativa anual desde el IV trimestre de 2020. Además, la variación del ISE para octubre muestra el panorama que se espera para el primer trimestre de 2024. En esa línea, a continuación, se analizan los resultados del periodo desagregados por enfoque, además de mencionar las perspectivas para el final de 2023 y lo que se espera para 2024.

Indicador de Seguimiento a la Economía

En octubre, el Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) registró una variación de -0.4% respecto al mismo periodo del año anterior. Ese resultado perfila

el cuarto trimestre del año a presentar un crecimiento moderado a la baja. En términos intermensuales, la variación fue de -1.0% respecto a septiembre 2023.

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



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

En el caso de las actividades primarias, su variación anual fue de 5.4% en octubre de 2023, con una contribución de 0.6pp a la variación anual total, esta fue la actividad de mayor contribución positiva. Lo anterior se explica principalmente por un buen desempeño de la ganadería y algunos productos agropecuarios. También, la actividad minera presentó comportamientos positivos para este mes, impulsada principalmente por la producción de carbón. Las exportaciones y consumo local del carbón también aportaron al buen comportamiento de este producto, el aumento en consumo proviene de las termoeléctricas, que ante la llegada del fenómeno del Niño aumentan su consumo para compensar la reducción en el nivel de los embalses.

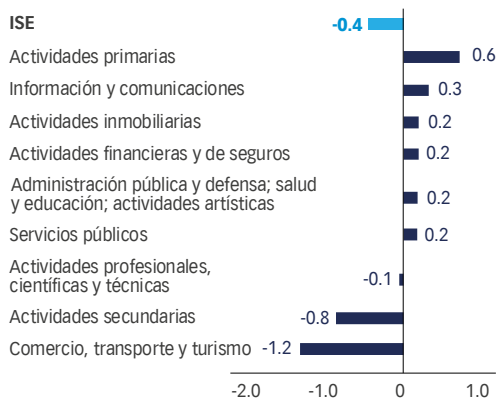
Por su parte, las actividades secundarias presentaron una variación anual de -5.2%, manteniéndose por octavo mes consecutivo en terreno negativo. Ese resultado es preocupante dada la alta cantidad de perso-

nas que se emplean en los sectores de manufactura y construcción. En su variación mensual se presentó un decrecimiento de 2.3% respecto a septiembre 2023. Particularmente en la construcción, se han presentado caídas en las ventas de viviendas e inicios de obra que, en conjunto con la contracción en las obras civiles, han ahondado el mal momento por el que pasa este sector. El comportamiento de las actividades secundarias se ha situado por debajo de sus niveles prepandemia desde junio 2023, situación que no se registraba desde noviembre de 2021.

De forma similar, las actividades terciarias mostraron un comportamiento negativo para el mes de octubre, con una variación de -0.4% frente al mismo mes del año anterior. Las actividades que impulsaron el comportamiento negativo fueron las actividades profesionales, y el comercio, transporte y turismo que presentaron contribuciones negativas de -0.1pp y -1.2pp, respectivamente. La estrepitosa caída en las actividades de comercio, transporte y turismo se explica por caídas en las tres actividades de esta rama. Por su parte, el comercio se vio afectado por reducciones en el consumo de los hogares, especialmente por la caída en las ventas de alimentos y prendas de vestir. La inflación se mantiene alta y continúa afectando la ventas en el sector. El transporte cae principalmente por las menores ventas en la industria y la caída en las importaciones. Por su parte, el turismo se ha visto afectado por la alta inflación, especialmente en los alimentos, y por el regreso del IVA al sector desde enero 2023.

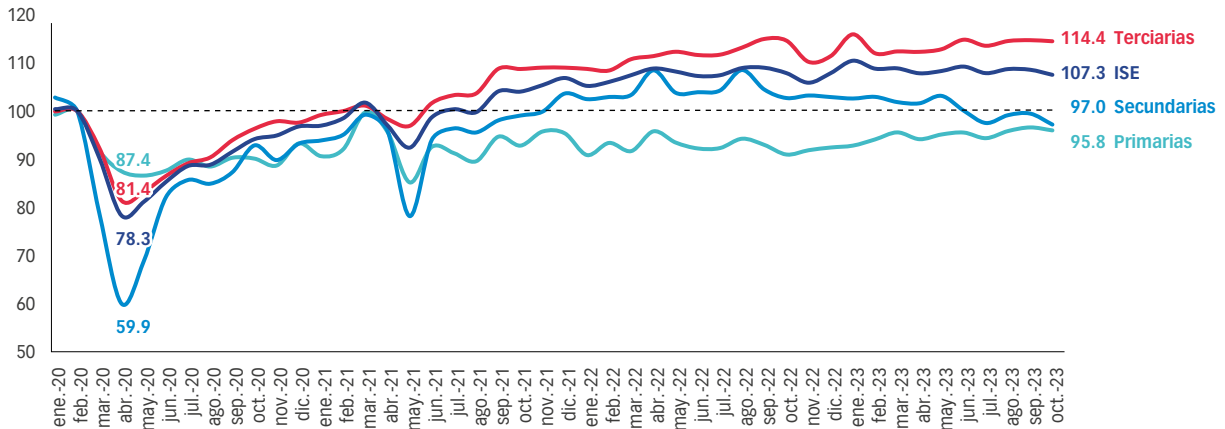
En las actividades terciarias se destacan los sectores de información y comunicaciones, que presentaron un sorpresivo crecimiento en su variación anual de

**Contribución de actividades al ISE
(puntos porcentuales*, octubre 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.

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



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

9.5% y contribuyeron 0.3pp a la variación total de ISE para el mes de octubre. Las jornadas electorales en octubre jalonaron el crecimiento en las distintas ramas de la información y telecomunicaciones. Por su parte, las actividades inmobiliarias, las actividades financieras y de seguros, y los servicios públicos aportaron 0.2pp cada una, a la variación anual total del ISE. Las actividades de administración pública y defensa, salud y actividades artísticas y de entretenimiento, presentaron una variación anual positiva de 0.74%, la más baja en lo que va del 2023.

Producto Interno Bruto - PIB Análisis por el lado de la oferta

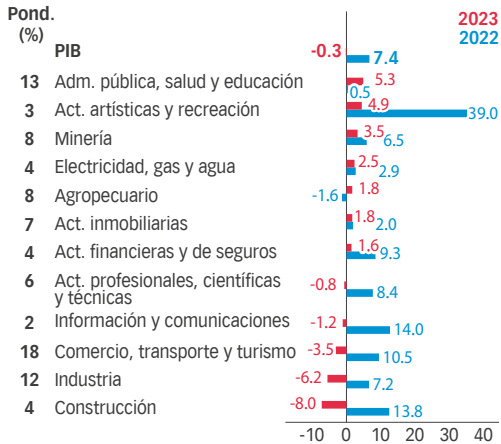
La caída que se registró en el tercer trimestre estuvo sustentada en la dinámica negativa de la construcción, la industria, y los sectores del comercio, transporte y turismo, que presentaron contribuciones de

-0.4pp, -0.8pp, -0.7pp, respectivamente. Preocupa el comportamiento de estas tres ramas, dado que completan 2 trimestres consecutivos con variaciones anuales negativas. Similarmente, las actividades profesionales y científicas y el sector de la información y las comunicaciones presentaron variaciones anuales negativas de -0.8% y -1.2%, respectivamente.

Por otro lado, las actividades que contrarrestaron el decrecimiento fueron: la administración pública, salud y educación (0.8pp), la explotación de minas y canteras (0.4pp), el sector del entretenimiento (0.2pp), el sector agropecuario (0.2pp), y las actividades financieras, las actividades inmobiliarias, y los servicios públicos (las tres ramas con 0.1pp).

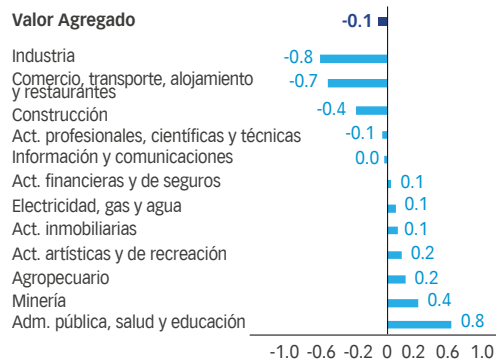
En este caso, las actividades de comercio, transporte y turismo explican parte de la contracción anual en el valor agregado. El comercio se ha visto afectado por

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

**Contribución de actividades al valor agregado
(puntos porcentuales, tercer 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.

cambios en el consumo de los hogares, que con la alta inflación y la desaceleración económica reducen el consumo de distintos bienes, los relacionados con la economía vehicular han sufrido las mayores caídas. El turismo cae por razones similares, el impacto

de la inflación sobre los consumidores y la vuelta del cobro del IVA ha reducido las tasas de ocupación en el sector. Por su parte, el transporte se ha visto afectado por el aumento en los precios de los combustibles y unas menores importaciones.

La industria se ha visto afectada por la alta inflación, encareciendo la producción y reduciendo el consumo de los hogares. También, el mal comportamiento en sectores como la construcción afecta las ventas de ciertos productos de la industria. Además, la contracción de 6.2% en la industria 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, la elaboración de bebidas y la fabricación de maquinaria y equipo aumentan por la mayor producción del hidrocarburo, las distintas ferias y celebraciones que se llevaron a cabo durante el tercer trimestre, y las mayores solicitudes de mantenimiento y reparación de equipos especializados, respectivamente.

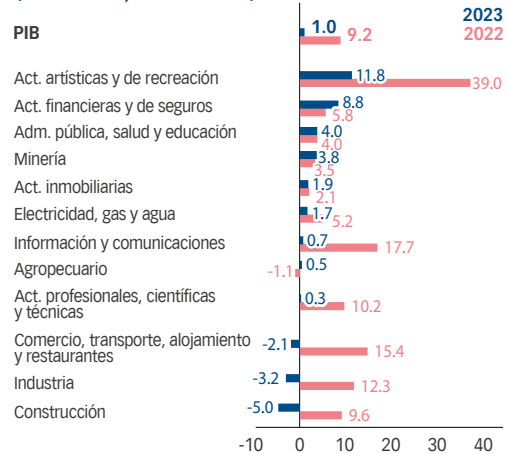
Por su parte, la dinámica negativa de la construcción (-8.0%) obedece al comportamiento decreciente de las obras civiles (-15.0%), debido a la poca iniciación de nuevos proyectos de gran cuantía en lo que tiene que ver con carreteras, presas y plantas industriales. En lo que respecta a la construcción de edificaciones residenciales y no residenciales vemos una caída (-5.0%) explicado por la menor construcción de edificaciones residenciales y locales comerciales y bodegas, el Valle del Cauca es el departamento que más cae en cuanto a las residenciales.

La administración pública registra un crecimiento de 5.3% debido al incremento salarial y el retroactivo, al igual que un aumento en el personal en la rama ejecutiva y de notariado. En el caso de la educación, se observa una caída en el número de estudiantes matriculados, especialmente en la educación superior. Finalmente, en lo que respecta a salud, se ve un aumento en los ingresos por mayor demanda en servicios de apoyo diagnóstico y terapéutico, y hospitalización y quirófano, lo que en su conjunto han impulsado la producción del sector. La rama de administración pública, salud y educación fue la de mayor contribución al valor agregado con 0.8pp.

Por otro lado, continua la tendencia creciente de las actividades artísticas y de entretenimiento, al reportar una variación de 4.9% 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 una continuidad en el crecimiento de los juegos de azar en línea desde el inicio de la reactivación económica. En cuanto a las actividades deportivas y de entretenimiento, se presenciaron partidos de fútbol en diferentes ciudades del país y se ofertaron múltiples conciertos, cosa que impulsó el sector.

En lo referente a la minería, fue una de las ramas que contrarrestó el decrecimiento, con una variación anual de 3.5%. La extracción de petróleo y carbón fueron los principales motores del crecimiento del sector. El aumento en la demanda de carbón por parte de las termo eléctricas, a causa del fenómeno del Niño, es una de las principales causas del crecimiento en esta rama, que aportó 0.4pp al valor agregado del tercer trimestre.

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

Por parte de las variaciones del año total, vale resaltar que tres actividades registran decrecimientos en lo que va del año. En el caso de la construcción, por un menor desempeño de las obras civiles y las edificaciones residenciales por cuenta del 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 la demanda de los hogares en vestimenta y otros bienes ha afectado la producción de esos sectores, los relacionados con la economía vehicular entre los que más caen. Es de recordar que la reactivación de la economía impulsó la demanda interna de manera importante y ahora ha perdido velocidad. En terreno positivo, las actividades de entretenimiento es la que presenta mayores crecimientos durante 2023, aunque menores a el crecimiento desbordado que tuvieron en 2022. Las actividades financieras y la minería registran mejor comportamiento en comparación al 2022. Eso, principalmente explicado por un incentivo en el comercio internacio-

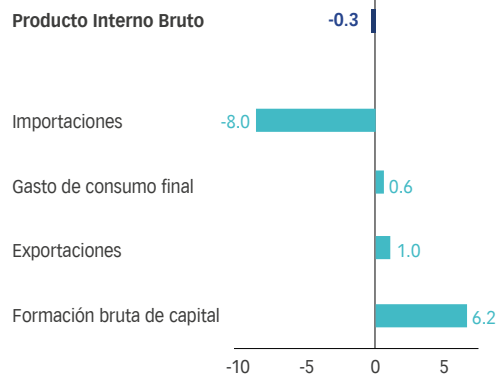
nal que ha promovido la exportación de hidrocarburos, y una mayor demanda interna por carbón, en el caso de la minería. Para el sector financiero, el aumento en la demanda de seguros y las comisiones del sector han impulsado la producción de esta línea.

Análisis por el lado de la demanda

Desde la óptica del gasto, la demanda final interna tuvo un comportamiento negativo de 6.8%, comparado con el 9.4% de 2022, explicado por la fuerte contracción de la formación bruta de capital (-33.5%) y contrarrestada por el gasto público y privado (0.7%). El comercio exterior muestra que las exportaciones crecieron 4.2%, mientras que las importaciones se contrajeron en -21.5%, siguiendo la tendencia que se ha observado a lo largo del año.

En lo referente a la formación bruta de capital fijo, registró una disminución de -11.0% producto de la diná-

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

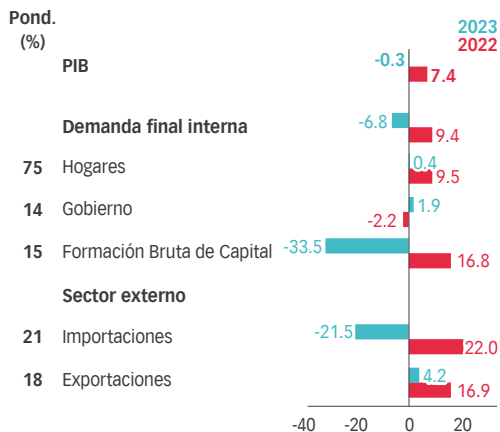


* Por efecto del redondeo, la suma de las contribuciones puede no coincidir con el total.
Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

mica negativa de la maquinaria y equipo y de la dinámica de la construcción. En la última, se observan comportamientos negativos en los rubros de otros edificios y estructuras (-13.0%) y vivienda (-3.2%).

Por su parte y similar al trimestre anterior, en este caso es el gasto del gobierno el que determinó en mayor medida el consumo final al presentar una variación de 1.9%, 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 (0.4%), se observa una pérdida de impulso pues el crecimiento es menor al de periodos anteriores. Por finalidad, destaca el gasto realizado en salud (5.5%) y en alojamientos, agua, electricidad, gas y otros combustibles (2.4%). Por durabilidad, se pueden observar claramente los cambios en el consumo de los hogares típicos de una desaceleración económica. El consumo de los bienes durables (-12.8%) y semi dura-

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

bles (-7.2%) cae a tasas altas, mientras que los bienes no durables presentan un tímido crecimiento (0.6%).

Finalmente, en el frente externo, las importaciones reportan una caída por las compras de bienes (-28.8%), resaltando los productos de refinación y los vehículos de carretera. En cuanto a exportaciones caen los bienes (-0.2%) y los servicios presentaron un importante crecimiento (27.0%). Así las cosas, el balance neto del comercio exterior muestra una reducción al pasar de \$ -30.7 billones en el tercer trimestre de 2022 a \$ -15.0 billones en 2023, lo que representa un cierre de nuestro déficit comercial estructural.

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 ralentiza-

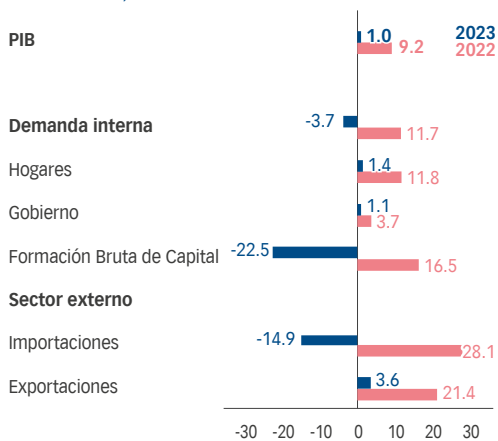
ción de ese fuerte dinamismo y las importaciones se reducen. Además, los renglones de las compras al exterior de maquinaria y equipo son los de mayor decrecimiento. Por su parte, el crecimiento de las exportaciones, que crecen más que la economía, contribuyen a reducir el déficit comercial en el 2023. El consumo público y privado registra un menor comportamiento.

Perspectivas

El producto se ha expandido 1.0% en lo corrido de 2023 y el dato registrado en el tercer trimestre muestra una evidente desaceleración económica. La construcción, la industria y el comercio, transporte y turismo son los sectores que más caen. La alta inflación ha afectado las ventas en estos sectores estratégicos. La preocupación es latente porque son los sectores de mayor generación de empleo, sin lugar a duda se sentirá el impacto sobre el empleo y el crecimiento a finales del año e inicios del 2024. Los resultados del ISE para octubre confirman que el cuarto trimestre tendrá un crecimiento bajo.

En la óptica de la demanda hay noticias agridulces. 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 lleva a la inversión a contraerse en 2 dígitos. Eso, debido a que la importación 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

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

desempeño constructor, la inversión terminará el año con un desempeño deficiente.

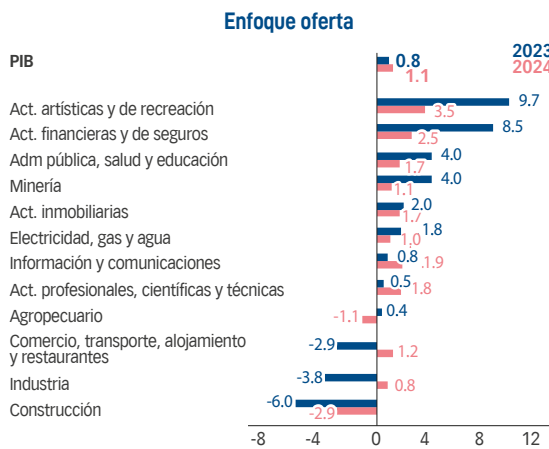
En suma, el final del 2023 se muestra como un periodo complejo en términos de crecimiento. El sector secundario, el de mayores encadenamientos en la economía, registra la mayor contracción lo que no solo sigue comprometiendo su propio desempeño sino el de las demás actividades. La política contractiva desplegada por parte del Banco de la República para controlar la inflación ha tenido evidentes efectos sobre el crecimiento económico. El recorte de la tasa de interés en 25pb en la última reunión del mes de diciembre sitúa la tasa de interés de política en 13.0% para 2023. Para 2024, esperamos varios recortes en la tasa por parte del Banco de la República.

Con todo, esperamos que el producto se expanda entre 0.6% y 1.0% en 2023, con 0.8% como valor medio. La demanda interna ya está bastante contraída, la in-

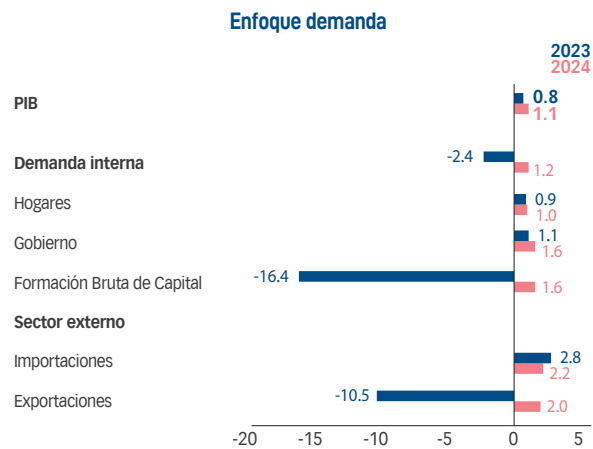
versión seguirá baja y se verá truncada por la baja producción industrial y la caída en las importaciones. En cuanto a la oferta, 3 sectores cerrarán en terreno negativo, los mismos que en lo corrido del año han presentado variaciones negativas. La temporada de fin de año será positiva para el comercio, transporte y turismo. La construcción y la industria probablemente recuperen algo de terreno sin llegar a registrar datos positivos. Para 2024, esperamos un mejor desempeño general en las actividades económicas. El sector agropecuario será golpeado por el endurecimiento del fenómeno del Niño en los próximos meses, la construcción se mantendrá en terreno negativo a no ser de un fuerte cambio en su comportamiento. El crecimiento permanecerá moderado muy debajo del potencial, puntualmente estimamos un 1.1%.

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)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.



EL MERCADO LABORAL

COMIENZA A OBEDECER A LA DESACELERACIÓN ECONÓMICA

El pasado 30 de noviembre, el DANE presentó las cifras de empleo para octubre de 2023. La tasa de desempleo fue de 9.2%, nuevamente de un dígito. Esa reducción en el desempleo obedece principalmente al incremento en la tasa de ocupación y de la tasa de inactividad. De acuerdo con el DANE se crearon medio millón de puestos de trabajo. Sin embargo, el cambio en el número de desocupados se reduce cada vez menos, en comparación con trimestres anteriores.

Es importante resaltar que, en lo corrido del 2023, el impacto de la desaceleración económica ha tenido rezago sobre el dinamismo del mercado laboral. No obstante, el último informe de cifras prende las alarmas sobre esa convergencia que parece estar iniciando. En esta sección discutimos los principales resultados del mes de octubre de 2023; posteriormente, analizamos la tasa de desempleo desestacionalizada; luego, ahondamos en las particularidades del mes de octubre de 2023; también comentamos

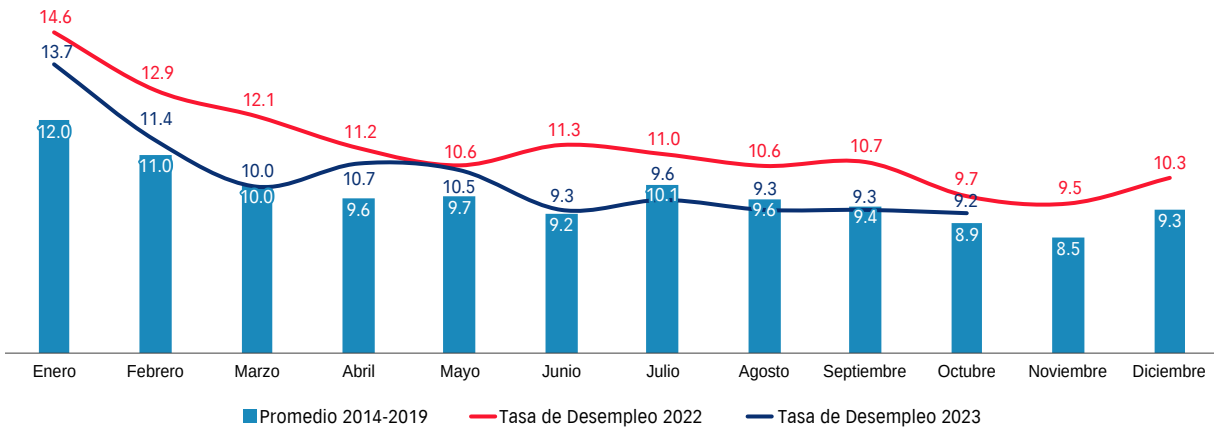
nuestras perspectivas para el cierre del 2023 y cerramos con las perspectivas para el año 2024.

Principales resultados de octubre

La tasa de desempleo (TD) fue de 9.2% en octubre de 2023, lo cual representa una disminución de 0.5pp frente al mes de octubre de 2022 (9.7%). Con ese resultado, la tasa de desempleo promedio de los últimos 12 meses es de 10.2%. Por su parte, para las 13 principales ciudades y áreas metropolitanas, donde se concentra el 47.9% del total de ocupados y el 46.3% de los desocupados, la TD en el mes de octubre fue de 9%, que es 0.9pp menor a la reportada un año atrás (9.9%).

Adicionalmente, el resultado de octubre de 2023 es 0.3 puntos porcentuales mayor que el promedio para los últimos 5 años previos a la pandemia (2014-2019).

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



Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

Lo anterior es una señal de que las dinámicas del empleo comienzan a converger con la dinámica económica, pues octubre suele ser de los meses con menores tasas de desempleo en el año.

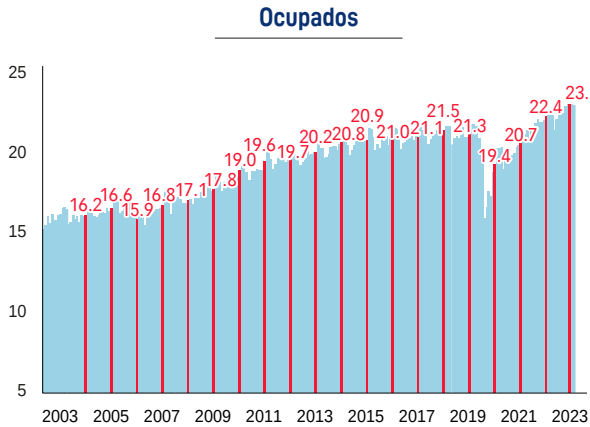
Por otro lado, la brecha de género en el desempleo fue de 4pp, con una cifra de 7.5% para los hombres y de 11.5% para las mujeres. Un año atrás, en octubre de 2022, los hombres tenían una tasa de desempleo de 7.6% y las mujeres de 12.6%, para una brecha de 5pp, lo que implica una disminución de 1pp.

Frente a la ocupación laboral, el número de ocupados creció en 476 mil personas, con lo que llegó a 23.1 millones y condujo a una tasa de ocupación del 58.1%, 0.4pp más que el 57.7% visto un año atrás. En las 13 principales ciudades la variación fue de 421 mil, donde se concentran 11.1 millones de personas ocupadas. De los ocupados adicionales, 49 mil son hombres y 427 mil son mujeres.

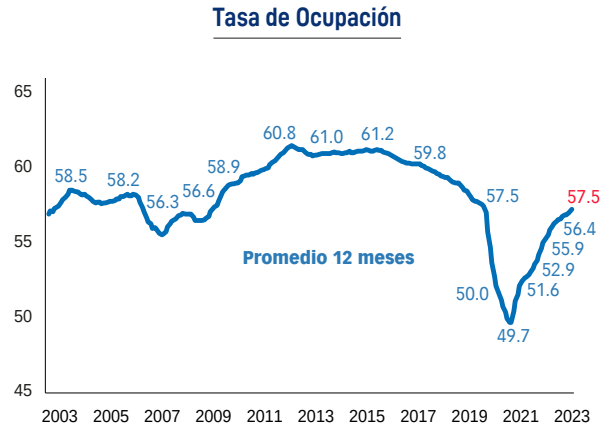
Al observar los nuevos puestos de trabajo por rama de actividad se encuentra que el alojamiento y servicios de comida (+268 mil), los servicios sociales (+191 mil) y las actividades inmobiliarias (+83 mil) fueron las ramas de actividad que mayor número de ocupados aportaron. En contraste, el comercio (-135 mil), la industria manufacturera (-108mil), y las actividades financieras y de seguros (-55mil) presentaron contracciones en el total de empleados. Lo anterior enfatiza que a lo largo del año fue el sector público el que mantuvo los niveles de empleo. Asimismo, se evidencian las contracciones que el comercio y la industria manufacturera han presenciado y su efecto en el empleo.

Al analizar por posición ocupacional, se observa que 403 mil de los nuevos puestos de trabajo son de empleados particulares, mientras que el trabajo por cuenta propia subió en 212 mil personas. Esa es una buena noticia en términos de formalidad por la mayor cerca-

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.



nía del empleo particular a las dinámicas formales, en comparación con el trabajo por cuenta propia.

Por su parte, el número de desocupados se redujo en 87 mil personas en el total nacional para así contar con 2.34 millones de personas en el desempleo. Al analizar la cifra por género, 5 mil hombres y 82 mil mujeres salieron del desempleo. En las 13 principales ciudades se presentó una disminución del número de desocupados en 81 mil personas, donde se concentran 1.1 millones de desempleados.

Finalmente, en contraste con octubre de 2022, se observa un aumento de 170 mil personas en la población por fuera de la fuerza laboral. El número de hombres por fuera de la fuerza de trabajo aumentó en 217 mil personas, mientras que las mujeres disminuyeron en 47 mil. Para las 13 ciudades principales se registró una disminución de 102 mil personas por fuera de la fuerza de trabajo. Con todo lo anterior presente, la

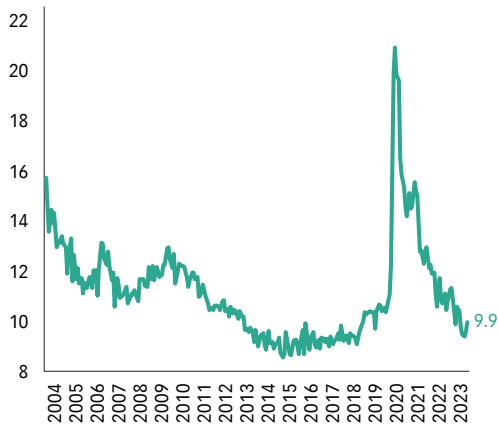
TGP en octubre de 2023 fue de 66.7%, 1pp mayor a lo registrado en octubre de 2022 (65.7%).

Análisis de la tasa de desempleo desestacionalizada

La TD desestacionalizada para el mes de octubre de 2023 se ubica en 9.9% para el total nacional, mostrando un aumento de 0.3pp frente a septiembre de 2023 (9.6%). De esta forma, teniendo en cuenta el resultado del mes de agosto (9.4%), van dos meses consecutivos en que la TD desestacionalizada ha incrementado, lo que implica que, quitando el efecto calendario, se refleja un deterioro del mercado laboral que obedece a la desaceleración económica.

Al analizar el promedio del trimestre móvil de la tasa de desempleo desestacionalizada, se observa que la disminución de la Tasa General de Participación (TGP) contri-

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



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

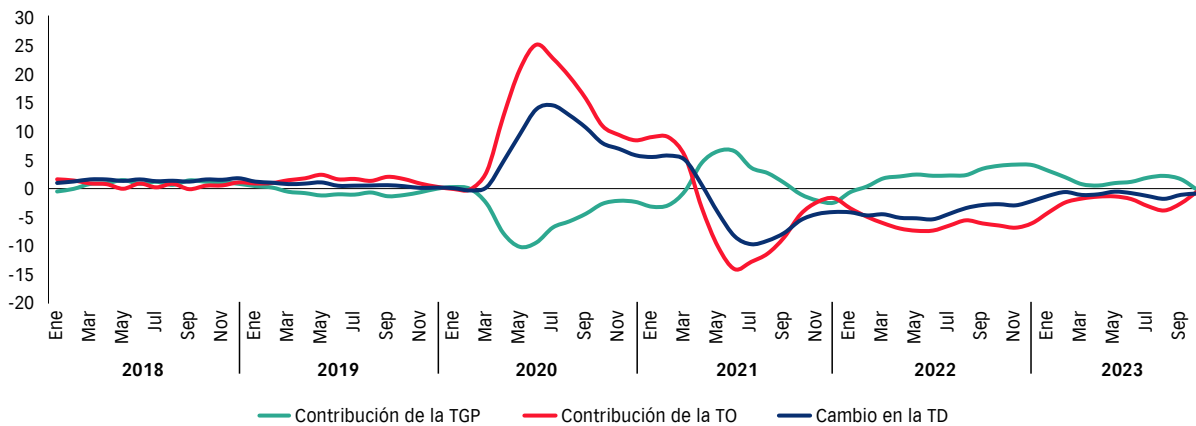
buyó a un decrecimiento en el número de desocupados, mientras que el aumento en la Tasa de Ocupación generó una disminución en la tasa de desempleo. En otras palabras, la salida de un gran número de personas

de la fuerza laboral y el aumento en el número de ocupados se contrarrestaron, haciendo que un afecto opacara el otro. Sin embargo, el aumento en la tasa de ocupación no fue significativo (0.4pp), lo que explica el aumento en la TD.

Perspectivas

Para el mes de noviembre, cuyas cifras serán publicadas por el DANE el próximo 29 de diciembre, esperamos que la tasa de desempleo se mantenga en un nivel similar en comparación con el visto en octubre. 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 los primeros tres trimestres del año, sumado a las bajas expectativas de crecimiento esperado para el cierre del 2023.

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



Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

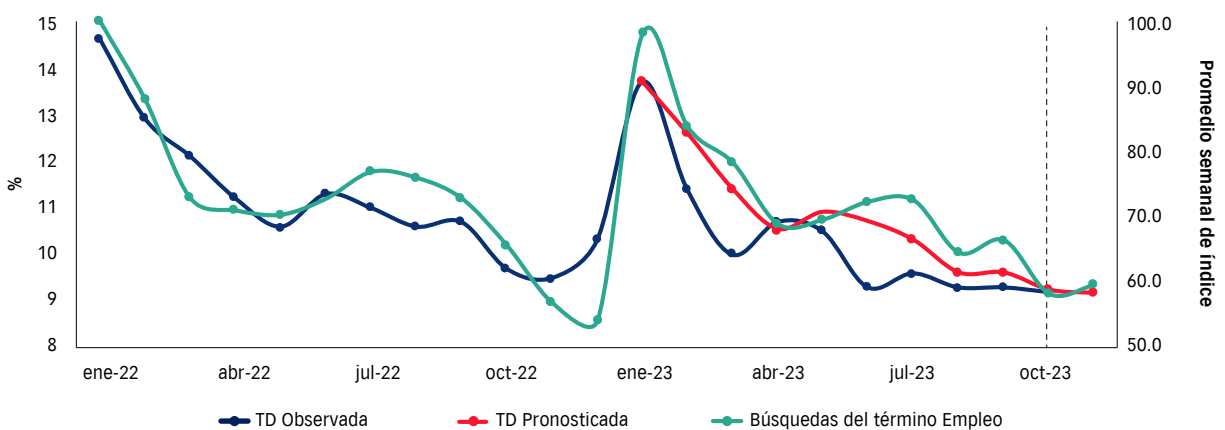
Aun así, esperamos que el dato sea menor al observado en noviembre de 2022. En específico, nuestro pronóstico de tasa de desempleo para noviembre de 2023 se ubica entre 8.9% y 9.4%, que implicaría una reducción entre 0.1pp y 0.6pp en contraste con el 9.5% visto un año atrás. Con este resultado, lo más probable es que la tasa de desempleo promedio de los últimos 12 meses sea de 10.2%.

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.

Para el restante del 2023, nuestros pronósticos indican que la tasa de desempleo de diciembre presentará un incremento, situándose entre 9.2% y 9.7%, implicando un cierre de año con tasa promedio de 10.1%. No obs-

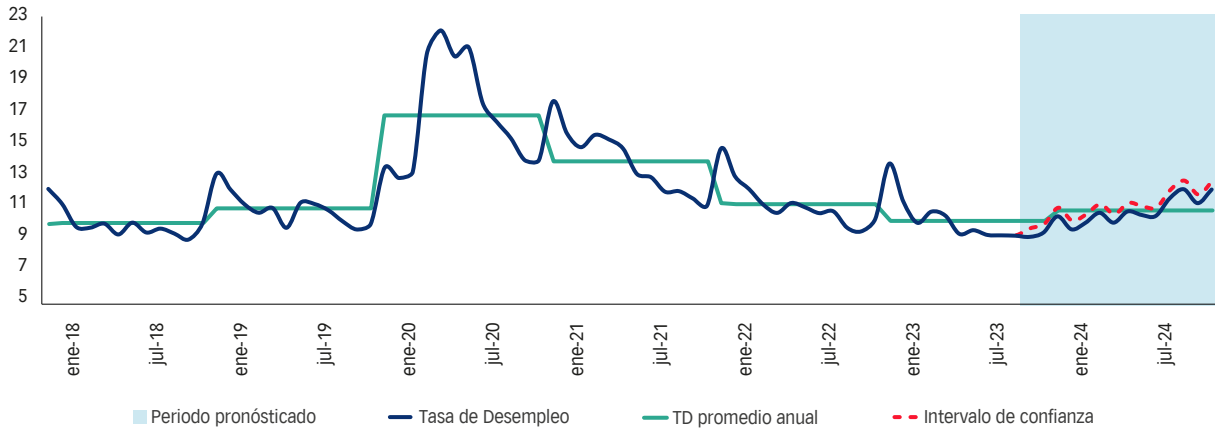
tante, para el 2024 esperamos que la tasa de desempleo muestre cifras de dos dígitos, obedeciendo a las dinámicas de la economía que ha presentado fuertes contracciones. De esta forma, nuestro pronóstico indica que para el cierre del 2024 la tasa de desempleo estará cercana 11.25%. Como hemos recalcado en informes pasados, los cambios en el mercado laboral suelen rezagarse a lo que se presenta en la economía, por lo que esperamos que para el próximo año haya un deterioro significativo en los niveles de empleo. Si bien la tasa de desempleo todavía se mantiene en un dígito, la reducción de puestos de trabajo en las ramas de comercio y manufactura, prenden las alarmas sobre la convergencia entre las dinámicas del empleo y la desaceleración económica. Adicionalmente, el incremento en la tasa de desempleo desestacionalizada evidencia que hay deterioro en el año corrido del empleo. Así, el panorama en el mercado laboral no es muy optimista, por lo que el reto es minimizar las consecuencias de la desaceleración que se vivió este año.

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.

Pronóstico tasa de desempleo 2023 y 2024 (%)



Fuente: elaboración ANIF con datos del DANE.

SITUACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

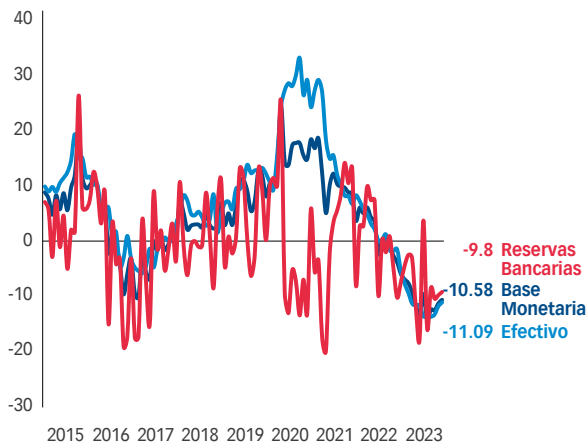
Agregados Monetarios

La base monetaria, compuesta por el efectivo y las reservas bancarias, presentó una contracción real anual de -10.6% en noviembre de 2023. A pesar de una leve recuperación de 1.2% de octubre a noviembre, la base real acumula pérdidas cercanas a -9% en lo corrido del año. La base monetaria es emitida por el Banco de la República (BanRep), y al soportar la expansión del crédito y otros instrumentos financieros, se relaciona de forma directa con la liquidez en la economía. Por lo tanto, la contracción año corrido del 2023, que contrasta con el comportamiento expansivo del mismo periodo en el 2021 (12.9%) y en el 2022 (0.1%), deja ver los efectos de la desaceleración económica y las condi-

ciones financieras restrictivas. No obstante, la ruptura en la tendencia observada en septiembre puede ser consecuencia de la expectativa de un cambio de rumbo en la política monetaria. Esperamos que la nueva tendencia al alza se extienda, apoyada por ventas netas de títulos de deuda pública en noviembre por parte del Ministerio de Hacienda y el BanRep que respaldan la mejora de liquidez en el sistema, y el inicio en diciembre de la senda descendente de tasas de interés de política monetaria.

La compra de activos financieros de las entidades financieras por parte del BanRep produce la creación

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



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

primaria de dinero y se refleja en el efectivo (billetes y monedas en circulación) y en la reserva bancaria. Las reservas bancarias para encaje están compuestas por el efectivo en caja del sistema financiero (56% del total) y los depósitos del sistema financiero en el Banco de la República (44% del total). Las reservas para encaje se contrajeron en noviembre un -9.1% anual, con lo que acumulan 14 registros de crecimiento real anual negativo. A pesar del leve repunte mensual en el efectivo en caja, tanto este (-10.6%) como los depósitos (-7.0%) registraron contracciones reales en comparación con noviembre de 2022. Dado que en encaje bancario (marco regulatorio que define el porcentaje que deben guardar las entidades financieras por depósito recibido) no ha cambiado desde mayo de 2022, la contracción real anual de las reservas se podría explicar por una disminución en el volumen de depósitos que reciben las entidades financieras. Como veremos adelante, el efectivo en circulación también se

ha contraído desde el año pasado, por lo tanto, la caída en el volumen de los depósitos puede asociarse a una contracción del ingreso disponible de los clientes, lo que es coherente con la desaceleración económica que se hizo evidente en el tercer trimestre del 2023 a través de indicadores clave como el ISE (indicador de seguimiento de la economía) y el PIB (producto interno bruto).

El efectivo también registra un crecimiento real anual negativo (-11.1%), con una contracción más pronunciada que la de las reservas bancarias y el agregado de la base monetaria. El efectivo también registra un cambio de tendencia al alza desde septiembre, pero aún se mantiene por debajo de los niveles registrados en el 2022. Este se compone casi en su totalidad por las especies monetarias fuera del sistema financiero (99.7% del total), que han caído de manera constante desde diciembre de 2022. El decrecimiento del dinero en circulación se puede asociar a una menor demanda de saldos por la desaceleración económica, el alto nivel de precios y las tasas de interés contractivas. Análogamente, el repunte de 2.9% en el efectivo de octubre a noviembre puede asociarse a los esfuerzos del gobierno por incentivar la reactivación económica.

Durante el 2023, observamos como el comportamiento de los agregados monetarios se presionó a la baja por la desaceleración económica y las condiciones financieras restrictivas. No obstante, el cambio en la tendencia y los mensajes de las autoridades pueden anticipar un comportamiento menos contractivo durante el 2024. Para la entrega de la EARC (Encuesta ANIF Repo-Central) de diciembre, el promedio de los analistas descontó una tasa de política monetaria

cercana a 8.5% para el cierre de 2024, lo que implicaría una reducción de 450pb desde la tasa actual de 13.0%. Esto, junto con los comentarios del gerente del BanRep, Leonardo Villar, quien no espera que el relajamiento de las condiciones monetarias renga que revertirse, podrá seguir contribuyendo a un incremento en la liquidez local.

Cartera de Crédito

Según la Superintendencia Financiera, en septiembre de 2023, el indicador de profundización de la cartera bruta representó el 44.3% del PIB, 0.7pp menor al indicador de junio y por debajo del promedio anual registrado del 2015 al 2022. Lo anterior muestra que en lo corrido del 2023 se han revertido los esfuerzos que ha hecho el sector financiero en la última década por aumentar la inserción financiera de los colombianos, con niveles incluso por debajo de la pre-pandemia que no se pueden atribuir a la desaceleración económica del último trimestre. La menor profundización se refleja en el comportamiento negativo de la cartera de crédito, que para septiembre registró una contracción de -5.1%, continuando con la desaceleración que inició en junio de 2022 y acumulando 6 meses consecutivos en terreno negativo. El hecho de que la tasa de crecimiento real sea inferior a la nominal deja ver la presión a la baja que ejerce la inflación en el sistema crediticio.

El consumo lidera la caída de los segmentos de cartera, con una caída real anual de -9.2%. Este decrecimiento se explica principalmente por la contracción real anual del producto de libre inversión (-15.3%), el

consumo de bajo monto (-47.4%) y la libranza (-8.4%). Es importante tener en cuenta la desaceleración de desembolsos a hogares y la dinámica de castigos de consumo, que acumulan una participación del 84.3% sobre el total. A medida que la desaceleración económica impacta el ingreso disponible de los hogares y la confianza del consumidor disminuye (-20.9% para noviembre según la Encuesta de Opinión al Consumidor de Fedesarrollo), podemos esperar que el desempeño negativo en el segmento de consumo de la cartera de crédito se extienda durante el 2024.

La cartera de crédito comercial es la segunda de mayor contracción, con un -3.5% real anual que completa el cuarto mes en terreno negativo. A pesar del crecimiento intermensual del saldo por el aporte positivo de los segmentos corporativo, financiero e institucional, el desempeño de la cartera comercial se ha visto afectado por la desaceleración de los desembolsos a empresas. En el acumulado entre enero y noviembre de 2023, las colocaciones de deuda corporativa en Colombia alcanzaron el segundo monto más bajo de la historia. Esto se puede explicar por la preferencia de los inversionistas por bonos de deuda soberana dada su alta rentabilidad actual que responde a las necesidades de financiamiento del gobierno. En este sentido, y en tanto se siga obstaculizando la consecución de financiamiento de las empresas, podemos esperar que su nivel de liquidez y su demanda de créditos se siga viendo limitada durante el 2024.

El crédito hipotecario (con titularizaciones) es el último segmento de la cartera con una variación negativa (-2.6%), con la que completa 8 meses de crecimiento real negativo. No obstante, observamos un

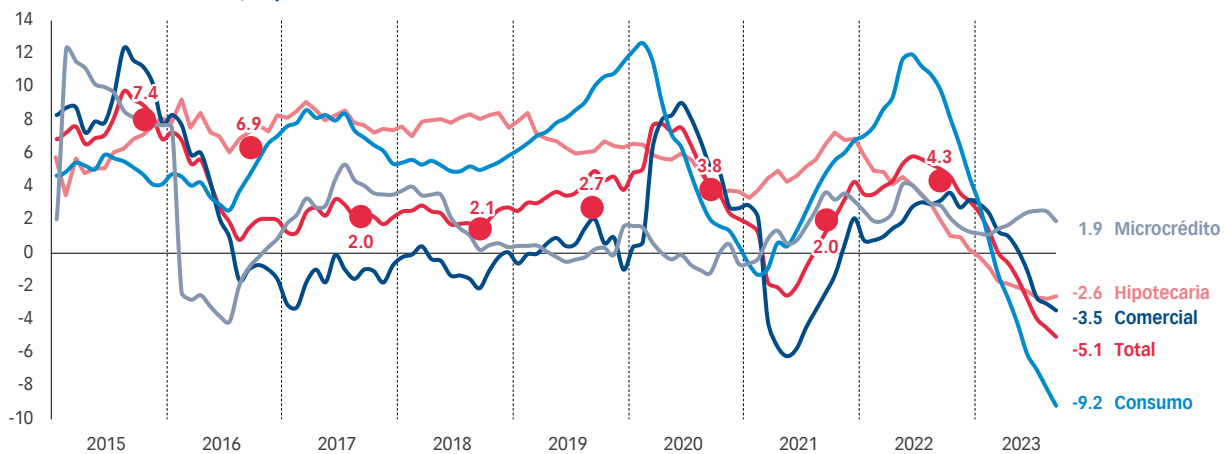
leve cambio de tendencia en el último mes, con una subida de 0.1pp respecto a agosto que puede responder a un incremento en la disposición a comprar vivienda tanto en niveles de altos como de bajos ingresos (Encuesta de Opinión del Consumidor, Fedesarrollo). El informe de Cartera Hipotecaria de Vivienda (CHV) del DANE para el tercer trimestre de 2023 deja ver que la cartera hipotecaria se compone en su mayor parte por los préstamos de créditos de vivienda, seguidos de la modalidad de leasing habitacional. Además, la mayoría del saldo de capital total de la cartera hipotecaria se compone por compradores de vivienda no VIS (vivienda de interés social).

La modalidad de microcréditos mantiene un crecimiento real anual positivo (1.9%), pero no logra contrarrestar el efecto negativo de los demás segmentos. Además, por primera vez en el año, registra una caída mensual de 23.7%, lo que refleja el efecto del alto ni-

vel de precios, la política monetaria contractiva y la desaceleración económica sobre la demanda de crédito de los hogares. No obstante, los créditos de bajo monto siguen siendo la alternativa más viable para muchos hogares en un contexto de baja liquidez y alta demanda de dinero por una inflación que sigue muy por encima de su rango meta.

El crecimiento positivo del segmento de microcréditos se asocia con su finalidad de promover la inclusión financiera de quienes de otra manera no podrían acceder a préstamos formales. No obstante, el mayor nivel de riesgo crediticio de sus clientes y los altos costos operativos que implican los préstamos de bajo monto hacen que las tasas de interés para microcrédito suelen ser más altas que las de otros segmentos. Para diciembre, la tasa de usura de los microcréditos (máximo legal que pueden cobrar las entidades financieras) llegó a los 38.8%. Aunque esta tasa implicó

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



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

una disminución desde el 39.2% registrado en octubre, sigue siendo un nivel alto que obstaculiza la capacidad de pago de los hogares. Como consecuencia, el microcrédito es el segundo segmento con mayor saldo en mora (crecimiento de 34.9% real anual) y con una mayor proporción entre el saldo vencido y el saldo bruto (7.5%).

Llama la atención que, aunque el microcrédito es el segmento con tasas de interés más altas, no es el más afectado en términos de saldo en mora y calidad. Es el consumo el que no solamente mantiene su contracción, sino que para septiembre lidera los castigos (con una participación de 84.3%), el saldo de la cartera en mora (crecimiento de 43.3% real anual) y la relación entre el saldo vencido y el bruto (7.8%). Esto, a pesar de la senda bajista que se ha mantenido en la tasa de usura del crédito de consumo desde abril, hasta llegar a un 37.6% en diciembre. El incumplimiento en las obligaciones de la cartera de crédito probablemente responde a la incapacidad de los hogares de responder a sus deudas en un contexto de contracción en el producto y el empleo.

El tercer segmento con mayor saldo vencido como proporción del saldo bruto es el de cartera comercial, con 3.6%. La dificultad en el acceso a financiamiento que se explicó anteriormente, junto con las altas tasas de interés y la contracción de indicadores líderes de industria y comercio, inciden en la capacidad de las empresas de cumplir con sus obligaciones. Así, esta modalidad representa casi el 10% de la dinámica de castigos de las carteras y reporta un crecimiento real anual de 15.1% en su saldo en mora. No obstante, vale la pena mencionar que, según Oxford Econo-

mics, el riesgo de crédito comercial en Colombia tiene una calificación de 5 sobre 10, inferior al promedio de 7.1 para los mercados emergentes.

Finalmente, se encuentra el segmento de cartera hipotecaria, con un 2.8% de saldo vencido sobre saldo bruto. Aunque este es el segmento de mejor calidad, por segundo mes consecutivo, la modalidad de vivienda presenta variaciones positivas en su cartera vencida, con 3.1% real anual para septiembre. En un entorno de altas tasas de interés, cobran importancia las alternativas de financiamiento para la adquisición de vivienda, como el Fondo Nacional del Ahorro y el Banco Agrario. Esto especialmente importante en un año contractivo del sector, donde, según asociaciones gremiales como Camacol, más de 37.000 hogares han desistido de la compra de vivienda VIS y no VIS, con una caída en la inversión equivalente a cerca de 19 billones de pesos. La preocupación es aún mayor para las viviendas VIS, cuyos desistimientos se duplicaron en el último año, contribuyendo a ampliar la brecha entre la cartera bruta y vencida. Por lo tanto, para estimar el comportamiento de la cartera hipotecaria el próximo año habrá que tener en cuenta los cambios en programas como Mi Casa Ya y las demoras en la asignación de subsidios.

La calidad de la cartera bruta total parece estabilizarse sobre una relación entre saldo vencido y bruto de 4.9% para septiembre de 2023. El indicador de calidad se explica por el incremento intermensual del saldo de cartera vencida (especialmente de la cartera de consumo) y el menor crecimiento de la cartera bruta. Esperamos que para el 2024, la tendencia de desaceleración económica extienda la contracción de la car-

tera de crédito. No obstante, el inicio del relajamiento de la política monetaria podrá traducirse en menores tasas en el sistema financiero y disminuir el saldo de cartera vencida. Habrá que tener en cuenta que, a septiembre de 2023, sólo el 1.8% del total de la cartera permanece cubierto por el Programa de Acompañamiento a Deudores (PAD), por lo que habrá que analizar nuevas alternativas en el 2024 que ayuden a los hogares a cumplir con sus obligaciones financieras en un entorno de menor crecimiento y persistencia de un alto nivel de precios.

Calidad de la cartera
(% relación entre saldo vencido y bruto, a septiembre de 2023)



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

Mercado de Renta Variable

A nivel global, el mercado pondera cada vez más las decisiones de los bancos centrales para direccionar sus flujos de inversión. El centro de la atención de los inversionistas sigue puesto sobre la Reserva Federal (FED), que en su última reunión del año tomó la deci-

sión de mantener su tasa de interés de intervención en el rango entre 5.25% y 5.50%. Aunque la política monetaria contractiva del 2023 favoreció los rendimientos de los bonos del Tesoro, había castigado la valorización de las acciones en EE.UU. Esto dado que, a pesar de la sorpresa positiva de los resultados corporativos, había un alto costo de oportunidad de invertir en renta variable con tasas tan atractivas en el mercado de renta fija. No obstante, para noviembre, un cambio en las expectativas de política monetaria de los agentes frenó la desaceleración de la valorización de las acciones y fue el mejor mes del año para los activos de riesgo. En esta línea, para diciembre de 2023, observamos un incremento del índice S&P500 de 15.9% en lo corrido del 2023 y de 23.1% anual respecto a diciembre de 2022 (promedios mensuales).

Este cambio en la tendencia se puede extender en lo corrido del 2024, teniendo en cuenta que los inversionistas ponderan recortes en la tasa de la FED cada vez más cercanos y con un descenso más rápido. Esto, de la mano con un PIB para el tercer trimestre por debajo de las expectativas de los analistas y un número de puestos de trabajo sin cubrir que en octubre alcanzó su nivel más bajo desde marzo de 2021 (8.7 millones de vacantes). Así mismo, la inflación medida por el índice de precios en gasto privado (PCE), referente para el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), se mantiene sobre su senda bajista luego de encontrar techo en agosto. El lado negativo de esto es que una curva de rendimientos de los Tesoros invertida, como la que se observa en este momento, históricamente ha sido precursora de recesiones. Por lo tanto, durante el 2024, habrá que ponderar que repuntes en la aversión al riesgo por señales de desaceleración castigarán al mercado de renta variable.

Similar a la decisión de la FED, el Banco Central Europeo (BCE) optó en diciembre por mantener inalterada su tasa en 4.5%. La diferencia recae en que el BCE, diferente a la FED, no ha anticipado que bajará las tasas en los próximos meses. El tono más conservador del BCE apuntaló el euro, pero, paralelamente, limitó la recuperación de la renta variable de la eurozona. Los activos se han visto afectados por la desaceleración económica, con un PIB que para el tercer trimestre registró un crecimiento de 0.1%, menor al 0.6% del segundo trimestre y una tasa de desempleo al alza (6.5% en octubre). Además, el BCE rebajó sus previsiones de crecimiento económico para la eurozona, hasta 0.6% en 2023 (una décima menos que en septiembre) y 0.8% en 2024 (dos décimas menos). La perspectiva de inflación del BCE también se ha rebajado hasta 5.4% en 2023 y 2.7% en 2024; no obstante, la persistencia de las expectativas por encima de la meta del 2% puede ser argumento para mantener la política monetaria contractiva.

A pesar de los mensajes del BCE, las señales de desaceleración pueden aumentar las expectativas del mercado de un proceso de flexibilización monetaria anticipado que le de un respiro a los activos de renta variable. Es esto lo que ha permitido un crecimiento del índice *Eurostoxx50* de 8.7% año corrido y 19.2% anual para diciembre de 2023. No obstante, persisten factores de riesgo para el comportamiento de la renta variable, como las tensiones geopolíticas que aumentan la aversión al riesgo y pueden dirigir los flujos de capital a activos refugios como el dólar. Adicionalmente, el BCE informó que comenzará a reducir el PEPP (programa de compras de emergencia frente a la pandemia) en la segunda mitad del 2024, lo que, aunque

podrá contribuir al balance fiscal, podrá generar presiones adicionales sobre el crecimiento económico.

La desaceleración económica en China ha sido el principal viento en contra para su mercado de renta variable en lo corrido del 2023. Este riesgo se podrá extender hacia el 2024, en tanto no cambie el modelo de crecimiento basado en la inversión, y no se recuperen los niveles de consumo y de demanda externa. El mercado accionario se encuentra ligado a sectores dependientes del ciclo económico, por lo tanto, esperamos que, si la economía permanece contractiva, el mercado accionario tenga dificultad en recuperarse. A esto se le suman las tensiones geopolíticas con EE.UU., que limitan la entrada de capitales y llevan al MSCI de China a ser uno de los activos financieros con menor retorno anual para 2023 (-11.0%). Así, el sentimiento de mercado pesimista ha llevado a que, en contraste con los índices estadounidenses y europeos, el *índice Shanghai Composite* caiga -10.3% año corrido y -5.5% anual para diciembre de 2023. El panorama podría moderarse si se cumple el objetivo de los estímulos aprobados por la Asamblea Popular Nacional (APN), dirigidos a impulsar la economía, con una emisión de bonos soberanos equivalentes a cerca de 1% del PIB chino.

A pesar de la contracción del mercado accionario en China, el MSCI de emergentes mantiene un crecimiento positivo cercano al 3%. Esto se explica por las oportunidades cíclicas que han encontrado los países latinoamericanos, en un entorno de flexibilización monetaria tras una subida agresiva inicial de tasas. Observamos que los emergentes suben más rápido de tasas, pero a la vez las bajan de forma más acelerada. La región también se ha visto favorecida por

una menor percepción al riesgo, reflejada en una disminución de las primas de riesgo. Ambos factores han contribuido a su recuperación económica, lo que llevó al FMI a corregir al alza su perspectiva de crecimiento para la región para el 2024, de 1.9% a 2.3%. Vale la pena mencionar que el incremento en la proyección de crecimiento se apalancó principalmente por las economías de Brasil y México. La expectativa de recuperación económica en el 2024 ha llevado a una recuperación de los activos latinoamericanos, lo que se refleja en un retorno anual del MSCI LATAM (16.1%) que supera el comportamiento de la renta fija de la región (6.0%) y se acerca al MSCI global (16.2%).

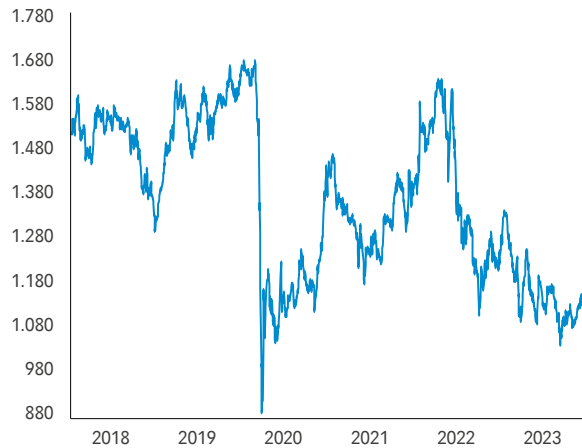
El comportamiento de la renta variable en Colombia no iguala el buen desempeño de la región. No obstante, el retorno anual positivo del índice Colcap (7.3%) y su recuperación de 11.1% (a corte del 18 de diciembre) desde su mínimo anual en septiembre, dejan ver los efectos positivos del contexto internacional. Mientras los activos más seguros como el DXY se valoricen, será difícil para los activos colombianos atraer inversionistas. No obstante, como mencionamos anteriormente, la expectativa de una flexibilización monetaria en EE.UU. ha generado un aplanamiento de la curva de rendimientos que le ha quitado fuerza al dólar a nivel internacional, permitiendo la recuperación de los activos de mercados emergentes. Además, los altos precios del petróleo, inducidos por el recorte de producción de la OPEP+, permiten una corrección del desbalance externo en Colombia que disminuye la vulnerabilidad local de los activos de renta variable frente a choques exógenos.

No obstante, observamos que, luego de cinco meses consecutivos de salidas de capital, los flujos de capital

de Inversión Extranjera de Portafolio dejan uno de los acumulados anuales más bajos desde 2019. Lo anterior puede reflejar la incertidumbre interna, evidente en una prima de riesgo que, aunque ha cambiado de tendencia, sigue castigando a Colombia más que a sus pares. Además, la persistencia inflacionaria (que se mantiene en dos dígitos) ha ralentizado el proceso local de relajamiento monetario, haciendo a los activos colombianos de renta variable menos competitivos frente a sus pares latinoamericanos. La percepción externa sobre la estabilidad colombiana podrá además verse afectada por las declaraciones de la calificadora de riesgo Fitch Ratings, la cual cuestiona la capacidad del gobierno de cumplir la regla fiscal entre el 2024 y el 2025.

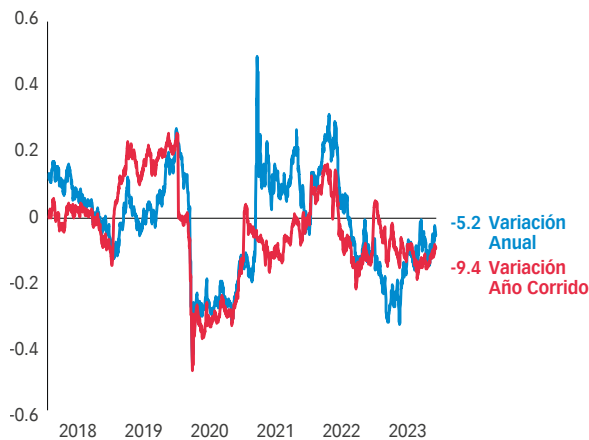
Hasta el momento, Colombia no ha sido clasificada como un mercado frontera, posibilidad que se mencionó en la anterior entrega de Panorama. No obstante, este seguirá siendo un riesgo para el 2024 en tanto siga limitada la oferta de crédito, el desarrollo de los mercados financieros y la falta de liquidez y crédito para los usuarios. Durante el 2023, 4 acciones han tenido resultados destacados en la bolsa colombiana: PEI, BVC, PF Cementos Argos y Cementos Argos. El buen desempeño de PEI podrá motivar su integración al índice MSCI Colcap para el 2024, lo que podrá brindar más dinámica al mercado en términos de liquidez. Un factor relevante durante el 2024 será la implementación proyectada del mercado integrado entre Colombia, Lima y Santiago, lo que aumentaría la liquidez y la capitalización bursátil, posicionándola como la tercera mejor de Latinoamérica. Noticias como el enlistamiento del holding nuam en el mercado integrado aumentan el optimismo frente a este desarrollo, y sobre el impacto positivo de la alternativa en la crisis de profundidad y liquidez que vive hoy la BVC.

**Índice COLCAP
(a 18 de diciembre de 2023)**



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

**Evolución del COLCAP
(variación %, a 18 de diciembre de 2023)**



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

Perspectivas

El 2023 fue un año caracterizado por su desaceleración económica, consecuencia de una política mone-

taria contractiva y la persistencia del alto nivel de precios. La liquidez en la economía incidió de manera directa sobre el comportamiento de los agregados financieros, que permanecen en terreno negativo y limitan el volumen de dinero en circulación. Desde ANIF, esperamos que en el 2024, aunque la tendencia de desaceleración se mantenga, el cambio de tendencia en la política monetaria permita un comportamiento menos contractivo. Esto mismo puede ocurrir con la cartera de crédito. Aunque esperamos que la cartera bruta se desacelere por un tiempo más prolongado, la disminución de tasas podrá dar un parte de tranquilidad para los hogares, que encontrarán más facilidad en el cumplimiento de sus obligaciones y podrán aportar a una reducción de los saldos vencidos.

En el mercado de renta variable, observamos que, para el cierre de 2023, aumentan las señales de recuperación. Las posibilidades de relajamiento de política monetaria en los mercados desarrollados alivian las condiciones financieras globales y permiten una mayor participación de los activos de mercados emergentes. Esto, junto con una menor aversión al riesgo y el comportamiento contractivo de China, podrá generar oportunidades importantes para el mercado de renta variable en países latinoamericanos. Aunque la falta de liquidez y profundidad en el mercado de renta variable colombiano no le ha permitido tomar provecho de las oportunidades internacionales, la posibilidad de ejecución de la bolsa integrada en el 2024 podría cambiar radicalmente el panorama. Para el 2024, tanto a nivel local como global, habrá que prestar atención a señales de un sobreajuste económico que lleven a una desaceleración excesiva, lo que podría castigar los activos de renta variable.

ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN

CUARTO TRIMESTRE DEL 2023

El 2023 se caracterizó por ser un año de presiones inflacionarias y una marcada desaceleración económica a nivel internacional. Durante el transcurso del primer trimestre se registró un pico inflacionario en marzo con un resultado de 13.34%, marcado por el significativo aumento en los precios de los alimentos. Esta tendencia inicial fue posteriormente reemplazada por el impacto del incremento en los precios del combustible buscando cerrar el déficit fiscal en el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). El aumento en el costo de los alimentos generó presiones inflacionarias, afectando la canasta básica y, por ende, el bolsillo de los consumidores. Sin embargo, a medida que avanzó el año, la dinámica de la inflación cambió, y el aumento en los precios del combustible tomó protagonismo como factor determinante. La aplicación de

una política monetaria más restrictiva, con tasas de interés manteniéndose en niveles del 13.25% desde mayo, ha contribuido a la disminución de la tasa de inflación anual, que alcanzó el 10.15% en noviembre. Si bien, la economía colombiana ha mostrado señales de recuperación, vale la pena resaltar que existen factores de riesgo que podrían desacelerar el proceso que se ha venido presentando y nuevos retos para el 2024. En primer lugar, a pesar de la moderación en la demanda y la disipación de choques de oferta, la inflación básica no ha disminuido significativamente debido a los rezagos de los elevados precios energéticos. Así mismo se debe mencionar factores como la llegada del fenómeno del Niño, que podría ocasionar sequías y ejercer presión sobre los precios de los alimentos, así como en el suministro de energía.

Con respecto a los últimos resultados, para el mes de noviembre de 2023, el IPC registró una variación de 0.47% en comparación con octubre de 2023, es decir 0.3pp inferior con respecto a la del mismo mes del 2022. Vale la pena mencionar que cinco divisiones se ubicaron por encima del promedio nacional. En primer lugar, Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles obtuvieron una variación de 1.1% y corresponden al 0.3% de la inflación total. El comportamiento de esta división corresponde principalmente al incremento del precio de la electricidad (5.9%), arriendo imputado (0.5%) y el arriendo efectivo (0.5%), factores que han generado presión en los últimos meses de manera importante.

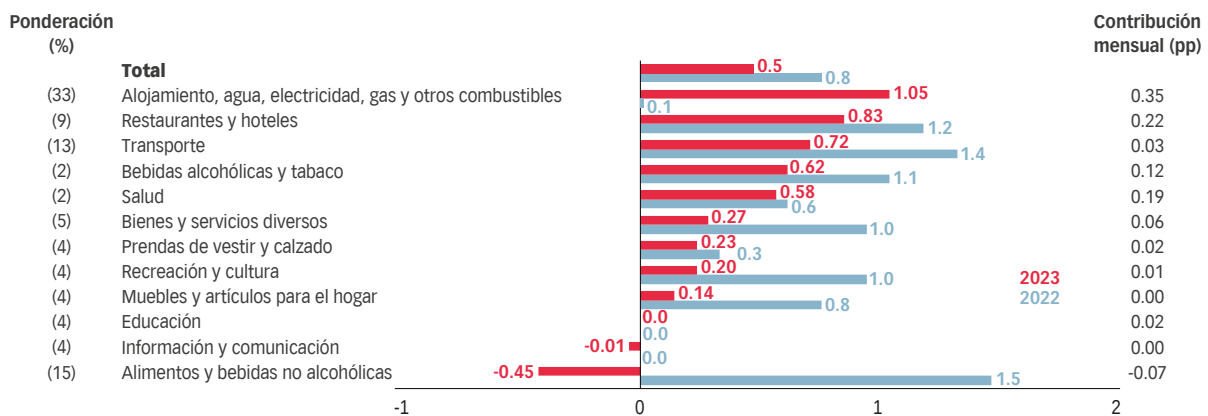
En segundo lugar, se encuentra la división de Restaurantes y hoteles con una variación de 0.8% y una contribución de 0.1 pp a la inflación total. El comportamiento de la división obedece al incremento en el precio de comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio que este mes tuvieron una variación de 0.7%, las

comidas preparadas fuera del hogar para consumo inmediato con una variación de 1.2% y las gaseosas y otros refrescos en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio con una variación de 2.3%.

La división de Transporte también presentó una variación por encima con un incremento del 0.7% y contribuye a la inflación en 0.1 pp. Tal como ha sucedido en lo corrido del año, el comportamiento de este rubro ha sido determinante y obedece al incremento sostenido de los precios del combustible para vehículos (3.6%) que fue retomado luego del mes de octubre donde no hubo incremento en razón al periodo electoral.

Para finalizar el análisis de las divisiones por encima del promedio nacional se encuentra la división de Bebidas alcohólicas y tabaco la cual presentó una variación de 0.6% y una contribución de a la inflación en 0.01 pp. Finalmente, la división de salud que presentó una variación de 0.6% e igualmente, una contribución de 0.01 pp a la inflación total.

Inflación mensual por divisiones de gasto (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

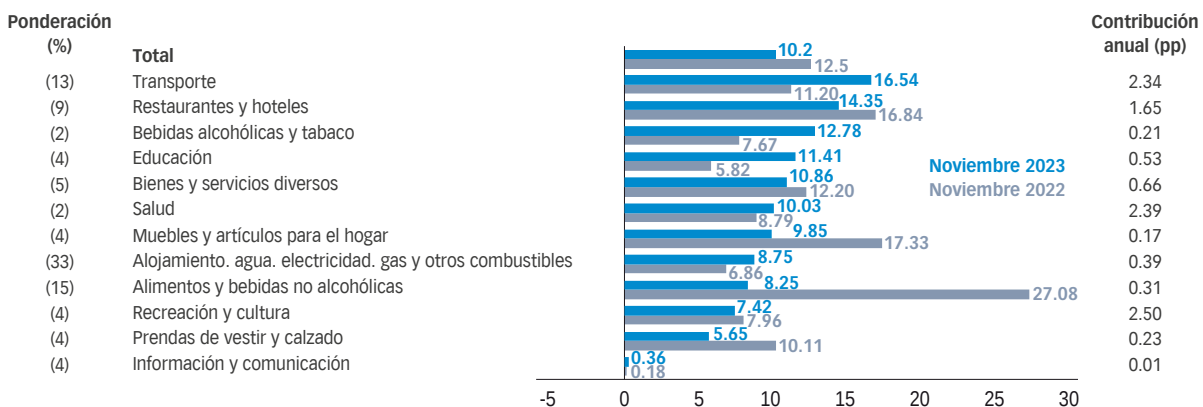
Es importante destacar que los mayores aportes a la variación mensual se ubicaron en las divisiones de Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles, Transporte y Restaurantes y hoteles las cuales aportaron 0.5 puntos porcentuales a la variación total. Así mismo, vale la pena mencionar que luego del primer mes en vigor del impuesto saludable no se han visto efectos notorios sobre el precio de los alimentos que generen presión en el bolsillo de los colombianos. Por el contrario, para el mes de noviembre la división de alimentos y bebidas no alcohólicas presentó una contracción de 0.5% y fue la única división que contribuyó en 0.1% a la baja el resultado de inflación mensual.

Pasando al análisis en términos anuales, en noviembre de 2023 la inflación tuvo una variación de 10.15% con respecto a noviembre de 2022 lo cual representa una disminución de 33pb, su nivel más bajo en un año. La variación anual reportada, ha desacelerado su incremento durante los últimos ocho meses, es decir desde abril del 2023. En línea con el resultado men-

sual, cinco divisiones se encontraron por encima del promedio nacional. Para comenzar, la división de Transporte mantiene el protagonismo y presentó una variación de 16.5% y una contribución de 2.1 pp a la inflación total. El resultado de la división obedece al incremento en el precio de los combustibles para vehículos los cuales han aumentado en 47.2% en los últimos 12 meses a pesar de la pausa en el incremento en los meses de octubre y diciembre, así como el transporte urbano que ha presentado una variación de 11.7%.

En segundo lugar, se encuentra la división de Restaurantes y hoteles que obtuvo un resultado de 14.4% y una contribución a la inflación total de 1.5 pp. Lo anterior corresponde al incremento en el precio de las comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio que en último año presentaron una variación de 14.2%, así como las comidas preparadas fuera del hogar para consumo inmediato con una variación de 15.8%.

Inflación anual por divisiones de gasto (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

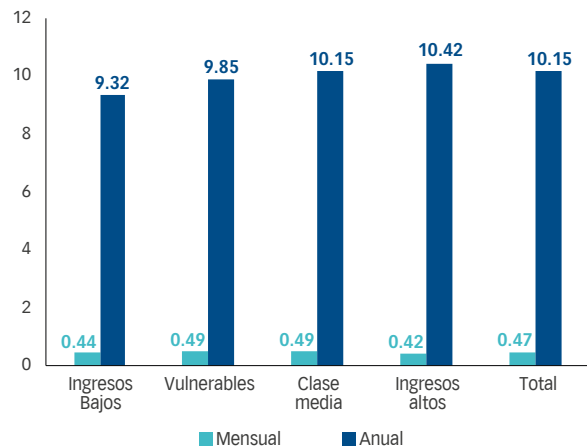
Para concluir el análisis de las divisiones que se encuentran por encima del promedio nacional y han jalonado de manera importante la inflación en los últimos doce meses se encuentra Bebidas alcohólicas y tabaco con una variación de 12.8% con una contribución del 0.2 pp a la inflación total. La división de educación presentó una variación de 11 % y una contribución de 0.4 pp a la inflación. Por último, la división de Bienes y servicios diversos con una variación de 10.9% y una contribución de 0.4 pp a la inflación.

Es importante destacar que en el 2023 las divisiones con mayor incidencia sobre el resultado de la inflación han sido, Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles, en razón al incremento en el precio del arriendo imputado (7.3%), arriendo efectivo (7.4%), la electricidad (15.7%) y el suministro de agua (11.2%). De igual manera, Transporte, Alimentos y bebidas no alcohólicas, Restaurantes y hoteles y Bienes y servicios diversos, las cuales en conjunto contribuyeron con 8.5 pp al acumulado anual.

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. 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: pobres (9.3%), vulnerables (9.9%), clase media (10.2%), ingresos altos (10.4%).

Sin embargo, con una nota menos optimista en términos sociales, el comportamiento mensual del IPC en noviembre es motivo de incertidumbre, dado que se

IPC por nivel de ingresos (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

mantiene el orden regresivo del IPC que se venía presentando desde septiembre de 2023 y que previamente había sido corregido. Para este mes, la variación en el nivel de precios para los hogares de ingresos pobres (0.44%) pasó a ser mayor que la de los hogares de clase alta (0.42%). Así mismo, vale la pena mencionar que los vulnerables y la clase media son quienes se han visto más perjudicados por el incremento de los precios (0.49%) inclusive por encima del promedio nacional. Especialmente, es importante destacar que las divisiones que más impacto generan sobre los hogares pobres y vulnerables han sido el Alojamiento y servicios, así como los a Alimentos y bebidas no alcohólicas dada su ponderación correspondiente en las canastas básicas. Siendo así, para el 2024 será importante tener en cuenta esta dinámica y evitar que se siga manteniendo este comportamiento estructuralmente regresivo.

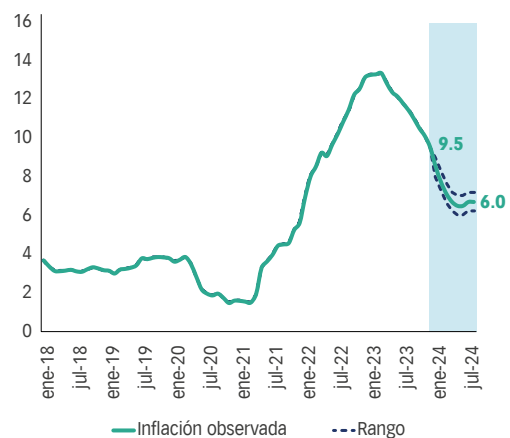
Perspectivas

Con base en los últimos resultados de inflación para noviembre es posible afirmar que la economía cada vez se acerca más a sus objetivos, no obstante, existen factores que de no ser controlados podrán causar estragos el próximo año. En primer lugar, los impuestos a los alimentos ultraprocesados y bebidas azucaradas. Así mismo, será importante hacer un monitoreo de los incrementos en las tarifas de electricidad que ya se han evidenciado y que podrían llegar a ser mucho más altas debido a la llegada del fenómeno del Niño que afecta las reservas acuíferas del país. En contraste existen variables que a corto plazo generan un alivio. En primer lugar, como fue anunciado en estos últimos días se dará una pausa en el incremento del precio de la gasolina (\$600 por galón) que será retomado en enero. De igual manera, el ministro Ricardo Bonilla anunció el aplazamiento del incremento de los peajes terrestres hasta comienzos del 2024 por lo que se verá mitigada la inflación de regulados.

Por otra parte, es importante notar que la inflación núcleo, es decir sin energéticos ni alimentos, comienza a desacelerarse de manera importante lo cual fue un factor determinante para la última decisión del Banco de La República en los recortes de 25pb de la tasa de intervención. Este tipo de acciones son muestra de una gestión prudente que ha sabido contener la inflación y direccionarla de tal manera que sea posible acercarnos al rango meta lo más rápido posible.

El resultado mensual de noviembre de 2023 se encontró en el rango estimado por los analistas económicos del Banco de la República, no obstante, por encima de la mediana (0.46%). Con respecto al resultado anual se encontró por debajo de las estimaciones de la encuesta de Opinión financiera de Fedesarrollo que esperaba 10.17%. Para el 2024, se estima que la economía global continúe en su proceso de moderación, con una corrección en las tasas de inflación e interés en varios países. Siendo así, en una senda de inflación a la baja, el Banco de la República tendrá espacio para reducir sus tasas de referencia hacia 8% antes de finalizar 2024. Con estas consideraciones en mente, desde ANIF esperamos que la inflación se ubique alrededor de 9.5% para el final de 2023, y en 6% para cierre de 2024.

Expectativas de inflación (%)



Fuente: cálculos propios ANIF con base en DANE.

PERSPECTIVA FISCAL: MÁS DUDAS QUE CERTEZAS

Posterior a la pandemia, el país tuvo que asumir un nuevo reto respecto al déficit fiscal. La emergencia sanitaria le dio al gobierno de turno facultades para superar los topes de gasto permitidos por la regla fiscal, razón por la cual las presiones fiscales incrementaron en el 2020 y 2021. Ahora, la actual administración debe hacer la tarea y alinear el gasto público para lograr un balance primario positivo. Para ver cuál es el estado actual de la salud financiera del gobierno, es importante mencionar cuales son las necesidades o sobrantes de recursos en el Presupuesto General de la Nación y cuáles son los requerimientos financieros para la siguientes vigencias.

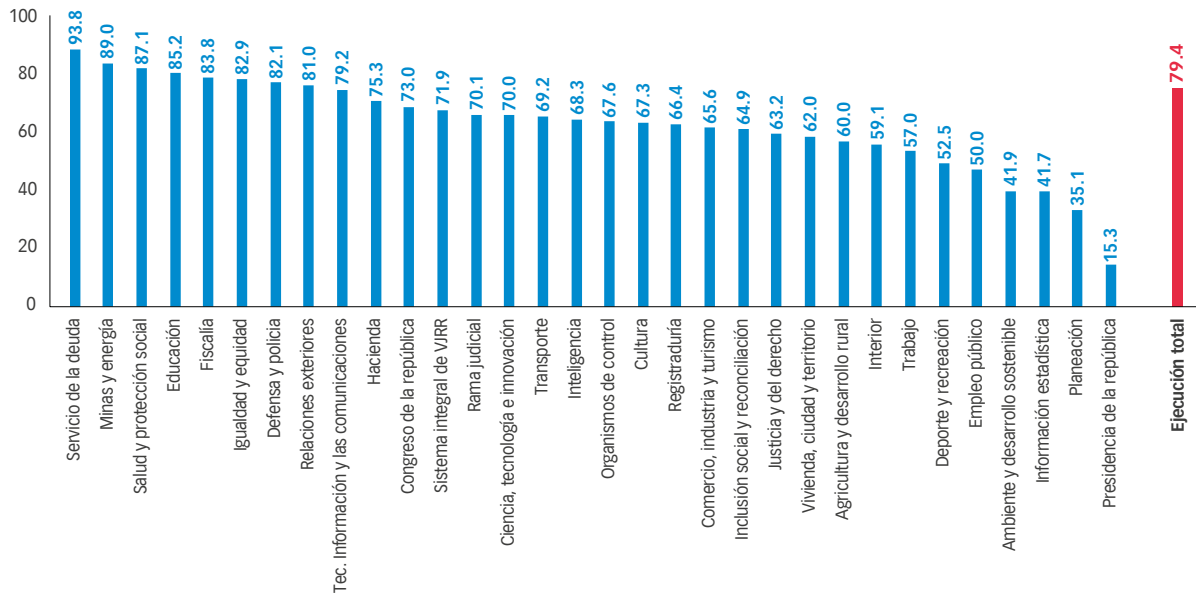
Ejecución del presupuesto 2023

Para el presupuesto de 2023, le fueron asignados al Gobierno Nacional Central un total de 423 billones de

pesos, incluyendo las adiciones. De esos recursos, a noviembre de 2023, la ejecución asciende a 79.4%. Los sectores de mayor ejecución, es decir que se encuentran por encima de la media nacional son: servicio a la deuda, minas y energía, salud y educación. Por el contrario, los sectores más rezagados en ejecución son Presidencia, Planeación e información estadística.

A falta de un mes para terminar el año, todavía falta una quinta parte del presupuesto por ejecutar. De hecho, si se omite el servicio a la deuda, la ejecución del presupuesto se reduce al 76.5%, es decir, casi una cuarta parte del total de la apropiación aún no tiene obligación para su futura ejecución. Por rubro, el de mayor rezago sigue siendo la inversión, con 39.3% de ejecución, muy lejos de donde se encuentra el funcionamiento con 74.5%.

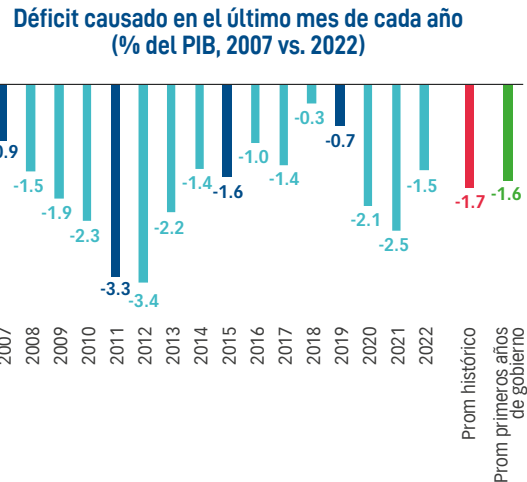
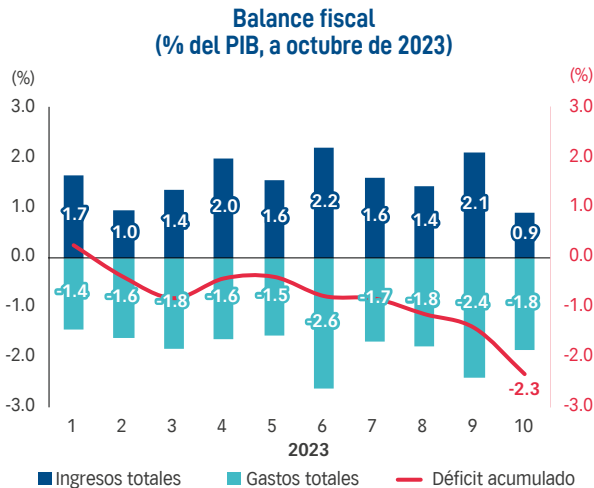
**Ejecución presupuestal del PGN 2023
(Apropiación sobre obligación (%), a noviembre de 2023)**



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

Con poco tiempo para ejecutar los recursos, cumplir con las metas del PGN parece una realidad distante. Para contrastar esa idea, solo basta con ver el déficit acumulado a octubre y revisar las ejecuciones de los últimos 15 años. En efecto, cuando se observa el nivel de déficit causado del último bimestre desde 2007, se observa que el promedio es de 1.7%, que se reduce a 1.6% si se tienen en cuenta los primeros años de gobierno. Eso quiere decir, con el nivel actual de ejecución, que el déficit podría ubicarse en cerca de 4.0%, cifra inferior al 4.3% proyectado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo.

Vale resaltar que el bajo porcentaje de ejecución del presupuesto representa varios problemas. Por un lado, restringe la liquidez de la economía debido a que el gobierno es un importante actor que inyecta recursos cuando ejecuta su presupuesto. Además, impone dificultades a sectores estratégicos para cumplir las metas del PGN y avanzar en importantes frentes como el de la pobreza. En suma, dejar un remante de recursos lleva a que el déficit fiscal sea mucho menor al proyectado, situación que en sí misma no es positiva, pues como se mencionó, deja sin flujo a sectores económicos que tienen programas y proyectos sin implementar.



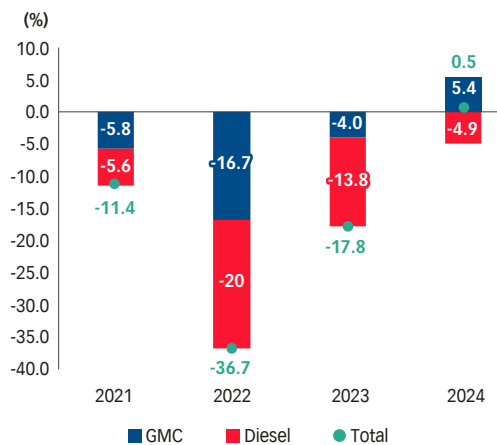
*Apropiación vigente a 30 de junio con estimaciones de cierre vigencia 2023 y adición ley 2299 de 2023.
Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC - Dirección General del Presupuesto Público Nacional.

FEPC

El Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles ha sido una piedra angular en las finanzas públicas. Desde que iniciaron los incrementos graduales en la gasolina en octubre de 2022, el déficit del Fondo ha mejorado de forma sustancial. No obstante, hay que mencionar algunas preocupaciones. Por ejemplo, a partir de decisiones del Gobierno para alivianar el bolsillo de los colombianos en octubre, se optó por congelar el alza de precio de la gasolina motor. Ese alto en la senda de incrementos sostenidos representó cerca de 120.000 millones de pesos para el gobierno.

Por otro lado, el aumento diferenciado de la gasolina sigue generando incertidumbre. En primer lugar, el gobierno todavía no ha dado cuenta sobre el costo fiscal que en el que ha incurrido e incurrirá con los subsidios a los taxistas. Por otro lado, tampoco es del todo claro si ese subsidio se mantendrá en la siguiente vigencia.

Posición neta del FEPC proyectado en el MFMP 2023 (\$, billones de pesos)



Fuente: elaboración ANIF con base en MHCP.

Además, el próximo año vendrá una nueva batalla por el incremento del diesel. En ese sentido, se han desplegado mesas de diálogo entre el Gobierno y el gremio

transportador de carga y pasajeros con respecto a un reajuste. Para eso, se ha revaluado la situación fiscal del país y la necesidad de cerrar la brecha para no generar un déficit en 2024 de \$10.5 billones de pesos, según cálculos de Minhacienda. Por lo tanto, el Ministerio de Hacienda redactó un borrador de Decreto en busca de aumentar el precio del diésel de \$9.000 a \$16.000 pesos por galón a 190 empresas del país con grandes flotas de camiones. No obstante, eso cobija tan solo una parte de los transportadores y mantiene un subsidio implícito que estará destinado a cubrir parte del precio final del galón de ACPM.

A cierre de 2023, según estimaciones del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF), se estima que el déficit generado en el FEPC cierre en \$21.4 billones de pesos, lo cual superaría las cifras programadas en el PGN de \$15.4 billones de pesos y de \$17.8 billones del Marco Fiscal de mediano plazo (ver gráfica). Dicho déficit se espera que sea pagado por el Gobierno a productores e importadores de combustibles con vigencia 2024.

Presupuesto General de La Nación 2024 y reformas

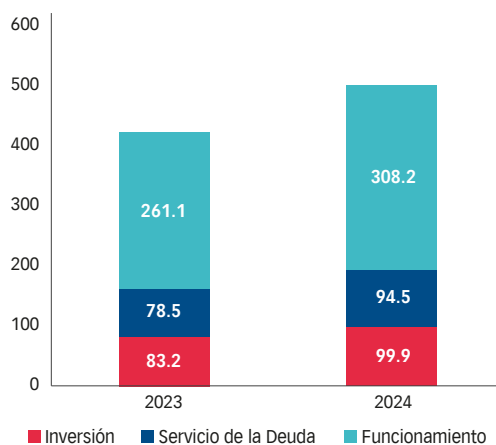
El Presupuesto General de la Nación (PGN) para el año 2024 contempla recursos por un total de \$502.6 billones de pesos, equivalente a 29.6% del PIB. En cuanto al monto total del PGN, se establece un incremento del 19% con respecto al presupuesto destinado para el año 2023 (\$422.8 billones), lo que implica un incremento real cercano al 9% (si se tiene en cuenta el crecimiento del IPC esperado en 2023). La distribución del presupuesto se concentra principalmente en cua-

tro sectores clave: educación (\$57 mm), salud (\$59.4 mm), defensa (\$52.8 mm) y hacienda (\$42 mm), que representan el 60% del total. No obstante, a raíz del fallo de la corte constitucional en el cuál declaraba inexecutable la no deducibilidad de las regalías a las actividades petroleras del impuesto de renta, el gobierno tuvo que ajustar cerca de 1.4% del PIB en ingresos estimados, provenientes de la reforma tributaria del 2022.

Además de esas restricciones presupuestales, el PGN enfrenta limitaciones en términos de margen de maniobra. Eso, debido al aumento en gastos inflexibles y a fuentes de financiamiento inciertas y no estructurales. tales como los como los litigios de la DIAN. De la misma manera, se han identificado riesgos potenciales relacionados con un posible incremento salarial.

Por otro lado, el comité autónomo de la regla fiscal (CARF) resaltó que la conformación del MFMP se en-

Comparativo PGN 2023 - 2024
(cifras en billones)



Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC.

PGN 2023 - 2024 por Sectores
(Cifras en Miles de millones)

Sectores	CIFRAS EN \$MM		% Part.Total
	2023	2024	2024
Agricultura y desarrollo rural	72.281	92.347	18.4
Ambiente y desarrollo sostenible	56.984	70.456	14.0
Ciencia tecnología e innovación	52.405	61.503	12.2
Comercio industria y turismo	49.491	56.463	11.2
Congreso de la república	47.509	47.556	9.5
Cultura	38.886	44.372	8.8
Defensa y policía	16.365	17.099	3.4
Deporte y recreación	9.511	15.205	3.0
Educación	9.052	12.579	2.5
Empleo público	9.226	12.181	2.4
Fiscalía	8.608	9.895	2.0
Hacienda	7.952	9.770	1.9
Igualdad y equidad	5.438	9.222	1.8
Inclusión social y reconciliación	6.386	6.990	1.4
Información estadística	4.562	5.237	1.0
Inteligencia	4.377	4.457	0.9
Interior	2.527	4.012	0.8
Justicia y del derecho	3.134	3.940	0.8
Minas y energía	2.453	2.663	0.5
Organismos de control	2.035	2.057	0.4
Planeación	1.639	1.830	0.4
Presidencia de la república	2.545	1.701	0.3
Rama judicial	2.001	1.694	0.3
Registraduría	1.046	1.650	0.3
Relaciones exteriores	1.457	1.509	0.3
Salud y protección social	810	1.473	0.3
Servicio de la deuda pública nacional	950	1.366	0.3
Sistema integral de verdad justicia reparación y no repetición	1199	1.271	0.3
Tecnologías de la información y las comunicaciones	779	914	0.2
Trabajo	578	583	0.1
Transporte	487	400	0.1
Vivienda ciudad y territorio	171	202	0.0
Total	422.844	502.597	100.0

Fuente: elaboración ANIF con base en MHCP.

cuenta en el límite permitido por la Regla Fiscal, y hasta el momento no se han considerado los gastos adicionales que se generarían con la implementación de las reformas presentadas por el Gobierno. En ese sentido, el Ministerio de Hacienda emitió un pronunciamiento fiscal respecto a la reforma pensional y ela-

boró un estudio de factibilidad para la modificación del sistema de salud.

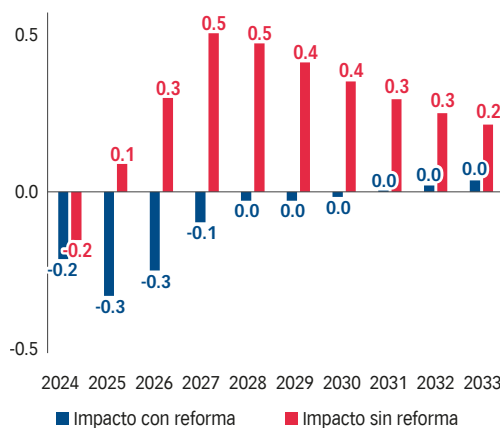
En el primer caso, el Ministerio calcula que el costo fiscal asociado al sistema de protección a la vejez alcanzará el 126.4% del PIB en valor presente neto

(VPN) para el año 2100. No obstante, desde Anif hemos reiterado en múltiples ocasiones que los supuestos empleados por el Ministerio de Hacienda son muy optimistas, lo que conduce a una subestimación del costo de este pasivo. Nuestros cálculos, indican que la reforma propuesta conllevará un pasivo pensional de 217.8%, es decir, un 91.4pp más de lo que actualmente se estima. Adicionalmente, es importante destacar que los costos asociados a esta reforma deberán integrarse en el marco de gastos, lo que implica que para cubrir su carga fiscal será necesario que se recorten algunos de los recursos que actualmente están destinados a otros rubros dentro del PGN de 2024, o, que se generen nuevas fuentes de ingresos, como futuras reformas tributarias.

En esa misma línea, el análisis del escenario de factibilidad del Proyecto de Ley asociado a la transformación del Sistema de Salud presenta problemáticas similares a las identificadas en la reforma pensional. Los supuestos adoptados por el Ministerio de Hacienda desconocen el funcionamiento del sistema de salud, lo que sugiere una posible subestimación del costo real de la reforma. En primer lugar, se asume la suficiencia de la Unidad de Pago por Capacitación (UPC) y de Presupuestos Máximos de 2023 para la realización de las proyecciones de gasto, cuando ninguno de los dos es suficiente. Por el contrario, para el 2024, nuestras estimaciones indican un aumento necesario del 15% de las UPC y uno de 10.6% de los presupuestos máximos con respecto al 2023, lo que equivale a \$44.6 billones de pesos en total. Desde ANIF destacamos la necesidad de considerar un mayor crecimiento real de la UPC al propuesto por el Ministerio de Hacienda de 2.75%, e incluir factores más allá del cambio demo-

gráfico en los cálculos, tal como el cambio técnico, la frecuencia de usos, así como el cuestionamiento de la estabilidad del gasto de atención primaria. Además, el análisis comparativo de los balances con y sin la reforma para el periodo 2024-2033 indica que, con la reforma, solo se obtiene un saldo positivo en los últimos tres años, mientras que sin la reforma el saldo es negativo únicamente para el 2024.

Balance fiscal GNC con y sin reforma a la salud, periodo 2024 - 2033 (como % del PIB)



Fuente: elaboración ANIF con base en MHCP.

Perspectivas

El país atraviesa una situación delicada en el frente fiscal. Por un lado, la falta de ejecución del PGN deja sin flujo de caja a sectores claves del gobierno y pone en duda el cumplimiento de las metas propuestas en el Plan de Desarrollo de la actual administración. De continuar con ese ritmo de ejecución, el déficit fiscal será menor al proyectado sin que eso signifique una noticia positiva.

De la misma forma, el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles sigue siendo una preocupación latente. El gobierno tendrá que batirse entre los incrementos en los precios del ACPM para el 2024 y las presiones por cuenta del gremio de los transportadores. El cierre total del déficit del FEPC sigue en entredicho por cuenta de lo que será el resultado de esa negociación. Además, sigue la incertidumbre sobre la continuidad o no del subsidio a los taxistas en el 2024.

Sin embargo, las mayores preocupaciones corren por cuenta de las necesidades de financiación de las siguientes vigencias. Ya se ha advertido que el PGN 2024 se encuentra desfinanciado. Un crecimiento real de más de 9% en el presupuesto implica un enorme esfuerzo fiscal para el cual la nación no está preparada. Por cuenta del fallo de la Corte Constitucional, los ingresos se verán fuertemente reducidos. Es imperativo que esa reducción en los ingresos tenga un contrapeso en los gastos o de lo contrario las necesidades de emisión de deuda aumentarán. En esa línea,

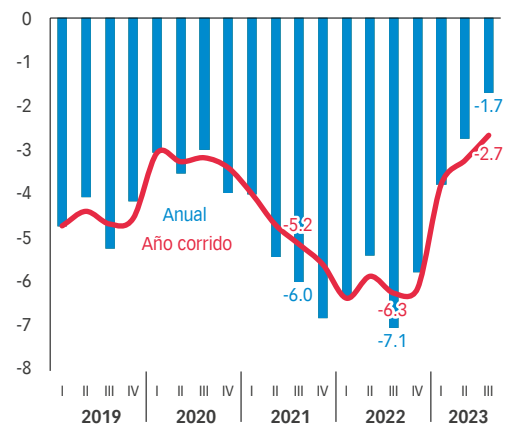
tanto el Comité Autónomo de la Regla Fiscal como algunas calificadoras de riesgo se sumaron a las advertencias que hemos hecho desde ANIF, advirtiendo que bajo esa línea de gasto, el cumplimiento de la regla fiscal podría estar en riesgo para el 2024 y 2025.

Finalmente, las reformas de salud y pensión representan amenazas palpables para el mediano y largo plazo de la estabilidad fiscal. El mismo Ministerio de Hacienda ha llamado la atención sobre el costo fiscal de las reformas. Si bien usan supuestos mucho más modestos que los usados por ANIF, advierten sobre las posibles consecuencias y las necesidades de financiamiento para llevar a cabo esas ambiciosas transformaciones. Desde ANIF hemos hecho un llamado al debate informado acerca de las repercusiones permanentes que pueden generar esas reformas. Reiteramos la invitación para que se tomen decisiones responsables que garanticen la estabilidad fiscal del país, a la vez que se mejoran las condiciones de prestación y cobertura en el Sistema General de Seguridad Social.

RESULTADOS DE LA CUENTA CORRIENTE AL TERCER TRIMESTRE DE 2023

La dinámica de los déficits externos del país en 2023 ha estado marcada por el menor crecimiento de la economía nacional. En ese resultado, la contracción de la demanda, asociada al periodo inflacionario y a las altas tasas de interés, junto con una alta incertidumbre, relacionada con las reformas y cambios presentados por el Gobierno, han jugado un papel determinante. De igual forma, las decisiones de política monetaria y el comportamiento de las principales economías, especialmente la estadounidense, han marcado el escenario externo del país. Siendo así, en el tercer trimestre de 2023, la cuenta corriente observó un déficit de 1.7% del PIB (equivalente a -US\$1.680 millones), lo que lo ubica como el registro más bajo desde el cuarto trimestre de 2017. Con estos resultados la cuenta acumuló en los primeros 9 meses de 2023 un déficit de 2.7% del PIB (-US\$7.092 millones).

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



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

Al entrar en el detalle del trimestre se encuentra que, frente al segundo trimestre, la cuenta presentó una reducción de 1.0pp. Eso en respuesta al menor déficit de

la balanza comercial de bienes y servicios, apalancado en un mayor crecimiento de las exportaciones respecto a las importaciones, así como a la ampliación del superávit en las transferencias corrientes relacionado con el flujo de remesas. Por el contrario, la renta factorial registró un incremento del déficit asociado a menores entradas de utilidades y mayores egresos por concepto de pago de intereses. De esta forma, la cuenta corriente en el trimestre estuvo compuesta por: la renta de los factores con -US\$3.567 millones (correspondientes a -3.6% del PIB), balanza comercial por el orden de -US\$1.471 millones equivalente a -1.5% del PIB (bienes -US\$1.297 millones y servicios -US\$174 millones) y las transferencias corrientes que se ubicaron en US\$3.358 millones (3.4% del PIB).

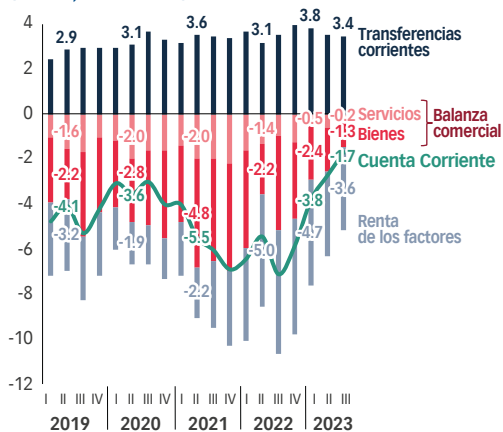
Con el comportamiento del trimestre la cuenta corriente en los tres primeros trimestres del año ha registrado una corrección en déficit de 3.6pp respecto a la misma medición de 2022 (-US\$16.613 millones,

-6.3% del PIB de 2022). En este caso, la disminución del desbalance de la balanza comercial ha sido la principal explicación para el ajuste mencionado, especialmente el observado en la balanza de bienes. De igual forma, frente al acumulado de 2022, la renta de los factores observa una mejora relevante en el déficit, asociada a menores egresos por concepto de utilidades de la Inversión Extranjera Directa. En cuanto a las transferencias corrientes, el superávit también ha registrado ampliaciones en relación con mayores ingresos. De esta forma, el déficit de 2.7% del PIB acumulado en la cuenta corriente fue el resultado de los balances deficitarios de la renta de los factores (-US\$10.565 millones, equivalente a -4.0% del PIB) y la balanza comercial (-US\$6.015 millones, -2.3% del PIB). Estos estuvieron parcialmente compensados por el superávit de las transferencias corrientes (US\$9.488 millones).

Al interior de la balanza comercial, el ajuste del déficit ha estado impulsado por la reducción de 1.7 pp en la balanza de bienes. En lo corrido del 2023 los balances deficitarios se han acumulado -US\$4.928 millones en el intercambio de bienes (-1.9% del PIB). Ahí tanto las exportaciones como las importaciones han registrado contracciones relacionadas con una menor capacidad de compra de los hogares colombianos. Cabe mencionar que la caída de las importaciones se ha ubicado por encima de la registrada en las importaciones (19.2% anual vs. 13.4% anual).

En el frente de las exportaciones los menores flujos se explican por una reducción generalizada de las ventas externas, sin embargo, las caídas en las ventas de petróleo, de carbón y de café han sido las de mayor pre-

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



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

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

	2021	2022	2023
Cuenta Corriente	-11.994	-21.333	-7.092
%PIB	-5.2	-6.2	-2.7
Bienes y servicios	-13.975	-16.585	-6.015
%PIB	-6.0	-4.8	-2.3
Bienes (Balanza Comercial)	-9.828	-12.178	-4.928
%PIB	-4.2	-3.5	-1.9
Exportaciones	29.897	59.474	39.471
Importaciones	39.725	71.652	44.399
Servicios	-4.147	-4.407	-1.087
%PIB	-1.8	-1.3	-0.4
Ingreso Primario (Renta de los factores)	-5.858	-17.057	-10.565
%PIB	-2.5	-4.9	-4.0
Ingreso Secundario (Transferencias corrientes)	7.840	12.308	9.488
%PIB	3.4	3.6	3.6
Remesas de trabajadores	6.285	9.429	7.404
Cuenta de Capital y Financiera	11.053	20.466	6.800
%PIB	4.8	5.9	2.6
Inversión Directa	4.979	13.799	12.225
%PIB	2.2	4.0	4.6
Inversión Extranjera Directa	7.011	17.183	12.797
%PIB	3.0	5.0	4.8
Inversión de cartera	3.920	-427	-7.152
%PIB	1.7	-0.1	-2.7
Activos	1.956	3.307	6.170
Pasivos	5.876	2.880	-981
Otra Inversión	2.890	8.488	1.255
%PIB	1.2	2.5	0.5
Derivados Financieros	-217	-823	1.694
%PIB	-0.1	-0.2	0.6
Variación activos externos *	-519	571	1.222
%PIB	0.2	0.2	0.5
Saldo de Reservas Internacionales Netas	58.721	57.269	57.566
%PIB	18.2	21.2	18.1

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

so. Los menores ingresos en el caso del petróleo se originan en un menor precio de cotización del *commodity* a nivel mundial, en tanto durante el año se han dado incrementos en los volúmenes de crudo exportado. Situación distinta a la experimentada por el carbón y el café en los que tanto el precio de exportaciones como el volumen vendido han registrado caídas. En el caso de las importaciones, las menores compras se han registrado en los insumos y bienes de capital empleados en la industria. De igual forma, se registraron contracciones en las importaciones de combustibles y

lubricantes y de equipos de transporte. De esta forma, los flujos de intercambio de bienes a lo largo de 2023 reflejan las menores dinámicas de consumo y producción que han marcado la actividad económica.

En esa misma línea, la balanza de servicios ha corregido, parcialmente, el déficit que mantiene. Para el periodo en estudio el componente presentó una disminución de 0.9 pp en los desbalances con lo cual el déficit disminuyó hacia los -US\$1.087 millones (-0.4% del PIB). En este caso, los flujos de las exportaciones

presentaron un incremento de US\$1.268 millones, mientras que las importaciones se contrajeron en -US\$1.060 millones respecto a 2022. En este resultado, la disminución de los servicios de carga, en el frente de las importaciones, y el crecimiento de los servicios de viajes fueron los principales responsables de la corrección registrada.

Ahora, el rubro de la renta de los factores, como ya se mencionó, se ubicó como el más deficitario. No obstante, frente al registro del mismo periodo de 2022, el déficit se ha reducido en -US\$6.547 millones correspondientes a -0.9pp. Esta dinámica obedece a la conjunción de distintos factores. Por un lado, las utilidades de las empresas con IED se han reducido en respuesta a menores precios del crudo y al comportamiento de la economía nacional, derivándose en menores egresos por este concepto (peso de las rentas de IED en los egresos: 50.8%). Este comportamiento ha estado acompañado por un aumento generalizado de los ingresos asociados con las inversiones colombianas en el extranjero (peso de las rentas de inversiones en el extranjero en los ingresos: 46%). En contravía, se han registrado mayores egresos por concepto de pago de intereses de créditos externos (23.4%).

Desagregando la dinámica de las utilidades de IED las empresas que registraron menores utilidades son las relacionadas con la explotación petrolera y de minas y canteras que en 2023 han enfrentado menores precios de venta que los récords registrados en 2022. Le siguen aquellas dedicadas a temas financieros y servicios empresariales, así como firmas de las actividades de comercio, restaurantes y hoteles.

En cuanto al componente superavitario de la cuenta corriente se presentó un incremento del 4.1% en los ingresos netos de las transferencias corrientes (US\$9.488 millones). Ahí las remesas de los trabajadores observaron un incremento de 7.7%, con lo cual en lo corrido del año se han acumulado ingresos por el orden de US\$7.404. Los principales países remitentes de estos flujos fueron Estados Unidos y España. Los otros dos elementos del rubro contrarrestaron parcialmente la buena dinámica de las remesas. Por un lado, los ingresos por otras transferencias se contrajeron en 3.6% y los egresos por transferencia al exterior incrementaron en 3.8%.

Perspectivas

Desde inicios del año se había presupuestado una corrección en la cuenta corriente, auspiciada por el menor crecimiento de la economía nacional. Sin embargo, la corrección prevista era inferior a la registrada al tercer trimestre del año. La contracción de la demanda, en un contexto inflacionario que ha encarecido el financiamiento, ha impactado de forma directa la balanza comercial, mucho más que lo observado durante la pandemia. Lo anterior ha resultado en una corrección mayor a la contemplada inicialmente. No obstante, es necesario tener en cuenta que no son ajustes estructurales y que en la medida en la que la inflación, las tasas de interés y la actividad económica retornen a sus niveles de largo plazo se revertirán las correcciones ya mencionadas. Es decir, que la economía nacional sigue estando en una posición de vulnerabilidad ante choques externos dados los canales de transmisión que se desprenden de los desbalances de la cuenta.

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

	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
Cuenta Corriente	-14.810	-9.267	-17.951	-21.333	-10.673	-13.533
% del PIB	-4.6	-3.4	-5.6	-6.2	-2.9	-3.3
I. Bienes y Servicios	-14.148	-13.105	-20.002	-16.585	-10.475	
% del PIB	-4.4	-4.8	-6.3	-4.8	-2.8	
Bienes (Balanza Comercial)	-9.863	-8.870	-13.984	-12.178	-7.425	-8.583
% del PIB	-3.1	-3.3	-4.4	-3.5	-2.0	-2.1
II. Renta de los factores	-9.717	-4.950	-8.723	-17.057	-12.062	
% del PIB	-3.0	-1.8	-2.7	-4.9	-3.2	
III. Transferencias	9.055	8.788	10.775	12.308	11.864	
% del PIB	2.8	3.2	3.4	3.6	3.2	

*Proyectado.

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

De esta forma, para el cierre de 2023 se estima que el déficit de la cuenta corriente se ubique en -US\$10.673 millones, correspondientes a -2.9% del PIB. Ahí, la renta de los factores seguirá siendo el componente con mayor peso en el déficit al acumular un desbalance de -US\$12.062 millones (-3.2% del PIB). Le sigue la balanza comercial (bienes y servicios) con un déficit de -US\$10.475 millones (-2.8% del PIB). Los déficits se compensarán de forma parcial por un superávit de US\$11.864 millones (3.2%

del PIB) en las transferencias corrientes. De cara a 2024, la coyuntura inflacionaria y la desaceleración económica seguirá marcando el comportamiento de la cuenta corriente. Cabe mencionar que en línea con una disminución paulatina de la inflación y los costos de financiamiento se espera una leve ampliación de los déficits de balanza comercial, especialmente de bienes (-US\$8.583 millones, -2.1% del PIB). Con esto la cuenta registraría un déficit de 3.3% del PIB (-US\$13.533 millones).

RESULTADOS DE LA CUENTA DE CAPITALES AL TERCER TRIMESTRE DE 2023

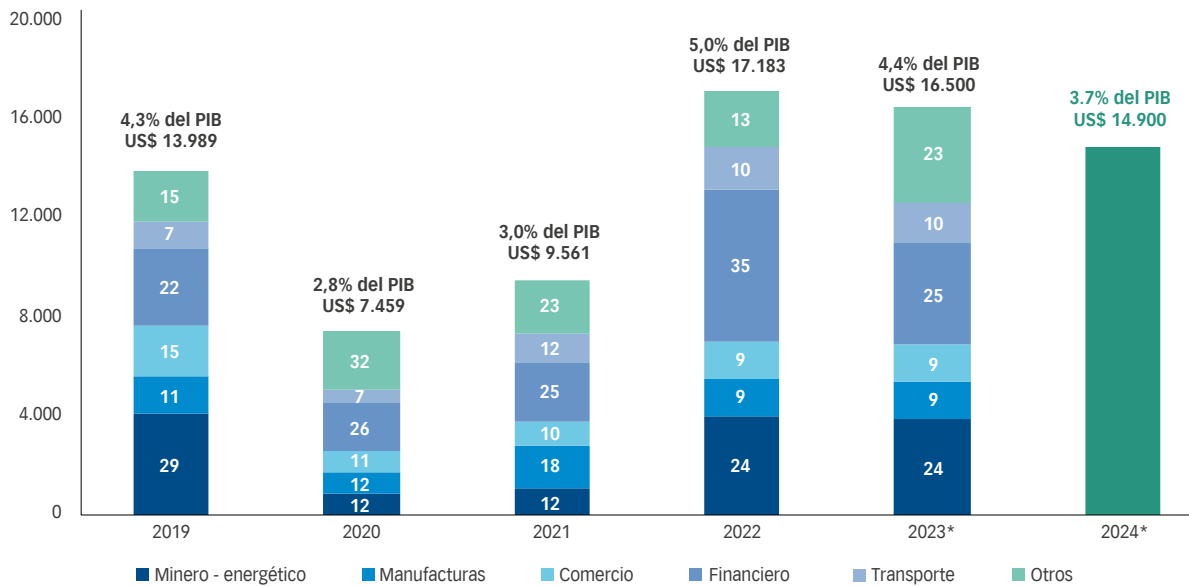
En el tercer trimestre de 2023, el déficit de la cuenta corriente que se analizó en el apartado anterior se fundió con un superávit en la cuenta de capitales de US\$1.387 millones, correspondientes a 1.4% del PIB. Este resultado fue inferior en 1.7 pp respecto al registro del trimestre anterior y de 5.1 pp frente al registro de 2022. Este desempeño encuentra explicación en ingresos de capital extranjero por el orden de US\$4.524 millones, salidas de capital colombiano por un valor de -US\$3.369 millones, los pagos de no residentes a residentes por concepto de derivados financieros que se ubicaron en US\$690 millones y el aumento en las reservas internacionales a US\$457 millones.

En cuanto al acumulado en los primeros nueve meses de 2023, la cuenta de capitales registro ingresos netos por el orden de US\$6.800 millones que equivalen a 2.6% del PIB. Respecto al mismo periodo de

2022, se registra una disminución de US\$8.925 millones en el superávit de la cuenta, lo que equivale a una reducción del peso en el PIB de 3.4pp. La composición de los flujos estuvo marcada por ingresos de capital extranjero por US\$14.403 millones, salidas de capital colombiano que sumaron US\$8.075 millones, pagos por concepto de derivados financieros a residentes por US\$1.694 millones y un incremento de las reservas internacionales a US\$1.222 millones.

Por componentes sobre salen los flujos de: (i) inversión directa (US\$12.225 millones), equivalentes al 4.6% del PIB; (ii) inversión de cartera (-US\$7.152 millones), correspondiente al -2.7% del PIB; (iii) "otra inversión" (-US\$1.255 millones), equivalentes a 0.5% del PIB; (iv) derivados financieros (US\$1.694 millones), correspondientes a 0.6% del PIB. Todo eso es consistente con una acumulación de Reservas Internacionales por US\$1.222 millones

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



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

(0.5% del PIB), llevando a un saldo neto de RIN (Reservas Internacionales Netas) de US\$57.566 millones.

Al interior del rubro de inversión directa, la Inversión Extranjera Directa (IED) se situó en US\$12.797 millones correspondientes al 4.8% del PIB. Monto inferior en US\$293 millones frente a los registrados un año atrás. Por actividad económicas, el sector de la minería y petróleo (39% del total) fue el que mayor IED registró, seguidos por los servicios financieros y empresariales (16%), industria manufacturera (15%), comercio y hoteles (11%), electricidad (6%), transporte y comunicaciones (5%) y resto de sectores acumularon el 8% de la IED.

Perspectivas

Los mencionados déficits externos nos llevan a pronosticar un superávit de la cuenta de capitales de 2.9% del PIB para 2023, incluyendo los activos de reserva. En esa línea proyectamos una recomposición en cuanto a los flujos de: (i) IED neta, que pasaría de 3.9% del PIB en 2022 al 3.7% del PIB en 2023 (US\$13.900 millones); (ii) inversión de cartera, que aumentaría de -0.1% del PIB en 2022 hacia -2.1% del PIB en 2023 (-US\$7.700 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\$5.00 millones).

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

Sector	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
Minero - energético	4.117	896	1.150	4.055	3.960	
Manufacturas	1.499	894	1.719	1.508	1.485	
Comercio	2.125	847	957	1.542	1.485	
Financiero	3.132	1.920	2.402	6.057	4.125	
Transporte	1.006	538	1.133	1.764	1.650	
Otros	2.109	2.364	2.199	2.257	3.795	
IED Bruta	13.989	7.459	9.561	17.183	16.500	14.900
IED Bruta (% del PIB)	4.3	2.8	3.0	5.0	4.4	3.7
IED Colombiana en el extranjero	3.153	1.686	3.181	3.720	2.600	2.350
IED Neta	10.836	5.772	6.381	13.462	13.900	12.550
IED Neta (% del PIB)	3.4	2.1	2.0	3.9	3.7	3.1

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

Ese panorama es consistente con un escenario de expansión de Reservas Internacionales Brutas, por un valor de US\$1.600 millones. Lo que dejaría al país con un saldo

total de US\$58.869 millones en 2023. Para 2024, en línea con el menor déficit de la cuenta corriente, se proyecta que la cuenta de capitales equivalga a 3.3% del PIB.

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

	2019	2020	2021	2022	2023*	2024*
Cuenta de capital y financiera	13.298	8.113	16.693	20.466	10.754	13.572
% del PIB	4.1	3.0	5.2	5.9	2.9	3.3
Inversión directa	10.836	5.725	6.381	13.799	13.900	
% del PIB	3.4	2.1	2.0	4.0	3.7	
Inversión Extranjera Directa	13.989	7.459	9.561	17.183	16.500	14.900
% del PIB	4.3	2.8	3.0	5.0	4.4	3.7
Inversión de cartera	-24	1.768	4.595	-427	-7.700	
% del PIB	0.0	0.7	1.4	-0.1	-2.1	
Otra inversión	5.904	4.435	6.736	8.488	5.000	
% del PIB	1.8	1.6	2.1	2.5	1.3	
Activos de Reservas	3.333	4.328	654	571	1.600	
% del PIB	1.0	1.6	0.2	0.2	0.4	
Saldo Reservas Internacionales Netas	53.167	59.031	58.579	57.269	58.869	
% del PIB	16.5	21.8	18.4	16.6	15.9	

* Proyectado

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

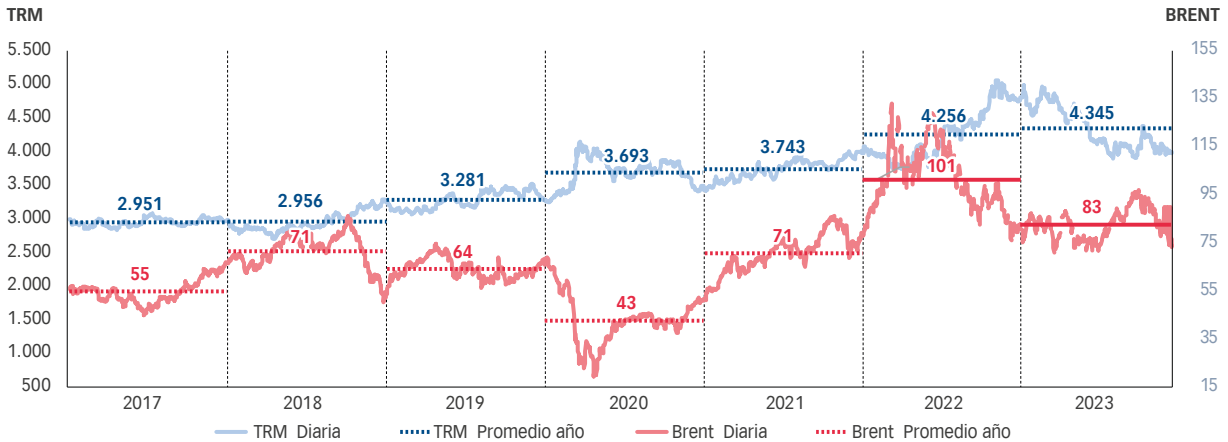
TASA DE CAMBIO

La tasa de cambio se mantiene como una de las variables de mayor protagonismo en el contexto macroeconómico del país por los efectos que tiene en el bolsillo de los colombianos, las industrias, la inversión y las decisiones tanto gubernamentales como del Banco Central. Su inmediata reacción frente a cambios en expectativas y percepción de riesgo por parte del mercado 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 \$4.345 en lo que va del 2023. La dinámica observada en el cuarto trimestre del 2023 ha marcado un cambio en la tendencia de la divisa colombiana al presentar una tendencia de revaluación que en los últimos meses se ha estabilizado alrededor de los COP\$4.086.

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 al inicio del cuarto trimestre de 2023. Ahí, los

**Evolución de la TRM, el Brent y promedios anuales
(Pesos por dólar - USD/Barriil, al 14 de diciembre de 2023)**



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

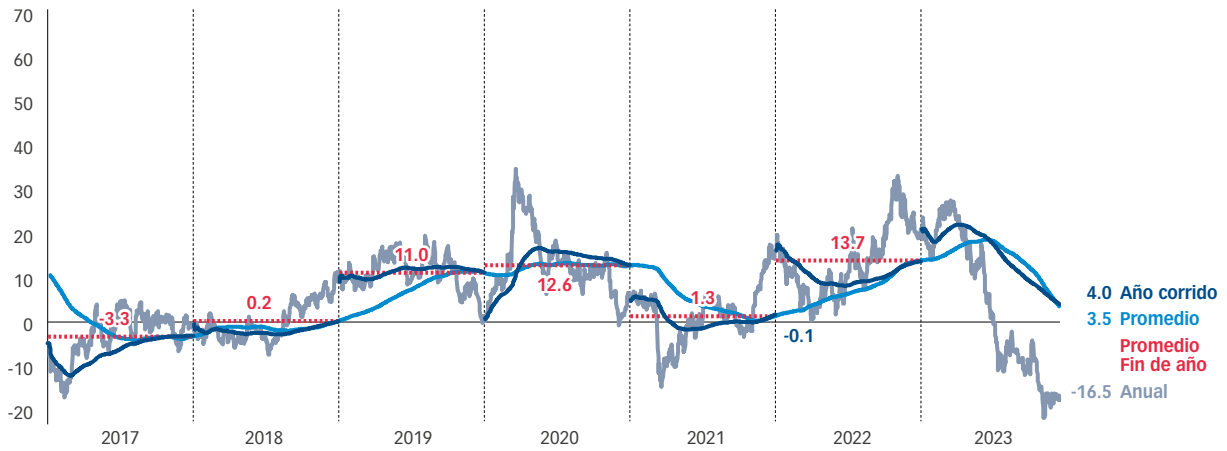
principales factores estuvieron relacionados con el contexto internacional. Las menores preocupaciones de recesión a nivel mundial, los altos precios del petróleo y el diferencial de tasas entre Colombia y Estado Unidos que se traduce en mayor entrada de capitales extranjeros. A nivel local, el sistema de contrapesos en el país disminuyó la incertidumbre alrededor de las reformas presentadas por el Gobierno a lo largo del semestre, poniendo en evidencia 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, especialmente en temas fiscales, lo que en últimas 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 revaluación promedio de 9.2% frente al IV trimestre 2022, con lo cual la TRM cerraría con un valor promedio de COP\$4.365.

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\$4.086 para lo corrido del cuarto trimestre, equivalentes a una revaluación de -15.0% frente al IV trimestre de 2022 y a una devaluación de 0.9% frente al tercer trimestre del 2023, han sido seguidos por una continua valorización de la moneda colombiana. Tal es así que la tasa promedio mensual para lo corrido del mes de diciembre se ubica en COP\$3.998 (al 14 de diciembre de 2023).

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 monedas, muestra una tendencia decreciente desde noviembre de 2023. Esto se desprende de las últimas reuniones de la FED en donde la tasa se ha manteni-

**Variaciones de la tasa de cambio
(%, a diciembre 14 de 2023)**



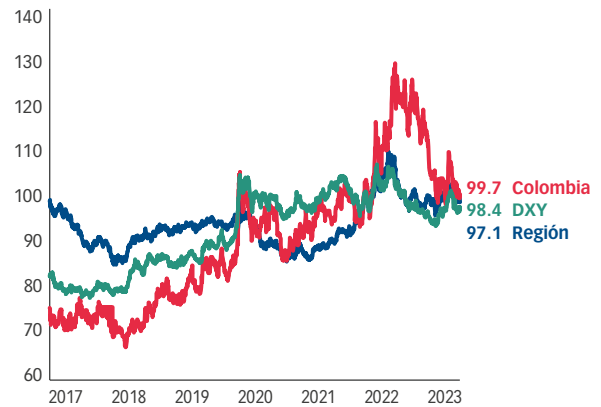
Fuente: elaboración ANIF con base Banco de la República.

do estable, citando una inflación que poco a poco regresa a su meta de 2% y el mercado laboral resiliente que continúa agregando trabajos. Se espera que durante las siguientes reuniones se mantenga el rango actual de 5.25%-5.50% a la espera de nuevos datos económicos, pero, el mercado ya empieza a descontar que durante el 2024 se den recortes de 50-75 puntos básicos sobre la tasa de interés. Además, aunque el presidente de la FED, Jerome Powell, ha advertido que de no ceder la inflación podrían haber nuevos aumentos en la tasa de interés, este escenario parece cada vez más lejano a medida que la inflación en Estados Unidos se acerca a su meta de 2%.

En el último mes se puede apreciar la revaluación del peso colombiano frente al dólar y de las otras monedas de la región. Es importante tener en cuenta que muchas de las economías comparables de la región ya han empezado a reducir sus tasas de interés, donde Colombia fue la última en relajar su política mone-

Índice DXY

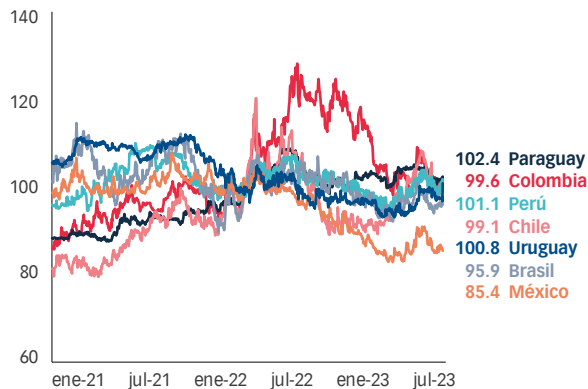
Índice, 21 de junio de 2022 (= 100) al 14 de diciembre de 2023



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

taria el pasado 19 de diciembre. La estabilidad en la tasa de la FED ha llevado a un cierre del diferencial de tasas para las economías de la región, cosa que puede generar una salida de divisas hacia rentabilidades similares y más seguras en Estados Unidos, lo que a

Devaluación de divisas de economías comparables frente al dólar. Índice, 21 de junio de 2022 (= 100) al 15 de diciembre de 2023



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

su vez podría limitar las ganancias de las monedas de emergentes. En los próximos meses el foco estará sobre la FED y los datos de la economía estadounidense, el tipo de aterrizaje (suave o forzado) que logre hacer la FED determinará la dirección de las monedas de la región durante 2024.

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 mantiene 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 empezó en diciembre 2023. Esto le permite a Colombia mantener un mayor spread de tasas que pares regionales respecto a economías más desarrolladas como la de Estados Unidos. Esto en últimas re-

sulta ser atractivo para la inversión que, en un contexto de menor aversión al riesgo podrá buscar activos de alta rentabilidad. Además de esto, la corrección en la cuenta corriente del país, impulsado por la fuerte reducción en importaciones y un leve crecimiento en las exportaciones, le ha permitido al país cerrar su déficit de cuenta corriente, disminuyendo los canales de transmisión de los choques externos sobre el peso colombiano.

Otro factor que tiene un papel central en el comportamiento de la divisa nacional es el precio del barril de petróleo Brent. En lo corrido del mes de diciembre el precio del barril del petróleo se ha situado en \$75.9 USD/barril, debajo del promedio 2023 de \$82.1 USD/barril. Los ingresos petroleros resultantes del alza en precios representan un alivio para las finanzas públicas colombianas. En el sector privado, se traduce en mayores ingresos para las empresas por Inversión Extranjera Directa (IED), lo que resulta ser fundamental si se tiene en cuenta que es la principal fuente de financiación del déficit de cuenta corriente. La reducción en el déficit de cuenta corriente permitiría una mayor apreciación del peso.

Ahora, analizados los factores del contexto externo, es necesario retornar al contexto nacional. La agenda legislativa y las discusiones sobre las reformas (salud, pensiones y laboral) se traducen en un incremento en la incertidumbre. Las recientes elecciones a nivel territorial fueron una muestra de la pérdida de poder político por parte del gobierno. Adicional a esto, los resultados en las encuestas de opinión sobre el Gobierno de turno reflejan un deterioro del apoyo a nivel nacional. La fragmentación en el Congreso sigue ge-

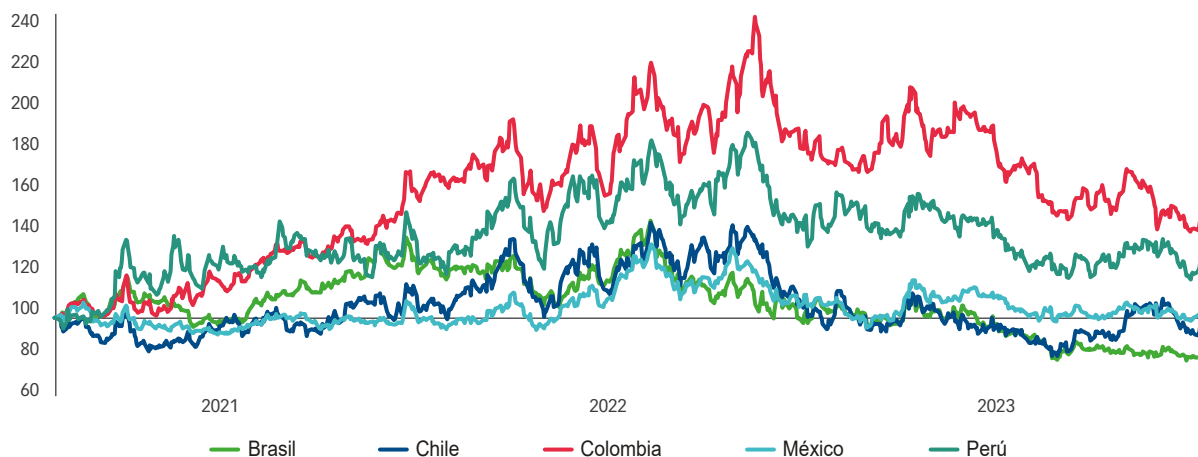
nerando contrapesos y permite llevar discusiones serias sobre las reformas presentadas. La reducción en la incertidumbre en el país y las señales de respeto sobre las reglas de juego, le dan una mayor estabilidad a los activos locales y, tiene efectos positivos sobre la tasa de cambio. No obstante, el 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 una desconfianza interna y limita las ganancias de los activos locales.

Otro punto para tener en cuenta es la sostenibilidad fiscal del país, factor que desde 2020 tiene un peso muy relevante en la calificación de riesgo crediticio de Colombia. Los ingresos fiscales serán mayores en este 2023 dada la implementación de las reformas tributarias de 2021-22, aunque menores de lo esperado por el gobierno. A futuro, las reformas estructurales en trámite implican un peso extra sobre las finanzas

del país, que de implementarse como están planteadas llevarían a un incumplimiento de la regla fiscal. Adicionalmente, la sentencia de la Corte Constitucional sobre la deductibilidad de las regalías para las empresas de extracción minera significará un menor recaudo del esperado por el gobierno. Además, el gobierno estima que un recaudo de cerca del 1.7% del PIB vendrá mediante litigios por parte de la DIAN, un escenario bastante optimista que tiene poca probabilidad de cumplirse.

La reducción de la deuda del gobierno como porcentaje del PIB e incrementos en la credibilidad fiscal del país son citados por la agencia calificadora de riesgo, Fitch Ratings, como uno de los factores necesarios para una posible mejora en la calificación crediticia de Colombia. 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

EMBI
(31 de diciembre 2020 = 100, a 13 de diciembre de 2023)



Fuente: elaboración ANIF con base Bloomberg.

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 promedio de COP\$4.330. Nuestras proyecciones aún implican una devaluación de 2.5% respecto al 2022. No obstante, frente al IV trimestre de 2022, estimamos una revaluación de 12.3%, asociada a la conjugación de factores que le han permitido al país aprovechar el escenario internacional, para los próxi-

mos meses esperamos que sea este escenario el que determine la dirección de la tasa de cambio. Vale la pena mencionar que la consolidación del escenario de revaluación 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. El comportamiento de la economía, el respeto por las reglas de juego y la situación fiscal del país son algunos de los principales frentes sobre los que pondrán la lupa los inversionistas. 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
PRODUCCIÓN (VARIACIÓN % ANUAL)						
Producto Interno Bruto	3.3	-7.0	10.7	7.3	0.8	1.1
COMPONENTES DE PRODUCCIÓN DEL PIB						
Agropecuario	2.3	2.0	3.1	-1.8	0.4	-1.1
Minas y canteras	1.7	-15.6	0.2	1.6	4.0	1.1
Industria	1.2	-9.8	16.4	9.8	-3.8	0.8
Electricidad, gas y agua	2.5	-2.6	5.1	4.3	1.8	1.0
Construcción	-1.9	-26.8	5.7	6.5	-6.0	-2.9
Comercio, transporte y turismo	3.7	-13.7	20.9	11.1	-2.9	1.2
Comunicaciones	1.1	-2.6	11.4	13.9	0.8	1.9
Actividades financieras	6.3	2.3	3.4	6.5	8.5	2.5
Actividades inmobiliarias	3.3	1.5	2.5	2.0	2.0	1.7
Actividades empresariales	3.4	-5.5	9.8	8.2	0.5	1.8
Servicios sociales, comunales y personales	5.1	0.1	7.6	2.1	4.0	1.7
Actividades de recreación	13.0	-11.4	33.1	39.9	9.7	3.5
COMPONENTES DE GASTO DEL PIB						
Consumo de los hogares	3.9	-5.0	14.8	9.5	0.9	1.0
Consumo del gobierno	5.3	-0.6	10.3	0.3	1.1	1.6
Inversión	3.8	-20.5	12.2	16.8	-16.4	1.6
Exportaciones	3.1	-22.7	14.8	14.8	2.8	2.2
Importaciones	7.3	-20.5	28.7	22.3	-10.5	2.0
DESEMPLEO						
Tasa nacional de desempleo (promedio)	10.5	16.1	13.8	11.2	10.1-10.5	11.1-11.6
Tasa de desempleo trece ciudades (promedio)	11.2	18.4	15.2	11.4	10.1-10.6	11.3-11.7
INFLACIÓN (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)						
IPC total nacional	3.8	1.6	5.6	13.1	9.3 - 9.8	5.5 - 6.0
TIPO DE CAMBIO Y DEPRECIACIÓN						
TRM (cierre año)	3.277.1	3.432.5	3.981.2	4.810.0	4.020	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	4.330	4.270
Depreciación nominal anual del peso (promedio)	11.0	12.6	1.3	20.8	2.5	-2.2
SECTOR EXTERNO (US\$ MILES DE MILLONES)						
Exportaciones de Bienes FOB	40.7	32.3	42.7	59.6	52.7	56.6
Importaciones de Bienes FOB	50.5	41.2	56.7	71.7	60.1	65.2
Balanza Comercial de Bienes FOB	-9.9	-8.9	-14.0	-12.0	-7.4	-8.6
Cuenta Corriente	-14.8	-9.3	-18.0	-21.5	-10.7	-13.5
SECTOR EXTERNO (% DEL PIB)						
Cuenta corriente	-4.6	-3.4	-5.6	-6.2	-2.9	-3.3
Balanza comercial	-3.1	-3.3	-4.4	-3.5	-2.0	-2.1
Cuenta de capital	4.1	3.0	5.2	6.0	-2.9	-3.3
IED Bruta	4.3	2.8	3.0	5.0	4.4	3.7
IED Neta	3.4	2.1	2.0	4.0	3.7	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	2.5	1.6
China	2.2	8.1	3.0	5.2	4.9
Zona Euro	-6.2	5.5	3.4	0.5	0.4
Japón	-5.0	2.7	1.0	2.0	0.7
México	-8.7	5.8	3.9	3.5	2.7
Perú	-11.0	13.4	2.7	1.1	2.1
Chile	-6.1	11.7	2.4	-0.1	2.0
Ecuador	-7.8	4.2	2.9	1.4	1.5
Brasil	-3.3	5.0	2.9	3.0	1.6

Fuente: JP Morgan Markets, FMI, Latin Consensus.

CUENTA CORRIENTE

Cuenta Corriente (% del PIB)

	Observado			Proyección	
	2020	2021	2022	2023	2024
Estados Unidos	-2.9	-3.6	-3.8	-3.1	-3.3
China	1.9	1.8	2.3	1.5	0.8
Zona Euro	1.8	2.3	-3.0	1.2	1.2
Japón	2.9	3.9	1.9	3.2	3.0
México	2.4	-0.4	-0.9	-1.5	-2.3
Perú	0.5	-2.3	-4.1	-0.5	-1.3
Chile	-1.7	-7.3	-9.0	-3.3	-4.1
Ecuador	2.5	2.8	2.5	1.3	0.0
Brasil	-1.8	-2.8	-2.7	-1.8	-2.1

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	0.3	1.0
Zona Euro	0.3	2.6	8.4	5.4	2.1
Japón	0.0	-0.2	2.5	3.4	4.0
México	3.4	5.7	7.9	5.5	4.0
Perú	1.8	4.0	7.9	6.2	2.4
Chile	3.0	4.5	11.7	7.6	3.7
Ecuador	-0.3	0.1	3.5	2.4	2.4
Brasil	4.5	10.1	9.3	4.6	3.5

Fuente: JP Morgan Markets, Latin Consensus.

TASA DE DESEMPLEO

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

	Observado			Proyección	
	2020	2021	2022	2023	2024
Estados Unidos	8.1	5.4	3.6	3.6	4.2
China	5.2	5.1	5.5	5.2	5.3
Zona Euro	8.0	7.7	6.7	6.5	6.7
Japón	2.8	2.8	2.6	2.6	2.4
México	5.7	3.8	3.5	3.1	3.4
Perú	13.0	9.0	7.0	6.9	7.0
Chile	11.0	7.3	7.9	9.0	9.0
Ecuador	4.9	4.1	4.2	4.3	4.5
Brasil	13.5	13.5	9.5	8.0	8.4

Fuente: JP Morgan Markets.



FiduOccidente

PANORAMA

ANIF