

Resumen Ejecutivo: El último kilómetro es siempre el más largo

Los informes prospectivos son esencialmente un ejercicio de introspección. No existe la bola de cristal. Los diferentes escenarios planteados son resultado de una lectura atenta, crítica y minuciosa de la realidad. El año pasado acertamos al advertir sobre los enormes retos de la economía colombiana en 2023, en un contexto de inflación persistente y un rebote económico que, apalancado en el gasto de las familias, ya perdía impulso. Los datos más recientes han confirmado nuestras tempranas inquietudes, con una economía estancada y una inversión en terreno contractivo.

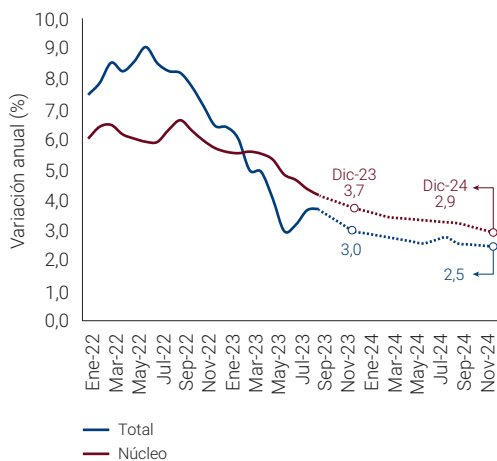
El punto de partida del actual ajuste es bueno. Colombia logró tener uno de los mejores repuntes en actividad económica pospandemia de América Latina y del universo de países emergentes. No obstante, la evidente desaceleración de varios sectores tan relevantes, como la industria, el comercio y la construcción, no solo reclama acciones de política, sino que además no puede excusarse meramente en efectos base. La economía colombiana entró en 2023 en una fase de ajuste, que ya ha hecho mella en varios aspectos de la vida nacional.

Este ajuste continuará en 2024. Somos optimistas frente al desenlace, y dentro de un año, si nuestro ejercicio de introspección es acertado, estaremos hablando de una economía con menores niveles de inflación y tasas de interés, y con síntomas de un incipiente rebote de la demanda doméstica. No obstante -y ojalá estemos equivocados en este aspecto- el último kilómetro del actual ajuste será difícil. El más largo.

En la primera parte de 2024, la inflación seguirá en niveles altos, y consumidores y firmas todavía enfrentarán altos costos financieros. Los sectores con mayor apalancamiento financiero, en un contexto de consumidores aún reticentes, tendrán un mal inicio de año. En términos cíclicos, el primer semestre de 2024 será un premio de alta montaña, en un momento donde muchos empresarios y familias acumulan varios, sino muchos, kilómetros de fatiga financiera. Será

Gráfico 1

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN - EEUU

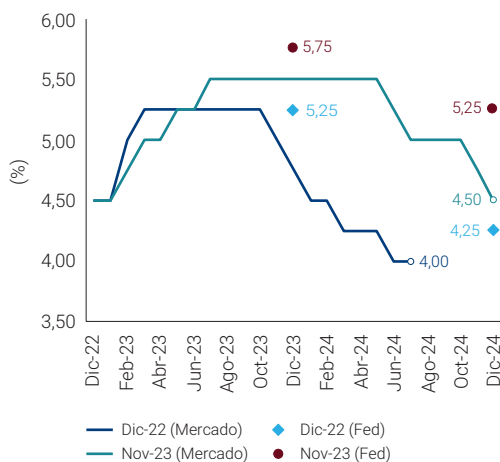


Proyecciones Corficolombiana.

Fuente: Refinitiv Eikon.

Gráfico 2

SENDA ESPERADA DE TASA DE POLÍTICA MONETARIA EN EEUU



Cálculos Corficolombiana.

Fuente: CME y Fed.

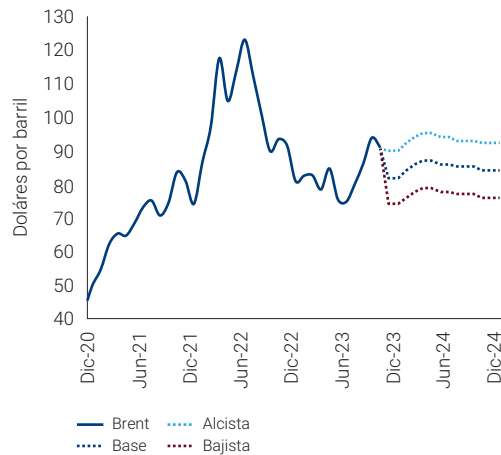
en este último kilómetro que se defina además la suerte de buena parte de las reformas económicas planteadas por el Gobierno.

Con este panorama, lo que ocurra a nivel internacional será determinante. Un viento en contra podría hacer aún más fatigoso dicho premio de montaña. En 2023, y en línea con nuestras proyecciones de hace un año, la economía global logró evitar una recesión. De acuerdo con las más recientes estimaciones del Fondo Monetario Internacional, la economía mundial lograría un crecimiento cercano a 3,0% este año, mayor al 2,7% anticipado. Estados Unidos, desafiando las leyes convencionales de la economía, está en camino a un aterrizaje suave, en una maniobra que hace un par de años parecía improbable, sino imposible. La tasa de desempleo en dicho país se mantiene en niveles históricamente bajos, ligeramente por debajo del 4% para el dato más reciente, y la economía cerraría este año con una cifra de crecimiento de 2,1%. Por su parte, la actividad económica en Europa también ha logrado desafiar los retos de tasas de interés al alza y el conflicto en Ucrania. En muchas jurisdicciones, la actividad económica en 2023 ha superado las expectativas, con la excepción no menor de China, que tras el final de los confinamientos no ha logrado recuperar su senda de crecimiento prepandemia, en medio de la corrección de una burbuja inmobiliaria.

Para el próximo año estimamos que la economía global continúe en su proceso de normalización, con una corrección en las tasas de inflación e interés en varios países. En Estados Unidos, anticipamos que tanto la inflación total como la núcleo continuarán descendiendo, cerrando el 2024 en 2,5% y 2,9%, respectivamente, debido a los efectos derivados del reequilibrio en el mercado laboral, inmobiliario y de vehículos (Gráfico 1). Este escenario permitiría consolidar el aterrizaje suave de la economía estadounidense, lo cual llevaría a que la Fed mantenga el nivel de los fondos federales entre el 5,25%-5,50% durante al menos el primer semestre de 2024, para iniciar un ciclo gradual de flexibilización monetaria en junio, y llevar su tasa a niveles de 4,25% - 4,50% hacia finales del año (Gráfico 2).

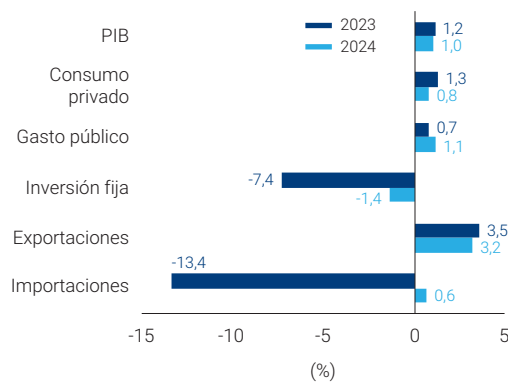
En Europa y China las perspectivas económicas, si bien lejanas a escenarios recesivos, son una mayor fuente de preocupación. Es

Gráfico 3
PROYECCIÓN DE LOS PRECIOS DEL CRUDO BRENT



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: EIA, Goldman Sachs, JP Morgan.

Gráfico 4
PRONÓSTICO DE CRECIMIENTO POR COMPONENTES DE DEMANDA



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

probable que el Banco Central Europeo tenga que iniciar un ciclo de recorte de tasas más temprano que su par al otro lado del Atlántico, en respuesta a indicadores de actividad más débiles. El sector industrial alemán, expuesto a la ralentización del crecimiento en China, podría convertirse en el epicentro de bajo crecimiento de la zona euro. Por su parte, el gigante asiático seguirá enfrentando los retos de la contracción de su sector inmobiliario, el alto desempleo juvenil y el optimismo exiguo de los consumidores.

Este escenario de aterrizaje suave de la economía global, más allá de las dudas relacionadas con Europa y China, tendrá que enfrentar los riesgos asociados al fenómeno de El Niño en materia energética y las crecientes tensiones geopolíticas. Nuestras proyecciones suponen que el mundo evitará un escalamiento de los actuales conflictos en Ucrania e Israel, eludiendo también un escenario de tensiones militares en Taiwán. Imposible de eludir, será evitar la incertidumbre relacionada con las elecciones de Estados Unidos en noviembre próximo, que gradualmente irán acaparando la atención de los medios y los mercados internacionales.

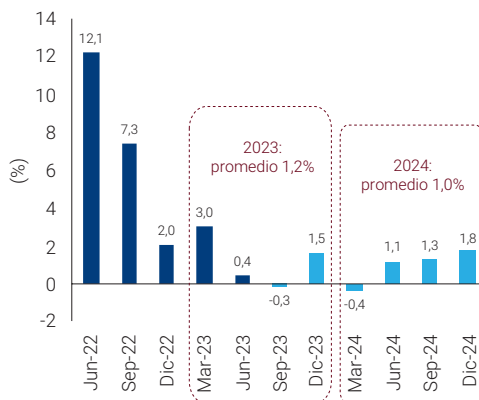
En ausencia de los escenarios más catastróficos, los precios de las materias primas, en particular del petróleo, se ubicarían en niveles favorables para los países de América Latina. Nuestras proyecciones apuntan a un promedio año de 85 dólares por barril en la referencia Brent para 2024. Este es un escenario consistente con un apetito de riesgo moderado, pero amigable a los activos colombianos (Gráfico 3).

En el frente local, esperamos que el crecimiento de la economía colombiana se ubique en 1,2% para todo 2023, menor al 1,5% que preveíamos hace un año. Aunque la desaceleración del consumo observada este año estuvo relativamente en línea con nuestras estimaciones iniciales, la caída en la inversión fue más abrupta de lo que anticipábamos (Gráfico 4).

Para 2024, proyectamos que la economía colombiana desacelerará su ritmo de crecimiento a 1,0%, consistente con una moderación adicional del consumo, una nueva contracción de la inversión y un aporte menos favorable de las cuentas externas. Nuestras estima-

Gráfico 5

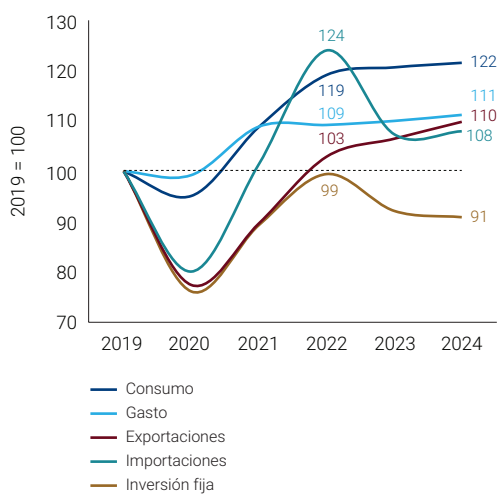
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Gráfico 6

PIB DE COLOMBIA POR COMPONENTES DE DEMANDA



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

ciones indican que el crecimiento anual superaría el 1,5% solo hasta el último trimestre de 2024 (Gráfico 5).

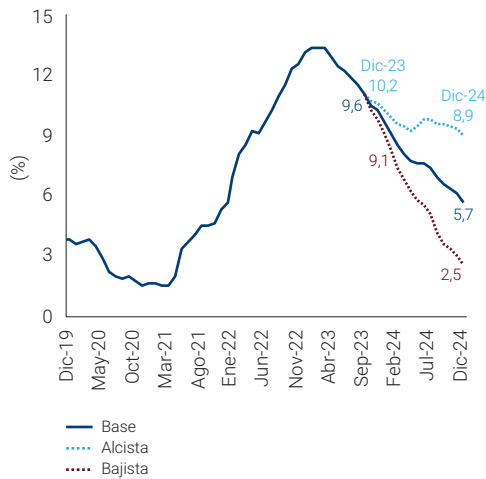
A pesar de que el próximo año las condiciones financieras serán menos estrechas que en 2023, el consumo privado estará limitado por el deterioro del mercado laboral, del cual provienen dos tercios de los ingresos de los hogares. En los últimos ciclos de desaceleración, el empleo reflejó el deterioro de la economía con un rezago de entre 1 y 7 meses, con un promedio de 3 meses. Por lo anterior, anticipamos un menor ritmo de creación de empleos a comienzos de 2024, con un aumento en la tasa de desempleo nacional a 11,0% ese año, desde 10,2% en 2023.

Por su parte, la inversión permanecerá por debajo de su nivel prepandemia, en un contexto en el que las tasas de interés de largo plazo seguirán elevadas y se mantendrá la incertidumbre regulatoria. En particular, proyectamos una contracción de 1,4% en la inversión fija el próximo año, lo cual extendería la tendencia negativa, luego de la caída esperada de 7,4% en 2023. Por un lado, la inversión relacionada con obras civiles se reactivaría parcialmente, impulsada por el inicio de varios proyectos 5G, la ejecución del Metro de Bogotá y la construcción de vías terciarias, en un marco de reducción en los costos de construcción. Entre tanto, el componente de edificaciones residenciales seguirá afectado por el colapso de las ventas de vivienda nueva. Además, prevemos un estancamiento de la inversión en el sector minero-energético, como resultado de condiciones adversas en materia tributaria y de la alta incertidumbre para la realización de nuevos proyectos (Gráfico 6).

La inflación continuará en descenso el próximo año, pero a un ritmo lento. Estimamos una inflación anual de 5,7% para el cierre de 2024 (Gráfico 7). Un incremento del salario mínimo en términos reales alto, un fenómeno de El Niño más severo, los incrementos en los precios de los combustibles, un aumento en la conflictividad o un episodio de súbita devaluación del peso consistente con un escenario de estrés financiero a nivel global, son riesgos que de concretarse pondrían mayor presión a los precios domésticos.

Gráfico 7

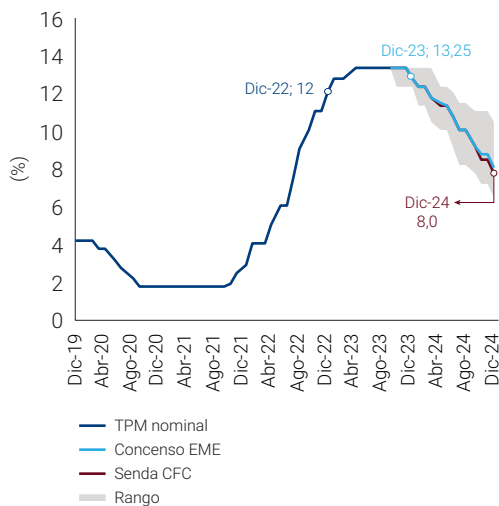
ESCENARIOS DE PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN



Cálculos Corfi Colombiana.
Fuente: DANE.

Gráfico 8

TASA DE POLÍTICA MONETARIA



Cálculos Corfi Colombiana.
Fuente: BanRep.

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 (Gráfico 8). El ritmo de recortes dependerá en buena medida del balance entre crecimiento e inflación, pero anticipamos estará sesgado hacia reducciones más significativas durante el segundo semestre del año.

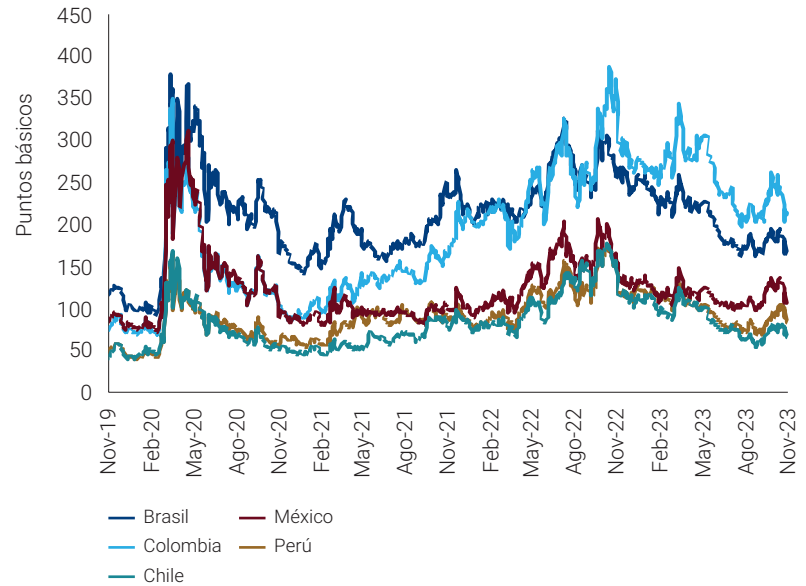
Las menores tasas de corto plazo durante 2024 no se traducirán necesariamente en un alivio proporcional de los costos financieros para el sector privado. Es probable que la prima de riesgo país se mantenga relativamente alta, lo cual limitaría el descenso de las tasas de largo plazo. En línea con este escenario, veremos un empinamiento de la curva de TES (Gráficos 9 y 10).

En el frente cambiario, la senda pronunciada de recortes en la tasa de interés por parte del Banco de la República contrastará con una política monetaria de tasas altas por más tiempo de la Fed, lo que derivará en presiones de depreciación en el peso colombiano ante el menor margen para hacer operaciones de carry trade, especialmente en el primer semestre del año. Así mismo, la mejora en las condiciones de liquidez en moneda local estimulará la toma de posiciones en corto en la divisa colombiana. Bajo este contexto, estimamos que el tipo de cambio cerrará 2023 en niveles cercanos a los \$4.050, para luego tomar una senda alcista hasta los \$4.400 al cierre de 2024 (Gráfico 11). En cuanto a la balanza de pagos, esperamos que el déficit en cuenta corriente corrija a 3,5% del PIB en 2023 (6,2% en 2022) y a 3,4% del PIB en 2024, impulsado principalmente por una corrección modesta en el desbalance comercial de bienes.

Las perspectivas sectoriales dan también cuenta de los retos de 2024. A pesar de la estabilización en el costo de los insumos, anticipamos una desaceleración del sector agropecuario, con un crecimiento de 1% en 2024, en parte por el efecto del Fenómeno de El Niño a comienzos del año. Para el sector de minas y canteras, anticipamos un crecimiento casi nulo de 0,3%, como consecuencia de una declinación natural en los campos petroleros más antiguos y un descenso en los precios internacionales y en los incentivos sobre la producción de carbón.

Gráfico 9

CREDIT DEFAULT SWAP (CDS) A 5 AÑOS POR PAÍSES DE LA REGIÓN

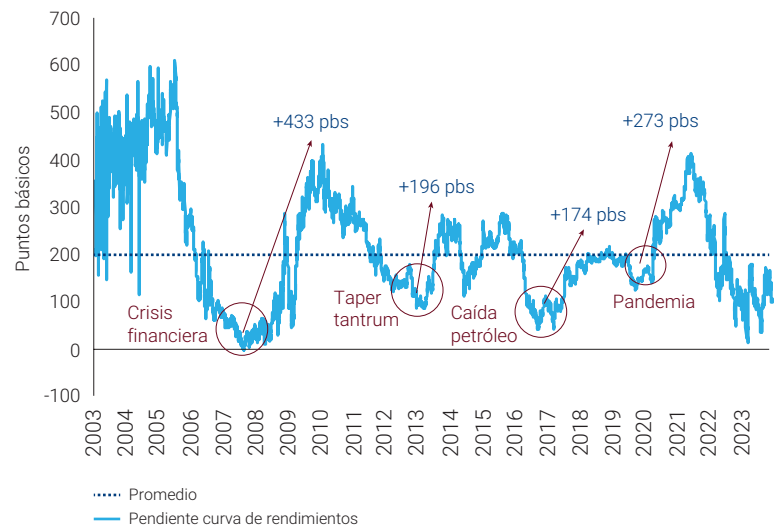


* Datos a la cuarta semana de noviembre de 2023.

Fuente: Refinitiv Eikon.

Gráfico 10

PENDIENTE 2 - 10 AÑOS DE LA CURVA TES TASA FIJA CERO CUPÓN

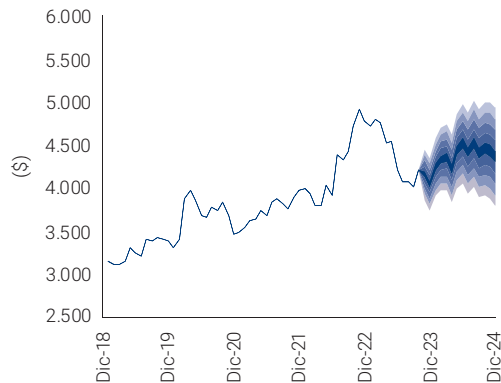


* Datos a la cuarta semana de noviembre de 2023.

Cálculos Corficolombiana.

Fuente: Precia.

Gráfico 11
PRONÓSTICO USDCOP



Proyecciones Corfi Colombiana.
Fuente: BanRep.

El sector de obras civiles, que estimamos cierre con una caída anual de 14% en 2023, debería mostrar un cambio de tendencia, con una expansión de 1,5% el próximo año. La desaceleración de los costos de los insumos de la construcción y un alivio en materia de tasas de interés durante el segundo semestre de 2024 deberían servir de impulso al sector, además del inicio de la construcción de seis obras de carreteras y un proyecto fluvial de las concesiones 5G, con una inversión por 1,3 billones de pesos. A esto se le suma el proyecto de la Primera Línea del Metro de Bogotá por 1,8 billones de pesos y del Metro de Medellín por 0,5 billones. No obstante, el incumplimiento del cronograma de ejecución de los proyectos, la mayor presión de costos, por choques externos adicionales, y unas tasas de interés elevadas por un periodo más largo de lo anticipado, representan riesgos a la baja para nuestro pronóstico.

En materia de edificaciones nuestras estimaciones son pesimistas y apuntan a una contracción de 4,7% en 2024, como consecuencia de la persistencia de niveles elevados de los costos financieros y de insumos, y la disminución en el estímulo de política de vivienda. Para la industria también estimamos cifras en rojo con una contracción anual de 3,3%, como resultado de una caída en la producción real de alimentos y bebidas asociados a un consumo poco dinámico por parte de los hogares. Por el lado de la producción de metalúrgicos, las caídas que prevemos en edificaciones y obras civiles anticipan un descenso en la producción de acero y hierro. Por su parte, el estancamiento en la producción de crudo restará dinamismo al sector de refinación de petróleo.

El comercio también continuaría con su racha de cifras negativas. Proyectamos una contracción del sector de 2,4% como resultado del deterioro del mercado laboral y un débil consumo privado. Lo anterior implicaría una extensión del ajuste en el gasto de bienes durables y semidurables, el grupo que se ha visto más afectado en la actual coyuntura (Gráfico 12).

Los rubros de servicios, que han ganado participación en la economía y ahora dan cuenta del 46% del PIB, como administración pública, actividades profesionales, entretenimiento, actividades inmobiliarias

Gráfico 12

PROYECCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB POR SECTORES EN 2023 Y 2024



Cálculos Corficolombiana.

Fuente: DANE.

y financieras, mantendrán en 2024 un mayor dinamismo que el resto de la economía, pero igual exhibirán menores tasas de crecimiento (Gráfico 13). Para la mayoría de los sectores que vemos en terreno negativo, anticipamos una ligera mejoría hacia finales del 2024, cuando buena parte del ajuste macroeconómico haya quedado atrás. Una vez se conquiste el puerto de montaña, y la inflación y las tasas estén en claro descenso, los sectores más expuestos a la ciclicidad del gasto de los hogares verían una mejora en sus indicadores.

El deterioro de dichos sectores, y de la economía en general, durante la primera parte del próximo año también dependerá de la capacidad del Gobierno de reaccionar a las malas cifras y de tender puentes con el sector privado. Muchas de las apuestas del Gobierno en materia económica buscan un relacionamiento directo con comunidades, a través de esquemas Público-Populares, de alcance limitado. Los subsidios y transferencias monetarias servirán como paliativo a una economía en ajuste, pero poco efecto tendrán a la hora de reactivar los sectores productivos más afectados. El énfasis en la inversión

con recursos del Gobierno será importante, pero bajo el entendido de que la capacidad de ejecución pública es limitada, y que en muchos sectores de la economía lo estatal no puede reemplazar a la actividad privada.

Gráfico 13

BRECHA DEL ISE FRENTE A LA TENDENCIA PREPANDEMIA



* Para el crecimiento tendencia pre-pandemia, se toma el avance promedio 2015-2019.

Cálculos Corfi Colombiana.

Fuente: DANE.

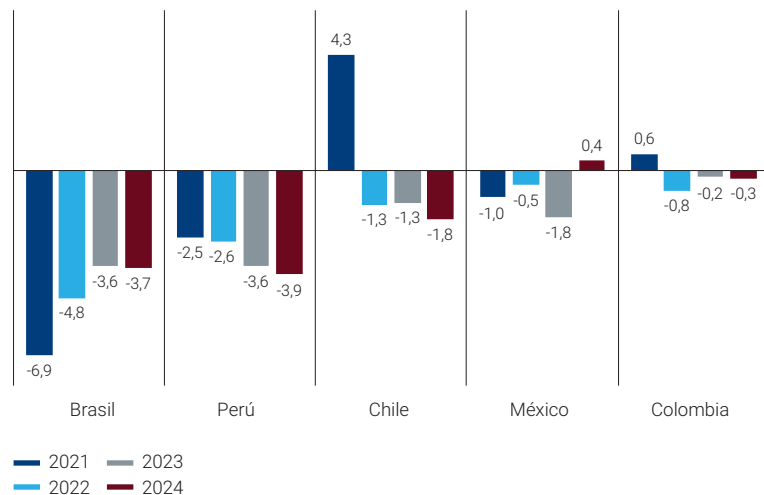
El Gobierno debe además resistir la tentación de descuadernar las finanzas públicas en el objetivo, iluso, de rescatar la economía. Colombia exhibe un gasto público alto y similar a los niveles de pre-pandemia, como si en lo fiscal el país estuviera viviendo síntomas de COVID permanente (Gráfico 14). El gasto sin intereses y sin incluir el subsidio a los combustibles programado para 2024 es de 19,5% del PIB, muy similar al máximo de 20,3% observado durante la pandemia. Con el déficit fiscal programado para el año entrante de 4,5% del PIB, al límite de lo permitido por la Regla Fiscal, y uno de los más altos de la región, los mercados financieros seguirán atentos a cualquier desarrollo en materia de finanzas públicas.

El país ha visto en los últimos meses un descenso en la prima de riesgo, lo que ha permitido un retroceso de las tasas de interés de largo plazo. Un resultado fiscal más adverso podría no solo llevar a un pronunciamiento negativo de alguna de las calificadoras de riesgo, sino a que las primas y tasas de interés de largo plazo retornen a los altos niveles observados a finales de 2022.

Otro aspecto donde el Gobierno jugará un papel decisivo es el relacionado con la agenda legislativa y regulatoria. Es difícil anticipar

Gráfico 14

REDUCCIÓN DEL GASTO PRIMARIO VS 2020*
(% del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook (octubre 2023).

cuál será el destino final de las reformas. Es probable que la reforma laboral no logre tener tracción suficiente y la reforma a la salud y pensional, de ser aprobadas, lo hagan con modificaciones sustanciales. Si el Gobierno es receptivo a las sugerencias técnicas, el tránsito de dichas reformas será más expedito y la concertación de los textos finales podría enviar una señal favorable a los inversionistas sobre la capacidad del ejecutivo de lograr acuerdos más amplios. El Gobierno también tiene un papel clave en materia de seguridad física, un tema de creciente preocupación para los ciudadanos y para las decisiones de inversión. Un caso similar ocurre con los temas regulatorios, donde la incertidumbre en algunos aspectos como aquellos relacionados con energía y gas, están generando un freno a la inversión.

Si el contexto externo es favorable y el país logra sortear buena parte de los retos de este último kilómetro del ajuste, en este mismo informe dentro de un año, estaremos hablando de una nueva etapa, más tranquila y menos demandante, para las familias y las empresas del país. Con la esperanza y los ojos puestos en dicha meta, avancemos en este último kilómetro.