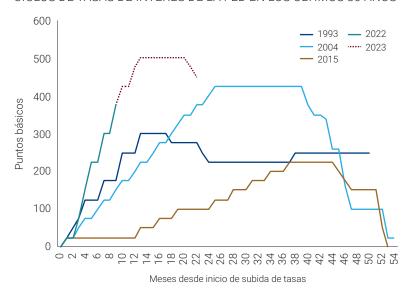
Resumen Ejecutivo: Todos por la Economía

Hace un año advertimos que las condiciones estaban dadas para una tormenta perfecta en materia inflacionaria durante 2022. Acertamos. Este año será recordado por el regreso de la inflación en la escena global, en particular en los países desarrollados que por varias décadas no habían tenido un choque económico similar. Hacedores de política, manejadores de portafolio, tomadores de decisiones del sector privado y millones de hogares en Estados Unidos y Europa se enfrentaron con poca experiencia a un aumento súbito y vertiginoso de los precios de los bienes y servicios de consumo. La guerra en Ucrania, que no estaba en nuestro radar hace un año, exacerbó la situación y continúa siendo una fuente preocupante de incertidumbre. La recuperación de la economía global impulsada por un fuerte rebote postpandemia se vio opacada por el aumento de precios, la respuesta de política monetaria con tasas al alza y el subsecuente endurecimiento de las condiciones financieras.

El año entrante luce retador por los coletazos del aumento de las tasas de interés en 2022 y una reducción en la liquidez global. El punto focal de 2023 será el acceso al crédito. Las perspectivas globales son poco halagüeñas en la medida que se anticipa una recesión en Europa y Estados Unidos. En este aspecto somos menos pesimistas que otros analistas y pensamos que la economía norteamericana puede lograr un aterrizaje suave, una maniobra que hace pocos meses parecía inviable. El mercado laboral en Estados Unidos está todavía lejos de un enfriamiento considerable y el nivel de endeudamiento de los hogares se mantiene muy por debajo de los últimos años, exceptuando el período de pandemia. Con esta relativa fortaleza estimamos que la Reserva Federal mantendrá una postura contractiva con una tasa de interés terminal por encima del 5% que se alcanzaría durante el primer trimestre de 2023 (Gráfico 1). En la medida que la economía y el mercado laboral se enfríe aún más, y que la inflación muestre una senda clara de descenso, se abrirá la puerta de recorte de tasas hacia finales del año, lo cual generaría un cambio en el sentimiento de los mercados financieros a finales del primer semestre.



Gráfico 1CICLOS DE TASAS DE INTERÉS DE LA FED EN LOS ÚLTIMOS 30 AÑOS



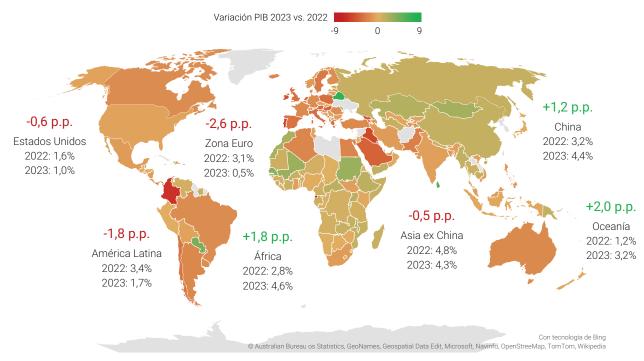
Fuente: Refinitiv Eikon y CME. Cálculos Corficolombiana.

Este relativo optimismo está condicionado y modulado por lo que pueda pasar con la economía de Europa en 2023. La disrupción económica causada por el conflicto militar en Ucrania ha sido evidente, pero los preparativos contingentes en materia de suministro de gas y un providencial clima más benévolo en lo corrido del invierno han cambiado el pesimismo extremo por uno moderado. No obstante, la guerra persiste. Y con ella la incertidumbre. El Fondo Monetario Internacional prevé que la Zona Euro crecerá apenas un 0,5% durante 2023 (Gráfico 2). Este pronóstico puede lucir conservador si se consideran las ramificaciones de un escalamiento en el conflicto o de una prolongación indefinida. No obstante, si se alcanza algún tipo de solución pacífica, los mercados financieros seguramente tendrán motivos de sobra para tener un mayor apetito por activos de riesgo.

China puede ser otra fuente de buenas noticias, en el entendido de que la actual coyuntura es sombría por cuenta de renovadas olas de contagio impulsadas por variantes más agresivas del COVID, una campaña de vacunación incompleta y una política de tolerancia cero, basada en la supresión y no mitigación de los casos. La cifra de crecimiento económico de dicho país decepcionará en 2022, pero es probable que sea superior a 4% el año entrante (Gráfico 3). Uno de los interrogantes







Fuente: FMI. Cálculos Corficolombiana. Dato Colombia: Estimación Corficolombiana.

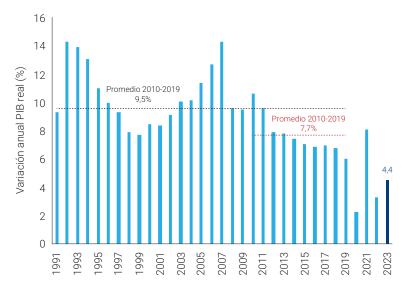
para la economía China en 2023 es si, una vez superado el virus, el Gobierno enfrentará atisbos de resistencia social reminiscentes de las drásticas medidas tomadas para controlar la pandemia.

Con este panorama incierto en muchas latitudes, Colombia entra en 2023 con una cifra envidiable de expansión en 2022: la mejoría en los términos de intercambio impulsada por el encarecimiento de las materias primas y el aumento de los flujos por remesas -en un contexto de recuperación económica global-contribuyeron notablemente en este aspecto. Sin embargo, también comienzan a manifestarse síntomas claros de desaceleración.

Los últimos datos disponibles son consistentes con nuestra proyección de crecimiento de 8% para este año. El crecimiento acumulado de Colombia entre 2019 y 2022 de 10,8% es el más alto de América Latina y el sexto del conjunto de países emergentes (Gráfico 4). En este informe analizamos dos escenarios de crecimiento doméstico

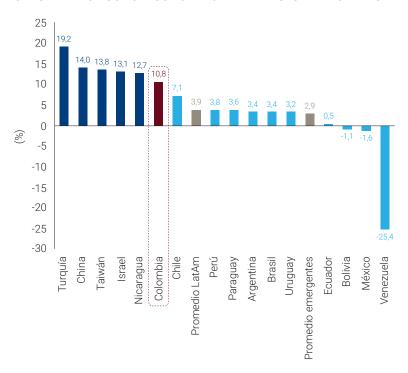


Gráfico 3CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB - CHINA



Fuente: FMI. Cálculos Corficolombiana.

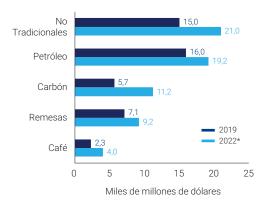
Gráfico 4CRECIMIENTO ECONÓMICO 2019-2022* EN PAÍSES EMERGENTES



^{*} Crecimiento acumulado desde 2019 hasta 2022. En azul celeste los países suramericanos. Fuente: World Economic Outlook, FMI (Octubre 2022).

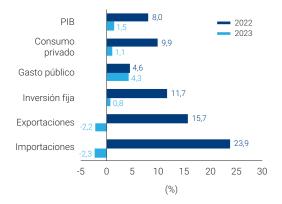


Gráfico 5REMESAS Y EXPORTACIONES DE PETRÓLEO Y CAFÉ



* Año móvil hasta septiembre 2022. Fuente: DANE y BanRep. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 6PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB POR EL LADO DE LA DEMANDA



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

en función de cómo se resuelva la incertidumbre global y local en varios frentes. En ambos casos, la cifra de crecimiento es superior al 1%, lo que nos pone del lado optimista frente a otros grupos de análisis y al propio Banco de la República, que prevé un 0,5%.

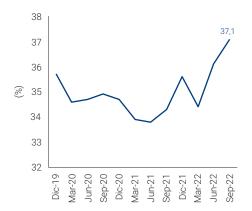
Nuestro pronóstico base de 1,5% tiene una interpretación optimista, si se tiene en cuenta la senda de expansión postpandemia de los últimos dos años. No obstante, advierte de las dificultades que enfrentarán los hogares, las empresas privadas y el sector público en medio del endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global, que en la esfera local se han amplificado por múltiples factores. La cifra de 1,5% es también consistente con un súbito freno del consumo de los hogares, el motor de la recuperación económica durante los últimos años, y del cual ya tenemos alertas tempranas de menor dinamismo. De una tasa de expansión de 9,9% en 2022, el gasto de las familias transitaría a un incremento mucho más modesto de 1,1% (Gráfico 6).

La inversión privada pasará de crecer a un ritmo anual de 11,7% en 2022 a uno de 0,8% en 2023 de acuerdo con nuestras proyecciones. Además de la elevada base estadística, el menor dinamismo del gasto privado en 2023 reflejará el deterioro en la confianza y el poder adquisitivo de los consumidores, evidenciando cada vez más el efecto de la alta inflación, la depreciación acumulada del peso colombiano y la mayor carga financiera de la deuda luego de varios meses de consumo apalancado a tasas de interés más altas (Gráfico 7). Lo anterior ocurrirá, también, por el debilitamiento del mercado laboral y del crédito de consumo, en medio de un menor ritmo en la entrada de remesas al país como resultado de la desaceleración de las economías de origen.

Ahora bien, no todos los factores irán en contra del consumo de los hogares en 2023. La política social del Gobierno implicará la transferencia de un monto históricamente alto en subsidios a población de ingresos bajos, en la medida que la mayor parte del recaudo de la reforma tributaria se destinaría a financiar dichos programas. Adicionalmente, es probable que el Gobierno encuentre recursos adicionales para destinar a gasto social, en un contexto en el que el recaudo viene dando sorpresas positivas gracias al crecimiento favorable de la economía

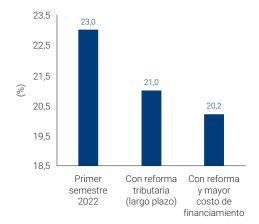


Gráfico 7CARGA FINANCIERA PROMEDIO
COLOMBIA



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

Gráfico 8TASA DE INVERSIÓN EN COLOMBIA (Inversión/PIB)



Fuente: Corficolombiana.

Por su parte, prevemos un año difícil para la inversión, en un contexto de mayor costo de uso del capital por efecto de la reforma tributaria y del aumento en la prima de riesgo, asociado a la fragilidad estructural de la economía colombiana y su abultado déficit externo, así como a la incertidumbre generada por anuncios de múltiples reformas económicas. El deterioro de la confianza inversionista puede postergar o incluso replantear las decisiones de inversión en Colombia.

Desde un enfoque sectorial, prevemos que todas las ramas de actividad productiva crecerán a tasas inferiores en 2023, con excepción del sector agropecuario. Con información a septiembre de 2022, se comienza a evidenciar un enfriamiento del dinamismo observado en el primer semestre en la mayoría de los sectores (Ver Tabla 1). La desaceleración esperada del consumo en 2023 impactará directamente el desempeño del comercio, hotelería y restaurantes y la producción industrial, y en consecuencia la provisión de servicios públicos, mientras la menor tasa de inversión se verá reflejada en un ritmo inferior de construcción de edificaciones, principalmente vivienda, e inclusive en una contracción del sector minero. En contraste, condiciones climáticas más favorables permitirán una recuperación de la producción agropecuaria, tras ser el único sector en contraerse en 2022 (Gráfico 9). Por último, el subsector de infraestructura también tendrá una aceleración en 2023, como resultado del inicio de obras de 6 proyectos 5G, la Primera Línea del Metro de Bogotá y el Metro Ligero de Medellín, y la mayor ejecución territorial, acorde con el último año de los gobiernos locales (Gráfico 10).

Esta desaceleración de la economía se dará en un contexto de alta inercia inflacionaria. Si bien hace un año advertimos de la confluencia de presiones alcistas en precios, también analizamos el rezago de los analistas y el mercado en incorporar a sus expectativas choques de precios. Esta vez no fue la excepción y nuestras propias proyecciones de inflación se quedaron cortas frente a la realidad. Para 2022 esperamos una inflación anual de cierre de 12,2%, igual a la cifra de octubre donde el 85% de los rubros que componen la canasta familiar tuvieron variaciones positivas (Gráfico 11). Esta cifra presionará al alza el incremento del salario mínimo para el próximo año, que estimamos será del 15%. La indexación de arriendos al 12%,



Tabla 1
TERMÓMETRO SECTORIAL CORFICOLOMBIANA*

	2020				2021							2022									
Sector	Mar-20	Abr-20	May-20	Dic-20	Ene-21	Feb-21	Mar-21	Abr-21	May-21	Jun-21	Sep-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22
Agropecuario																					
Minas y canteras																					
Obras civiles																					
Edificaciones																					
Industria																					
Comercio																					
Energía																					
Hotelería																					

^{*} Desviaciones estándar frente al promedio histórico. Fuente: Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 9OCEAN NIÑO INDEX (ONI) - OBSERVADO Y
PROYECTADO



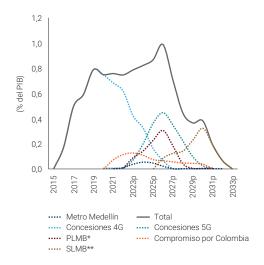
Fuente: NOAA. Elaboración: Corficolombiana.

que generará una resistencia a la baja durante 2023, el traspaso de la reciente depreciación del peso a los consumidores y el aumento de los precios de los bienes gravados en la reforma tributaria -por su condición de ultraprocesados o azucarados- mantendrá relevante el choque inflacionario en Colombia durante buena parte del próximo año, cuando en otras latitudes veamos correcciones a la baja.

El Gobierno anunció la desindexación de aproximadamente 200 bienes y servicios atados actualmente a incrementos del salario mínimo. En una primera instancia, por decreto, dichos bienes y servicios pasarían a estar atados a la Unidad de Valor Tributario (UVT), para luego quedar indexados a la inflación núcleo en una Ley, que sería la del Plan Nacional de Desarrollo. Esta medida es más que bienvenida, pero no eximirá al país de una segunda ronda inflacionaria si el aumento del salario mínimo en términos reales es amplio. Adicionalmente, ajustes adicionales a los precios de los combustibles, que son impopulares y tienen un costo político alto, añaden incertidumbre a las perspectivas de inflación en nuestro país. Nuestro escenario base, supone que a partir de enero y hasta mediados de año, veremos una disminución gradual de la inflación anual, que se mantendría por encima de 10%. La mayor desinflación se haría evidente en el segundo semestre, ante



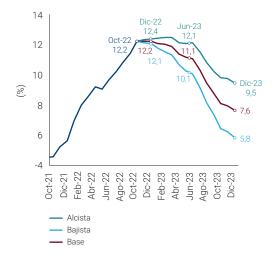
Gráfico 10EJECUCIÓN EN INFRAESTRUCTURA VIAL



- * PLMB: Primera Línea del Metro de Bogotá.
- ** SLMB: Segunda Línea del Metro de Bogotá. Fuente: DNP, ANI, GPI (Ministerio de Transporte). Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 11

INFLACIÓN OBSERVADA Y ESCENARIOS DE PROYECCIÓN



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

la moderación en los precios de alimentos y bienes, lo que sumado a una base estadística elevada hará que la inflación cierre 2023 en 7,6%. Si este pronóstico se materializa, Colombia tendrá la tasa de inflación más alta en 2023 de los países comparables en la región. Lo cual supondrá que el Banco de la República, después de llevar tu tasa de referencia a un 12% o un 12,5%, tendrá poco espacio para reducir tasas el próximo año (Gráfico 12). Dicha ventana de recorte de tasas solo se abriría si a nivel externo la combinación de crecimiento e inflación le permiten a los Bancos Centrales de los países desarrollados, y en especial a la Reserva Federal de los Estados Unidos, reducir sus tasas en algún punto del segundo semestre del año entrante. Con base en nuestro análisis de la coyuntura externa y de la dinámica de precios a nivel local, estimamos que la tasa del Banco de la República cerrará 2023 en 8%.

En este contexto de menor crecimiento y persistencia de la inflación y de tasas, será improbable mantener las recientes ganancias del mercado laboral. Si bien la creación de empleo estuvo rezagada frente a la rápida recuperación de la actividad económica, la economía recuperó este año los puestos de trabajo que tenía antes de la pandemia. Con corte a septiembre de este año, se crearon 1,2 millones de empleos y la tasa de desempleo se ubicó por debajo del 11%. En adelante, anticipamos que la tasa de desempleo promedio para todo el año se reducirá desde 13.8% en 2021 a 11.1% en 2022.

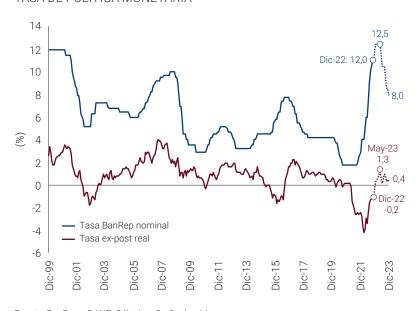
Las perspectivas para 2023 no son tan positivas, pues anticipamos un aumento de 0,8 p.p. en la tasa de desempleo promedio, a 11,9% (Gráfico 13)—. Además, el desempeño de la aun elevada tasa de informalidad dependerá en buena medida del aumento del salario mínimo y de si se concreta una reforma laboral. En este punto resulta crucial que el Gobierno de la mano del sector privado diseñe una reforma que proteja las posibilidades de empleo formal, y no solo a los trabajadores que hoy cuentan con uno.

Otra reforma anunciada y que será clave para la dinámica de la economía es la pensional. La propuesta conocida de crear un sistema de pilares, con un umbral de cuatro salarios mínimos para un régimen público de reparto, sería inconveniente para las finanzas públicas de



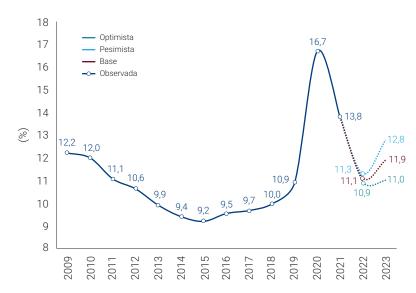
mediano y largo plazo y tendría un efecto adverso inmediato sobre el mercado de capitales doméstico. Esperamos que el Gobierno y el legislativo logren discutir una reforma pensional que termine con las actuales ineficiencias y los subsidios regresivos, sin comprometer la

Gráfico 12TASA DE POLÍTICA MONETARIA



Fuente: BanRep y DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 13TASA DE DESEMPLEO NACIONAL



Fuente: BanRep y DANE. Cálculos: Corficolombiana.

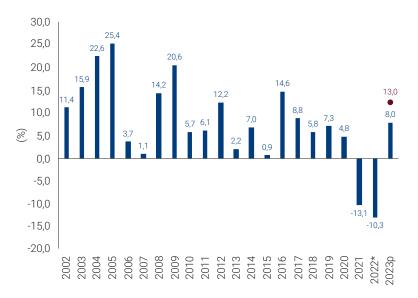


sostenibilidad fiscal del país y manteniendo el ahorro de los trabajadores. Una buena reforma en esta dimensión podría ayudar a esclarecer el panorama del mercado de renta fija local, que fue tan golpeado este año (Gráfico 14).

En dicho mercado vemos la posibilidad de una valorización bajo el supuesto de que las reformas no descarrilan el ahorro formal y la postura de la Reserva Federal de los Estados Unidos cambia hacia finales de 2023. En este escenario y después de alcanzar niveles superiores al 15% en casi toda la curva local de TES tasa fija en octubre de 2022, esperamos una tasa de 2 años ligeramente inferior al 10% y una tasa del título a 10 años cercana al 11,5%. No obstante, si las condiciones no son propicias y la incertidumbre de las reformas afecta el sentimiento de los inversionistas, podríamos ver las tasas de los TES en niveles superiores a los vistos en octubre pasado y superiores al 17% (Tabla 2). Este escenario sería claramente adverso para la economía y generaría un aumento significativo en el costo de financiamiento de los proyectos de inversión tanto públicos como privados.

Gráfico 14ÍNDICE DE DEUDA PÚBLICA CORFICOLOMBIANA (IDP)*

(Variación año corrido)



^{*} Datos hasta el 25 de noviembre de 2022. Fuente: BanRep y DANE. Cálculos: Corficolombiana.



Tabla 2ESTIMATIVOS DE TASAS DE RENDIMIENTO PARA LOS TES AL CIERRE DE 2023 (%)

	Esce	Escenario					
	A: La Fed baja tasas	B: La Fed no baja tasas					
TES a 2 años	9,9 - 10,5	14 - 15,5					
TES a 10 años	11,4 - 12,6	16 - 17,5					

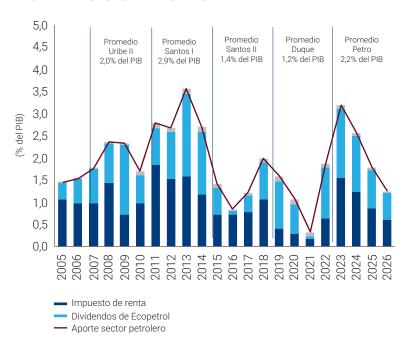
Proyecciones de Corficolombiana.

Para evitar este escenario es crucial que el Gobierno no solo evite la tentación de hacer una reforma pensional, que genere recursos hoy a costa de un pasivo pensional abultado en el futuro, sino que además modere sus planes de gasto con los recursos obtenidos por la reciente reforma tributaria. La reforma generará en 2023 un recaudo equivalente al 1,2% del PIB, pero de acuerdo con nuestros estimativos, los ingresos adicionales hacia 2026 se irán estacionando en un nivel más bajo y cercano al 1%. Con un perfil de recaudo decreciente, el Gobierno no debe generar una expansión permanente de gasto igual a sus ingresos adicionales, sino debe procurar mejorar su posición fiscal. Este esfuerzo debe ser incluso más exigente que el planteado por la Regla Fiscal. Es muy probable que las cuentas fiscales en 2023 sean consistentes con la Regla -en buena medida porque los aportes del sector de hidrocarburos a las finanzas públicas superarían el 3% del PIB, equiparando los mejores momentos del boom minero-energético de hace 10 años (Gráfico 15)-, pero el Gobierno debe mandar las señales adecuadas para que no sean los mercados financieros los que disciplinen dichas cuentas con tasas excesivamente altas.

Esta discusión del financiamiento público, y por obvias razones su efecto en el acceso a recursos para proyectos del sector privado, nos llevan a nuestra premisa inicial: todos tendremos que poner de nuestra parte para proteger la economía de nuestro país en 2023. Todos por la economía. El concepto puede parecer extraño porque la noción de economía parece ser foránea y ajena a las circunstancias de cada uno. No obstante, en lo particular y concreto, la economía no es otra cosa que la apuesta que todos los días hacemos para avanzar en nuestros proyectos de vida. El trabajo, la empresa o algún plan



Gráfico 15APORTE DEL SECTOR PETROLERO*

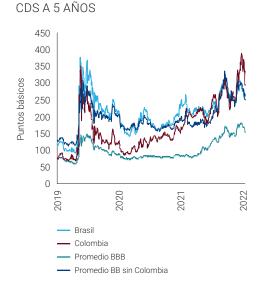


^{*} Incluye impuesto de renta, dividendos Ecopetrol y derechos económicos ANH. Fuente: MinHacienda, Ecopetrol. Cálculos Corficolombiana.

de inversión. Es la economía lo que le permite a cualquier Gobierno operar y hacer realidad sus planes.

El nuevo gobierno ha prometido un cambio, lo cual es sin lugar a duda bienvenido, en un país con tantos problemas estructurales, como el nuestro, atravesado por la desigualdad y la exclusión que genera un mercado laboral mayoritariamente informal. Este cambio, no obstante, no ocurre ni puede ocurrir en el vacío. La posibilidad de cambio está actualmente mediada por condiciones financieras más difíciles y primas de riesgo más altas (Gráfico 16), por lo cual el Gobierno debe reconciliar su agenda de reformas con una situación financiera más adversa, lo que implica modular sus expectativas de gasto social en procura de mayores eficiencias y de una agenda de proyectos transformadores, y no de solo transferencias sociales e iniciativas fragmentadas y montos pequeños de poco impacto. El sector privado, por su parte, debe jugar un papel activo en la búsqueda de motores de cambio, impulsando las iniciativas que hagan de Colombia un país más incluyente, pero sin dejar de reclamar condiciones más favo-

Gráfico 16



Fuente: Refinitiv Eikon.



rables para los proyectos de emprendimiento formal. El balance del próximo año estará en función de la capacidad que tengamos entre todos de alcanzar acuerdos y proteger la creación de riqueza con un carácter social transformador. Un año de todos por la economía.