

> I. INTRODUCCIÓN

Los retos para la economía colombiana tras el fenómeno del Covid-19 entre 2020 y 2022 han sido enormes. El aumento de la deuda, la pérdida del grado de inversión y la aceleración de la inflación - con el mayor incremento desde 1998- son elementos que sacudieron a empresas y hogares. A esto se suma el necesario, pero doloroso, incremento reciente en las tasas de interés que tiene por objeto reducir los desequilibrios macroeconómicos existentes.

La instauración del nuevo gobierno nacional el año pasado en nuestro país no ha contribuido sustancialmente a disminuir la incertidumbre. Si bien con un propósito redistributivo legítimo, la nueva administración ha tenido dificultades para unir visiones en un acuerdo político nacional. A las deficiencias iniciales en los mensajes relativos a la velocidad y alcance de la política de transición energética, se suman polémicas declaraciones que atañen a la institucionalidad

económica¹, lo que ha generado inseguridad. También ha sorprendido el sesgo “estadista” de varias de las propuestas económicas, en particular la reforma a la salud, y la dicotomía de la nueva administración frente al papel de los empresarios en la generación de riqueza. Si bien en el Plan de Desarrollo se establece que *“la creación de riqueza es absolutamente necesaria para que se pueda avanzar hacia una distribución adecuada del ingreso. Y en esta tarea, las dinámicas públicas y privadas son complementarias²”*, los empresarios se quejan de que *“la actitud del gobierno frente al sector privado no es la mejor³”*, hablan del debilitamiento del sector privado, así como de la falta de colaboración público-privada en los temas trascendentales para sacar adelante las transformaciones que requiere el país. Es deseable que con el tiempo estos temas se clarifiquen y se logren alcanzar acuerdos amplios sobre los diferentes asuntos de la agenda.

¹ Se destacan las relativas al control de capitales, la independencia del Banco de la República, la legitimidad del Comité Autónomo de la Regla Fiscal y la “renegociación” de TLC con Estados Unidos.

² Tomado del Plan Nacional de Desarrollo 2022-2026, Pág 27.

³ “El país es de todos, deben entender que los que no somos ellos tenemos algo que decir”: Bruce Mac Master, Presidente de la Andi. Recuperado de: <https://www.semana.com/economia/macroeconomia/articulo/el-pais-es-de-todos-deben-entender-que-los-que-no-somos-ellos-tenemos-algo-que-decir-bruce-mac-master-presidente-de-la-andi/202350/>

En medio de circunstancias internas con alta incertidumbre, el entorno económico global plantea retos y oportunidades. En lo que a los primeros se refiere, es innegable que en la última parte de 2023 vamos a ver una pérdida de dinamismo de la actividad económica en Estados Unidos generada por el alza de las tasas en los últimos meses, el endurecimiento de las políticas en la aprobación de crédito por parte de los bancos de ese país y la posibilidad de un retroceso aún mayor en el mercado inmobiliario. En Europa, el comportamiento esperado de la actividad es también retador, especialmente en lo relacionado con los altos niveles de inflación que todavía persisten en economías como la alemana, lo que aún genera expectativas de aumento de las tasas de interés o por lo menos de mantenerlas en los niveles actuales durante un periodo prolongado. Además, la desaceleración económica global -especialmente de China- ha reducido considerablemente el dinamismo de las exportaciones del

país germano. Para terminar, el caso de la potencia asiática es también complejo en la medida en que a los efectos de la guerra comercial con Estados Unidos se suman las persistentes dificultades en el sector inmobiliario y la pérdida de dinamismo del sector privado ante un gobierno central que desea recuperar espacios en la economía.

A pesar de las adversidades externas, el entorno para los países emergentes en 2024 también podría verse beneficiado por algunos vientos de cola. En cuanto a inversiones, se presenta un ambiente propicio para nuevos flujos de inversión directa provocados tanto por la desviación de recursos que se dirigen a las economías rusa y china, como por la preferencia manifiesta por parte de varios inversionistas de situarse en países democráticos y más cercanos a los centros de consumo occidental, lo que ha popularizado el término “*nearshoring*”⁴. En lo que a turismo mundial se refiere, a pesar de la

desaceleración que observamos, parece conservarse todavía una dinámica de crecimiento en países emergentes en atención a los bajos precios relativos para estos servicios en sus economías. Por último, la reducción de tasas de interés en la economía de los Estados Unidos, que debería iniciarse en la segunda mitad del 2024, contribuirá a reducir las presiones sobre el pago de intereses de la deuda en estos países.

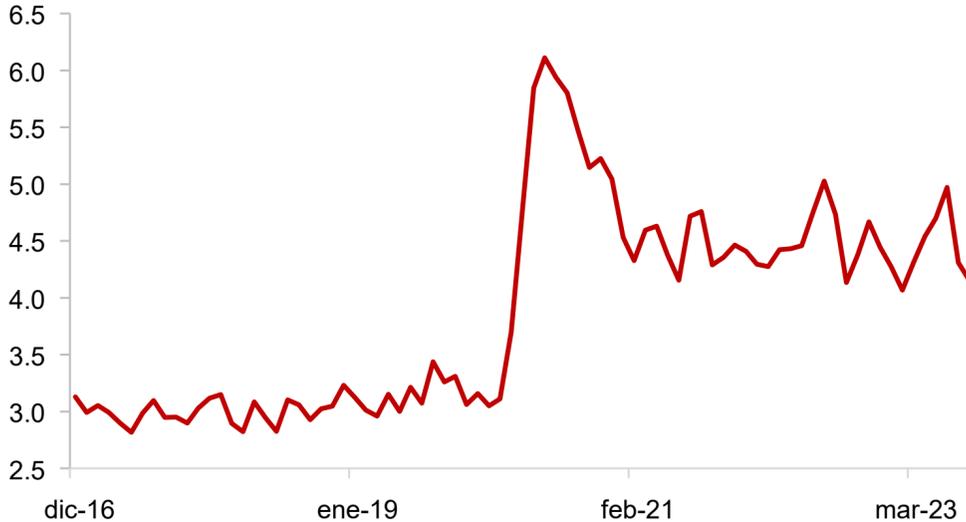
Finalmente, una de las características del mundo después de los eventos que se sucedieron a raíz del Covid-19 ha sido el incremento y la persistencia de altos niveles de incertidumbre. Aunque varios indicadores están disponibles para medir el fenómeno, a continuación presentamos dos de los más representativos: el primero es la encuesta de incertidumbre empresarial que realiza la FED de Atlanta en alianza con la Universidad de Stanford, en la que se entrevista mensualmente a 470 ejecutivos en los Estados Unidos y se les

pregunta sobre la distribución de las expectativas para los próximos doce meses de variables como el crecimiento del empleo y de las ventas. A cada valor (punto) seleccionado por la empresa le es asignada una probabilidad -subjetiva naturalmente-. Teniendo en cuenta la desviación de los resultados de cada empresa se construye un indicador agregado de la dispersión de los pronósticos. El segundo indicador es el Índice de Incertidumbre Mundial (WUI por sus siglas en inglés) que publica el Fondo Monetario Internacional (FMI) de manera trimestral y se estima con base en el número de citas de la palabra “incertidumbre” en reportes sobre países⁵.

⁴ El término nearshoring, en posición al de offshoring, hace referencia al mecanismo por el cual una empresa transfiere sus procesos de negocio o de tecnología a terceros países ubicados cerca al país contratante, generalmente en aquellos que comparten fronteras o tienen el mismo huso horario. En el caso del offshoring la consideración para escoger la ubicación es simplemente la de reducir costos independientemente de su ubicación geográfica. Esta definición está inspirada en la que se encuentra en <https://www.nextu.com/blog/que-es-el-nearshoring-y-por-que-es-importante-para-america-latina-rc22/>

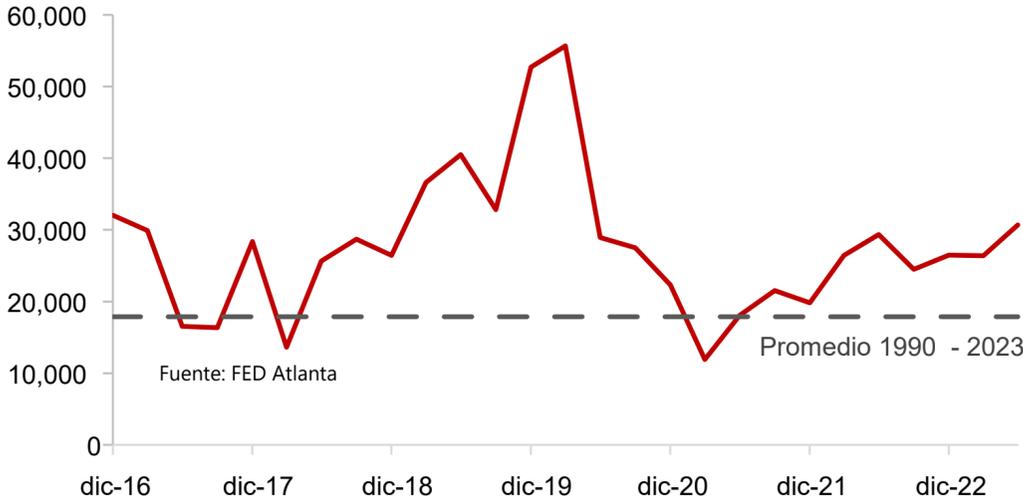
⁵ En particular se utilizan los reportes de país generados por The Economist Intelligence Unit.

EE.UU: Incertidumbre en el crecimiento de las ventas



Fuente: FED Atlanta

Incertidumbre mundial Índice*



*Índice ponderado por el PIB de cada país
Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI). Corte: Junio 2023

En el caso del índice para los EE.UU. se puede observar que la varianza en la expectativa de ventas a doce meses aumentó significativamente después de la pandemia. Lo que más llama la atención es que después de pasados más de tres años estos niveles de incertidumbre no han cedido. En el caso del Índice del FMI es interesante destacar cómo la incertidumbre alcanzó su nivel más alto de la historia durante los primeros meses de la pandemia y si bien retrocedió de forma importante hasta marzo de 2021, situándose por debajo de su promedio histórico, el indicador ha vuelto a alcanzar niveles sólo superados en otras cuatro ocasiones en los últimos 33 años. Algunas hipótesis de por qué la incertidumbre aumentó y se mantiene alta son:

a. A raíz de la pandemia se implementaron políticas monetarias y fiscales expansivas en la mayor parte de países, las cuales tuvieron que revertirse rápidamente en atención a que los niveles de demanda se normalizaron mucho más rápido de lo planeado, con lo cual los niveles de inflación se elevaron considerablemente. En medio de la pandemia algunos países registraron burbujas en los precios de los activos -especialmente en acciones y finca raíz-. Ante la normalización de las políticas expansivas se han presentado correcciones importantes en los precios de estos activos, generando impactos adversos en la riqueza de los hogares. Por otro lado, en muchos países la expansión fiscal durante estos años ha llevado a niveles insostenibles a la deuda pública.

b) En los últimos años los hábitos de ahorro y consumo de los hogares cambiaron significativamente. El trabajo en casa, en alguna de sus modalidades, es parte de la cotidianidad, así como las compras virtuales, lo que ha generado severos ajustes en la ubicación geográfica de los centros de consumo y disfrute de los servicios. La educación virtual, incluso transnacional, ha generado fuerte competencia a los establecimientos tradicionales.

c) A los cambios estructurales originados por la pandemia se suman las acciones de los gobiernos y de las empresas para generar transiciones hacia sociedades con menor emisión de carbono, lo que a su vez está propiciando el marchitamiento de ciertos productos e industrias, como la producción de plásticos. En contraposición, se observa el surgimiento de industrias y productos eventualmente más sostenibles. La preservación de áreas forestales, la diversificación de fuentes

de energía hacia aquellas no convencionales y la orientación de la producción a vehículos eléctricos ha generado importantes aumentos en las estructuras de precios de insumos como el litio o la madera.

d. La guerra comercial entre Estados Unidos y China, así como la invasión de Rusia a Ucrania están generando cambios importantes en términos de diversificación geográfica de los diferentes eslabones de las cadenas productivas. Algunos países -como México- se han visto altamente favorecidos por estos cambios. Como parte de esta guerra, EE.UU. está otorgando incentivos fiscales en industrias como las de semiconductores, computación, procesamiento de información y comunicaciones, los cuales están produciendo aumentos considerables en los niveles de rentabilidad. Esta situación contrasta con las caídas de estos indicadores en sectores tradicionales de la industria, el sector productor de combustibles fósiles e incluso la banca.

e. Además de lo anterior, se empiezan a sentir los efectos de tecnologías como la inteligencia artificial sobre muchos negocios en ámbitos como la automatización de tareas repetitivas, el análisis de datos, el mejoramiento de procesos y el soporte virtual en la atención al cliente. Existe el temor de que el uso de estas tecnologías induzca una sustitución de trabajadores adicional a la que ya se ha venido dando desde hace varias décadas con la tendencia a la digitalización y que fue acelerada por la pandemia.

Una de las consecuencias prácticas de registrar la confluencia de todos estos elementos es, sin lugar a dudas, la merma en la capacidad de los economistas para hacer proyecciones. Un reflejo de esta situación es que los banqueros centrales deben recurrir constantemente a la expresión *“data dependent”*, que

significa “dependientes de la información económica” pues en algunos casos son tan pobres las proyecciones que las medidas de política económica varían considerablemente según lo que se observe con la publicación de la última información.

Las particularidades del caso colombiano: corrección parcial de los desequilibrios observados en 2022.

La economía colombiana evidenció en 2022 un fuerte desequilibrio macroeconómico relacionado con una política fiscal excesivamente laxa y un déficit fiscal alto y las complejidades de una economía caracterizada por la presencia de numerosos mecanismos de indexación de precios.

Parte de estos desequilibrios se generaron porque la respuesta de política de los países frente a la expansión de Covid-19 fue naturalmente contracíclica. La situación requería del aumento del gasto público para atender la emergencia que se presentaba en muchos frentes: a los requerimientos derivados de la emergencia sanitaria se sumaron los asociados a la emergencia social, ante la pérdida de empleo de muchos ciudadanos. Sin embargo, la llegada de las vacunas en 2021 y la recuperación de los niveles de movilidad pusieron de manifiesto la necesidad de limitar el alcance de la política fiscal a finales de ese año. Por esa época ya muchos países habían limitado los subsidios a la población en un intento de contener el creciente aumento de la deuda.

En el caso colombiano, los intentos para estabilizar la economía tanto en 2020⁶ como en 2021⁷ a través de decretos de emergencia o leyes fiscales fracasaron. Por otra parte, ante el temor por los efectos de ajustar el precio de la gasolina sobre el orden público, los precios al consumidor final del combustible se mantuvieron relativamente estables por un buen tiempo, lo que terminó generando presiones fiscales muy fuertes. Es así como durante 2021 y 2022 el gasto adicional necesario para atender el déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) ascendió a COP 3.6 billones y COP 18.2 billones, respectivamente.

⁶ El caso más evidente del fracaso en la estabilización fue el asociado a la creación del denominado Impuesto Solidario a través de un decreto bajo la emergencia económica. El decreto concentró el alza de impuestos en empleados públicos, lo que posteriormente causó su derogatoria por parte de la Corte Constitucional.

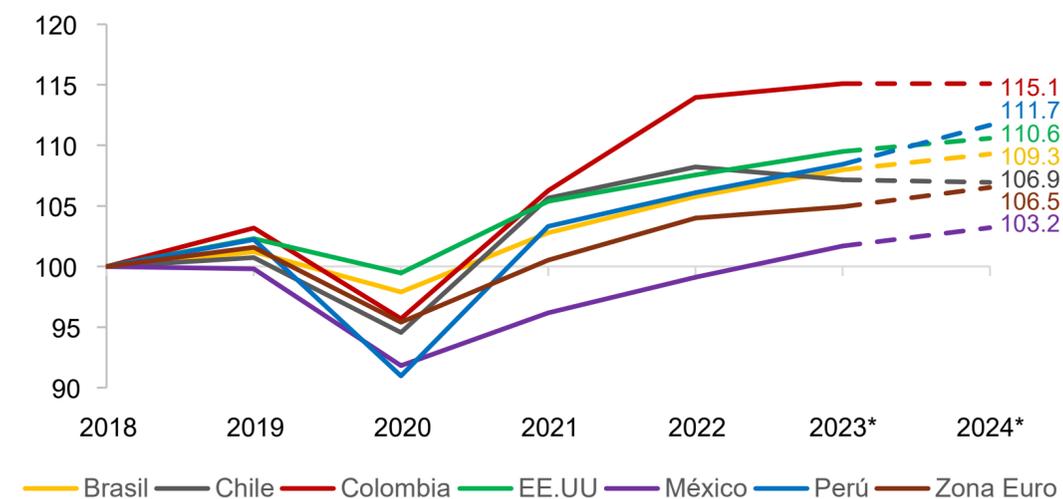
⁷ El intento de resolver el desequilibrio fiscal en este año estuvo asociado al proyecto de reforma tributaria que extendía el IVA a la canasta familiar y que mediante transferencias monetarias pretendía compensar la pérdida de poder adquisitivo de la población más pobre. La reforma fue retirada por el gobierno. El resultado final fue que en 2021 no se hizo prácticamente ajuste fiscal y que en 2022 este fuera bastante moderado.

Todas las medidas comentadas llevaron a que la expansión del gasto público en 2021 fuera muy elevada y que el déficit fiscal fuera muy cuantioso (vale la pena recordar que el incremento real anual en el gasto en ese año fue de 9.8%). Por su parte, los consumidores desahorraron buena parte de los recursos acumulados durante la pandemia, con lo cual el consumo de los hogares creció 14.5% en 2021 y 9.5% en 2022. La contrapartida fue un crecimiento anual de la economía de 11% en 2021 y 7.3% en 2022. No obstante, los síntomas de los desequilibrios empezaron a acumularse rápidamente: la inflación fue una de las más altas de América Latina -excluyendo países como Argentina o Venezuela, donde los bancos centrales emiten para financiar al gobierno- y el fuerte incremento del déficit en cuenta corriente.

Otro de los elementos que afecta la estabilización macroeconómica de Colombia es que a raíz de la inflación elevada observada en las décadas de los 80 y 90, los agentes económicos introdujeron mecanismos de indexación, es decir, mecanismos de reajuste automático de precios que hacen más difícil la reducción de la inflación. Un ejemplo de esto lo encontramos en la forma en que se definen los aumentos de los precios de los arriendos, matrículas en colegios privados, servicios públicos, tarifas de transporte, entre otros.

Es interesante mostrar cómo a pesar del menor crecimiento de la economía colombiana en 2023 los niveles de producto, comparados con otros países de América Latina, siguen siendo altos desde una perspectiva de largo plazo. En efecto, al construir un índice con base 2018=100 para comparar la evolución del PIB en varios países, encontramos que a pesar de la desaceleración económica observada en 2023 los niveles de producto de nuestro país resultan bastante más altos que los alcanzados en el resto. En consideración a lo anterior, el país requería un ajuste importante de su economía, hecho que se ha venido dando con la reducción del déficit fiscal, pero sobre todo, con el aumento de las tasas de interés por parte del Banco de la República. Ante esto la desaceleración era entonces inevitable.

**Producto Interno Bruto
Índice 100 = 2018**



* Proyecciones
Fuente: FMI y estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

“a pesar del menor crecimiento en 2023 los niveles de producto siguen siendo altos”

La economía y sus sectores

> Principales factores de riesgo

En esta sección incluimos una serie de factores que podrían afectar el devenir de la economía colombiana y mundial en los próximos meses



> II. PRINCIPALES FACTORES DE RIESGO PARA LA ECONOMÍA EN 2023

A continuación presentamos una serie de factores de riesgo⁸ que podrían afectar el devenir de la economía colombiana y mundial, haciendo énfasis en aquellos que podrían materializarse en los próximos dos años. Algunos de estos riesgos nos han venido acompañando desde hace un tiempo y son sin duda muy relevantes, como los efectos por el cambio climático o aquellos derivados de la mayor concentración del ingreso a nivel mundial; no obstante, trascienden el ámbito de análisis de este documento. Algunos otros temas, como los efectos económicos de la fragmentación política global que estamos observando en el mundo, ya fueron analizados en nuestra publicación del año pasado.

⁸Entendemos por factores de riesgo aquellos eventos cuya probabilidad de ocurrencia dependen de circunstancias difíciles de pronosticar y que pueden cambiar la senda de crecimiento en uno u otro sentido.

1. Deterioro de la situación económica en países desarrollados

Durante la primera mitad de 2023 fuimos testigos de cómo algunas instituciones bancarias en Estados Unidos aunque no exclusivamente en esa economía (recuérdese el colapso del Credit Suisse en marzo pasado), entraron en situación de quiebra y debieron ser intervenidas o fusionadas con otras entidades. En general, es natural que después de muchos años de tasas de interés bajas, incluso negativas en términos reales, un alza tan fuerte y generalizada de esta variable ponga en aprietos a algunas instituciones bancarias. A pesar de esto, y al menos en el caso particular de Estados Unidos, las autoridades han sido bastante tajantes en señalar que la salud del sistema es buena y que de existir problemas éstos se concentrarían, sobre todo, en algunas entidades sin efecto sistémico.

En el Recuadro 1 presentamos el emblemático caso del Silicon Valley Bank, entidad que colapsó en los primeros días de marzo, y que resulta ser particular en atención a que más del 55% de sus activos estaban representados por títulos de renta fija, no por crédito, lo que le produjo enormes pérdidas ante el incremento de las tasas de interés. Además, los montos promedio de los depósitos eran usualmente elevados, lo que hacía que el banco estuviera particularmente expuesto a una corrida bancaria. Como se discute en el siguiente recuadro, no se puede descartar que efectivamente bancos pequeños no supervisados por la FED y con concentraciones elevadas en crédito hipotecario puedan llegar a tener problemas, aunque sin riesgo sistémico evidente y con un cubrimiento relativamente satisfactorio por parte de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

CRISIS BANCARIA EN EE.UU.: ¿UN PROBLEMA AISLADO? RECUADRO 1

En marzo pasado tres bancos en Estados Unidos colapsaron uno tras otro, creando un efecto de pánico que no se vivía desde 2008. Además de la pérdida abrupta en la confianza de sus inversionistas y clientes, se identificaron otros patrones recurrentes en esta situación.

El caso más representativo⁹ durante todo el episodio fue el de Silicon Valley Bank (SVB), un banco comercial con sede en California y el más grande de Silicon Valley, la región tecnológica más importante de Estados Unidos. Los principales clientes de SVB eran empresas del sector de tecnología, especialmente empresas emergentes conocidas como *start-ups*. Es importante destacar que esta institución financiera tenía características muy atípicas frente a cualquier otra institución en el dominio de los Estados Unidos: cerca del 55% de sus activos estaba representado por títulos de renta

⁹ Los otros casos correspondieron a Silvergate Bank y Signature Bank, bancos regionales con una importante exposición al mercado de criptomonedas.

fija (bonos del Tesoro principalmente) y no por crédito como cabría esperar de un banco. El 8 de marzo, SVB anunció una venta por USD 2,250 millones de sus activos, especialmente del abultado portafolio de títulos. Si bien estos títulos son considerados los más seguros entre muchas opciones de inversión, han sido los más afectados en la coyuntura de aumentos en las tasas de interés.

El anuncio de SVB tenía como objetivo cubrir parte de esas pérdidas acumuladas; sin embargo, la decisión no solo implicaba materializar las pérdidas, sino incluso hacerlas mayores, afectando sus ya débiles reservas de liquidez. Al final del día, ante la creciente espiral de miedo entre inversionistas y depositantes, las acciones de SVB cayeron en un solo día más de 60% y los clientes retiraron masivamente sus fondos. El 10 de marzo, tras la inevitable quiebra de SVB, la Corporación Federal de Seguros de Depósitos de EE.UU. (FDIC por sus siglas en inglés) intervino y tomó control del banco.

Medidas de contención

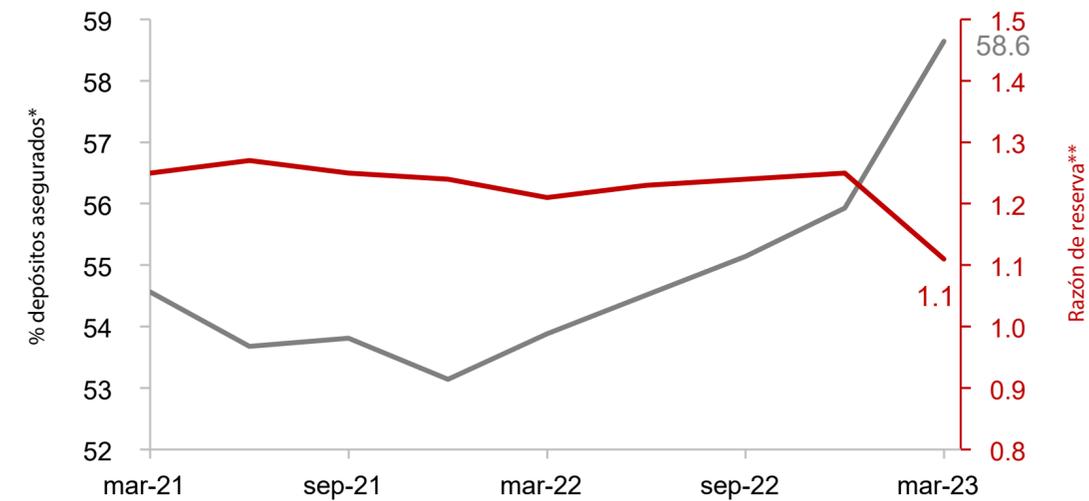
Desde su creación en 1935, la FDIC ha buscado mantener la estabilidad y la confianza en el sistema financiero estadounidense mediante la provisión de un seguro de depósitos. Para ello, se creó el Fondo de Seguro de Depósitos (DIF por sus siglas en inglés) cuyos objetivos son el aseguramiento y protección de los depositantes, y la liquidación de bancos quebrados.

A corte del primer trimestre de 2023, la gestión del DIF ha permitido asegurar un saldo de USD 10.5 billones¹⁰ en depósitos, lo que representa el 58.6% del saldo total en depósitos del sistema financiero. A su vez, la razón de reserva del fondo registró un nivel de 1.1, es decir, puede cubrir 1.1 veces los depósitos asegurados, nivel aceptable a pesar del estrés reciente que atravesó el sistema¹¹.

¹⁰ De acuerdo con la escala numérica en español, un billón equivale a 10¹², es decir, un millón de millones, lo que en países de habla inglesa equivale a un trillón.

¹¹ Es importante resaltar que el seguro cubre hasta USD 250,000 por cada cuenta, lo que dejaba al 94% de los clientes del SBV sin cobertura. Por lo tanto, los reguladores bancarios anunciaron el aseguramiento de la totalidad de los saldos de depósito del SBV con un fondo especial financiado con las tarifas cobradas a todas las entidades aseguradas por FDIC.

**Fondo de seguro de depósito - FDIC
Cobertura**



*Porcentaje del saldo total de depósitos.
**Balance del fondo como porcentaje de los depósitos asegurados.
Fuente: FDIC

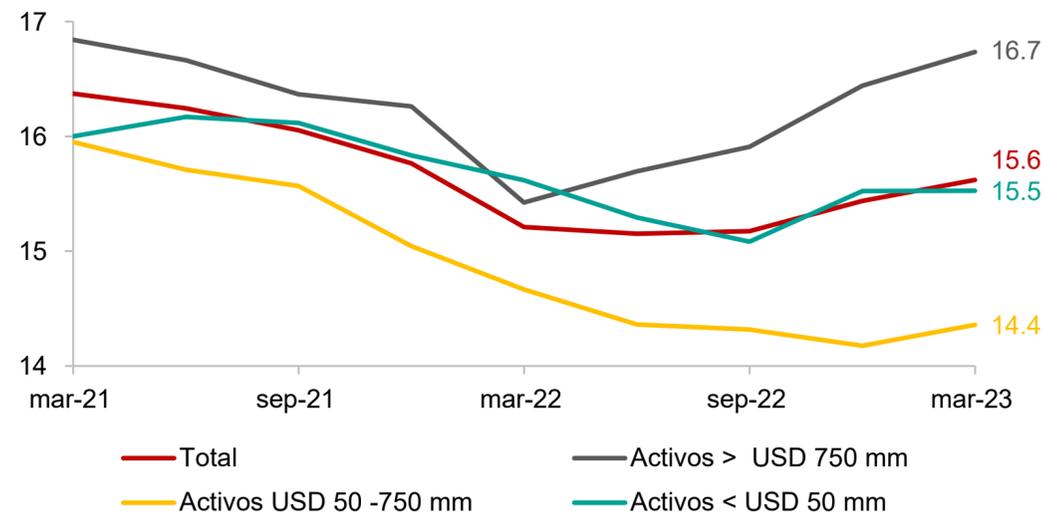
El 12 de marzo, la FDIC, la FED y el Departamento del Tesoro, lanzaron en conjunto el Programa Bancario de Financiación a Plazo (BTFP por sus siglas en inglés), a través del cual las entidades elegibles (bancos, corporaciones de ahorro, cooperativas y otras entidades depositarias) pueden acceder a préstamos con la FED a un plazo máximo de un año y cuenta con fondos disponibles de hasta USD 0.25 billones para otorgar liquidez al sistema bancario. Además, cuenta con el respaldo del Fondo de Estabilización Cambiaria (ESF por sus siglas en inglés) del Departamento del Tesoro que funciona como cuenta de reserva de emergencia para mitigar la inestabilidad en los mercados.

Salud del sistema

Un elemento importante para entender esta coyuntura es que la causa de la crisis se originó en la iliquidez y pérdida de confianza de los inversionistas en la capacidad de estos bancos para administrar los riesgos propios del negocio y no por una preocupación derivada del deterioro de la cartera de crédito o por bajos requerimientos de capital del sistema. De hecho, los requerimientos mínimos de cobertura de riesgo y nivel de capital se incrementaron por regulación desde la última crisis crediticia en 2008, así como el fortalecimiento de la gestión de activos y pasivos al interior de la mayoría de las entidades financieras.

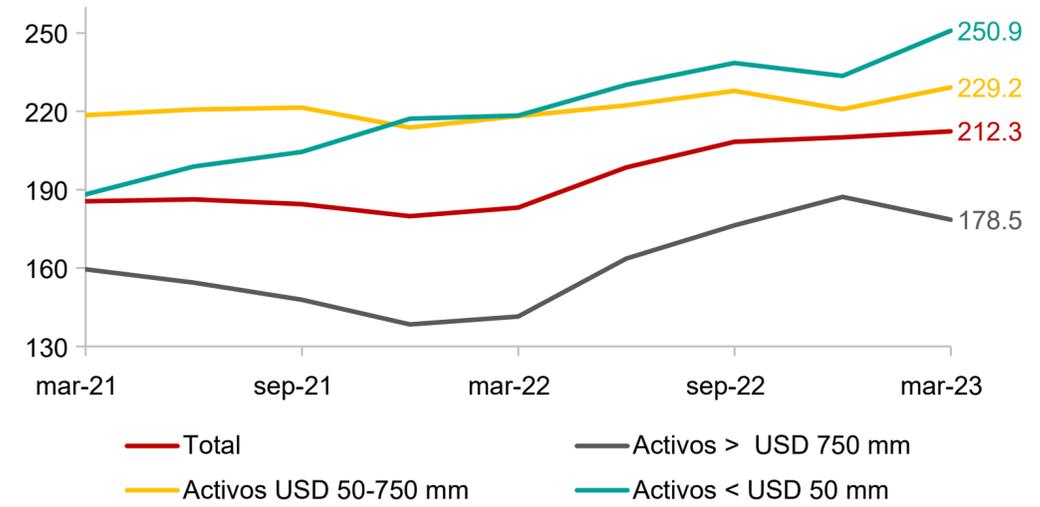
Algunos indicadores como la solvencia total y el indicador de cobertura muestran que, incluso al desagregar por tamaño de activos, las entidades financieras cuentan en la actualidad con los niveles de capital y provisiones necesarios para hacer frente ante los riesgos asociados a cambios en la liquidez, en las tasas de interés y en la pérdida de confianza.

Solvencia total*



* El mínimo regulatorio de solvencia es 8%. Sin embargo, para entidades con activos superiores a USD 750 mm, el mínimo requerido es de 9%.
Fuente: FED Nueva York

Indicador de cobertura Provisiones como % de cartera vencida



Fuente: Reserva Federal de Nueva York.

Cabe destacar que el sistema financiero de Estados Unidos cuenta con un sistema de regulación dual en el cual un banco es vigilado por el gobierno federal o por un estado, dependiendo de su tamaño e importancia sistémica. Los bancos regionales siguen la regulación dictada por el estado donde operan, mientras que los bancos vigilados a nivel federal siguen las exigencias de la Junta de la Reserva Federal (FRB por sus siglas en inglés) y la Oficina de Control de la Moneda (OCC por sus siglas en inglés).

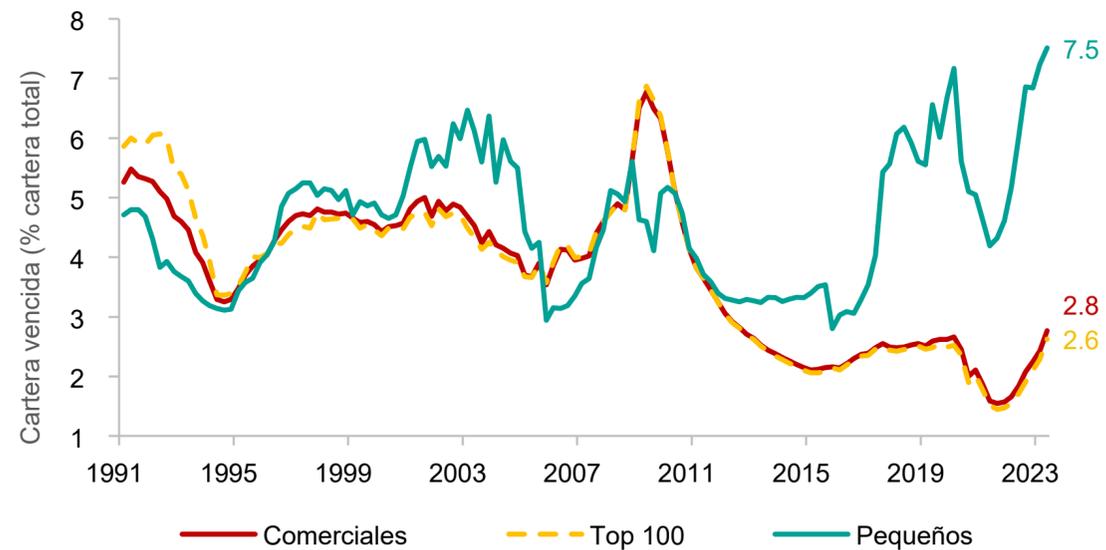
Existen diferencias importantes en las exigencias de los reguladores, especialmente en términos de requerimientos de capital y costo de fondeo, considerando que a los bancos más grandes la FRB y la OCC les exige niveles de capital y de fondeo alineados a los estándares de Basilea III. Por su parte, si bien las agencias estatales han venido implementando estos estándares recientemente, los niveles a cumplir por las entidades regionales siguen estando por debajo¹² de los exigidos a los bancos grandes.

En un panorama como el actual, en donde los riesgos de estabilidad del sistema financiero se materializan en medio de una postura de normalización monetaria que busca combatir la inflación, es posible que más entidades tengan efectos negativos en sus rentabilidades y los resultados de su operación, especialmente ante los recientes aumentos en la morosidad de los hogares, que para los bancos pequeños (por fuera del top 100), llegó a máximos históricos en el segundo trimestre del año en el segmento de tarjetas de crédito. Por lo anterior, no sorprende que el pasado 21 de agosto se hayan anunciado nuevas rebajas en la calificación crediticia de algunas entidades pequeñas y medianas ante mayores problemas de financiación debido a los aumentos en las tasas de interés, deterioros en la calidad de la cartera y el descenso de los depósitos¹³.

¹²En términos de solvencia, a las entidades grandes se les exige un mínimo de 9%, en contraste al 8% que deben cumplir las entidades regionales. En el caso del costo de fondeo, se debe cumplir para entidades grandes un coeficiente de fondeo estable de 100%. Las entidades regionales con fondeo superior a USD 50 mm deben cumplir con un indicador de 70%, mientras que las que se encuentran por debajo de este umbral no tienen que cumplir con el indicador.

¹³S&P rebaja calificación de varios bancos estadounidenses. Tomado de <https://dataifx.com/image/sp-rebaja-calificacion-de-varios-bancos-estadounidenses>.

**Tarjetas de crédito:
Calidad de cartera por tipo de banco**



Fuente: FED. Corte: junio 2023.

“A pesar de que los indicadores del sistema son robustos, no se descartan complicaciones en los próximos meses sobre todo en bancos regionales”

Por lo tanto, es importante que los reguladores mantengan los esfuerzos conjuntos para construir un sistema financiero resiliente y con bases cada vez más sólidas, no sólo mediante la provisión de liquidez sino también mediante la exigencia de cada vez mejores estándares de capital, reservas y gestión del libro bancario para las entidades de todos los tamaños y segmentos, que favorezcan su rol dentro de la generación de un crecimiento económico fuerte y sostenible. Y, de igual forma, que los bancos continúen fortaleciendo sus sistemas de administración de riesgos.

Bibliografía

- Basel Committee on Banking Supervision - Bank for International Settlements (2023). Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP). Assessment of Basel NSFR regulations - United States. July 2023.
- Deloitte (2020). Federal Reserve completes implementation of Basel Liquidity Framework through finalization of the Net Stable Funding Ratio Rule.
- Federal Deposit Insurance Corporation (2023). Quarterly Banking Profile. Volume 17, number 2.
- Gull, Zuhaib (2023). Tougher regulation threatens some regional banks' capital ratios. S&P Global Market Intelligence. July 13, 2023.
- Office of the Comptroller of the Currency (2021). OCC Bulletin 2021-9: Net Stable Funding Ratio: Final Rule. February 24, 2021.
- Pellerin, Sabrina (2022). Bank Capital Analysis Semiannual Update. Federal Reserve Bank of Kansas City.

FIN DEL RECUADRO

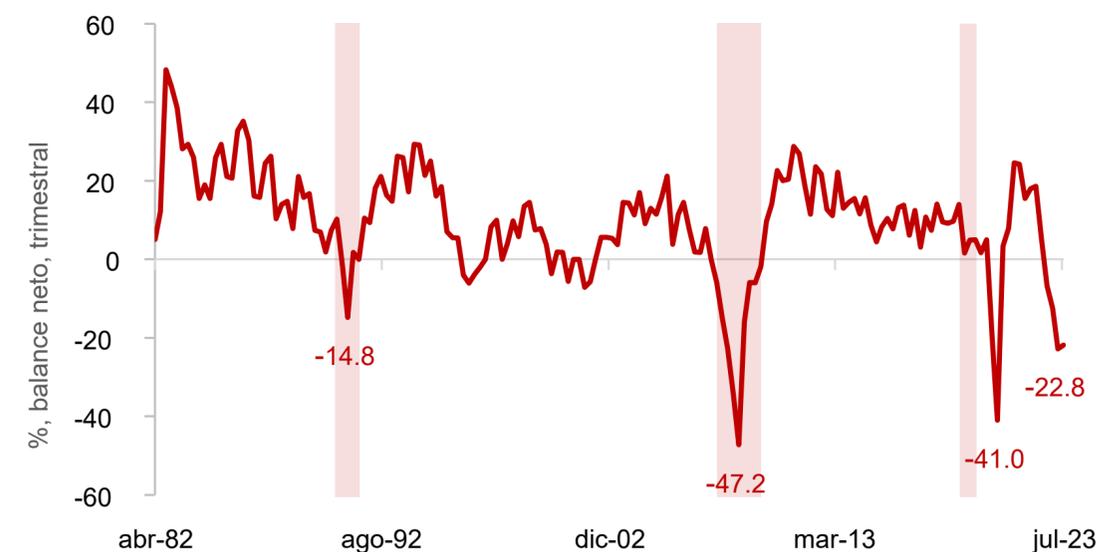
2. Posibilidades de recesión en los Estados Unidos.

A pesar de la aparente moderación del crecimiento económico mundial en el segundo trimestre del año, el crecimiento del PIB de los Estados Unidos conservó un buen comportamiento en este mismo periodo y se espera que en el tercer trimestre se haya acelerado en forma significativa. Aún así, la preocupación por el crecimiento de la mayor economía del mundo es grande: el FMI, por ejemplo, proyecta un crecimiento del 1% para el 2024 después del crecimiento estimado del 1.8% en 2023.

El menor crecimiento en 2024 estaría sustentado en varios elementos. En primer lugar, está el tema del mercado hipotecario: a junio pasado los precios de la vivienda usada, de acuerdo con el indicador Case-Shiller, registraron una variación negativa cercana al -1.8%, tasa que no se observaba desde mayo del 2012. Naturalmente la caída de los precios está asociada a un aumento de la oferta de vivienda -dados los altos precios observados en los dos años anteriores- y a la fuerte disminución en la demanda como resultado de las altas tasas de interés. De otra parte, las preocupaciones sobre el crecimiento de EE.UU. se originan en el aumento de las tasas

de interés en general, que deteriora la calidad de la cartera, y en las políticas de endurecimiento en el otorgamiento de crédito que han sido especialmente fuertes en los últimos meses. Es importante señalar que históricamente varias recesiones en esa economía han estado asociadas a la menor disposición a otorgar crédito por parte del sector financiero.

EE.UU.: Bancos dispuestos a incrementar desembolsos de crédito de consumo



Fuente: FED St. Louis, FRED

3. Desaceleración en la economía China.

Después del estallido de la crisis del sector inmobiliario en China hace dos años, este permanece en una situación precaria y podría agudizarse en los próximos meses. En agosto pasado, el desarrollador más grande del país, Country Garden, incumplió en sus pagos de deuda externa y otras empresas del sector tuvieron problemas. El gobierno chino ha sido renuente a apoyar a las empresas de construcción residencial desde que en 2020, Evergrande, una de las compañías más apalancadas y más grandes del sector, incumplió con algunos de sus pagos. La crisis del sector inmobiliario se ha venido trasladando a algunas instituciones financieras, en particular compañías fiduciarias, que tradicionalmente habían sido fuente importante del financiamiento para los nuevos desarrollos inmobiliarios.

Además de las dificultades del sector hipotecario, no podemos sustraernos de los efectos que está teniendo la guerra comercial con Estados Unidos sobre la economía asiática. En agosto pasado, el gobierno de los Estados Unidos instauró un nuevo conjunto de medidas orientadas a prohibir

la transferencia de tecnología e inversión en un número limitado de empresas chinas relacionadas con computación, inteligencia artificial con fines militares y semiconductores avanzados. El objetivo de estas medidas es evitar que ese país pueda utilizar estos conocimientos para amenazar la seguridad nacional de los EE.UU.

Finalmente, la economía china parece estar afectada por dos elementos adicionales de corto plazo. En primer lugar, algunos analistas sugieren que debido a los constantes cierres de la actividad económica que se dieron en los últimos tres años por efecto de la aplicación de las políticas de cero tolerancia al Covid-19, los consumidores han perdido la confianza, disminuyendo su gasto y aumentando en forma excesiva su ahorro. Estos analistas sugieren que, en la medida que la economía no vuelva a sufrir este tipo de cierres, la confianza y el consumo de los hogares retornarán. Por otra parte, la pérdida de dinamismo se está dando vía sus exportaciones tras los efectos de una menor demanda externa por sus productos. Este factor podría revertirse a medida que las tasas de interés bajen en los países desarrollados a partir de mediados de 2024.

ECOS DEL PASADO: CAMINOS PARALELOS DE CHINA Y JAPÓN RECUADRO 2

Con la irrupción de la pandemia del Covid-19 en 2020, China presentó una importante desaceleración de su crecimiento, un abultamiento de su deuda y un desapalancamiento del sector inmobiliario. La política de cero tolerancia al Covid-19, significó la imposición de restricciones estrictas en la movilidad de la población y afectó sensiblemente el crecimiento económico entre 2020 y 2022. Si bien las autoridades han implementado políticas fiscales para hacer frente a esta situación, no parecen estar generando los resultados esperados.

Debido al alto nivel de deuda pública y privada, la débil situación del mercado inmobiliario y otros factores como el envejecimiento poblacional, se ha llegado a comentar que China está experimentando una situación similar a la que

enfrentó Japón en los años noventa, cuando sufrió un fuerte desapalancamiento de su economía, caracterizado por bajo crecimiento, baja inflación, caída en los precios de los activos y estrés financiero, situación que fue denominada como una “recesión de balance general”.

Este tipo de fenómeno¹⁴ ocurre cuando a través de un alto endeudamiento se sostiene una fase prolongada de compras de activos con el consecuente aumento en sus precios. Una vez que el aumento en endeudamiento se vuelve insostenible, la demanda por activos cae al igual que sus precios. Las empresas y los hogares se enfrentan entonces a una situación compleja en la que el valor de sus activos cae pero no el valor de sus pasivos, para lo cual deben realizar un prolongado período de desapalancamiento que suele llevarse a cabo a través de una reducción en el consumo.

¹⁴En inglés se conoce como “Balance Sheet Recession” y fue acuñado por el economista Richard Koo (2014).

En presencia de una situación como la anterior, se generan varios fenómenos que suelen actuar de manera sincronizada. Por una parte, la política monetaria se vuelve relativamente ineficaz en la medida que las reducciones de tasa de interés no inducen necesariamente un aumento en el consumo o la inversión ante la necesidad que tienen los agentes de continuar el proceso de desapalancamiento. La política fiscal se vuelve relevante para evitar un deterioro mayor en la economía y una mayor desvalorización en los precios de los activos. Por otra parte, la mayor necesidad de ahorro hace que el consumo y la inversión disminuyan, con lo cual la inflación suele ser baja o incluso negativa. Esta situación es más compleja porque, por sí misma, una inflación negativa se constituye en un incentivo para que los agentes aplacen aún más el consumo a sabiendas de que los precios van a bajar, lo que deteriora aún más las perspectivas de crecimiento. Este proceso puede durar muchos años tal como ha ocurrido en Japón a partir de los años noventa¹⁵.

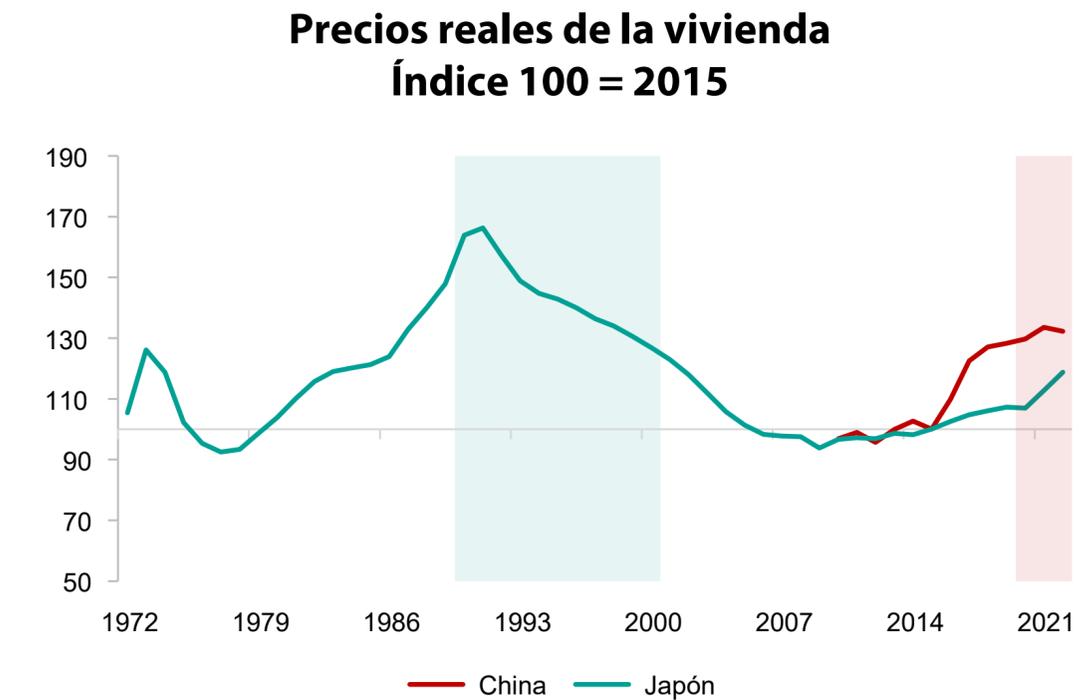
¹⁵Richard Koo (2014) sugiere que aún después de eliminar el sobre endeudamiento se puede producir un bloqueo psicológico a endeudarse por parte de muchos agentes tal como ocurrió en los Estados Unidos después de la gran depresión.

Si bien el debate sobre el diagnóstico de la economía china está abierto, hay elementos comparables entre los dos países que hacen sonar las alarmas sobre la necesidad de un mayor estímulo fiscal en China. Sin embargo, al hacer la comparación también hay importantes diferencias, algunas de las cuales juegan a favor de China y que pueden ayudarle a evitar la situación de Japón. Revisemos entonces los detalles.

¿En qué se parece la China actual con el Japón de los 90s?

En términos económicos, hay al menos cuatro grandes similitudes entre la actual China y Japón de los años noventa. China, al igual que el Japón de esa época, ha experimentado un importante desarrollo económico que la ha llevado a ser actualmente la segunda economía más grande del mundo, sobrepasando al Japón que fue la segunda economía más grande entre 1968 y 2010. Debido a estos crecimientos significativos, los precios de los activos también presentaron importantes valorizaciones y las entidades tanto públicas como privadas empezaron a acumular deudas para financiar su creciente gasto.

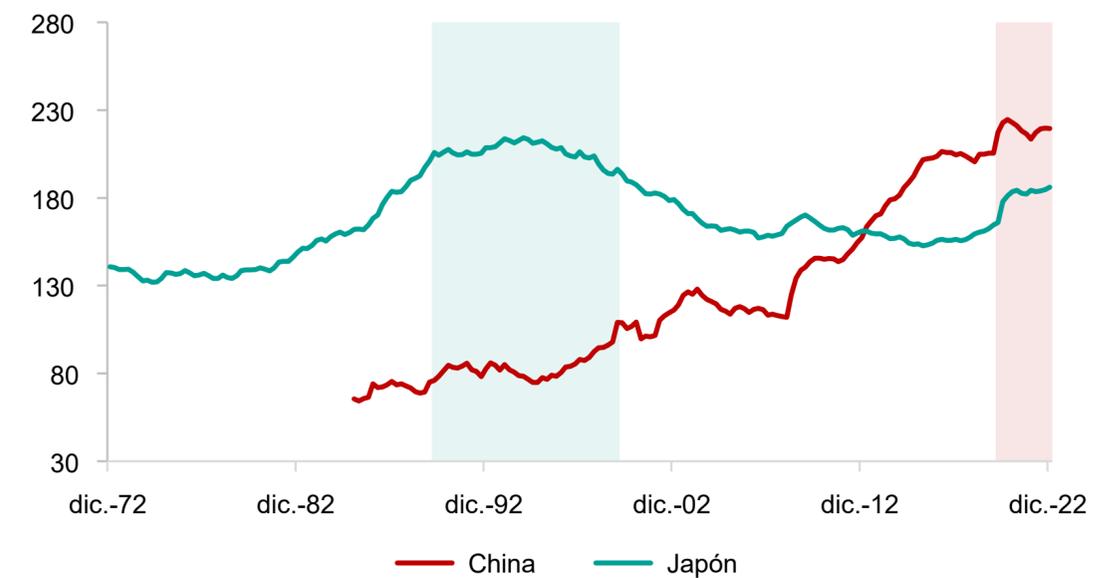
Como se puede ver en el siguiente gráfico, el sector inmobiliario en ambos países presentó un importante desarrollo con la consolidación del proceso de urbanización durante los períodos de comparación, el cual desembocó en un aumento significativo de los precios de las viviendas. Según algunos analistas, tal como sucedió con la burbuja inmobiliaria de Japón de finales de los ochenta, la corrección que inició en 2021 en el sector inmobiliario de China no es inducida únicamente por cambios de la política pública sino por modificaciones entre la oferta y la demanda de vivienda, debido a diferentes factores como el alto endeudamiento del sector privado, el envejecimiento poblacional y la maduración del proceso de urbanización.



Fuente: OCDE, Housing Prices Indicators

El segundo elemento coincidente es el creciente aumento de la deuda privada. Según el Banco Internacional de Pagos (BIS por sus siglas en inglés), la tasa de crédito desembolsado al sector privado no financiero como proporción del PIB alcanzó 219.5% al finalizar 2022 en China, mientras que, en marzo de 1993, esta misma métrica llegó a 213.3% en Japón. En ambos casos, el endeudamiento es principalmente doméstico, por lo que el desapalancamiento recae sobre los hogares, las empresas y el sector público local.

**Crédito al sector privado no financiero
% PIB**



Fuente: BIS, Total Credit Statistics

El tercer elemento común es el envejecimiento de la población pues en ambos países sus tasas de crecimiento han disminuido sistemáticamente desde los años setenta, llegando incluso a ser negativa para Japón desde 2009 y para China en 2022. Esto conlleva a que la población mayor de 65 años tenga una participación más amplia en ambos países, en Japón llegó a ser 13.9% en 1993 y en China llegó a 13.7% en 2022, implicando cambios estructurales en diferentes aspectos como la demanda por bienes y servicios, la productividad y el ahorro disponible.

Finalmente, entre las similitudes se puede destacar el manejo de la política monetaria. Sobre el Japón de los noventa, varios autores han coincidido en que la política monetaria fue muy ortodoxa y no combatió de manera suficiente el proceso deflacionario que se presentó, permitiendo que la economía cayera en una dinámica perversa de baja inflación. En el caso de China, su Banco Central ha disminuido marginalmente sus

tasas de interés dejando, según algunos observadores, que las tasas de interés reales aumenten a niveles que son contractivos para la economía. Además, la inclusión de la expectativa de un renminbi “estable” en el comunicado de prensa de la reunión del Politburó¹⁶ de julio pasado hace pensar que el Banco Central de China no estaría muy dispuesto a realizar una expansión monetaria amplia, tal como lo hizo el Banco del Japón en los noventa.

¿Cuáles son las diferencias entre la China actual y el Japón de los 90s?

Evidentemente entre la situación de China en la actualidad y Japón en los años noventa existen importantes diferencias que, en términos generales, pueden generar un contexto más retador en la toma de decisiones de política para China.

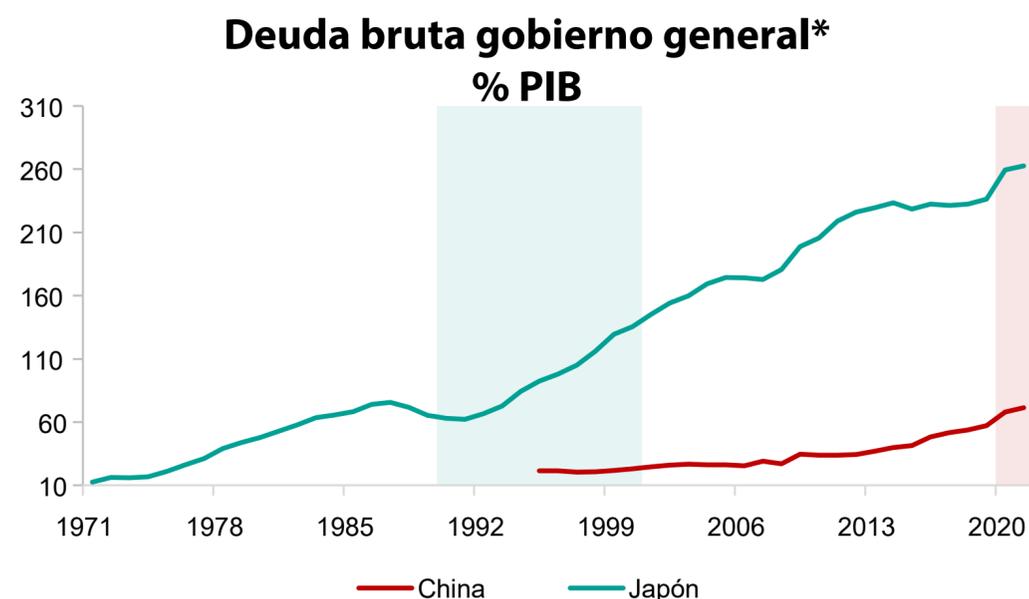
¹⁶El Politburó es el Comité Permanente del Buró Político del Comité Central del Partido Comunista de China que es el órgano clave en las decisiones de máximo nivel del Partido Comunista de China. Está integrado por 25 miembros elegidos por el Comité Central, el que a su vez es elegido cada cinco años por el Congreso Nacional del Partido.

La primera gran diferencia entre los dos países es su nivel de riqueza per cápita. Utilizando cifras expresadas en dólares estadounidenses constantes del 2015 y con fuente del Banco Mundial, en 2022, el PIB per cápita en China fue de USD 11,560, una cifra bastante inferior a los registros de Japón de USD 36,032 en 2022 e incluso de USD 28,422 en 1990. Tal como sugieren algunos analistas, China antes que volverse más rica se está envejeciendo y endeudando significativamente, lo que conlleva a mayores presiones fiscales debido a las brechas de ingresos que tiene la población más vulnerable para acceder a servicios de salud y a las pensiones.

La segunda diferencia es el contexto geopolítico que enfrentan los dos países, pues mientras que las disputas comerciales entre EE.UU. y Japón estuvieron enmarcadas en un contexto de dos países aliados política y militarmente, China es un claro rival de EE.UU. en términos políticos, militares y comerciales, lo que hace más complejas las relaciones entre los dos países. La creciente des-globalización observada en los últimos años y el mayor aislamiento establecido por EE.UU. a China para el acceso a tecnologías de punta es un contexto retador para promover el crecimiento y la expansión de China.

La tercera diferencia es la capacidad de estímulo fiscal. Al cierre de 2021, el nivel de deuda bruta del gobierno general de China llegó a representar 71.5% del PIB, pero esta cifra podría ser superior al 90% del PIB si se suman las deudas no reconocidas por las entidades territoriales. Por su parte, al inicio de la burbuja inmobiliaria japonesa en 1991, la deuda bruta del gobierno general de Japón era del 62.2% del PIB.

La deuda pública japonesa bruta había llegado a 145% del PIB diez años después y ha continuado abultándose después de la crisis financiera internacional de 2008 y la pandemia del Covid-19. El proceso de acumulación de endeudamiento público en China también se aceleró después de estos dos eventos, pero varios analistas consideran que China no tiene un espacio fiscal tan amplio para dar mayores estímulos fiscales en los próximos diez años. De esta realidad parece ser consciente el gobierno chino pues, en la reunión del Politburó de julio pasado, se mostró renuente a otorgar más estímulos a pesar de que reconoció los retos que está enfrentando el país.



*Gobierno general incluye gobierno central, gobiernos territoriales y sus agencias.
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

La cuarta diferencia la encontramos en la tasa de urbanización¹⁷, la cual para China, se ubicó en 63.5% en 2022, cifra inferior al 77.3% registrado por Japón en los años noventa. El menor porcentaje de urbanización implica que hay un mayor espacio de incremento en la productividad en la economía china derivado de la migración desde el área rural a

la urbana. En el sector inmobiliario, sugiere que puede haber un mayor espacio para la demanda de vivienda de las personas que actualmente están residiendo en ciudades pero que no hacen parte del programa de urbanización y de posibles nuevos migrantes.

Otra diferencia entre estos países es el tamaño del mercado interno chino, con un potencial de crecimiento mucho mayor que el de la economía japonesa, y el compromiso de su gobierno para fortalecerlo e interconectarlo, y de esa manera generar un desarrollo más robusto.

Finalmente, y probablemente la diferencia que nos permite pensar que China no seguirá el mismo camino de Japón, es el amplio control del gobierno chino sobre los precios de diferentes activos, entre esos la vivienda. Este marco

“ Evitar una japonización de China requiere reformas estructurales ”

¹⁷Porcentaje de la población que vive en zonas urbanas.

institucional de planificación central reduce las probabilidades de que China tenga una corrección súbita de su economía, pero también puede implicar que, en el diseño de la política, el gobierno esté dispuesto a convivir con sectores debilitados o incluso “zombies” (con empresas que generan pérdidas por años o décadas) sin darles una solución de fondo a sus problemáticas, convirtiéndose en lastres para el crecimiento económico del país. En este sentido, está en manos del gobierno chino evitar seguir el camino de Japón mediante la implementación de reformas estructurales que corrijan los actuales desequilibrios.

Bibliografía

Haibin Zhu, Grace Ng, Tingting Ge, Ji Yan (2 de agosto, 2023). China's Japanification risk: the good, bad and ugly. JP Morgan Asia Pacific Economic Research.

Johanna Chua (15 de agosto de 2023). China on Track for “Japanification” – A Comparative Analysis. Citi Research Viewpoint Asia Economics.

Koo, Richard (2014). Balance sheet recession is the reason for ‘secular stagnation’. Agosto de 2014. Recuperado de <https://cepr.org/voxeu/columns/balance-sheet-recession-reason-secular-stagnation>.

FIN DEL RECUADRO

4. Decisiones discrecionales del Estado frente a algunos macroproyectos en Colombia

Como es de público conocimiento, en Colombia la nueva administración nacional ha cuestionado algunos proyectos que venían siendo apoyados en administraciones pasadas. Por su envergadura y alcance, una decisión que suspenda o reestructure cualquiera de los siguientes proyectos podría modificar significativamente el desempeño sectorial, e incluso el PIB nacional, en 2024.

Tal vez el más emblemático de estos proyectos es la Primera Línea del Metro de Bogotá (PLMB), contratada en noviembre de 2019 por parte de la Empresa Metro de Bogotá con el consorcio chino Sociedad Metro Línea 1 con el fin de construir, suministrar los equipos y operar el Metro por un lapso de 20 años. Si bien en el Plan Nacional de Desarrollo no se hace mención a un cambio frente a este proyecto, el Gobierno Nacional ha manifestado su interés en cambiar algunos aspectos del proyecto como volver subterráneo uno de los

tramos que fue diseñado elevado. La discusión sobre la viabilidad de hacer estas modificaciones está fuera del alcance de este documento, pero es claro que pronunciamientos sobre el tema generan incertidumbre y preocupación, en especial sobre posibles demoras que podrían generarse en la entrega del proyecto y en el calendario de obras que se ejecutarían en 2024 y años siguientes.

Para medir el impacto en caso que se materialice un posible retraso o paralización de la PLMB basta con tener en cuenta que el valor de inversión de esta obra asciende a los COP 13 billones, de los cuales cerca de COP 5 billones corresponden al componente de obras civiles. A julio de 2023 se han ejecutado más de COP 2 billones (equivalentes al 15.9% del Capex), capital que ha permitido un avance físico del 24.7%¹⁸ tras los desarrollos en el patio taller en Bosa, el intercambiador vial de la calle 72 con Caracas, el puente entre la avenida 68 con Primero de Mayo, la compra de predios, el traslado de redes y la fabricación de los primeros trenes en China¹⁹.

¹⁸El avance físico corresponde al desarrollo del proyecto a través de la ejecución de las obras frente a su objetivo final, mientras que el avance financiero es el porcentaje de inversión total que se ha gastado en la ejecución del proyecto.

¹⁹Fuente: Empresa Metro de Bogotá.

De continuar así, según los cronogramas del Metro de Bogotá, al cierre de 2023 el avance físico debería ascender al 35% y en 2024 al 42%. Sin embargo, de concretarse una posible obstaculización a la continuidad de la PLMB como quedó contratada, estimamos que se dejarían de invertir cerca de COP 2.5 billones en 2024, lo que generaría un impacto negativo directo sobre el desempeño de la actividad de obras civiles en la ciudad y el país.

Otro de los proyectos que podría verse afectado por las posiciones de la administración nacional es el de explotación de carbón planteado por la compañía *Best Coal Company (BCC)*, filial de la multinacional turca Yildirim, quien cuenta con títulos de explotación de carbón en tres áreas ubicadas en el departamento de La Guajira. El proyecto de BCC incluye el desarrollo de una mina en cada una de estas áreas: Papayal y Cañaverales -minas a cielo abierto- y San Juan -mina subterránea-.

BCC ha concebido el proyecto como un ecosistema de exportación, por lo que plantearon la construcción de una línea férrea y un puerto con capacidad para exportar 35

millones de toneladas anuales. Las minas de Papayal y Cañaverales tendrían que iniciar operación en 2024, pero el proyecto está estancado por la falta de licencias ambientales. Con estas dos áreas el país estaría produciendo aproximadamente 4 millones de toneladas anuales adicionales, por lo que la producción se incrementaría cerca de un 7% en comparación con la registrada en 2022. Vale la pena resaltar que las inversiones ejecutadas superan ya los USD 45 millones.

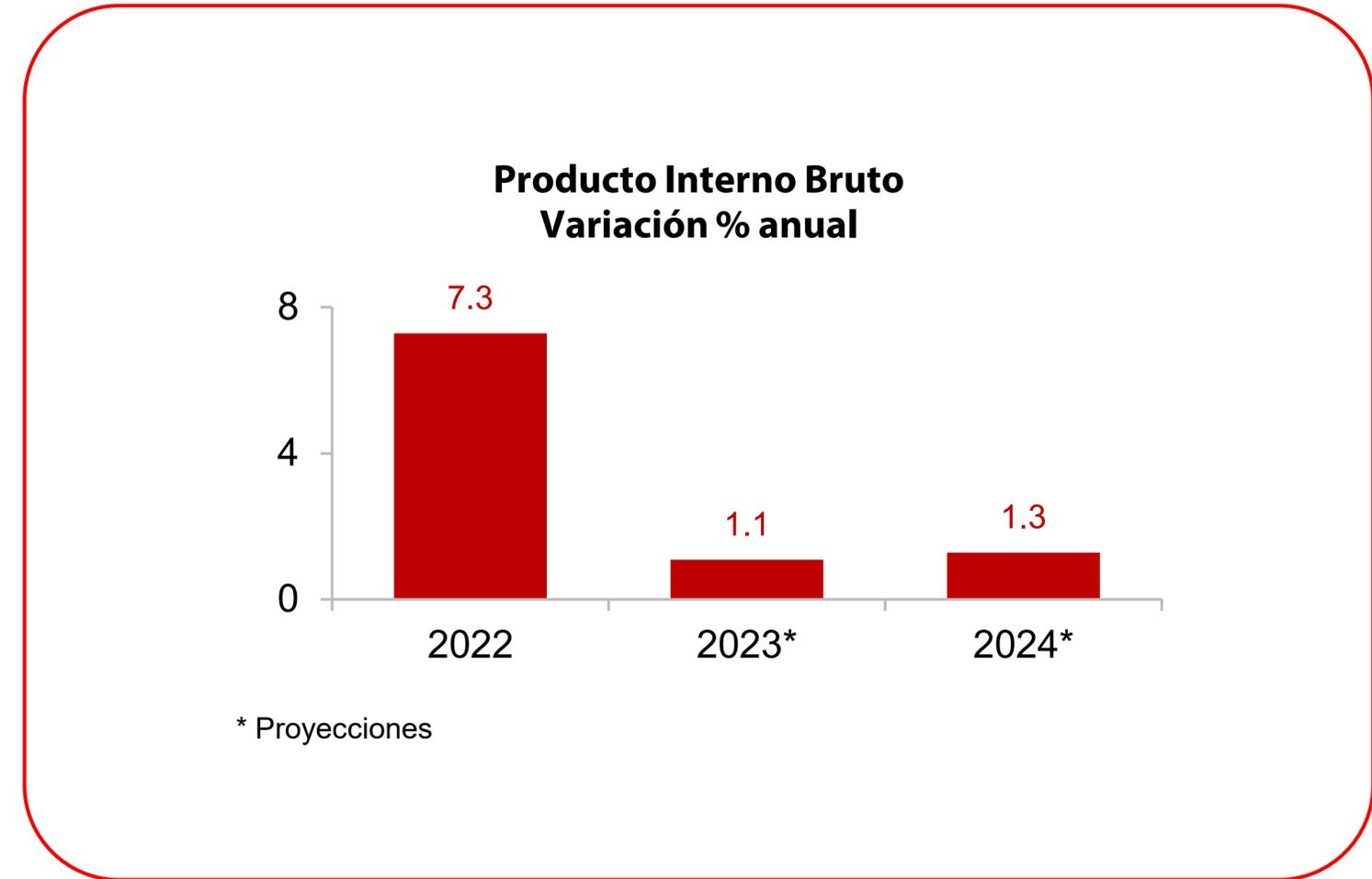
En el caso del complejo San Juan, se estima que la producción podría alcanzar los 28 millones de toneladas al año, lo que representa casi la mitad de la producción que tuvo Colombia en 2022. Si bien el proyecto se presupuestó para entrar en operación en 2026, los tropiezos de la compañía con sus proyectos de menor escala y la postura del gobierno menos favorable al desarrollo de proyectos carboníferos hacen difícil en la actualidad pensar en el fin exitoso de estas iniciativas.

“el desempeño de algunos sectores, como el de la construcción de obras civiles, está pendiente de definiciones discrecionales”

La economía y sus sectores

> **Producto Interno Bruto**

Bajo un panorama con mucho retos, estimamos que Colombia lograría una modesta mejora en su crecimiento, pasando de 1.1% en 2023 a 1.3% en 2024



> III. PRODUCTO INTERNO BRUTO

El PIB de Colombia creció 1.7% anual durante el primer semestre de 2023, tras presentar variaciones anuales de 3.0% en el primer trimestre y de 0.3% en el segundo. Las ramas con el mayor crecimiento anual en el primer semestre fueron: las actividades artísticas, de entretenimiento, recreación y otras actividades de servicios; y las financieras y de seguros, que expandieron su valor agregado 15.5% y 12.7% respectivamente. Por el contrario, cuatro ramas registraron contracción: la construcción (-3.6%), la industria manufacturera (-1.6%), la de comercio, transporte, alojamiento y servicios de comidas (-1.3%) y la de agricultura, caza, ganadería y pesca (-0.3%).

Cuando se contrastan los resultados de la variación anual del segundo trimestre con los del trimestre inmediatamente anterior, se encuentra que 10 de las 12 grandes ramas de actividad mermaron su crecimiento -o profundizaron su contracción-, mientras que solo la rama de administración pública, defensa, salud y educación aumentó su crecimiento.

Prevedemos que el PIB consiga expandirse a una tasa anual de 0.6% en el segundo semestre, por lo que el crecimiento del año 2023 se ubicaría en 1.1%. Entretanto, la estimación para 2024 muestra que la economía colombiana mantendrá un crecimiento relativamente débil (1.3%), mientras continúa el ajuste derivado de la política monetaria contractiva y un clima que golpea particularmente la inversión privada.

A continuación se describen algunos de los componentes que sustentan nuestras estimaciones:

> PIB por el lado del gasto <

Proyecciones PIB por el lado del gasto

Variación anual

Componente	2023 (e)	2024 (p)
Importaciones	-8.1%	2.4%
Consumo de los hogares	1.1%	1.3%
Consumo del gobierno	2.2%	3.1%
Formación bruta de capital	-10.3%	-1.1%
Exportaciones	3.8%	1.1%
Producto Interno Bruto	1.1%	1.3%

(e) estimaciones (p): proyecciones

Fuente: DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

• Consumo de los hogares

El crecimiento del consumo de los hogares colombianos se ha venido desacelerando desde el segundo trimestre del año anterior, cuando aún presentaba crecimientos de dos dígitos. En el primer semestre de 2023 el gasto de los hogares se incrementó 2.2%, frenado por una coyuntura de inflación elevada, un encarecimiento del crédito y menores facilidades para acceder al mismo, así como un nivel de confianza de los consumidores que muestra la persistencia de algunas preocupaciones por el futuro de la economía.

Especialmente se ha visto afectado el consumo de bienes durables, cuya caída frente al primer semestre del año anterior alcanzó el 11%, seguida de los bienes semidurables que cayeron a una tasa de 5.1%. Por el contrario, los bienes no durables consiguieron un ligero crecimiento (0.6%), pero es la expansión del gasto en servicios (5.1%) la que consigue mantener el gasto de los hogares en terreno positivo.

De cara al segundo semestre de este año, prevemos que la inflación elevada, el alto costo del crédito y las mayores barreras para acceder a este seguirán pasándole factura al consumo de los hogares, por lo que veríamos cifras aún más moderadas, con un crecimiento medio de 0.4%, llevando el crecimiento de este rubro durante el presente año hasta 1.1%.

El próximo año luce algo mejor en esta materia. Aunque son previsibles una menor inflación y menores tasas de interés, lo cierto es que al menos en la primera mitad del año estas seguirán estando altas. Otro de los factores que estimulará el consumo de los hogares es el programa de transferencias monetarias “Renta Ciudadana”, que con un mayor presupuesto irrigará más recursos entre la población de menores ingresos, favoreciendo en este grupo la demanda de bienes y servicios. Para 2024 estimamos un crecimiento anual del gasto de los hogares de 1.3%.

“el crecimiento del gasto de los hogares sería en torno al 1.3% en 2024”

• Consumo del Gobierno

Durante 2022 el consumo del gobierno presentó una desaceleración de su desempeño, que lo llevó a tener un crecimiento anual prácticamente nulo, y durante el primer semestre de 2023 alcanzó un crecimiento promedio anual de 0.9%. Para la segunda mitad del año anticipamos una recuperación de este rubro, lo que le permitiría cerrar 2023 con un crecimiento de 2.2%. Este comportamiento está relacionado con la dinámica de los nuevos gobiernos durante el primer año, cuando realizan la construcción y el proceso de aprobación del Plan de Desarrollo, situación que genera una baja ejecución del gasto público en diversos rubros, incluyendo los gastos de funcionamiento que son representativos para medir el consumo del gobierno.

Para 2024 anticipamos la continuación de la aceleración de este componente del PIB hasta alcanzar un crecimiento de 3.1%. Este comportamiento es, en buena medida, resultado de aumentar la participación de los servicios del gobierno en la economía, objetivo explícito de la actual administración.

Con el fin de conocer más información sobre los aspectos que pueden impactar el consumo del gobierno lo invitamos a consultar la sección de finanzas públicas en este documento.

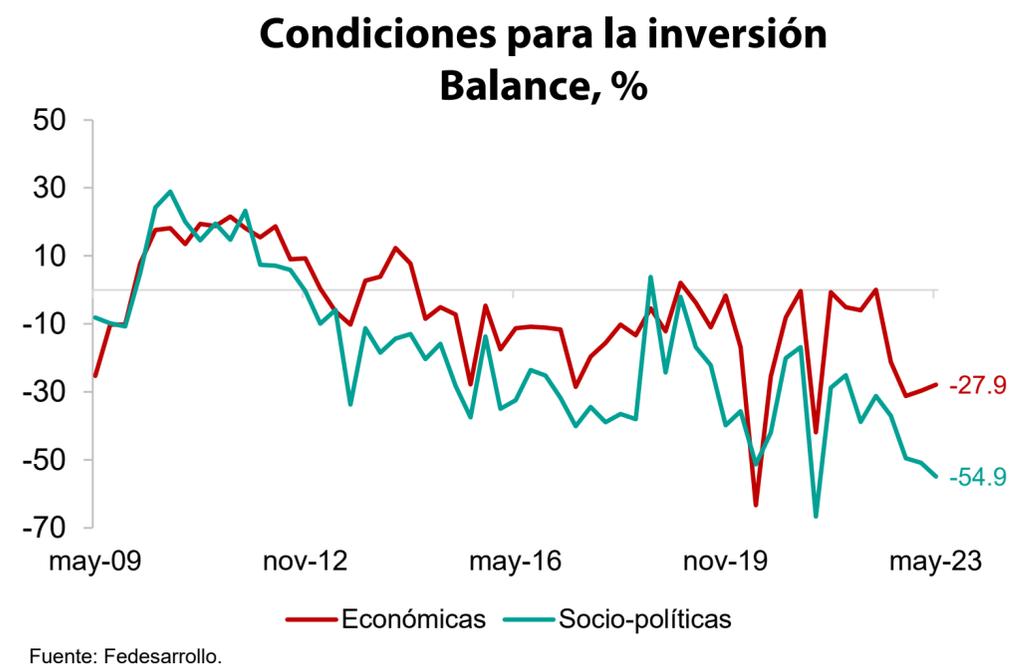
• Formación bruta de capital

Lo que viene ocurriendo con la inversión constituye una de las señales de mayor alarma para el devenir productivo del país. En el primer semestre la formación bruta de capital fijo se contrajo 4.2% anual, siendo el segundo registro más bajo para

un primer semestre en la historia reciente de las cuentas nacionales de Colombia -desde 2005-, superado solo por el primer semestre de 2020, en el contexto de la pandemia del Covid-19. El resultado estuvo soportado por las caídas en los rubros de vivienda, otros edificios y estructuras, junto con maquinaria y equipo (-2.2%, -7.1% y -13.8% respectivamente), y los crecimientos en recursos biológicos y productos de propiedad intelectual (5.8% y 1.6%). En total, la cuenta de formación bruta de capital -considerando la variación de inventarios- tuvo una contracción de 15.5% en el periodo.

La formación bruta de capital fijo se enfrenta en la actualidad a un entorno de condiciones desfavorables. De acuerdo con la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo, las condiciones para invertir se encuentran en un nivel históricamente bajo, siendo malas en el aspecto económico, pero aún más negativas en el aspecto sociopolítico. En el caso de este último, el indicador sólo ha presentado cifras más negativas en dos oportunidades: en el paro del año 2021 y a principios de siglo, cuando empezó a construirse el índice.

Aunado a esta percepción, los empresarios tienen hoy unas condiciones menos favorables para apalancar su operación por cuenta de mayores tasas de interés, así como un marco tributario que, tras la reforma de 2022, recarga desmesuradamente los ingresos del Estado en los tributos que pagan las empresas²⁰. Asimismo, fruto de la pérdida del grado de inversión, el costo de acceso a financiamiento en los mercados internacionales se ha incrementado.



²⁰De acuerdo con la OECD, la tasa de tributación corporativa de Colombia es la más alta entre todos los países que hacen parte de esa organización.

Es bien sabido que la incertidumbre representa un factor que desestimula la inversión; en ese sentido, la fuerte depreciación que presentó el peso en 2022, además de encarecer la adquisición de bienes de capital importados, generó entre los empresarios un ambiente de incertidumbre sobre la estabilidad macroeconómica del país. Este factor se exagera en la actualidad con algunos de los planteamientos de política del Gobierno, especialmente frente a sectores como el minero-energético, el de salud e incluso el agropecuario.

La demanda de los bienes de capital tampoco pasa por un buen momento. En el caso de las edificaciones y estructuras, las no residenciales completaron en junio tres trimestres consecutivos con variación anual negativa, con el agravante de que el crecimiento mostrado por el sector en la fase de recuperación post-pandemia estuvo muy lejos de compensar la caída registrada en la fase de contracción de la misma. En el caso de las edificaciones residenciales, en junio tuvieron su

primer trimestre negativo, pero la caída en las ventas de vivienda que estamos viendo permite avizorar un panorama de contracciones significativas en este rubro en 2024. Finalmente, la cuenta de maquinaria y equipo acumuló dos trimestres consecutivos de variación negativa, siendo la del segundo trimestre una de las más bajas en la historia reciente de este segmento.

Acorde con estos factores, proyectamos una contracción de 10.3% en la cuenta de formación bruta de capital en 2023 y una nueva contracción, de 1.1%, el próximo año. El papel de la variación de los inventarios, que durante el primer semestre contribuyó negativamente con una magnitud elevada, tenderá a moderarse los próximos trimestres con los ajustes realizados por el sector empresarial.

PIB por el lado de los sectores

Proyecciones PIB por ramas de actividad

Variación anual

Sector	2023 (e)	2024 (p)
Agricultura, ganadería y caza	0.6%	1.3%
Explotación minas y canteras	3.0%	-0.9%
Industria manufacturera	-2.4%	-1.3%
Suministro electricidad, gas y agua	1.4%	1.7%
Construcción	-4.3%	-3.3%
Comercio, transporte y hoteles	-1.3%	1.4%
Información y comunicaciones	0.3%	1.0%
Actividades financieras y de seguros	7.7%	4.0%
Actividades inmobiliarias	2.1%	3.0%
Actividades profesionales y científicas	1.6%	2.1%
Admo pública, educación y salud	3.2%	1.4%
Actividades artísticas y de los hogares	9.6%	6.9%
Producto Interno Bruto	1.1%	1.3%

(e) estimaciones (p): proyecciones

Fuente: DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

• Agricultura, ganadería, caza, pesca y silvicultura

El primer semestre del año 2023 fue regular para el sector agropecuario, presentando una contracción del -0.3% comparado con el mismo período del 2022. Las fuertes lluvias y el alto costo de los fertilizantes e insumos agrícolas -que aún se encuentran en niveles superiores a los observados antes de la pandemia a pesar de las reducciones de precios en los últimos meses- fueron los principales factores que generaron una reducción en la producción de café, cacao, flores, caña de azúcar, leche cruda y aves de corral, en mayor medida.

Para el año completo 2023 esperamos que el sector agropecuario tenga un crecimiento de 0.6%. Este rebote está explicado por un segundo semestre más favorable para las cosechas de arroz, caña de azúcar, cacao y frutas frescas en términos del clima y menores costos de producción.

“el clima para la inversión está por debajo de su media histórica”

Por el lado del sector cafetero se espera que la producción finalice el año en 11.5 millones de sacos de café, para un incremento de 3.8% anual en la producción comparada con 2022. En el sector ganadero, el continuo aumento en el sacrificio clandestino de ganado y la menor demanda interna de carne por los altos precios han ralentizado el sector y este podría presentar un decrecimiento de 0.6% en el presente año.

Por su parte, para el año 2024 esperamos que el sector crezca 1.3%. Los cultivos agrícolas transitorios presentarían una leve expansión anual (0.3%), jalonada principalmente por el incremento en la producción de caña de azúcar. En cuanto al café, se espera que su producción se eleve a 13 millones de sacos dadas las buenas perspectivas en la floración por el clima propicio. La ganadería crecería moderadamente por mejores expectativas en la demanda del consumidor por alimentos cárnicos.

Es importante resaltar que entre los mayores riesgos que pueden afectar al sector agrícola se encuentran el factor climático adverso (fenómeno de El Niño), los cierres intermitentes en las vías al Llano, la falta de seguridad en algunas regiones y la incertidumbre que está ahuyentando la inversión en el sector.

“para el año 2024 esperamos que el sector crezca 1.3%”

- **Explotación de minas y canteras**

El sector creció 4.1% durante el primer semestre del año, impulsado principalmente por la extracción de petróleo crudo, el gas natural y la extracción de minerales metalíferos. De los cinco grupos de actividades que conforman esta rama, solo el de extracción de otras minas y canteras experimentó contracción durante la primera mitad del 2023.

Se espera un aumento muy leve en la producción de petróleo en lo que resta de 2023 y 2024, con lo cual la producción se mantendría significativamente por debajo de los volúmenes registrados antes de la pandemia. En el caso del gas, la producción se viene marchitando por el agotamiento natural de los yacimientos y la falta de inversión suficiente en exploración que impide anticipar un repunte en la extracción del recurso. Si bien las inversiones en el sector en 2023 no mermaron frente al año anterior²¹, no son suficientes para que el sector crezca a la tasa observada en la primera mitad del año. Por otra parte, la actividad de perforación tanto de pozos exploratorios como de pozos de desarrollo²² está en línea con unas cifras de crecimientos cercanos a cero en la extracción de hidrocarburos.

²¹Tendencias de inversión en exploración y producción (E&P) de petróleo y gas en Colombia 2022 y perspectivas 2023. ACP: <https://acp.com.co/portal/wp-content/uploads/2023/02/TENDENCIAS-DE-INVERSION-EN-EXPLORACION-Y-PRODUCCION-EP-DE-PETROLEO-Y-GAS-EN-COLOMBIA-2022-Y-PERSPECTIVAS-2023.pdf>

²²Informe de taladros - julio de 2023. Campetrol. Recuperado de: <https://campetrol.org/documentos/Informe%20de%20Taladros%20Julio%202023%20Campetrol%20main.pdf>

En el caso del carbón, las empresas protagonistas del sector mantienen unas metas de producción optimistas, pero es previsible que una menor demanda externa continúe presionando a la baja los precios y, por esa vía, desestime la producción²³. Es importante anotar que Colombia exporta cerca del 90% del carbón térmico que extrae.

Finalmente, la explotación de minerales metalíferos en el primer semestre del año ha tenido un buen desempeño, creciendo más de un 15%. Aunque los altos precios de estos bienes han estimulado la producción, varias empresas mineras de metales se han pronunciado este año, reportando problemas serios con comunidades, orden público, bloqueos y parálisis de operaciones. Una de ellas es Zijin Continental Gold, administradora de la mina de oro Buriticá en Antioquia, la más grande del país, quien le ha manifestado al Gobierno Nacional la urgencia de garantizar las condiciones de

²³El efecto que habría generado la entrada en operación de las minas Cañaverales y Papayal no se considera en este ejercicio de estimación, dados los obstáculos que la empresa BCC está enfrentando en materia de licenciamiento ambiental.

seguridad para mantener la operación²⁴. En la misma línea se ha pronunciado la Asociación Colombiana de Minería, que ha declarado que algunas empresas del sector decidieron irse de Colombia²⁵, situaciones que impactan la capacidad productiva de esta actividad.

En balance, el crecimiento que veríamos este año sería de 3.0%, mientras que en 2024 el sector registraría una leve contracción (-0.9%).

“los altos precios de los minerales metalíferos han estimulado la producción”

²⁴<https://www.larepublica.co/empresas/la-mina-buritica-de-la-empresa-zijin-continental-gold-fue-objeto-de-un-nuevo-ataque-3626362>

²⁵<https://cambiocolombia.com/economia/por-que-se-fueron-cuatro-mineras-de-colombia>

- **Industria manufacturera**

La industria manufacturera es uno de los sectores más golpeados por la desaceleración económica. La caída del valor agregado del sector en el primer semestre alcanzó -1.6%, la segunda mayor después de la registrada en el sector de la construcción.

Esperamos que el sector cierre con una contracción de -2.4% este año, tras recibir la parte más severa del efecto de la política monetaria contractiva, que impacta tanto por el lado de la oferta, mediante el aumento en el costo de uso del capital, como por el lado de la demanda, que se resiente de un menor consumo de los hogares y, por esa vía, de una menor demanda de los bienes producidos en la industria. Vale la pena señalar que la caída en la demanda se da tanto en el mercado nacional como en el externo.

En efecto, el aumento en los inventarios de productos terminados durante el primer semestre del año fue muy elevado a consecuencia de la fuerte caída de la demanda, así como lo muestra nuestro indicador Davivienda PMI. La buena noticia es que de acuerdo con ese mismo indicador, en julio y agosto se registró nuevamente una desacumulación de los inventarios, factor favorable a la producción, especialmente en 2024.

Otro elemento a favor en este contexto es que, a pesar de la desaceleración económica global, algunos socios comerciales importantes a los que exportamos bienes manufacturados, como Perú y Ecuador, vienen exhibiendo mejores cifras en sus economías.

En todo caso, el panorama para el sector industrial en 2024 aún luce retador, pues el sector enfrentaría una nueva contracción, del orden de 1.3%, justificada en un alto costo de uso del capital, mayores gastos salariales y el efecto de menores inversiones. Como se mencionó anteriormente, la caída del rubro de inversión es aún más acentuada en la cuenta de maquinaria y equipo, lo que afecta la capacidad productiva de las industrias.

La puesta en marcha de políticas contracíclicas eficaces podría corregir, aunque sea parcialmente, la tendencia negativa del sector durante este y el próximo año, pero el éxito de estas políticas depende también de una adecuada coordinación entre los instrumentos de política pública y las acciones del sector empresarial.

“en el segundo trimestre de 2023 la industria fue el sector más golpeado de la economía”

• **Construcción**

Contrario al buen desempeño del sector de la construcción observado en 2022, que creció 6.5% real anual, explicado principalmente por el segmento de construcción de edificaciones (12%), en lo corrido de 2023 la construcción es la rama que más se contrae y ha restado al crecimiento económico del país, luego de que su valor agregado descendiera -3.6% en el primer semestre. Este resultado es producto de una significativa caída (-16.3%) del subsector de obras civiles, aunado a la desaceleración de la construcción de edificaciones, cuya expansión fue de 2.6%.

Particularmente la construcción de edificaciones estaba reaccionando positivamente a las ventas récord de vivienda nueva que se registraron entre 2020 y 2022, especialmente de aquellas de interés social, hecho que se reflejó en crecimientos de doble dígito del área iniciada, en proceso de construcción, culminada y causada²⁶ del segmento residencial entre 2021 y 2022.

²⁶Se entiende por área causada aquellos metros cuadrados efectivamente construidos durante el trimestre.

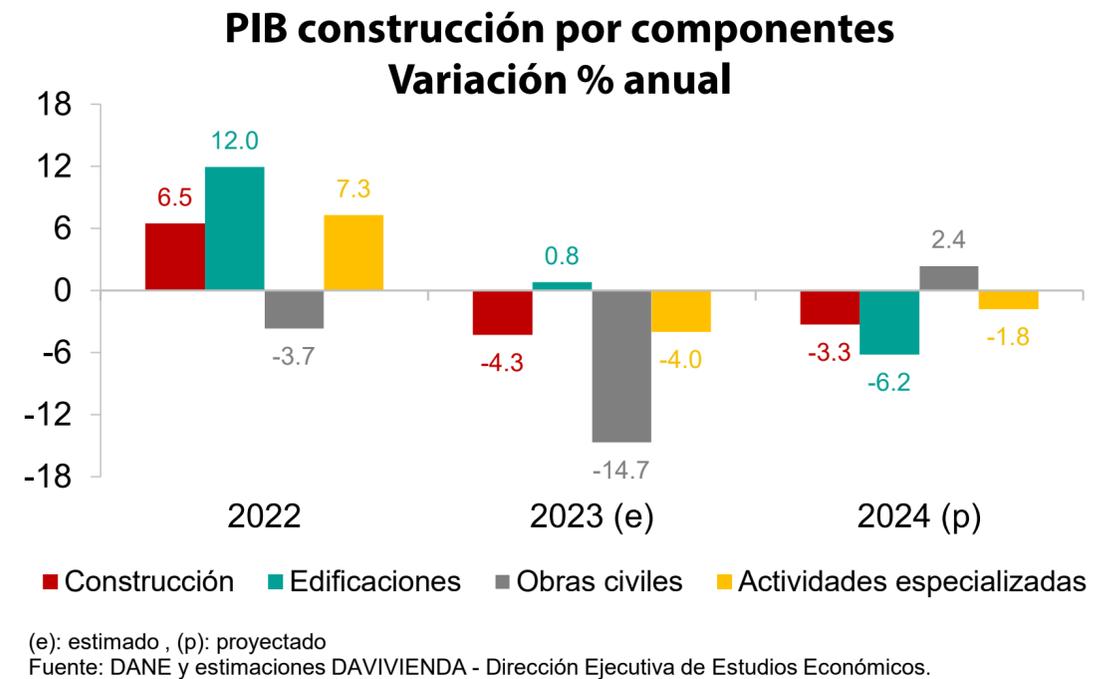
No obstante, la dinámica del indicador de ventas de vivienda comenzó a cambiar de tendencia desde el segundo trimestre de 2022 ante una demanda afectada por múltiples factores entre los que se destacan: aumentos del valor de la vivienda vía salario mínimo en los últimos dos años (referencia para la fijación de precios del segmento VIS); mayores costos para la construcción de vivienda, que pasaron de crecer una tasa de 4.4% anual en 2020 a tocar un máximo de crecimiento de 13.9% en febrero de 2023; incremento de las tasas de interés para créditos de vivienda, que se han ubicado sobre el 15% tanto en tasa fija como en UVR en lo corrido del año; el mayor costo de vida; la desaceleración económica (que reduce la demanda), y, más recientemente, la incertidumbre generada sobre la disposición de nuevos cupos de subsidio y los ajustes técnicos para su otorgamiento por parte del Gobierno Nacional. Podrá encontrar mayor información sobre este último tema en el Recuadro 3.

Estos factores han ocasionado menores ventas de vivienda e incremento de los desistimientos, a la vez que los constructores han decidido paralizar y/o cancelar ciertos proyectos. De manera agregada, este comportamiento ya se ha ido transmitiendo a la actividad de construcción de edificaciones en 2023, repercutiendo en la caída anual del área iniciada (-9.3%) y causada (-1.5%) al segundo trimestre del año.

En cuanto a la construcción de obras civiles, el panorama es negativo. La contracción del -17.9% real anual en el segundo trimestre del año del Indicador de Producción de Obras Civiles (IPOC) refleja el pobre avance en la construcción de infraestructura vial y férrea (-13.5%), aérea (-71.4%), fluvial (-20.5%), acueductos (-34.5%) y de minas y plantas industriales (-48.5%).

Las causas asociadas pueden resumirse en los retrasos y menor ejecución presupuestal (28% de las apropiaciones del 2023 a agosto), originados por el incremento de los costos de construcción, tema que ha puesto en aprietos los presupuestos para los proyectos contratados; el mayor costo de financiación; afectaciones de orden público; inseguridad en varias zonas; y dificultades en trámites administrativos. A lo anterior, se adiciona la menor contribución generada por la culminación de proyectos 4G en el país, cuyo avance promedio ascendió a 77.4% en agosto de 2023, con 8 obras terminadas y 10 con un progreso superior al 90%.

Bajo estas premisas, el sector de la construcción registraría una contracción de 4.3% el presente año, derivado de la baja dinámica del subsector de construcción de edificaciones (0.8%) y una caída del de obras civiles (-14.7%). Estas estimaciones parten principalmente de la continuación de lo observado hasta el primer semestre del año: un sector edificador cada vez con menor crecimiento; mientras que en las obras civiles los factores mencionados siguen incidiendo negativamente.



Para 2024, proyectamos que el sector constructor decrecería -3.3% anual, ubicándolo nuevamente como la rama con mayor contracción. Este resultado se deriva, en primer lugar, del crecimiento negativo (-6.2%) de la construcción de edificaciones ante la disminución del área causada a lo largo del año. Anticipamos que durante esta vigencia continuarán la disminución de las ventas, el aumento de los desistimientos y la cancelación de proyectos. La base para esta previsión radica en que los costos de construcción mantendrían una tendencia

creciente, el salario mínimo presentaría un aumento cercano al 11.8%, las tasas de interés para créditos hipotecarios permanecerían elevadas y el costo de vida seguiría siendo alto.

Por su parte, el segmento de obras civiles crecería 2.4%, mostrando un importante cambio de tendencia frente a las contracciones de los años anteriores. Este punto de inflexión resultaría del avance y terminación de algunos proyectos de 4G; el inicio de obra de los primeros proyectos 5G, que al corte se componen de 7 proyectos que se encuentran en fase de pre-construcción y con un presupuesto de inversión de COP 11.6 billones; la mayor incidencia de mega obras en el país, tal como es la PLMB y el RegioTram de Occidente en Bogotá; y el desarrollo de otros programas impulsados por el Gobierno Nacional, como el de Caminos Comunitarios de la Paz Total.

Sobre este último programa, el Gobierno ha planteado una inversión de COP 8 billones durante el cuatrienio para mejorar y rehabilitar 33,102 km de vías terciarias en las áreas rurales del país, distribuidos así: 4,142 km en 2023, 8,260 km en 2024 y 10,350 km tanto en 2025 como en 2026. Los proyectos que hacen parte de este programa son propuestos por los Organismos de Acción Comunal y al cierre de agosto ya se han implementado 29 obras, 10 de ellas finalizadas²⁷.

Si bien, este posible crecimiento podría contrarrestar parte de la caída esperada por la construcción de edificaciones, su resultado depende en gran medida de que se mitiguen otros desestímulos asociados al sector, como lo son el crecimiento de los costos de construcción y afectaciones generadas por temas de orden público o el clima.

“La construcción sería la rama con mayor contracción anual en 2024”

²⁷Fuente: Invias.

SUBSIDIOS PARA VIVIENDAS VIS: ¿CÓMO VAMOS? RECUADRO 3

Una de las grandes apuestas de los diferentes gobiernos nacionales de los últimos quince años ha sido la destinación de recursos públicos para subvencionar la adquisición de vivienda nueva para los hogares pobres colombianos, contribuyendo de manera importante para que cerca de un millón de hogares colombianos cumplan su sueño de tener vivienda propia²⁸.

Los programas establecidos para facilitar el acceso a vivienda, más allá de lograr su objetivo principal han cumplido con varios propósitos adicionales. No sólo han aportado a la disminución del déficit habitacional urbano, el cual pasó de ser 27% en 2005 al 20.5% en 2022, sino que han sido dinamizadores positivos en materia social, económica y de bienestar sobre los hogares beneficiados, según la Evaluación de impacto del programa Mi Casa Ya realizada en 2021²⁹.

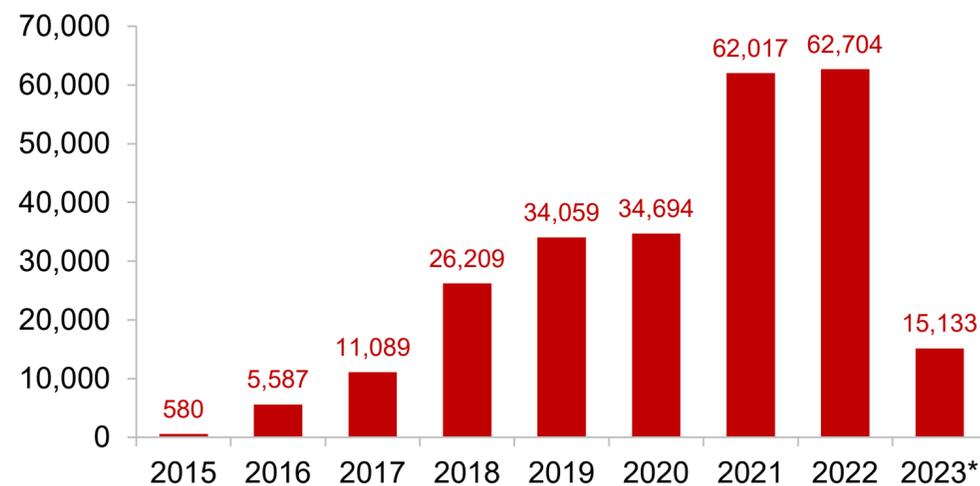
Estos programas también han tenido un importante aporte a la economía nacional por medio del valor agregado generado por el sector de construcción de edificaciones. Lo anterior aunado a que, según cifras del Dane, el sector tiene un multiplicador económico de 2.25, gracias a los encadenamientos productivos con el 53% de las actividades, característica que ha sido fundamental para que en años anteriores esta política fuese utilizada como herramienta contracíclica y de reactivación económica.

Desde 2015, año en que fue implementado el programa Mi Casa Ya (MCY), fue el instrumento principal del Gobierno Nacional para las asignaciones de Subsidio Familiar de Vivienda (SFV) en el país. El programa original consistía en una cobertura sobre la tasa de interés del crédito y un subsidio directo sobre la cuota inicial para aquellas familias cuyos ingresos no superen los 4 SMMLV.

²⁸Cifra aproximada según datos del Ministerio de vivienda, ciudad y territorio y Asobancaria, que corresponde de la suma de subsidios asignados bajo los programas: Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria – FRECH I, FRECH II, FRECH III contracíclico, FRECH No VIS (2016 y 2020), Programa de vivienda de interés prioritario para ahorradores (VIPA), Mi Casa Ya, Semillero de propietarios y Vivienda gratuita Fase I y II. No incluye programas de entidades territoriales, subsidios de cajas de compensación, vivienda rural ni de mejoramiento de vivienda.

²⁹Centro Nacional de Consultoría & Universidad de los Andes (2021). Evaluación de impacto del programa Mi Casa Ya.

Subsidios Mi Casa Ya Número desembolsos



*Desembolsos del primer semestre de 2023.
Fuente: Asobancaria.

Hasta la fecha, MCY ha apoyado a más de 258 mil hogares³⁰, producto de la colaboración y eficiencia en el otorgamiento de subsidios entre las entidades bancarias y el Ministerio de Vivienda. Adicionalmente, según expone Asobancaria³¹, a través de los años el programa ha ido focalizándose a los hogares más necesitados, incrementando el porcentaje de hogares con ingreso menor o igual a 2 SMMLV del 17.8% en 2017 al 82.1% en 2021. El desempeño de este programa generó incentivos suficientes que se tradujeron en incrementos año a año de las ventas de vivienda VIS³² en el país, hasta superar las 170 mil viviendas nuevas comercializadas desde 2019 y las 200 mil tanto en 2021 como 2022, así como las iniciaciones de obra de nuevas unidades habitacionales VIS.

³⁰Subsidios desembolsados entre el inicio del programa (octubre de 2015) y el 30 de junio de 2023.

³¹Asobancaria (2022). Banca y Economía 1344. Mi Casa Ya: Un caso de éxito en acceso a la vivienda para los hogares de menores ingresos.

³²Viviendas cuyo precio es menor o igual a 135 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV) o de hasta 150 SMMLV para aquellas aglomeraciones urbanas con una población superior al millón de habitantes.

El Gobierno actual implementó un cambio en las reglas del programa MCY con el objetivo de focalizar sus esfuerzos en los hogares más pobres y ahora el subsidio ya no depende de los ingresos de la familia, sino que será en función de su caracterización socioeconómica, hoy en día expresada a través del puntaje de Sisbén IV. Así mismo, mediante la Resolución 0287 de 2023 se crearon algunos criterios de priorización en el orden de asignación de los subsidios, que obedecen al grupo de Sisbén IV, si es área urbana o rural, la categoría del municipio, el tipo de vivienda, si es víctima del conflicto armado y si cumple con un enfoque diferencial (mujer cabeza de familia, trabajadora informal, madres comunitarias, entre otros), mecanismo distinto al utilizado en años anteriores cuando se asignaba el subsidio por orden de llegada.

Subsidio directo MCY según puntaje del Sisbén

Grupo	Población	Nivel	Subsidio MCY
A	Pobreza extrema	1 a 5	30 SMMLV
B	Pobreza moderada	1 a 7	
C	Vulnerable	1 a 8	20 SMMLV
		9 a 18	
D	No pobre, no vulnerable	1 a 20	No aplica
		21	

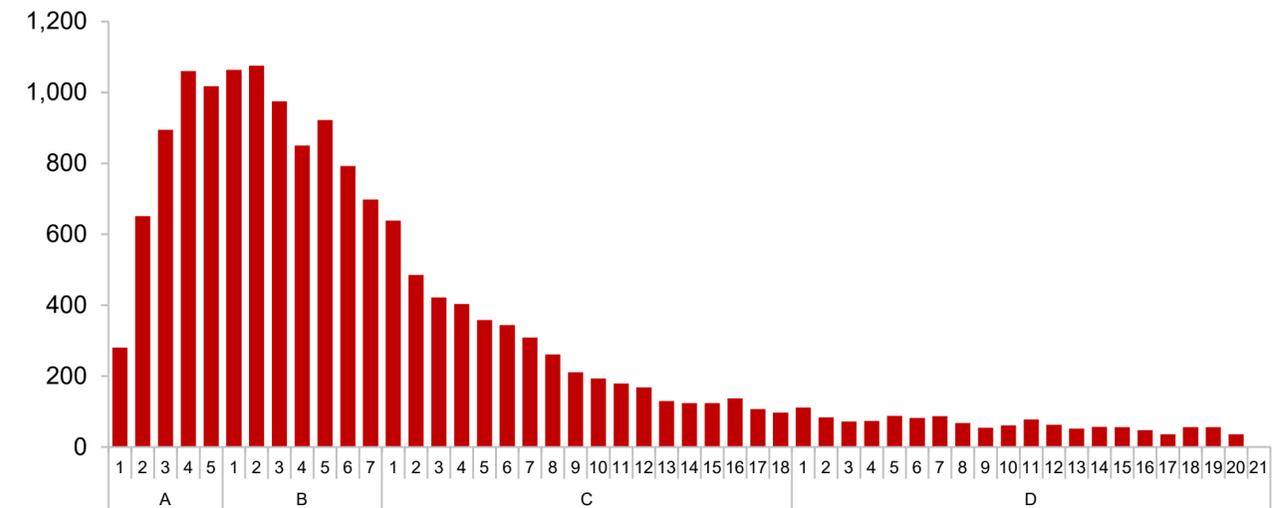
Fuente: Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio. Decreto 490 de 2023.

Cabe mencionar que el Ministerio de Vivienda ha garantizado recursos para cubrir 75 mil SFV en 2023, cubriendo no sólo a los hogares que cumplan con los nuevos criterios en el año en curso, sino además a cierto número de aquellos compradores de años anteriores que contaban con este beneficio para poder lograr el cierre financiero y tengan prevista la firma de escrituras hasta el 31 de diciembre de 2023 (periodo de transición)³³.

El número de SFV desembolsados por MCY en los primeros seis meses del año ascendió a 15,133, un 20.2% de ejecución sobre los recursos presupuestados para 2023. Dentro del grupo de Sisbén IV, en el A y B se concentra el 63.1% de las asignaciones; en el C, 28.8%; y en el D, 8.1%, cifras, que permiten corroborar el nuevo enfoque que se ha dispuesto para MCY, para centrar esfuerzos públicos hacia los hogares más necesitados.

³³Resolución 0788 de 2023. Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio.

Subsidios Mi Casa Ya
Asignaciones según Sisbén, I semestre 2023



Fuente: Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio.

A pesar de los esfuerzos, las ventas de vivienda han caído significativamente en lo corrido del año. Mientras que entre enero y agosto de 2022 se vendieron más de 150 mil viviendas VIS, en 2023 no se han superado las 62 mil. Esto se suma al crecimiento desmedido de los desistimientos, que para el mes de agosto alcanzaron el 76.9% del promedio de las ventas brutas mensuales de vivienda VIS de los últimos 12 meses, de acuerdo con La Galería Inmobiliaria.

Esta disminución de la demanda es corroborable con la disposición a comprar vivienda por los colombianos que, según Fedesarrollo llegó al -45.2% en agosto y dista del -5.1 observado hace dos años. El aumento en los precios de la vivienda, sumado a las altas tasas de interés y la incertidumbre generada sobre la disposición de nuevos cupos de subsidio y los ajustes técnicos y metodológicos para su otorgamiento por parte del Gobierno, han sido algunas de las causas que

generaron que cientos de hogares desistieran de sus proyectos o negocios ya pactados ante la inviabilidad de lograr el cierre financiero.

Los efectos de la menor demanda ya han sido observados sobre el rendimiento del subsector de construcción de edificaciones residenciales, puesto que el área causada pasó de crecer a tasas anuales de doble dígito en los últimos dos años a contraerse 1.5% en el segundo trimestre de 2023. Lo anterior ha impactado el valor agregado de este subsector, que decreció 0.8% anual frente a la expansión de 13.2% del mismo trimestre de 2022.

Es imperativo mencionar que a pesar de que las subvenciones a la cuota inicial direccionadas por el Gobierno Nacional son las más relevantes, no son las únicas. Programas de subsidio para la adquisición de vivienda promovidos por entidades

territoriales resultan ser una opción viable. En el caso de Bogotá, con los programas de “Oferta Preferente” y “Mi ahorro, Mi hogar” y diferentes ferias de vivienda, en el último cuatrienio se han entregado cerca de 15 mil subsidios de vivienda (con corte al 31 de mayo). Caso similar se observa en Medellín con los subsidios promovidos por el Instituto Social de Vivienda y Hábitat del municipio.

No menos importante ha sido el aporte de la cajas de compensación. Según cifras de la Superintendencia de Subsidio Familiar, tan solo en 2022 se canalizaron cerca de 61.7 mil subsidios directos para vivienda nueva VIS y en el primer trimestre de 2023 suman más de 15 mil. A lo anterior se agrega que desde 2019 el Gobierno dispuso la posibilidad de sumar los recursos de MCY con los de las cajas de compensación, concurrencia que ayuda a los hogares para pagar su cuota inicial con hasta 50 SMMLV. En el primer semestre de 2023 este beneficio ha sido utilizado por el 28% de los hogares con subsidio de MCY.

En síntesis, es indiscutible el papel que ha jugado la política de subsidios para la adquisición de vivienda entre hogares pobres y vulnerables, un efecto que ha generado un crecimiento sin precedentes de la vivienda VIS en el país. Sin embargo, la baja demanda por vivienda ha sido una constante desde el segundo semestre de 2022, al punto que, en lo corrido del 2023 -a agosto-, las ventas de VIS acumulan una caída del 69% anual en valor real. La continuidad de estos programas será clave para que más hogares sigan accediendo a una vivienda propia, restablecer el crecimiento de este sector y promover la actividad económica en el país.

Bibliografía

Centro Nacional de Consultoría & Universidad de los Andes (2021). Evaluación de impacto del programa Mi Casa Ya.

Asobancaria (2022). Banca y Economía 1344. Mi Casa Ya: Un caso de éxito en acceso a la vivienda para los hogares de menores ingresos.

FIN DEL RECUADRO

“El nuevo enfoque de subsidios centra esfuerzos hacia hogares más necesitados”

- **Comercio, reparación de vehículos, almacenamiento, transporte, alojamientos y servicios de comida**

Esta rama se encuentra afectada especialmente -y lo seguirá en el mediano plazo- por la debilidad en el consumo de los hogares, variable con la que tiene una alta correlación. Desagregando los componentes, las ventas minoristas completaron en junio cuatro meses consecutivos de variación anual negativa y en lo que va del año las ventas del sector han mermado -5.2%.

En ese sentido, la alta inflación que ha venido socavando el poder adquisitivo de los consumidores, el encarecimiento del crédito y las mayores dificultades para acceder al mismo, así como un eventual deterioro en las estadísticas del mercado laboral en los trimestres venideros no auguran un buen panorama para el sector, que empezaría una recuperación sólida solo hasta la segunda mitad del próximo año.

El subsector de transporte tiene la mayor correlación con la actividad económica agregada (0.94%) y vale la pena comentar sobre dos de sus componentes: (1) el terrestre y (2) el aéreo. En cuanto al primero, el transporte de carga se verá afectado por lo que resta de este año y buena parte del próximo debido a un menor movimiento de contenedores, de insumos y de bienes manufacturados por la industria. En todo caso, el transporte de hidrocarburos por oleoductos y gasoductos continuaría mostrando las cifras favorables que hemos visto en lo que va del año. El transporte terrestre de pasajeros tanto urbano como intermunicipal mostraría alguna mejora, especialmente en 2024.

En cuanto al transporte aéreo, el movimiento nacional de pasajeros viene disminuyendo, aunque la caída ha sido parcialmente compensada por el crecimiento de pasajeros internacionales, escenario que se mantendría en gran medida durante 2024.

Finalmente, las actividades de alojamientos y servicios de comidas deberían compensar, en alguna medida, el mal desempeño del comercio, pues aunque las cifras de demanda por parte de los consumidores colombianos no anticipan crecimiento, la mayor entrada de turistas extranjeros que hacen uso de los servicios que ofrecen ambas actividades permitiría que éstas cierren el año con crecimiento. Un sustento de esta demanda de viajeros internacionales se encuentra en las exportaciones de servicios de viajes, cuenta que alcanzó en el primer semestre su máximo histórico y que por factores como la tasa de cambio hace atractivos los destinos colombianos para los visitantes extranjeros.

Teniendo en cuenta lo anterior, estimamos una contracción de 1.3% de esta rama de actividad para 2023 y un crecimiento de 1.4% para 2024.

• **Actividades financieras y de seguros**

Durante el primer semestre de 2023 las actividades financieras y de seguros crecieron 12.7% frente al mismo lapso del año anterior, impulsadas por una importante expansión de 22.8% anual en el primer trimestre, asociado, en buena parte a un efecto base³⁴, y un crecimiento de 3.7% en el segundo trimestre.

Los establecimientos de crédito presentaron un menor dinamismo en la primera mitad del presente año, producto de la continua desaceleración en el crecimiento de la cartera de créditos, que al cierre del primer semestre alcanzó una variación nominal anual del 8.9% (-2.1% real), como respuesta a la pérdida de impulso en todas las modalidades, especialmente en la cartera de consumo. Al mismo tiempo, las entidades han presentado una importante acumulación de provisiones (de 5.3% en enero a 11.6% en mayo) ante el mayor deterioro de la cartera de consumo, que en junio alcanzó un nivel de 7.6%, el registro más alto desde noviembre de 2009.

³⁴El primer trimestre de 2023 contó con un importante efecto de baja base de comparación ante el registro negativo en el primer trimestre de 2022 (-3.2% anual), que obedeció al desembolso de la aseguradora Mapfre por la contingencia de Hidroituango.

La industria aseguradora presentó un buen desempeño en el primer semestre del año, evidenciando un comportamiento positivo como resultado de un crecimiento sostenido en las primas emitidas (22.1% frente a 20% en el primer semestre de 2022), que obedece a las contribuciones positivas de los segmentos de daños³⁵ y de seguridad social, así como un mejor rendimiento de los portafolios de inversiones ante los incrementos en las tasas del mercado, que lograron contrarrestar los aumentos que ha tenido la siniestralidad en lo corrido del año.

Para la segunda mitad del año, esperamos que las actividades financieras y de seguros presenten un crecimiento de 3%, consistente con un incremento en 2023 de 7.7%. Este comportamiento se soportaría en un menor dinamismo de la cartera de créditos originado en las altas tasas de interés y del menor desempeño de la actividad económica, lo que continuaría presionando el gasto en provisiones de las entidades para mitigar los riesgos del aumento en la morosidad. Asimismo, los recientes aumentos en las tasas de captación por cuenta de vencimientos de CDTs y restricciones

en la liquidez del mercado³⁶ mantendrían la brecha entre tasas de colocación y tasas de captación en un nivel bajo, por lo que el resultado del sector por concepto de intermediación se vería reducido.

Finalmente, para 2024 esperamos que el crecimiento anual del sector alcance 4%, en la medida en que se lleve a cabo una recuperación paulatina de la demanda de crédito y una expectativa de recortes en la tasa de política monetaria, especialmente a partir del segundo semestre. Por su parte, los recientes anuncios de ajustes regulatorios en el Coeficiente de Fondo Estable Neto (CFEN)³⁷ tendrían un efecto de menor presión sobre la liquidez del mercado y las tasas de captación, lo que mejoraría el costo de fondeo de las entidades y los resultados de la industria.

“Los ajustes regulatorios mejorarían el costo de fondeo de la industria”

³⁵Compuesto por los tramos de automóviles, incendios, responsabilidad civil, entre otros.

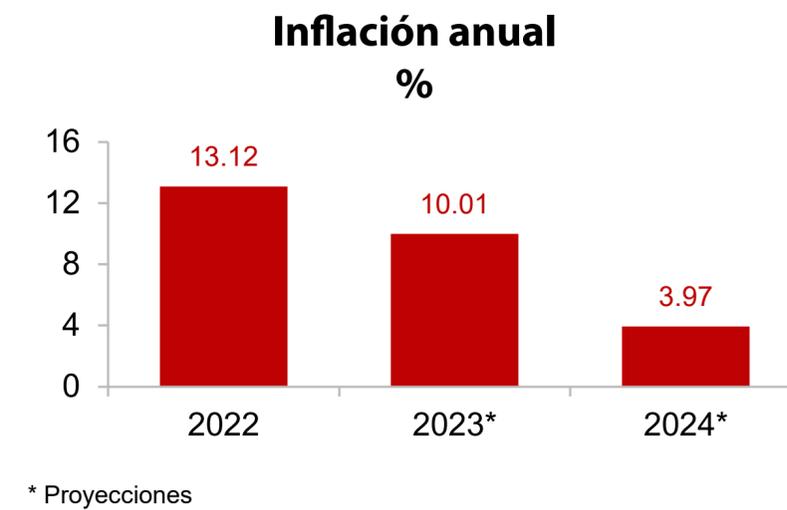
³⁶En el segundo y tercer trimestre de 2023, los depósitos del Tesoro Nacional en el Banco de la República han tenido un aumento considerable, registrando saldos promedio de 40 billones entre mayo y agosto, superior al promedio de 25 billones de los últimos diez años, representando un mayor número de recursos que no son irrigados a la economía nacional.

³⁷El 6 de septiembre, la Superintendencia Financiera de Colombia publicó la circular Externa 013 que busca aumentar los ponderadores de CFEN para depósitos operativos de Entidades Vigiladas y Fondos de Inversión Colectiva. La medida tendría menor exigencia sobre el fondeo requerido por las entidades, que no se verían obligadas a captar recursos a tasas de interés muy elevadas.

La economía y sus sectores

> Inflación

Para finales del año 2024, estimamos que la inflación logrará regresar al rango meta establecido por el Banco de la República.

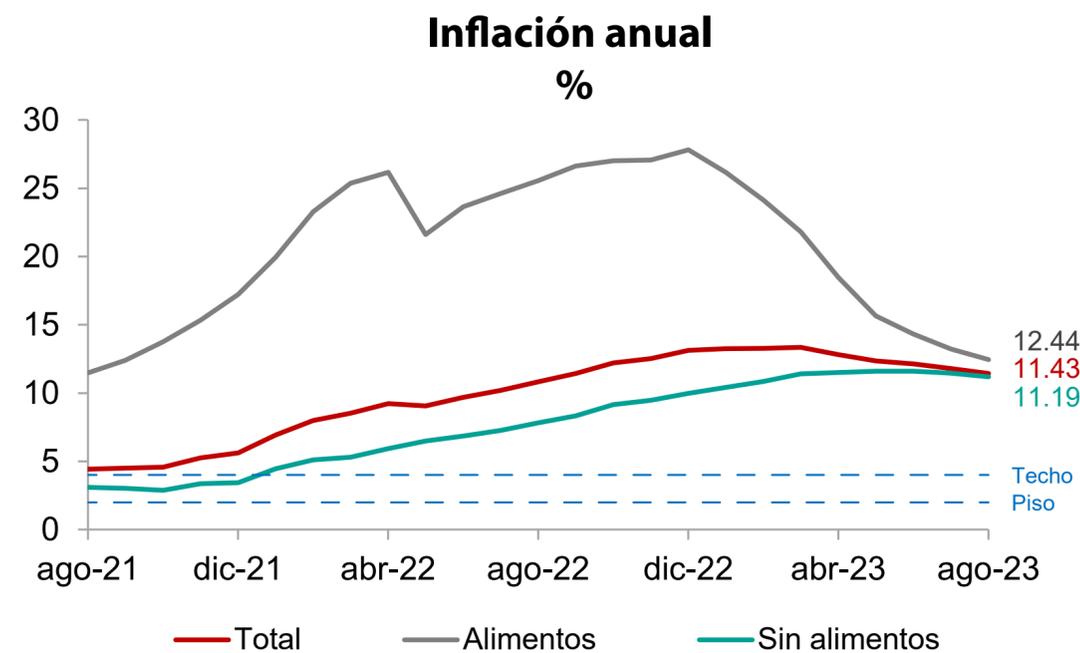


> I V . I N F L A C I Ó N

El fenómeno de alta inflación a nivel global observado desde 2021 se ha contrarrestado de manera relativamente rápida con el endurecimiento de la política monetaria por parte de los bancos centrales en la mayor parte de países del mundo. En Colombia, la desaceleración de la inflación ha sido más lenta de lo esperado a inicio de año por el incremento en los precios de los combustibles y la persistencia de fenómenos de indexación en alojamiento y servicios públicos en mayor medida.

En enero, la encuesta de Expectativas del Banco de la República mostraba que los analistas, en promedio, esperaban que la inflación del 2023 cerraría en 8.63%, mientras que en la edición de septiembre se espera que la inflación cierre el año en 9.55%. El moderado incremento en la expectativa de inflación para finales de año obedece al aumento en el precio de la gasolina y a la persistencia en las tarifas de los servicios públicos y los cánones de arrendamiento, principalmente.

A continuación destacamos algunos puntos importantes que han impactado la inflación a lo largo del año en curso:



Fuente: DANE.

En el primer trimestre del año, la inflación mensual superó de manera sistemática las expectativas de los analistas, aumentando las proyecciones para finales de año. Los alimentos y el transporte se consolidaron como las divisiones con mayor aporte durante el trimestre. En marzo se presentó el pico inflacionario anual de 13.34%, para posteriormente iniciar la fase de desaceleración.

En el segundo trimestre, la demanda y la actividad económica absorbieron el efecto del endurecimiento de la política monetaria, lo que se reflejó en que el dato mensual de inflación se ubicara por debajo de las expectativas de los analistas. Los alimentos aportaron de manera negativa y jalaron al índice de precios a la baja, aunque la inflación subyacente continuó incrementándose.

El rubro de alojamiento y servicios públicos junto con el transporte se posicionaron como los principales factores de la persistencia en la inflación sin alimentos. La inflación anual se alejó de su pico y finalizó el trimestre en 12.13%.

Para el tercer trimestre, la inflación sorprendió al alza gracias a nuevas presiones por el lado de los alimentos. El fenómeno de El Niño y los cierres intermitentes de las vías que comunican al Llano con el interior del país dificultaron el abastecimiento y encarecieron los alimentos. El transporte impulsado por el precio de la gasolina continuó como la segunda división con mayor efecto sobre la inflación. Es importante señalar que la resistencia de la inflación a la baja se da a pesar de la revaluación del peso colombiano, la cual ha contribuido a disminuir los precios de los insumos, especialmente los importados, tal como lo refleja nuestro Davivienda PMI manufacturero.

Para finales de año esperamos que la inflación continúe su fase de desaceleración, explicada por la moderación en el crecimiento económico y una tasa de cambio menor a la registrada en el mismo período del año anterior. Sin embargo, falta observar el efecto en los precios de los alimentos ultraprocesados y bebidas azucaradas, artículos de la canasta básica que comenzarán a ser gravados de forma gradual en noviembre para implementar los impuestos saludables aprobados en la reforma tributaria de 2022. Dado lo anterior, para diciembre de 2023 estimamos una inflación anual de alimentos de 9.97%, sin alimentos de 10.02% y total de 10.01%.

¿CUÁNTO AUMENTARÍA EL SALARIO MÍNIMO EN 2024? RECUADRO 4

En Colombia, el salario mínimo es la mínima remuneración que un empleador está obligado a pagar a sus asalariados por el trabajo que estos hayan efectuado durante un período determinado. Dicho monto no puede ser rebajado en virtud de ningún convenio colectivo ni de un acuerdo individual. Actualmente, el salario mínimo asciende a COP 1,160,000 al mes, sin auxilio de transporte.

El incremento del salario mínimo se realiza con el fin de que los trabajadores no vean afectado su poder adquisitivo a causa de la inflación. La negociación del incremento salarial se realiza en una mesa de concertación entre el Gobierno Nacional, los empleadores y los trabajadores en la que se define la magnitud del alza que se sustenta sobre la inflación al consumidor del año que culmina, la productividad total de los factores, la contribución de los salarios al ingreso nacional

y el crecimiento económico. Si no se logra concertar el monto del incremento, el Gobierno Nacional lo define por decreto a más tardar el 30 de diciembre del año en curso.

La Corte Constitucional, mediante la sentencia C-815 de 1999 estableció algunos criterios para la fijación del salario mínimo, indicando que su incremento no podrá ser inferior a la inflación, medida por el Índice de Precios al Consumidor, del año que culmina. Además incluyó en el monto del reajuste un componente por productividad. La experiencia nos sugiere que cuando el valor de esta variable es negativo -como esperamos que ocurra en 2023- no es tenida en cuenta durante la concertación salarial.

“estimamos que el incremento del salario mínimo podría ser de 11.78%”

Entonces, ¿qué incremento esperamos para el salario mínimo de 2024? Con relación a la productividad de los factores en 2023 anticipamos que será de -0.72, como resultado de un aumento en la población ocupada y una fuerte desaceleración en el crecimiento del producto interno bruto. Por lo tanto, estimamos un incremento para el salario mínimo de 11.78%, resultado de la suma de nuestra proyección de inflación (10.01%) y del promedio histórico de la sorpresa política (1.77%)³⁸. Esta última variable se define como la diferencia entre el incremento efectivo del salario frente a la suma de la inflación observada y la productividad.

Con esto, en 2024 el salario mínimo mensual llegaría a ser de COP 1,296,681 sin subsidio de transporte.

³⁸Para este cálculo se excluyeron las sorpresas políticas de los últimos dos últimos años del Gobierno de Iván Duque, debido a que los incrementos salariales carecieron de un soporte técnico.

FIN DEL RECUADRO

Para 2024, anticipamos que continuarán presiones alcistas sobre la inflación derivadas de: el incremento del salario mínimo, los aumentos en los precios de los combustibles, la indexación de algunos precios a la inflación del año anterior (arriendos, tarifas educativas, peajes, cargos administrativos, etc) y factores climáticos adversos que agraven la producción de alimentos. Por el contrario, el menor crecimiento económico y la reducción en los precios de algunos insumos pueden presionar la inflación a la baja el próximo año.

Dado lo anterior, esperamos que la inflación total cierre el 2024 en 3.97%, la inflación de alimentos en 4.06% y la inflación sin alimentos en 3.94%. Es decir, anticipamos que el Banco de la República, luego de cuatro años consecutivos de no cumplir con la meta de inflación (entre 2% y 4%), lograría encauzar la

inflación al límite superior del rango para finales de 2024. Sin embargo, nuestro principal supuesto para que se cumpla este escenario es que el Gobierno Nacional no incrementará el precio del diesel en el próximo año, tal como lo han venido sugiriendo algunos funcionarios.

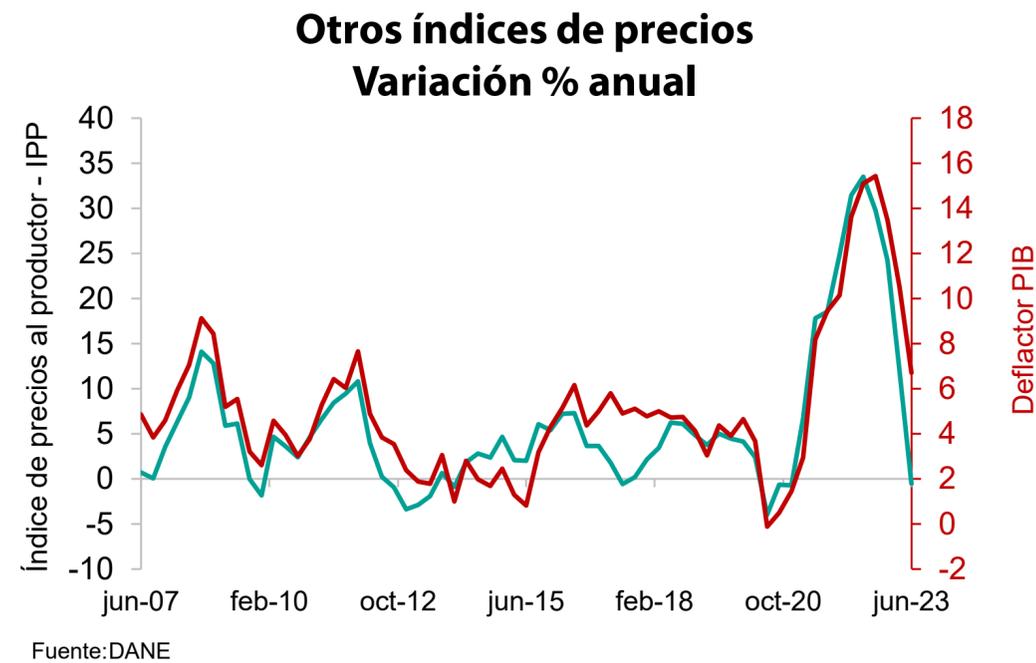
El índice de Precios al Consumidor (IPC) no es el único indicador para hacerle seguimiento a los precios de los bienes y servicios en una economía. Existen otros índices que hacen seguimiento a los precios, siendo los más conocidos el Índice de Precios del Productor (IPP) y el deflactor del PIB. El primero mide la evolución en los precios de venta al productor, es decir, el primer canal de comercialización o distribución de los bienes transados en la economía. Mientras que el deflactor del PIB mide en promedio la variación en los precios de todos los bienes y servicios que se transan en la economía.

Proyección inflación anual

Año	Alimentos	Sin alimentos	Total
2023(e)	9.97%	10.02%	10.01%
2024(p)	4.06%	3.94%	3.97%

(e): estimaciones, (p): proyecciones

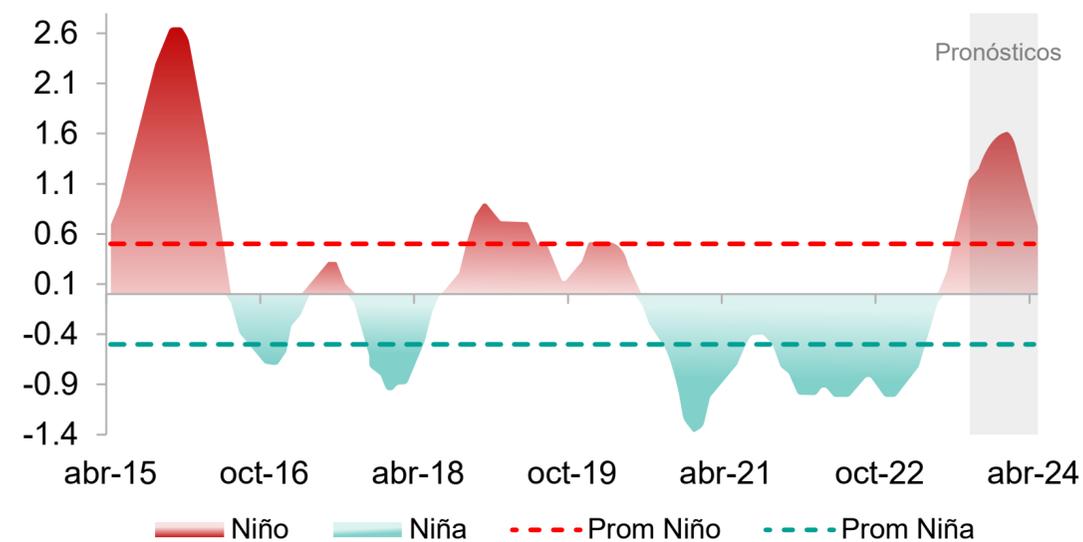
Fuente: Estimaciones DAVMIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos



En el segundo trimestre del 2023, el deflactor del PIB mostró una variación anual de 6.7%, siendo el dato más bajo de los últimos 2 años. Por otro lado, en el mismo periodo, el IPP registró una variación anual de -0.5%, retornando a niveles vistos a finales de 2020.

Finalmente, en cuanto a fenómenos climáticos, el indicador Oceanic Niño Index (ONI), que mide la temperatura del Pacífico Sur y suele ser un buen indicador de seguimiento relativo al fenómeno de El Niño o La Niña, sugiere que en el tercer trimestre del presente año estamos atravesando un fenómeno de sequía o de El Niño. Adicionalmente, las proyecciones que recopila la National Oceanic and Atmospheric Administration de los Estados Unidos para el indicador mencionado sugieren que la sequía podría mantenerse durante los primeros cuatro meses de 2024, disminuyendo de manera paulatina a mediados del segundo trimestre del año 2024.

Fenómeno del Niño y la Niña ONI



Fuente: NOAA.

Se espera que el promedio de este indicador en la segunda mitad del año sea de 1.3, superando el umbral de 0.5 que es el promedio para que se constituya el fenómeno de El Niño, mientras que para el primer cuatrimestre del 2024, el promedio de El Niño sería de 1.03. De acuerdo con la información anterior, es probable que el fenómeno de El Niño pueda presionar al alza los precios de los alimentos perecederos o de ciclo corto si se extiende más allá del primer cuatrimestre del próximo año.

“se espera que la inflación total al finalizar el 2024 “encaje” en el rango meta”

La economía y sus sectores

> Política monetaria

Para 2024 y en línea con menores presiones inflacionarias, anticipamos para el segundo semestre del año una importante reducción de las tasas de interés.



> V . P O L Í T I C A M O N E T A R I A

La dinámica inflacionaria de Colombia ha sido especialmente delicada, comparada con la del conjunto de países de América Latina que tienen bancos centrales independientes. Mientras que para el conjunto (cifras promedio) de estos la inflación llegó a su pico en junio de 2022, en nuestro país se alcanzó apenas en marzo pasado. Además, el nivel máximo en el promedio de la inflación en los países analizados alcanzó 10.3%, en tanto que en Colombia lo hizo en el 13.34%.

Existen varias razones para que esto sea así. En primer lugar, el desequilibrio macroeconómico de Colombia fue muy grande en 2022 con elevados niveles de déficit fiscal y un crecimiento elevado del consumo de los hogares. De otra parte, el país enfrentó un fuerte choque de oferta relacionado con la disminución de siembras por efecto del exceso de lluvias y alto costo de insumos agropecuarios. Además, por razones de tipo político los precios de los combustibles no se ajustaron oportunamente, generando una contribución nada despreciable de los precios de los combustibles a la variación del IPC desde que se ha tomado la decisión de

eliminar el subsidio. De otra parte, el aumento en la prima de riesgo país fue elevado en el último año, lo que contribuyó a devaluar la tasa de cambio y a incrementar los precios de los bienes importados, en especial los alimentos. Por último, el país tiene implementados mecanismos de indexación de precios (salario mínimo, arriendos, matrículas y pensiones en colegios privados, servicios públicos, entre otros) que hacen mucho más difícil reducir la inflación.

Ante esta situación la política monetaria ha tenido que ejercer un papel mucho más protagónico en nuestro país en la coyuntura reciente. Durante 2022 el Banco ajustó ocho veces su tasa de política monetaria llevándola de 3% al iniciar el año, al 12% en su cierre. En lo corrido de 2023 ha realizado tres incrementos, hasta ubicar su tasa en 13.25%. En las últimas reuniones la tasa ha permanecido constante.

¿Qué esperar de la tasa en los próximos meses? Lo primero que hay que tener en cuenta y que mencionamos en la sección anterior, es que la autoridad monetaria al finalizar 2023 estará incumpliendo su meta de inflación por cuarto año consecutivo. En consideración a esta circunstancia, la Junta del Banco ha sido clara en que tomará las medidas necesarias para asegurar el retorno de la inflación hacia la meta de 3% que se ha propuesto alcanzar al final de 2024³⁹. Por lo tanto, consideramos que este compromiso es serio y que el Banco tiene las herramientas necesarias para asegurar que se cumpla. Así las cosas, prevemos que las tasas se mantendrán invariantes en lo que resta del 2023, posponiendo el inicio de la fase de recortes a partir del segundo trimestre de 2024.

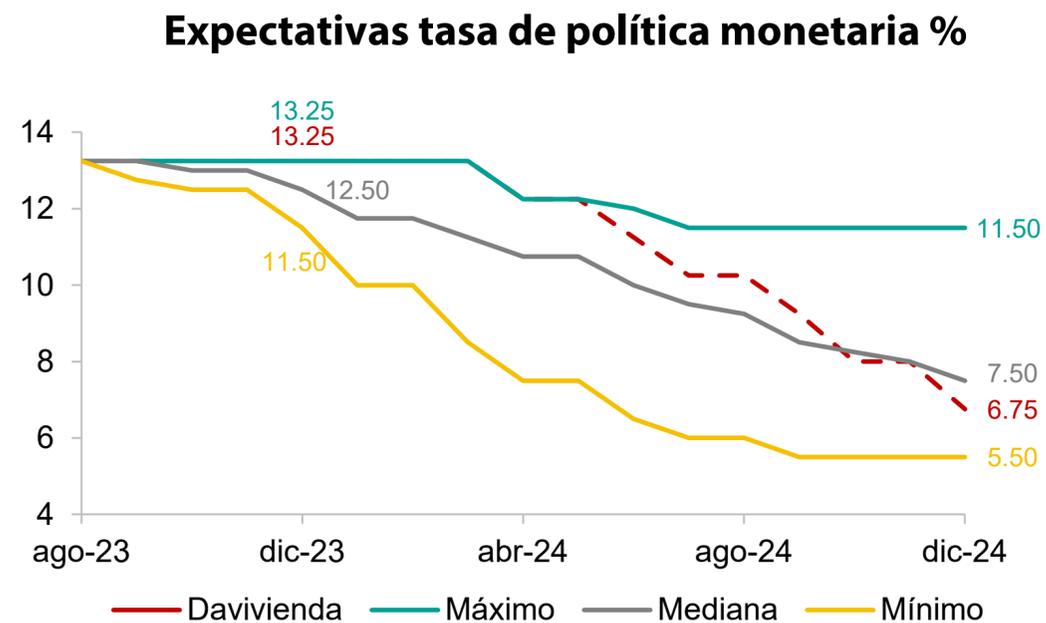
“Estimamos que la reducción de tasas de interés iniciaría en el segundo trimestre de 2024”

³⁹ Véase al respecto el compromiso demostrado con este objetivo en las minutas de la Junta correspondientes a la reunión del pasado mes de marzo y publicadas el 3 de abril.

Una vez se anclen las expectativas de inflación en los próximos meses, en algún momento del primer semestre, el Banco Central podría responder en forma más agresiva con una reducción de tasas de interés. En el siguiente gráfico comparamos nuestra senda esperada de política monetaria con la de otros analistas.

En la práctica, nuestra proyección de tasa de intervención supone niveles de 13.25% hasta marzo de 2024 con una mayor aceleración en la reducción de tasas que se daría incluso por debajo del consenso de los analistas en el último trimestre del año.

Es interesante destacar que el Gobierno Nacional no parece compartir esta visión de la junta. Por ejemplo, en el Marco Fiscal de Mediano Plazo se afirma lo siguiente: “Se espera que a partir de 2025 la inflación se ubique en la meta establecida por el Banco de la República (3%), apoyada en la normalización de la demanda agregada, una brecha del producto cerrada y la convergencia de la inflación y sus expectativas a la meta en el mediano plazo”⁴⁰. Sin embargo, consideramos que el Banco continuará tomando decisiones en el marco de su autonomía e independencia, por lo que la orientación política que prevalecerá es la de esta entidad.



Fuente: Banco de la República y estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos.

⁴⁰ Tomado del Marco Fiscal de Mediano Plazo 2023, página 96.

¿CAMBIÓ LA TASA DE INTERÉS NEUTRAL DESPUÉS DE LA PANDEMIA? RECUADRO 5

Uno de los problemas prácticos en política monetaria es determinar con algún grado de certeza a qué nivel de tasa de interés deben “apuntar” los banqueros centrales, de tal manera que en cualquier momento se pueda reconocer si las tasas de política deben continuar ajustándose, en cuál dirección y en qué magnitud. Para abordar este tema, los responsables de la política monetaria suelen hacer referencia a las tasas “naturales” o “neutrales” de interés a sabiendas de que dichas tasas no son observables sino estimadas bajo supuestos teóricos y estadísticos.

La tasa de interés neutral o natural (r-estrella) se define como aquel tipo de interés real que debería prevalecer cuando la actividad económica alcanza su nivel potencial (nivel de producto que se consigue cuando se emplean los recursos a su máxima capacidad) y la inflación se mantiene estable dentro del rango meta de la autoridad monetaria.

Como ya hemos mencionado, esta tasa de interés neutral no es una variable observable sino una estimación que depende de diversos factores, entre ellos los supuestos y métodos utilizados para su estimación. Por ende su cálculo suele estar sujeto a una alta incertidumbre. Numerosos estudios⁴¹ muestran la discrepancia entre las metodologías y supuestos que se deben tener en cuenta para su estimación.

No obstante, existe un consenso de que la tasa de interés neutral no es constante en el tiempo, ya que depende de la evolución de las condiciones económicas.

Esta variable es estudiada y estimada especialmente por los bancos centrales, quienes velan por mantener la tasa de política monetaria

⁴¹ El primer acercamiento al concepto de tasa neutral fue propuesto por Wicksell (1898). Posterior a este estudio se han realizado importantes avances como Kydland & Prescott (1982), Laubach & Williams (2003), González et al. (2012), entre otros.

cercana a la tasa neutral para cumplir con sus metas de inflación y crecimiento. La teoría explica que cuando la tasa de interés de los emisores se encuentra por encima de la tasa neutral se intenta frenar el crecimiento económico para reducir la inflación, adoptando una postura de política contractiva. Por el contrario, cuando los tipos de interés se sitúan por debajo de la tasa neutral se estimula la actividad económica y se incrementa la inflación.

Entre los determinantes que la literatura ha identificado como relevantes para estimar la tasa de interés neutral se encuentran: la tasa de crecimiento económico potencial, cambios significativos en la población y su estructura por edades, aversión al riesgo, productividad total de los factores, costos de los bienes de capital, nivel de endeudamiento público, prima de riesgo país y tasa de interés real externa, entre otras. Todas estas variables afectan las decisiones de inversión y ahorro de los agentes económicos.

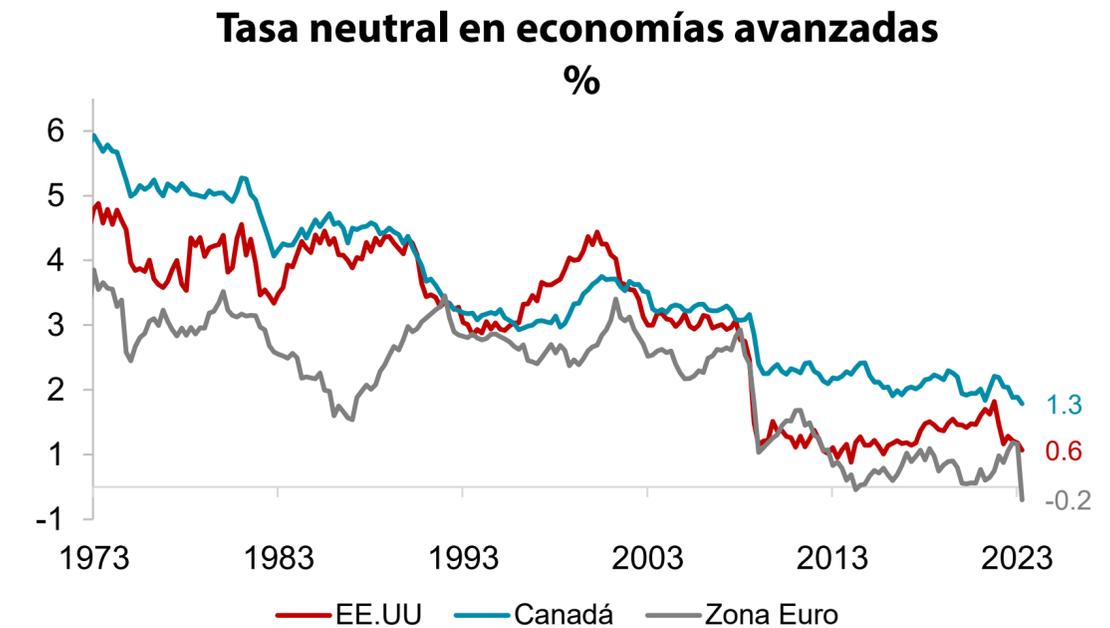
Como se observa en el cuadro, la tasa de interés neutral puede variar no sólo por factores estructurales (de largo plazo) como la demografía, la tendencia de la productividad y el crecimiento potencial, sino también por factores transitorios (de corto y mediano plazo) como la aversión al riesgo, el nivel de endeudamiento público y la prima de riesgo. En este caso, mientras los primeros cambian lentamente en el tiempo y sus efectos perduran a largo plazo, los segundos reflejan choques macroeconómicos que normalmente se espera que se corrijan en el corto o mediano plazo.

Determinantes de la tasa natural

Determinante	Efecto	Tiempo
Crecimiento económico potencial	Directo	Largo plazo
Crecimiento poblacional	Directo	Largo plazo
Productividad	Directo	Largo plazo
Tasa neutral externa*	Directo	Largo plazo
Aversión al riesgo	Directo	Corto plazo
Endeudamiento público	Directo	Corto plazo
Costos bienes de capital	Inverso	Largo plazo

*Afecta en mayor medida a pequeñas economías abiertas.

En las últimas cuatro décadas tanto en países desarrollados como emergentes se ha experimentado una tendencia decreciente en la tasa de interés neutral, principalmente por descensos tanto en la tasa de natalidad como en la productividad (FMI, 2023). Sin embargo, con la llegada de la pandemia y el posterior cierre del aparato productivo para mitigar los efectos del Covid-19, los bancos centrales tuvieron que estimular la economía. Así mismo, los gobiernos locales incrementaron su deuda para impulsar la producción con política fiscal expansiva, lo que generó aumentos en las primas de riesgo. Las presiones inflacionarias no tardaron en aparecer ante una demanda creciente de materias primas, problemas en la cadena de suministro y condiciones climáticas adversas para la producción de alimentos. Estos choques incrementaron los niveles de la tasa de interés neutral de corto plazo al tiempo que obligaron a los bancos de emisión a elevar sus tasas de interés de política monetaria para enfriar la economía y contrarrestar las presiones inflacionarias.



Fuente: FED Nueva York. Datos a junio de 2023.

Precisamente, la trayectoria de largo plazo muestra que las tasas de interés neutrales en las economías avanzadas han tenido una tendencia decreciente, presionada especialmente durante la época de 2008-2009, cuando la crisis financiera afectó las decisiones de ahorro e inversión y obligó a los bancos centrales a utilizar instrumentos de política monetaria no convencionales.

Al segundo trimestre de 2023, las estimaciones muestran una tasa neutral de 0.6% para Estados Unidos, -0.2% para la Zona Euro y de 1.3% para Canadá. Empero, Hotson et al. (2023) muestran que la pandemia no afectó de manera importante la tendencia de largo plazo de la tasa de interés neutral en las economías de Estados Unidos, Canadá y la Eurozona, por lo que no hay evidencia de que el comportamiento tendencial será diferente al experimentado en las décadas pasadas. No obstante, los autores señalan que sí hubo una reducción en la tasa de crecimiento potencial de las economías luego de este suceso histórico.

Por su parte, el FMI (2023) prevé que cuando los bancos centrales terminen la lucha contra las actuales presiones inflacionarias se reducirán las tasas de interés reales y las tasas neutrales de los países desarrollados seguirán estables en los niveles previos a la pandemia. Por su parte, para los países emergentes la tendencia seguirá siendo descendente en cuanto a tasa de interés neutral se

refiere, hasta alcanzar una convergencia hacia los niveles de los países desarrollados.

Para el caso colombiano, el Banco de la República estimó en su más reciente Informe de Política Monetaria un incremento en la tasa neutral desde el periodo de pandemia de 1.5% en 2020 a 2.3% en 2023, mostrando un crecimiento asociado a factores transitorios o de corto plazo, como un aumento en la aversión al riesgo y en las tasas de corto plazo tanto locales como externas, dado el proceso de restricción monetaria visto en Colombia y en el mundo para reducir la inflación en medio de un panorama de elevada incertidumbre global.

“el endeudamiento público mantendría la tasa de interés neutral de Colombia alta”

En el largo plazo, existen factores que afectan negativamente la tasa neutral de Colombia como una reducción en el PIB potencial, el bajo crecimiento poblacional y una tendencia decreciente en la productividad. Sin embargo, factores idiosincráticos como la pérdida del grado de inversión y el endeudamiento público superior a lo registrado antes de la pandemia podrían mantener la tasa neutral de Colombia en niveles altos en el mediano plazo.

Lo anterior podría tener efectos importantes en la manera que se concibe la política monetaria en el mundo. Una continua caída en las tasas neutras de los países emergentes podría implicar menos espacio para que los bancos centrales puedan usar herramientas de política monetaria y su papel dentro de la estabilidad macroeconómica -especialmente en su postura expansiva- sería más limitado.

Bibliografía

- Amato, J. (2005). The role of the natural rate of interest in monetary policy. BIS Working Papers No. 171.
- Banco de la República (2023). Informe de Política Monetaria - Julio de 2023.
- Carrillo, J., Elizondo, R., Rodríguez-Pérez C. y Roldán-Peña J. (2018). ¿Qué determina la Tasa Neutral de Interés en una Economía Emergente? Documentos de Investigación N° 2018-22. Banco de México.
- Gonzalez, A., Ocampo, S., Pérez, J., y Rodríguez, D. (2012). Output Gap and Neutral Interest Measures for Colombia. Borradores de Economía 726, Banco de la República.
- Kydland, F. & Prescott, E. (1982): "Time to build and aggregate fluctuations", *Econometrica*, 50, pp 1345–70.
- Holston, K., Laubach, T., & Williams, J. C. (2023). Measuring the Natural Rate of Interest after Covid-19-19. FRB of New York Staff Report, (1063).
- International Monetary Fund (IMF). (2023). World economic outlook: A Rocky recovery.
- Laubach, T. & Williams, J. (2003): Measuring the natural rate of interest, *Review of Economics and Statistics*, 85, pp 1063–70.
- Torres, C. C. (2022). Estimación de la Tasa de Interés Neutral en Honduras. Foro de Investigadores de Bancos Centrales del Consejo Monetario Centroamericano, 16.
- Wicksell, K. (1898): *Interest and prices*, R F Kahn (trans.) Kelley: New York, 1965.

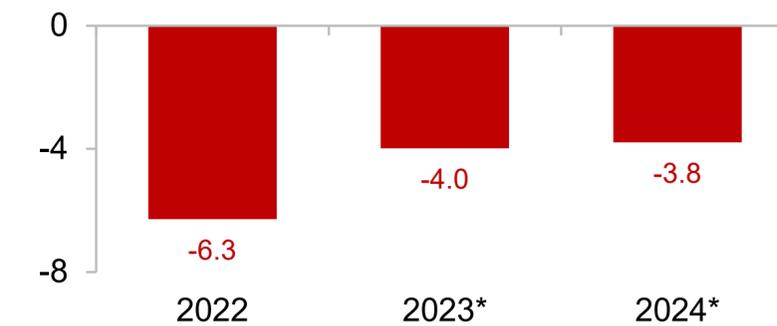
FIN DEL RECUADRO

La economía y sus sectores

> Sector externo

A pesar de que estimamos un moderado retroceso en las remesas que recibe el país, estás seguirán beneficiando su balance externo.

**Balance cuenta corriente
% PIB**



* Proyecciones

> VI. SECTOR EXTERNO

Colombia registró en su cuenta corriente un déficit 6.3% del PIB (USD 21,526 millones) en 2022, una ampliación en comparación con el déficit de 5.6% del PIB (USD 17,951 millones) obtenido en 2021. Para el 2023 estimamos que este déficit llegará a representar 4.0% del PIB (USD 14,766 millones), mostrando una fuerte moderación frente al año inmediatamente anterior.

Para la cuenta de bienes y servicios esperamos una reducción del déficit, pasando de USD 16,427 millones en 2022 a USD 11,319 millones en 2023, como respuesta, principalmente, al contexto de desaceleración de la actividad económica a nivel local. A esto se suman los efectos de menores precios del petróleo frente a los registrados en 2022 y la depreciación del peso colombiano, que afecta de forma adversa las importaciones de bienes y servicios.

Respecto a la cuenta de ingreso primario (renta de los factores), estimamos que su déficit al cierre del año se sitúe en USD 14,992 millones, cifra bastante inferior a los USD 17,407 millones alcanzados en 2022. Este comportamiento refleja las menores utilidades esperadas de la inversión extranjera en el país y las afectaciones adicionales al expresarlas en dólares, dado el comportamiento de la tasa de cambio.

Las transferencias (ingreso secundario) se mantienen como el único rubro de la cuenta corriente con un balance positivo y estimamos que su saldo llegará a USD 11,545 millones en 2023, asociado al contexto de desaceleración económica global que impacta las remesas de trabajadores en el exterior que recibe Colombia.

“Las remesas continuarán beneficiando el balance externo del país”

Desde luego, en las cuentas externas de Colombia juega un rol esencial la cotización del petróleo. La referencia BRENT se ha mantenido relativamente estable en lo que va de 2023, con un promedio de 82.1 USD/Barril. Indicadores como el OVX⁴² muestran que la volatilidad en el mercado de futuros de este commodity se mantiene en niveles históricamente bajos, sugiriendo que los agentes no esperan movimientos significativos en los precios del crudo, al menos en el corto plazo.

No obstante, el comportamiento de los precios del petróleo en septiembre, mes en curso al momento del cierre de la edición del presente documento, merece un comentario

⁴² El Crude Oil Volatility Index (OVX) es un indicador calculado por el Chicago Board of Options Exchange que estima la expectativa de la volatilidad sobre el precio USD del petróleo en un horizonte de 30 días.

especial. La cotización BRENT ha ascendido de manera acelerada en las últimas semanas, desde un nivel en torno a los 85 USD/Barril al inicio de septiembre hasta acercarse a los 95 USD/Barril a mediados del mes. Dos factores que han estado equilibrando el mercado este año, han confluído estas últimas semanas para tener el repunte observado: por un lado, la limitación en la oferta, especialmente en los recortes unilaterales anunciados por Arabia Saudita; mientras por otro, un optimismo en relación con que la economía china podría estar superando las dificultades que la vienen aquejando y retomaría una senda de crecimiento más formidable. En todo caso, si se llegara a alcanzar el nivel de 100 USD/Barril, aún luce muy probable una corrección que mantenga los precios entre los 83 USD y 93 USD, pues la oferta no tardaría en reaccionar a ese estímulo.

En un horizonte más amplio de tiempo, la capacidad de influencia en este mercado que han mostrado actores como la OPEP+ y los EE.UU. serán determinantes. La OPEP+ parece estar más interesada en obtener ganancias por precios que por cantidades, mientras los productores estadounidenses no parecen perseguir ampliaciones significativas en el suministro. Este escenario aminora el impacto que pueda tener sobre el consumo -y los precios- la desaceleración global, por lo que prevemos una senda de poca variación hasta finales del próximo año, ascendiendo paulatinamente hasta un máximo de 87.5 USD/Barril en promedio el primer trimestre de 2024, para descender hasta 85.4 USD en el último trimestre⁴³.

⁴³ La estimación promedio adoptada como supuesto para varias de las proyecciones estimadas en esta publicación es de 81.9 USD por barril en 2023 y 85.6 USD por barril en 2024.

Resumen Balanza de Pagos

Millones USD

Rubro	2022	2023 (e)	2024 (p)
Cuenta corriente	-21,526	-14,766	-15,411
1. Bienes y servicios	-16,427	-11,319	-12,656
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-17,407	-14,992	-13,677
3. Transferencias (Ingreso secundario)	12,308	11,545	10,922
Cuenta Financiera	-20,718		
Errores y omisiones	-808		

(e): estimaciones, (p): proyecciones

Fuente: Banco de la República y estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

Para 2024 proyectamos un déficit de cuenta corriente de 3.8% del PIB (USD 15,411 millones). A nivel de sus componentes, en la cuenta de bienes y servicios proyectamos un déficit de USD 12,656 millones. Esta cifra resulta ser superior frente a la estimada para 2023 como consecuencia de una incipiente y muy modesta mejora en la dinámica de la actividad económica local que estaría acompañada por una baja demanda externa y una menor depreciación de la tasa de cambio.

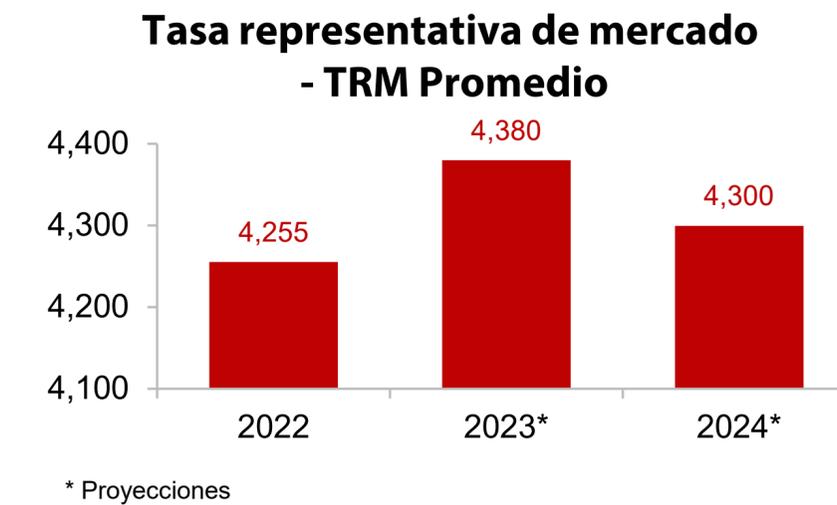
Para la renta de los factores proyectamos en 2024 un balance negativo de USD 13,677 millones, mostrando una disminución frente al año anterior en línea con el comportamiento esperado de la economía colombiana. Tal como se planteó al inicio de este documento, aquí también se refleja la incertidumbre frente a la implementación de algunas políticas propuestas por la actual administración, las cuales tienen el potencial de afectar de forma importante la inversión extranjera en el país.

Finalmente, para las transferencias (ingreso secundario) estimamos un balance de USD 10,922 millones, como resultado de las expectativas de crecimiento de EE.UU. y España, países que se mantienen como los principales orígenes de los flujos de recursos que recibe Colombia por este concepto.

La economía y sus sectores

> Tasa de cambio

Para 2024 estimamos que factores relativos a remesas, el desempeño de la inversión petrolera y la apreciación del dólar a nivel global sean de gran relevancia para explicar el comportamiento de la tasa de cambio.



> VII. TASA DE CAMBIO

En ediciones anteriores de El Libro, hemos señalado los determinantes principales de la tasa de cambio en nuestro país, entre estos se encuentran: el valor del dólar frente al resto de economías del mundo, el precio del petróleo y los niveles de riesgo país. Durante la pandemia del Covid-19, y en forma extraordinaria, el valor del dólar estuvo muy relacionado con la actividad económica en el corto plazo, además de la política de endeudamiento. Esto se produjo porque ante la enorme caída del valor agregado a nivel local, y a pesar de la disminución en los precios del petróleo, la demanda por importaciones se redujo tanto que la demanda por dólares cayó.

En el último año, además de los factores tradicionales mencionados hemos visto una importante incidencia de otros factores a la hora de explicar el comportamiento de la tasa de cambio. Entre ellos están la buena dinámica de las transferencias de trabajadores colombianos en el exterior y los “factores políticos” que han venido actuando sobre el nivel de riesgo país. En relación con este último aspecto, es importante recordar que durante 2022 la tasa de cambio y la prima de riesgo país se elevaron en forma significativa ante los temores, hecho que finalmente se consumó, de la elección de un gobierno de izquierda. Por el contrario, en 2023 el peso colombiano ha sido sorprendido por una importante apreciación también asociada a una caída en la prima de país.

Tasa representativa de mercado



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Corte: 13 septiembre 2022

Los factores determinantes de esta reducción en el riesgo parecen estar vinculados con tres elementos principales. En primer lugar, la nueva administración ha demostrado su compromiso con la aplicación de la regla fiscal (aunque sin reducir el déficit ni un peso más de lo que esta regla determina). Es así como el déficit fiscal está bajando de 5.3% en 2022 a 4.3% en 2023. Por otra parte, es conocido que la nueva administración ha enfrentado importantes obstáculos en el Congreso para la aprobación de su agenda inicial de reformas. Así mismo, ha sido objeto de varios fallos en su contra por parte de las Cortes⁴⁴. Ambos elementos han llevado a pensar a analistas y calificadoras de riesgo que el país tiene instituciones suficientemente fuertes para evitar cambios extremos en la formulación de políticas. Esto finalmente contribuye a reducir la prima de riesgo país.

Finalmente, como movimiento de carácter general, a partir del 20 de marzo hemos sido testigos de una reducción más bien generalizada en las primas de riesgo de los países emergentes en atención a la posibilidad de que los ajustes al alza de tasas de interés en Estados Unidos hayan llegado, o estén muy próximos, de llegar a su fin. En estas circunstancias, las altas tasas de interés que aún se mantienen en varios países emergentes pueden generar algún incentivo que propicie las entradas de capital a estos países.

En relación con el comportamiento futuro de la tasa de cambio se puede llegar a las siguientes consideraciones:

⁴⁴El más destacado es el publicado el pasado 6 de julio en la Sección Primera de la sala de lo contencioso-administrativo del Consejo de Estado por el cual este tribunal ratificó la decisión de la Sección Segunda del 2 de marzo que suspendía el Decreto 227 de 16 de febrero de 2023, con el que el Gobierno asumía por tres meses, facultades para regular los precios de los servicios públicos en Colombia

a) Existe una alta probabilidad de que el valor del dólar se recupere en los próximos meses en atención a que la situación económica de otras zonas geográficas como Europa, Canadá o Australia tengan un desempeño económico relativamente más modesto que el esperado para los Estados Unidos. Esto parece ser cierto, aunque se espera que los niveles de inflación sean favorables para la primera economía del mundo.

b) Como se comentó en el capítulo sobre sector externo, en los próximos meses se espera que los niveles de actividad económica a nivel mundial presenten un retroceso en atención al aumento de las tasas de interés que se ha observado en los países desarrollados. Esta tendencia debería reducir los precios del petróleo. Sin embargo, por el lado de la oferta no se anticipan incrementos adicionales significativos

de la producción en Estados Unidos y, más bien, sí algunos esfuerzos por controlar la producción por parte de Arabia Saudita. En estas condiciones los precios del petróleo podrían permanecer relativamente estables evitando un rol protagónico en el comportamiento de la tasa de cambio.

c) En Colombia estaremos observando una reducción de tasas de interés en 2024 como resultado de la continuación del proceso de desinflación de la economía. Pensamos que el proceso de reducción de tasas debe disminuir los incentivos para la entrada de capitales (o su contrapartida, reduce la retención de capitales domésticos) lo que significa que se incrementarían los incentivos para tener una menor entrada de capitales.

d) Cuando se examinan las entradas de divisas a Colombia en lo corrido de 2023, tanto las remesas de trabajadores como los flujos por inversión extranjera directa, en particular los asociados a la exploración y explotación de petróleo, han representado un aporte importante. Consideramos que estos ingresos van a ser menores en 2024 como resultado del aumento previsto en la tasa de desempleo en Estados Unidos así como la moderación en el interés por parte de compañías petroleras extranjeras en continuar con sus proyectos en nuestro país.

En resumen, estimamos que si bien 2023 fue el año en el que el mercado incorporó una prima de riesgo política inferior por efecto de las limitaciones institucionales a los eventuales excesos en la formulación de políticas, consideramos que ese

efecto ya está descontado y no sería un factor adicional de nuevos ajustes a la baja en la tasa de cambio. Por el contrario, los factores relativos a remesas, desempeño de la inversión petrolera y la apreciación del dólar a nivel global deben implicar aumentos de la tasa de cambio en 2024 frente a los niveles observados en septiembre de 2023. La tasa de cambio frente al dólar estimada para el próximo año es de COP 4,300 por dólar americano.

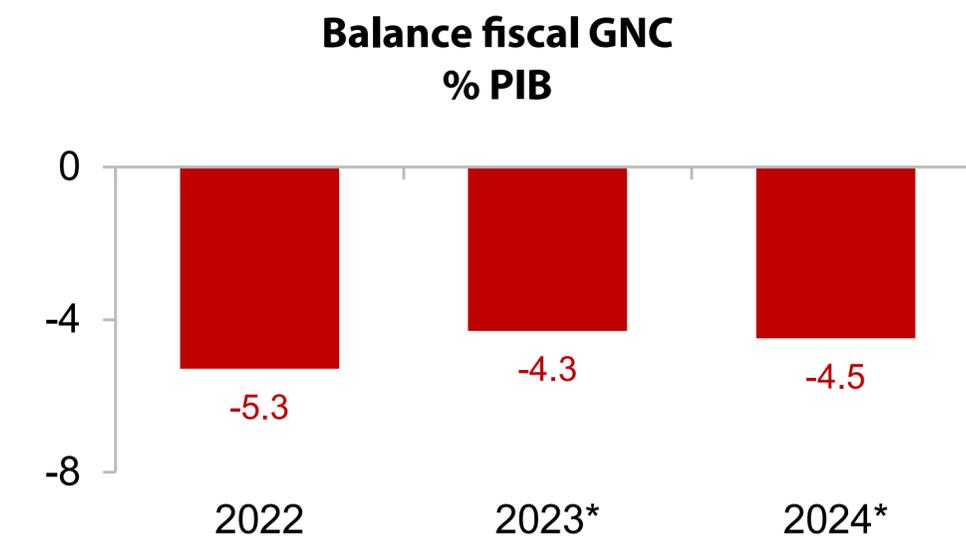
Es importante recordar además que el país perdió el grado de inversión en 2022 y que por lo tanto los niveles de volatilidad de la tasa de cambio son superiores a los que acostumbrábamos tener antes de este evento.

“el compromiso con el cumplimiento de la regla fiscal ha contribuido a la apreciación del peso colombiano”

La economía y sus sectores

> Finanzas públicas

A pesar que en este frente existen varias preocupaciones, durante 2024 se anticipa un incremento de los ingresos de la Nación por cuenta de las medidas adoptadas en la última reforma tributaria.



* Proyecciones

> VIII. FINANZAS PÚBLICAS

NUEVAS TENDENCIAS DEL PAPEL DEL ESTADO Y EL GASTO PÚBLICO EN COLOMBIA: ¿QUÉ COSTOS MACROECONÓMICOS REPRESENTA? RECUADRO 6

La elección de un gobierno de izquierda en nuestro país ha marcado profundas diferencias en el manejo económico frente a las políticas macroeconómicas ortodoxas aplicadas en el pasado. El Plan Nacional de Desarrollo propone transformar la realidad nacional a través de tres pilares: a) el ordenamiento del territorio alrededor del agua, b) el reemplazo de las tecnologías intensivas en el uso del carbono por tecnologías limpias y c) la equidad y la inclusión social. En el ámbito productivo, se plantea dar apoyo especialmente a actividades transables de los sectores de agricultura, industria, servicios (en particular el sector turismo) y a la construcción de vivienda social. El Plan daría prioridad a acuerdos y alianzas público-populares, el fortalecimiento de la economía popular e incluiría “apuestas de transformación productiva”.

Uno de los mecanismos para llevar adelante el Plan es el que el Estado intervenga⁴⁵ más en la economía. En la práctica esto se traduce en un incremento importante de la inversión pública, muy por encima de los promedios históricos.

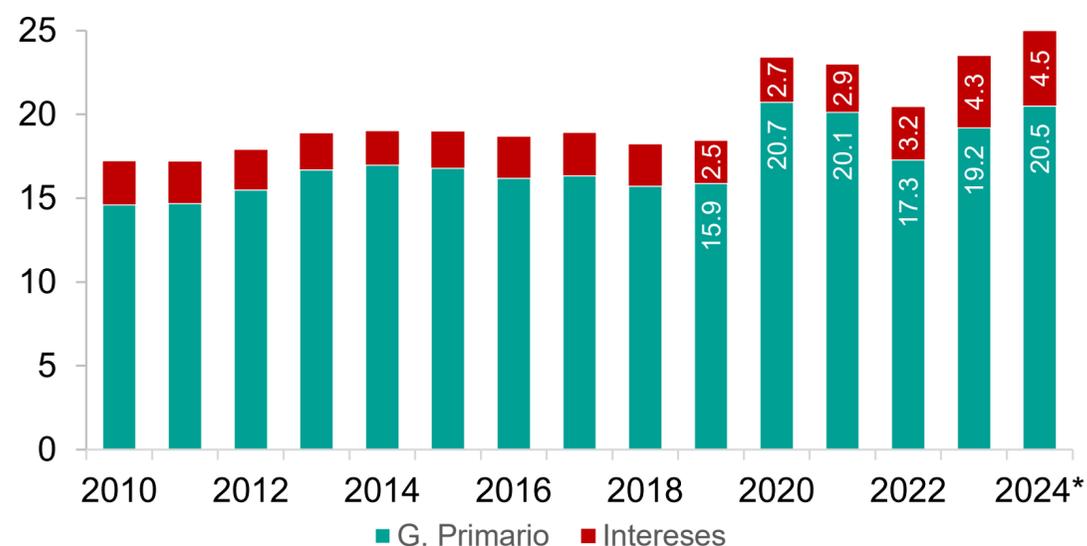
En este recuadro examinamos algunos riesgos, esencialmente de orden macroeconómico, relativos a la posibilidad de que si bien se cumple con lo establecido en la regla fiscal puede llegar a haber un efecto desplazamiento de la actividad privada (*crowding out*) por la política de gasto público en el contexto actual de la situación económica de nuestro país. En la parte final presentamos algunos comentarios de carácter microeconómico sobre la consistencia de algunas de las propuestas.

⁴⁵Plan Nacional de Desarrollo 2022-2026. Pág 27

El gasto público desde el punto de vista macroeconómico

El nivel de gasto del Gobierno Nacional Central (GNC) en la economía colombiana, como proporción del PIB, llegó a su máximo histórico en el año 2020 a raíz de la caída de la actividad económica y de la necesidad de implementar una política contra-cíclica para atender las necesidades derivadas de la pandemia. Posteriormente, en 2021 y 2022, con la necesidad de evitar un agravamiento de las condiciones macroeconómicas, en particular de las derivadas de la pérdida del grado de inversión, los niveles de gasto disminuyeron. Para 2023 y 2024 los niveles están aumentando significativamente alcanzando valores semejantes, e incluso superiores, a los observados en 2020. Esta situación es válida con o sin el pago de intereses.

Gastos GNC por componente % PIB



*Proyecciones MFMP para 2023 y 2024
Fuente: Ministerio de Hacienda

Puede argumentarse que a diferencia de lo observado en el período 2020-2022 el incremento en el gasto público está financiado con mayores ingresos tributarios provenientes de la reforma del año 2022 y que además el gobierno se ha comprometido con el cumplimiento de la regla fiscal. Si bien esto es cierto, vale la pena destacar algunos elementos que generan preocupación:

a) Aunque el gobierno cumpla con la regla fiscal debemos recordar que los niveles de deuda permanecerán relativamente altos, en términos históricos, durante los próximos cuatro años. En efecto, de acuerdo con el Marco Fiscal de Mediano Plazo, los niveles de deuda alcanzarían 55.8% del PIB en 2023 y aumentarán a 57.1% del PIB en 2024. Debemos recordar que en 2011 cuando nuestro país recuperó

el grado de inversión, este nivel llegaba a apenas el 32% del PIB. Así las cosas, es difícil que con las tendencias del gasto y de la deuda el país recupere el grado de inversión. No hay que olvidar que la pérdida del grado de inversión que se dió en 2021 representa para el país el pago de mayores intereses de la deuda, no solo pública sino privada, lo cual repercute en mayores tasas de interés domésticas⁴⁶. Esta situación se puede agravar en la medida que algunos artículos de la reforma tributaria de 2022 disminuyen el incentivo al ahorro doméstico.

b) Tal como se ha apreciado en la literatura internacional, la estabilidad macroeconómica de un país depende del grado de “fragilidad macroeconómica” que enfrente su economía. La persistencia de elevados niveles de deuda vulnera la

estabilidad macroeconómica al exponer a la economía incluso a relativamente pequeños choques (externos, naturales, políticos, derivados de conflictos internacionales u otros). Esto se deriva del reducido espacio de acción para atender, mediante políticas contracíclicas, estos choques cuando el nivel de deuda es muy elevado.

c) Cuando los niveles de déficit y de deuda son medianamente altos, como es el caso de Colombia en este momento, la política monetaria suele llevar la mayor parte del ajuste ante un exceso de gasto sobre ingreso. Ante la ausencia de un correctivo fiscal, las tasas de interés deben subir más de lo que ocurriría en caso de que la política fiscal coadyuvara los esfuerzos monetarios. Esto significa que el gasto público hace un *crowding out* de los gastos privados en la medida que estos

⁴⁶En la medida que el acceso al crédito del exterior es más costoso, los agentes deben recurrir al mercado doméstico para financiar lo que antes llegaba a través de créditos externos. Esto produce un aumento relativamente permanente en la demanda por crédito que debe ser atendida con el stock de ahorro disponible. En consecuencia, el nivel de tasa de interés doméstico también aumenta.

últimos responden a las mayores tasas de interés. Cuando los niveles de deuda son ya demasiado altos, situación que por fortuna estamos lejos de padecer, se anula la capacidad de reacción del Banco Central. Esto se debe a que variaciones en las tasas de interés por parte del Banco Central pueden llegar a tener consecuencias devastadoras sobre el nivel de tipo de cambio o la tasa de interés en condiciones de elevado nivel de deuda. Por ejemplo, un incremento en las tasas de política monetaria, eleva también las tasas que debe ofrecer el gobierno para vender sus títulos de deuda y aumenta el pago de intereses empeorando la posición fiscal. La situación puede llegar a tal punto que aumenta la probabilidad de *default*, lo cual encarece más el acceso a recursos por parte de los gobiernos. En circunstancias de niveles de deuda medios o altos, el control de la inflación y del tipo de cambio se vuelve mucho más difícil y complejo.

Un ejemplo que puede ser utilizado como referente para entender cómo la corrección de los desequilibrios fiscales puede ayudar en el crecimiento de las economías y al control de la inflación es el de Costa Rica en los últimos años. Después de la crisis de 2008, las métricas fiscales de Costa Rica se deterioraron de forma progresiva de tal manera que en 2017 el país alcanzó un déficit fiscal del 5.8% del PIB y un endeudamiento del 46.8% del PIB. Con la pandemia, la presión sobre el gasto público aumentó aún más, al punto que en 2020 el déficit fiscal ascendió a 7.9% del PIB y la deuda aumentó hasta 66.9% del PIB. Sin embargo, gracias a la implementación de la reforma tributaria del 2018 y a la continuación de la disciplina fiscal de la mano del Fondo Monetario Internacional⁴⁷, al cierre de 2022 el déficit fiscal logró descender de forma significativa hasta 2.52% del PIB y el endeudamiento hasta el 63.8% del PIB.

⁴⁷Costa Rica en marzo de 2021 llegó a un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional dentro del marco del Servicio Ampliado (SAF) teniendo acceso a recursos por USD 1,778 millones aproximadamente. A agosto de 2023 el FMI le ha aprobado cuatro revisiones y le ha desembolsado USD 1,100 millones aproximadamente.

La implementación de un acuerdo como el mencionado junto con la incorporación de una senda creíble de reducción del gasto han permitido que las primas de riesgo para la economía costarricense se reduzcan, ubicándose por debajo del nivel de otras economías incluyendo la colombiana⁴⁸. El tipo de cambio costarricense, el colón, registró una apreciación del 21.5% entre junio de 2022 y julio de 2023 lo que ha permitido que la inflación haya dejado de ser un problema relevante en los últimos meses⁴⁹.

Mientras en la región la mayoría de países combatían aún los altos niveles de precios con incrementos en sus tasas de política monetaria, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) emprendía una campaña de normalización de su política, acumulando en lo corrido de 2023 hasta agosto cuatro recortes de su tasa de política monetaria, llevándola de 9% al

⁴⁸A cierre del 2018 el EMBI de Costa Rica fue 535 y el de Colombia 223, el 31 de julio de 2023 el costarricense fue 262 y el colombiano 313.

⁴⁹La inflación anual que alcanzó un máximo de 12.13% en agosto del 2022, en julio de 2023 se ubicó en -2.29%

6.5%. La combinación de una reducción de tasas de interés con una apreciación del colón han mejorado sensiblemente el clima para la inversión y posibilitando un mayor gasto de consumo, con lo cual se espera que esta economía se dinamice considerablemente en los próximos meses.

El gasto público, la intervención del Estado y la asignación de recursos

Como ya se mencionó, una de las políticas planteadas por el Gobierno es limitar el papel del mercado en la asignación de los recursos volviendo protagonista al Estado en diversas actividades⁵⁰.

Si bien este no es el lugar para dar un debate ideológico sobre estas cuestiones, es importante mencionar que desde el punto de vista argumental puede decirse que en contraposición a los problemas que puede llegar a causar la asignación de recursos por parte del mercado, también existe

⁵⁰La intención de limitar el papel del sector privado parece obedecer a la idea de que el ánimo de lucro en la provisión de bienes o servicios, especialmente cuando estos pueden ser proveídos por el Estado, es indebida en la medida que esto implicaría una transferencia de recursos de los ciudadanos hacia unos pocos accionistas de las empresas. Una explicación adicional por la cual se requeriría un rol más activo del Estado estaría en el que supuestamente el sector privado en su afán de obtener ingresos -en algunos casos de carácter monopólico- realiza actividades indebidas obteniendo privilegios a cambio de pagos indebidos a funcionarios públicos.

la posibilidad de importantes fallas en las actividades que lleva a cabo el gobierno. En un artículo clásico sobre el tema de la capacidad que tienen los gobiernos para en la práctica promover el desarrollo, y sobre la defensa a ultranza que hacen algunos economistas sobre la capacidad ilimitada de los Estados, Ann Krueger⁵¹ menciona: “Cabe preguntarse por qué los economistas alguna vez se sintieron cómodos con la creencia de que los individuos en el sector privado actúan en su propio interés y que los individuos en el sector público están motivados por una visión benthamiana (desinteresada) de justicia social”. La autora aboga por un balance equilibrado, y contingente a cada sociedad, entre qué actividades debe llevar a cabo el mercado y qué actividades el Estado si se tiene en cuenta que las capacidades administrativas y organizacionales suelen ser relativamente escasas en los países en desarrollo.

⁵¹Krueger Ann. Government Failures in Development. Journal of Economic Perspectives — Volume 4, Number 3 — Summer 1990 — Pages 9–2

Por último, además de la disminución en la inversión privada que puede producirse por efecto de la elevación en la prima de riesgo país y de las tasas de interés en la economía, podríamos incluir otra contradicción relacionada *con el aumento en el protagonismo del Estado*. Si bien el Plan de Desarrollo establece que “...La creación de riqueza es absolutamente necesaria para que se pueda avanzar hacia una distribución adecuada del ingreso. Y en esta tarea, las dinámicas públicas y privadas son complementarias...”⁵², en la práctica en muchos aspectos concretos parece primar el deseo de aumentar el tamaño del Estado per se. Basta citar un ejemplo: el Plan Nacional de Desarrollo reconoce la necesidad de contar con un catastro actualizado con enfoque

“la pérdida del grado de inversión que se dió en 2021 representa para el país el pago de mayores intereses de la deuda”

⁵²Plan Nacional de Desarrollo 2022-2026, pág 25.

multipropósito con el fin de reducir las brechas regionales y lograr una mayor equidad tributaria. Se ha establecido que al final de la administración se llegue a una meta de actualización del 70% del catastro lo cual según la entidad constituye una de las metas más retadoras del plan. Si bien en este proceso se piensa incorporar la participación de la ciudadanía y de las comunidades⁵³, el sesgo ideológico de la nueva administración establece que esta actualización debe ser liderada por entidades públicas, sin el concurso del sector privado que ya había venido participando en procesos de esta naturaleza en diferentes regiones del país. Así las cosas, el sesgo para aumentar la expansión del sector público no solo da menos oportunidades para el sector privado, sino que se estaría haciendo aún a costa del objetivo propuesto.

⁵²Plan Nacional de Desarrollo 2022-2026, pág 25.

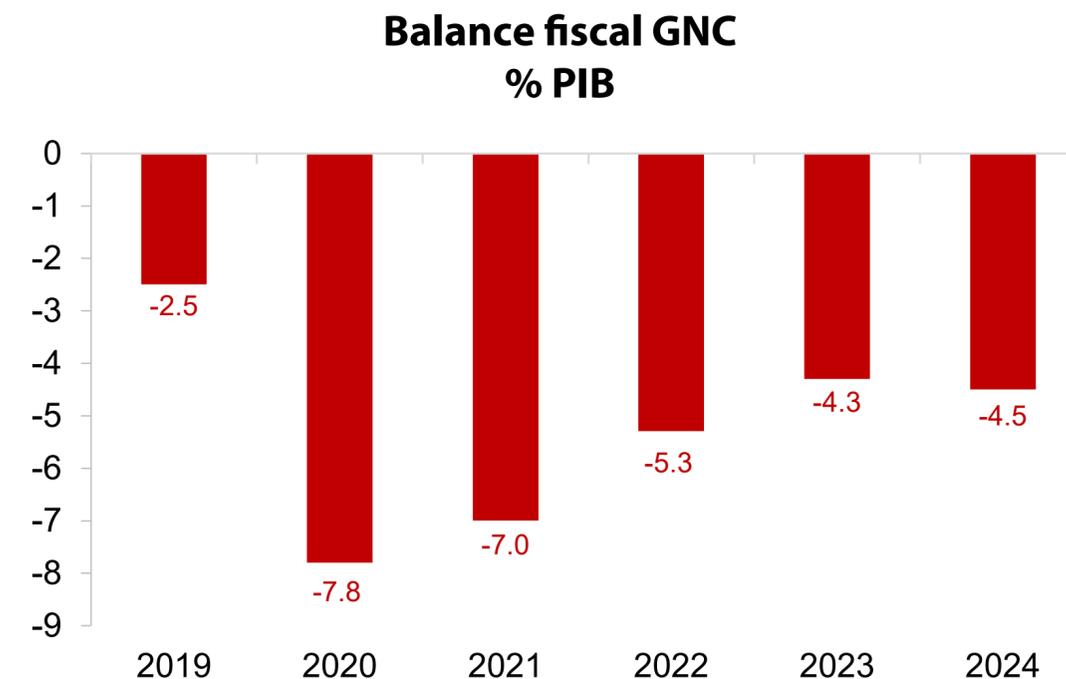
⁵³Plan Nacional de Desarrollo 2022-2026, pág 53

FIN DEL RECUADRO

La economía colombiana inició un proceso de normalización de sus finanzas públicas después de la pandemia. A pesar de haber logrado reducir el déficit fiscal del GNC de 7.0% del PIB en 2021 a 5.3% del PIB en 2022, este proceso aún no termina.

Para 2023, de acuerdo con la cifras presentadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) se estableció como meta del GNC un déficit fiscal de 4.3% del PIB, cifra inferior en 1% del PIB frente al déficit logrado en 2022. A nivel de sus componentes, se planteó que los ingresos del GNC sumarán COP 309.1 billones, logrando un crecimiento de 29.7% frente al año

anterior. De acuerdo con las cifras más recientes publicadas por la DIAN, entre enero y julio de 2023 el recaudo tributario bruto ascendió a COP 173.9 billones, mostrando un crecimiento de 27.6% frente al mismo periodo del año anterior. Por otra parte, estiman que los gastos lleguen a los COP 368.7 billones, un crecimiento anual de 19.9% e impulsados por los efectos de la alta inflación de 2022 sobre gastos de intereses, funcionamiento y pensiones, entre otros. Para los gastos destinados al saneamiento del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) se estiman COP 26.3 billones, un crecimiento de 44.2%.



Fuente: Ministerio Hacienda

Para 2024, el Gobierno ha planteado una meta de déficit fiscal de 4.5% del PIB, que muestra un ligero incremento frente al año anterior, pero consistente con los límites de la regla fiscal. En cuanto a los componentes del balance fiscal, anticipan que los ingresos del GNC sumarán COP 347.7 billones, mostrando un crecimiento del 12.5% frente al 2023, principalmente, explicado por la materialización del recaudo derivado de las medidas contenidas en la Ley de Igualdad y Justicia Social y que generarían ingresos cercanos a los COP 22.5 billones. Estos recursos contribuyen a mitigar los efectos de menores ingresos por concepto de dividendos esperados por la participación accionaria de la Nación en Ecopetrol. Por parte

de los gastos plantean que ascenderán a COP 424,4 billones, un incremento de 12.1% frente a la vigencia 2023, impulsado por el aumento en los recursos necesarios para realizar el pago de los intereses de la deuda pública, derivados de las mayores colocaciones planteadas en la estrategia de financiación, tasas de interés que se mantienen en niveles altos y una inflación que se ubica por arriba del rango meta del Banco Central.

El gasto del Gobierno también estaría impulsado por el aumento del gasto primario, requerido para que la actual administración pueda realizar la implementación de los programas que componen su Plan de Desarrollo. Vale la pena

destacar que a diferencia de lo anticipado para 2023, para la vigencia 2024 esperan una reducción de 32.4% en las necesidades de recursos para atender el déficit del FEPC como resultado de los aumentos que se han realizado en el precio de la gasolina.

Ante estas perspectivas se han comenzado a sumar preocupaciones sobre la dirección de las finanzas públicas del país, tal como se plantea en el Recuadro 6. Dentro de las preocupaciones adicionales a las ya mencionadas está la meta de déficit fiscal planteada para 2024, que corresponde al límite máximo de déficit permitido por la regla fiscal. Esto implica que durante esta vigencia, el GNC no tendría espacio para realizar gasto adicional ante eventos no previstos, es decir, se estaría limitando fuertemente la posibilidad de que el

Gobierno implemente medidas contracíclicas en caso de ser requeridas.

Por otra parte, en la actualidad ante la Corte Constitucional cursan un número significativo de demandas a las medidas contenidas en Ley de Igualdad y Justicia Social (Reforma tributaria de 2022). Resultados adversos de estas demandas afectarían los ingresos tributarios esperados y obligaría al GNC a reducir sus gastos o buscar fuentes alternas de financiación, en un contexto donde el país busca mitigar el crecimiento de su deuda pública.

“el compromiso con el cumplimiento de la regla fiscal ha contribuido a la apreciación del peso colombiano”

> IX. RESUMEN PROYECCIONES

I. Producto Interno Bruto por actividad económica (Variación anual)

Sector	2023 (e)	2024 (p)
Agricultura, ganadería y caza	0.6%	1.3%
Explotación minas y canteras	3.0%	-0.9%
Industria manufacturera	-2.4%	-1.3%
Suministro electricidad, gas y agua	1.4%	1.7%
Construcción	-4.3%	-3.3%
Comercio, transporte y hoteles	-1.3%	1.4%
Información y comunicaciones	0.3%	1.0%
Actividades financieras y de seguros	7.7%	4.0%
Actividades inmobiliarias	2.1%	3.0%
Actividades profesionales, científicas y técnicas	1.6%	2.1%
Admo pública, educación y salud	3.2%	1.4%
Actividades artísticas y de los hogares	9.6%	6.9%
Producto Interno Bruto	1.1%	1.3%

II. Producto Interno Bruto por el lado del gasto (Variación anual)

Componente	2023 (e)	2024 (p)
Importaciones	-8.1%	2.4%
Consumo de los hogares	1.1%	1.3%
Consumo del gobierno	2.2%	3.1%
Formación bruta de capital	-10.3%	-1.1%
Exportaciones	3.8%	1.1%
Producto Interno Bruto	1.1%	1.3%

III. Balanza de Pagos (Millones USD)

Rubro	2023 (e)	2024 (p)
Cuenta corriente	-14,766	-15,411
1. Bienes y servicios	-11,319	-12,656
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-14,992	-13,677
3. Transferencias (Ingreso secundario)	11,545	10,922

VI. Otras variables domésticas

Variables	2023 (e)	2024 (p)
Tasa intervención Banco de la República (fin periodo)	13.25%	6.75%
Inflación anual	10.01%	3.97%
Tasa de cambio (promedio)	4,380	4,300
Devaluación (promedio)	2.9%	-1.4%

V. Otras variables internacionales (Promedio anual)

Variables	2023 (e)	2024 (p)
Federal funds rate (limite superior - fin periodo)	5.50%	4.75%
Prime rate (fin periodo)	8.5%	7.8%
Petróleo (U\$/brr promedio anual - referencia Brent)	81.9	85.6

(e): estimado; (p): proyectado

Fuente: Estimaciones DAVMIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

> DIRECCIÓN DE ESTUDIOS < ECONÓMICOS GRUPO BOLÍVAR

Director Ejecutivo:

Andrés Langebaek Rueda

alangebaek@davivienda.com

Análisis Fiscal y Externo:

María Isabel García

migarciag@davivienda.com

Análisis Financiero:

Juan Camilo Sánchez

juan.sanchezreyes@davivienda.com

Profesionales en Práctica:

Miguel Ángel Saenz Perez

Wendy Dayana Sánchez Roldán

Jefe de Análisis de Mercados:

Silvia Juliana Mera

sjmera@davivienda.com

Análisis Sectorial:

Juan David Jaramillo

juan.jaramillocas@davivienda.com

Análisis Inflación y Mdo Laboral:

Carlos A. Galindo

carlos.galindo@davivienda.com

Análisis Centroamérica:

Vanessa Santrich

vasantri@davivienda.com

Análisis Sectorial:

Héctor S. Barrios

hector.barrios@davivienda.com

Análisis de Mercados:

Nicolas David Mocetón

nicolas.moceton@davivienda.com

Teléfono: (571) 330 0000
Dirección: Av. El Dorado No. 68C – 61 Piso 9
Consulte nuestros informes en:
<https://www.vision.davivienda.com>
Bloomberg: DEEE<GO>/DAVI<GO>

Para nosotros es importante conocer sus comentarios; si tiene alguno, por favor remítalo a:
vision@davivienda.com

La información aquí presentada es de carácter informativo e ilustrativo, por lo que no deberá interpretarse como una asesoría, recomendación o sugerencia por parte de Banco Davivienda S.A. para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios. La información y proyecciones mencionadas no deben ser tomadas como una garantía para proyecciones o resultados futuros. Cualquier cambio en las circunstancias actuales puede llegar a afectar la validez de la información o de las conclusiones presentadas. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad del usuario. Banco Davivienda S.A. no se hace responsable por las decisiones que sean tomadas con base en la información aquí presentada, ni por sus efectos o consecuencias. Los valores, tasas de interés, cifras y demás datos que allí se encuentren son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones.

En todo caso, el contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.
