



GU
ÍA
20
23

Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

Guía Bancolombia 2023: La economía

Noviembre de 2022

CONTENIDO

La Economía

<u>Perspectiva general</u>	03
<u>Entorno internacional</u>	05
<u>Crecimiento económico</u>	07
<u>Crecimiento y mercado laboral</u>	09
<u>Sector externo y tasa de cambio</u>	10
<u>Inflación, tasas de interés y TES</u>	12
<u>Perspectivas de mediano plazo</u>	16



Perspectiva general

Juan Pablo Espinosa Arango

Director de Investigaciones Económicas,
Sectoriales y de Mercado
juespino@bancolombia.com.co

Hacia un aterrizaje desafiante e incierto

El aterrizaje es el término que más se utiliza en el mundo económico cuando un país entra en la fase descendente del ciclo productivo. Y, pese a que su uso frecuente la ha convertido casi en un cliché, esta metáfora aeronáutica describe con claridad lo que ocurrirá con la economía colombiana el próximo año.

Es así como, luego de una notable recuperación postpandemia, para 2023 anticipamos una marcada desaceleración de la actividad productiva. Pero este no será un aterrizaje cualquiera, ya que estará condicionado por una serie de elementos que lo harán especialmente desafiante e incierto.

En efecto, las condiciones no podrían ser más complejas. Para los pilotos, los tres factores críticos al momento de aterrizar son: tierra, aire y aparato. En nuestra analogía, el primero es equiparable a la situación mundial. El conflicto bélico en Ucrania y las tensiones geopolíticas que hoy vemos ponen de manifiesto que el paradigma de la globalización que imperó en décadas pasadas se rompió.

El resultado es un mundo más fragmentado, en el que la economía queda supeditada a los acontecimientos políticos, y las crisis energéticas y alimenticias están a la orden del día. En otras palabras, el piso de la pista sobre la que se realizará el aterrizaje está moviéndose de forma abrupta.

El factor aire, que asimilamos a las condiciones económicas y financieras internacionales, está marcado por tormentas y fuertes vientos. La estanflación, entendida como un crecimiento bajo o nulo que coincide con una alta inflación, continuará siendo la tendencia predominante en buena parte del mundo. Además, es probable que algunas grandes economías entren en recesión en 2023.

Lo anterior ha provocado estrés en los mercados financieros, lo que además se ha potenciado por las fuertes alzas en las tasas de interés adoptadas por la mayoría de bancos centrales. En suma, la economía global nos impondrá condiciones financieras más apretadas y volátiles, menor demanda por nuestras exportaciones y términos de intercambio que se moderarán desde sus máximos recientes.

Por su parte, el factor aparato se ha tornado más desafiante ya que, en medio de la alta aversión al riesgo y el menor apetito por activos emergentes, aquellos países con vulnerabilidades más agudas son sujetos a un escrutinio estricto.

Es innegable que los déficits gemelos han sido un talón de Aquiles recurrente de nuestro país. Sin embargo, la ampliación del déficit fiscal desde la pandemia y la intensificación del desbalance frente al resto del mundo resultante del avance de la demanda interna desde 2021

han aumentado la dependencia de Colombia a los flujos de capitales internacionales.

A esto se suma la incertidumbre causada por la agenda de reformas de la nueva administración, la cual genera inquietudes en frentes con altos impactos en lo económico y lo financiero.

Con estos elementos en mente, nuestro escenario central contempla, en primer lugar, un crecimiento de 7,8% en 2022, tasa que supera con creces las expectativas que contemplábamos al cierre anterior. Tal desempeño sería atribuible a la fortaleza del consumo interno, la recuperación de las exportaciones y el efecto rezagado de las políticas expansivas que se adoptaron luego de la llegada del covid-19.

En contraposición, para 2023 pronosticamos que el PIB se expandiría por debajo de 1%. Anticipamos que la demanda agregada se enfriará como consecuencia de las altas tasas de interés y las condiciones financieras apretadas, la desaceleración global y la incertidumbre.

Entre los sectores con mejores desempeños el año entrante se encuentran los servicios públicos, la agricultura y los servicios profesionales y financieros. Por el contrario, prevemos contracciones en comercio, transporte, alojamiento y comidas, así como en entretenimiento.

Después de la desaceleración de 2023, el crecimiento de la economía colombiana se mantendría por debajo del 3%. Esto supone unas tasas de expansión inferiores al crecimiento potencial previo al de la llegada del covid-19.

Además, y como consecuencia de la moderación en la actividad económica, anticipamos un incremento en la desocupación. En particular, proyectamos que la tasa de desempleo anual se incrementaría en 0,7 pp, con lo que se elevaría a 12,1% durante 2023.

En lo que respecta a la inflación, contemplamos que 2022 cerraría con una variación del IPC de 12,5%, nivel máximo en este ciclo, y que a partir de ese punto empezará un lento proceso de corrección. En ese sentido, pronosticamos que para finales de 2023 la inflación se ubicaría en 7,5%, muy por encima del nivel objetivo del Emisor.

Esta previsión contempla una desaceleración marcada en los precios de los alimentos. Sin embargo, esta sería compensada por una inflación básica persistentemente elevada por cuenta de los aumentos salariales, la operación de mecanismos de indexación y el traspaso de la depreciación del peso.

En política monetaria, anticipamos que los aumentos de la tasa de referencia continuarán hasta el primer trimestre de 2023, cuando se alcanzaría un nivel terminal de 12,5%, el cual se mantendría durante la primera mitad del año.



Hacia un aterrizaje desafiante e incierto (cont.)

En el segundo semestre iniciaría una fase gradual de recortes, de modo que la tasa de intervención terminaría en 10% al cierre del próximo año. Esto implica que la política monetaria se mantendría en terreno contractivo durante todo 2023.

En el frente de finanzas públicas, proyectamos que el déficit del Gobierno Nacional pasaría de 5,6% del PIB en 2022 a 4,8% del PIB en 2023, valores que implicarían el cumplimiento de la regla fiscal.

Este resultado sería consecuencia, por un lado, del recaudo adicional que generaría la reforma tributaria recientemente aprobada y los mayores ingresos provenientes del sector petrolero. Por otro lado, también incorporaría aumentos del gasto corriente y de inversión, así como mayores pagos de servicio de deuda.

Vale la pena mencionar que la adición al presupuesto de la Nación que se tramitará en el primer semestre y la actualización del plan financiero, que se daría a conocer al inicio de 2023, serán dos elementos clave para dilucidar la estrategia fiscal para el próximo año.

En cuanto al sector externo, estimamos que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ajustaría desde 5,8% del PIB en 2022 hasta 4,1% del PIB en 2023.

Este cambio estaría explicado por una moderación de las importaciones causada por la desaceleración de la demanda interna, y por una menor salida de rentas factoriales dada una ralentización en el pago de dividendos al exterior. Dichos factores compensarían la menor dinámica de las exportaciones y una moderación en los flujos de remesas.

Asimismo, anticipamos menores flujos de financiamiento externo dadas las condiciones financieras apretadas. Esta perspectiva es consistente con una tasa de cambio que se incrementaría de un promedio de \$4.825 en el último trimestre de 2022 a \$4.930 en el cuarto trimestre de 2023.

Ahora bien, más allá de lo retador que será el cambio de un crecimiento de casi 8% en 2022 a un avance inferior al 1% en 2023, la multiplicidad de factores que incidirán en el devenir de la economía el próximo año exponen nuestros pronósticos a un grado inusualmente elevado de incertidumbre.

Por esa razón, queremos resaltar que, además del escenario base que acabamos de resumir, hemos formulado dos escenarios alternativos que vale la pena considerar, y cuyo detalle ponemos a disposición de ustedes nuestros usuarios. Además, hemos asignado una probabilidad de ocurrencia a cada uno de ellos: 45% para el central, 40% para el pesimista y 15% para el optimista.

Como hemos visto, el aterrizaje del próximo año será uno de los momentos más álgidos que vivirá la economía colombiana en su historia moderna. De la forma en la que se gestione esta coyuntura dependerá que el país esté en condiciones de comenzar un despegue sólido a partir de 2024.

Para concluir, esperamos que la visión y los escenarios que presentamos en este documento sean una herramienta útil para transitar exitosamente el aterrizaje de nuestra economía, y para tomar decisiones acertadas en esta coyuntura definitoria para el país.

Entorno internacional

La economía global se debilita en medio de la polycrisis

Tendencias globales

La actividad económica mundial está *ad portas* de una desaceleración generalizada, ante el mayor aumento de la inflación en décadas y la agresiva respuesta de política monetaria que esto ha generado. El incremento de los precios finales, el endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras, la guerra en Ucrania, las tensiones geopolíticas, y la crisis del sector inmobiliario y el impacto que continúa teniendo el covid-19 en China, son síntomas de la polycrisis que caracteriza al mundo¹, y que afectará el crecimiento económico de forma significativa.

El conflicto entre Rusia a Ucrania sigue desestabilizando la economía mundial.

Además del costo en vidas, esta guerra ha provocado una crisis energética en Europa, que está elevando el costo de vida y entorpeciendo la actividad económica. Además, el conflicto mantiene elevados los precios de los alimentos en los mercados internacionales y generando inquietudes sobre reducciones en su oferta futura.

Todo lo anterior ha presionado al alza la inflación muy por encima de las metas de los bancos centrales, que han respondido de forma agresiva.

Esto se ha traducido en un significativo deterioro de las condiciones financieras globales, lo cual ha traído consigo mayores primas de riesgo, menores flujos de inversión hacia los activos riesgosos y un fortalecimiento generalizado del dólar. En tales circunstancias, las hojas de balance de los agentes con pasivos en moneda extranjera se han debilitado.

Las autoridades económicas están decididas a controlar el avance de la inflación, incluso si esto supone una afectación a la actividad y el empleo.

El ejemplo más claro de esta postura son la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, que han abandonado rápidamente la postura expansiva que adoptaron durante la pandemia, y ahora imponen condiciones restrictivas, no solo a través de aumentos contundentes en las tasas de referencia, sino también a través de contracción cuantitativa.

Todos estos factores han motivado una revisión en las perspectivas de crecimiento globales. Es así como el consenso de analistas recortó entre julio y noviembre la proyección de crecimiento del PIB mundial para 2022 y 2023 en 0,3 y 0,9 pp, hasta 2,8% y 2,0%, respectivamente. Estos son niveles sustancialmente inferiores al avance de 5,8% que se observó en 2021 (ver gráfica 1).

Perspectivas para EE.UU

Durante el tercer trimestre de 2022 la economía de EE.UU presentó un crecimiento trimestral anualizado de 2,6%. Tal resultado respondió a una corrección del desbalance comercial, y al buen dinamismo del consumo de servicios. No obstante, más que una señal de recuperación luego de un primer semestre débil, es previsible que este repunte sea transitorio. Esto, ya que menor dinámica internacional y el avance del dólar podrían afectar la demanda por exportaciones. Por su parte, la demanda interna se debilitará en respuesta a los incrementos en las tasas de interés.

¹Lectura recomendada: *Welcome to the world of polycrisis*, <https://www.ft.com/content/498398e7-11b1-494b-9cd3-6d669dc3de33>

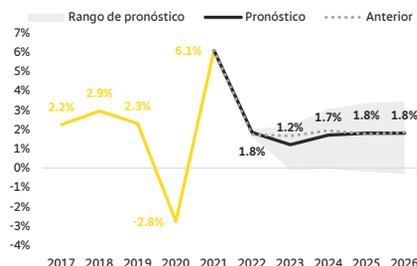
Valentina Guáqueta Sterling
Analista Regional e Internacional
vaguague@bancolombia.com.co

Gráfica 1. Pronóstico de crecimiento global FocusEconomics (var. % anual)

Región	nov-22		Diferencia pronósticos nov.22 - jul.22	
	2022	2023	2022	2023
Mundo	2,8%	2,0%	↓ -0,3%	↓ -0,9%
EE.UU	1,7%	0,4%	↓ -0,9%	↓ -1,2%
Zona euro	2,9%	0,0%	↓ 0,3%	↓ -1,9%
China	3,2%	4,8%	↓ -1,2%	↓ -0,4%
Japón	1,6%	1,4%	↓ -0,2%	↓ -0,3%
América Latina	3,0%	1,2%	↑ 0,6%	↓ -0,5%

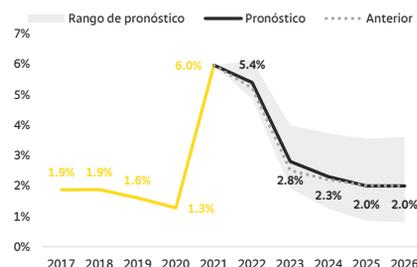
Fuente: Grupo Bancolombia, FocusEconomics.

Gráfica 2. Proyección de crecimiento del PIB de EE.UU. (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, Reserva Federal.

Gráfica 3. Proyección de inflación en EE.UU. del FOMC (PCE; var.% anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, Reserva Federal.



Entorno internacional

Las decisiones de política monetaria se trasladarán a la actividad económica en 2023

En octubre, la variación anual del IPC estadounidense llegó a 7,7%. Con esto, se acumuló el cuarto retroceso consecutivo, lo que es una señal de cómo la inflación total está empezando a desacelerarse. Sin embargo, las autoridades se mantienen a la espera de señales más claras en el componente básico, que se mantiene cerca de los máximos de los últimos 40 años.

Como respuesta, la Reserva Federal ha mantenido un ajuste acelerado de la política monetaria. Es así como a inicios de noviembre se incrementó, por cuarta vez consecutiva, la tasa de los fondos federales en 75 pb, y se señaló que queda un margen adicional de subidas. Ante esto, esperamos que los movimientos continúen el primer trimestre de 2023 y que el rango de esta tasa de interés llegue a 4,75% - 5%, y que se mantenga allí durante el resto de 2023.

Prevedemos que el crecimiento económico para EE.UU. sería de 1,8% en 2022, y se reduciría hasta 1,2% en 2023. Las elevadas tasas de interés cumplirán su cometido de debilitar la demanda interna, con el costo de reducir el ritmo de avance de la economía a un registro inferior a las capacidades potenciales de este país.

Precios del petróleo

Luego de un periodo de precios del crudo superiores a los USD100 por barril en el 2T22, la tendencia más reciente ha sido de correcciones. Las disrupciones causadas por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, dada su importancia en los mercados internacionales de bienes energéticos, presionaron al alza los precios del crudo durante el primer semestre de este año. Sin embargo, en los últimos meses se ha presentado un descenso gradual, ante la moderación prevista en la actividad económica global, y el consecuente efecto a la baja en la demanda de combustibles, en particular en China y EE.UU.

Hacia adelante, se espera una paulatina estabilización en el mayor balance entre la oferta y la demanda mundiales de crudo. La intención de la OPEP+ de mantener una oferta acotada compensará en parte la materialización de una reducción en la demanda por el menor crecimiento económico. En neto, prevemos que durante 2023 prevalezca una tendencia de corrección en los precios, que en el escenario base llevaría a la referencia Brent a cerrar 2023 ligeramente por encima de los USD80 por barril.

Crecimiento de los socios comerciales

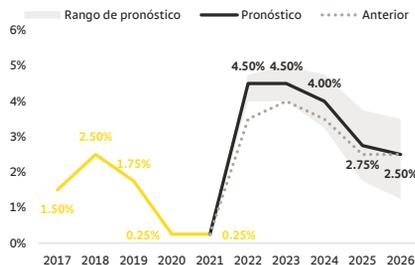
La debilidad económica global y las altas tasas de interés impactarán el desempeño de nuestros principales socios comerciales. Así, luego de un 2022 en el que crecieron cerca de sus promedios históricos, el próximo año los países que más demandan productos colombianos experimentarían una desaceleración.

Además de la expectativa ya descrita para EE.UU, la demanda por exportaciones colombianas dependerá de lo que ocurra con el resto de la región. Como lo ha destacado recientemente el FMI, América Latina pasará de experimentar una coyuntura de crecimiento favorable en 2022, a enfrentar una ralentización el próximo año. Esto se deberá a la reducción en los volúmenes de financiación y los flujos de capitales, así como al aumento en los costos de fondeo. Como resultado, la entidad multilateral estima que el crecimiento de la región pasaría de 3,5% en 2022 a 1,7% en 2023.

Valentina Guáqueta Sterling
Analista Regional e Internacional
vaguaque@bancolombia.com.co

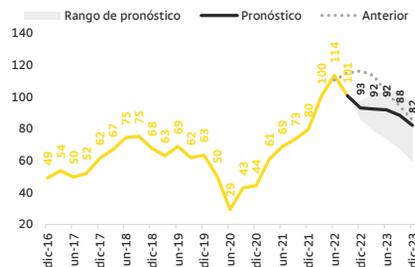
Santiago Espitia Pinzón
Especialista Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co

Gráfica 4. Pronóstico de tasa de los fondos federales del FOMC (% anual, límite superior)



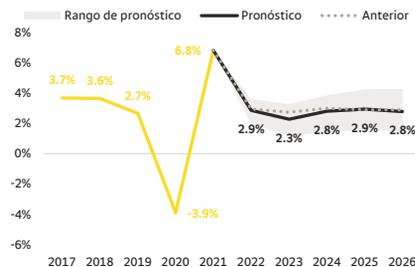
Fuente: Grupo Bancolombia, Reserva Federal.

Gráfica 5. Proyección de precios de petróleo (ref. Brent, US\$ por barril)



Fuente: Grupo Bancolombia, FRED.

Gráfica 6. Crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, FocusEconomics, FMI, Reserva Federal.



Crecimiento económico

La economía colombiana ha entrado en una fase de aterrizaje gradual, que se acentuará en 2023

La actividad productiva se mantuvo dinámica en el tercer semestre de 2022. A pesar de los múltiples retos tanto globales como locales, entre julio y septiembre el PIB se expandió a una tasa de 7% anual ([ver más aquí](#)), lo que implica una expansión de 1,6% frente al 2T22. Así, el crecimiento del PIB ha encadenado 5 trimestres con avances superiores a la capacidad potencial, con lo que la brecha de producto se ubica en estos momentos en terreno positivo.

El sobresaliente desempeño observado en 2021 y lo corrido de 2022 ha sido el resultado de varios factores, en particular el avance del consumo. Todavía es visible el impulso de la recuperación postpandémica, que se ha impulsado recientemente por varios factores. Entre ellos se destaca la recuperación de ingresos laborales, los mayores flujos de remesas, el crecimiento del crédito y los altos términos de intercambio. Como reflejo de lo anterior, ajustamos al alza nuestro escenario base de crecimiento del PIB para 2023 hasta 7,8%.

La información transaccional de nuestros tarjetahabientes indica que el avance del consumo se ha moderado recientemente. Las cifras del DANE para el 3T22 fueron consistentes con la desaceleración del consumo privado que ya venían exponiendo nuestros indicadores ([ver aquí](#)). Esto es razonable, en la medida en que los ciclos de expansión soportados en el gasto de los hogares suelen ser intensos pero de corto aliento. Por lo tanto, prevemos que el crecimiento del producto en el 4T22 se desacelerará a una tasa de 3,6% en el escenario base.

Por otro lado, el proceso de normalización de la política monetaria se ha dado a un ritmo acelerado. La transición de la postura ampliamente expansiva que imperó durante la pandemia a un terreno contractivo que no se visitaba en mucho tiempo, ha tenido lugar a una velocidad y con una intensidad marcadas. Dado el rezago con el que las decisiones de tasas de la autoridad monetaria inciden en el desempeño económico, es de esperar que las determinaciones adoptadas este año condicionen con fuerza las cifras de crecimiento de 2023.

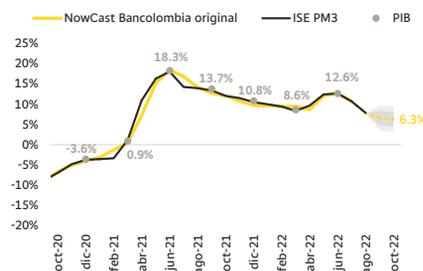
A esto se sumará el agotamiento natural del ciclo de expansión del consumo. Esperamos que la disposición a adquirir bienes durables y la demanda por servicios se atenúen de forma paulatina. Esto se daría como consecuencia del deterioro de la capacidad adquisitiva, la elevada tasa de cambio, el menor avance del mercado laboral y el incremento en los costos de financiamiento.

Otro elemento determinante para el comportamiento de nuestra economía será la alta incertidumbre. Durante sus primeros meses la nueva administración logró la aprobación de una reforma tributaria que contribuirá al cumplimiento de las metas fiscales en 2023. No obstante, algunas declaraciones en temas importantes de la agenda pública han generado confusión, lo que puede llegar a obstaculizar las decisiones económicas y afectar el valor de los activos financieros y los costos de financiamiento público y privado.

Adicionalmente, en el corto plazo habrá decisiones en varios frentes que pueden generar inquietud entre los agentes económicos. Entre ellos se destacan el incremento del salario mínimo, la adición presupuestal y el plan financiero de 2023. Igualmente, las propuestas de cambio en los frentes de pensiones, salud y exploración petrolera también pueden incidir en la confianza de consumidores y empresarios. Ahora bien, un factor que puede compensar parcialmente lo anterior es el fortalecimiento de los programas de transferencias monetarias por parte del Gobierno, que impulsaría el consumo de los hogares de bajos ingresos.

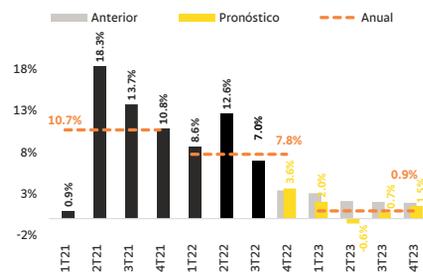
Andrés Camilo Miranda Triana
Analista macroeconómico
acmirand@bancolombia.com.co

Gráfica 7. ISE del DANE y NowCast Bancolombia (var. % anual)



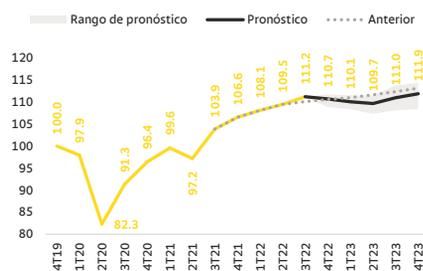
Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Gráfica 8. Pronóstico de crecimiento del PIB por trimestre y promedio anual (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Gráfica 9. Trayectoria del PIB en niveles (4T19=100; serie con ajuste estacional)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.



Crecimiento económico

El cambio en la tasa de crecimiento de 2022 y 2023 será uno de los más pronunciados en el último siglo

Además, estos factores internos coincidirán con un entorno global marcado por la desaceleración productiva y condiciones financieras desafiantes. Un crecimiento menos sólido de las principales economías del mundo implicará una moderación en la demanda externa por nuestras exportaciones, así como el riesgo de presiones bajistas sobre los términos de intercambio y una afectación en los flujos de remesas. Por último, un acceso limitado del país al financiamiento externo puede inducir un ajuste de la demanda agregada.

Con todos estos elementos, en nuestro escenario central pronosticamos un avance del PIB de 0,9% en 2023. Esta proyección implica que nos aprestamos a experimentar una de las desaceleraciones en el crecimiento económico más marcadas del último siglo. De hecho, los casi 7 pps menos de variación del PIB que tendremos en 2023 solo fueron superados durante la gran depresión de los treinta, luego de la segunda guerra mundial y en la pandemia del covid. En niveles absolutos, esto supondría que el PIB real se mantendría casi estable frente a 2022 y por encima de la tendencia prepandemia.

Creemos que los riesgos al desempeño de la economía están sesgados a la baja.

Como se aprecia en la gráfica 10, a medida que ha transcurrido 2022 la probabilidad de ocurrencia que asignamos a los escenarios base y optimista se han reducido, en tanto que para el escenario pesimista se ha incrementado. Al ajustar el pronóstico de crecimiento por estas probabilidades, el resultado para 2023 sería un avance del PIB de apenas 0,4%. Este sesgo refleja la inédita convergencia de factores de riesgo tanto global como localmente que caracteriza la realidad actual.

Después de la desaceleración de 2023, el crecimiento de la economía colombiana se mantendría por debajo del 3%. Esto supone unas tasas de expansión inferiores al crecimiento potencial previo al 2020. Esto se debe a que las condiciones para la inversión privada seguirían siendo altamente desafiantes, el dividendo generado por la migración venezolana declinaría y los costos de financiamiento se mantendrían altos dados los riesgos idiosincráticos.

En nuestro escenario central el PIB real per cápita decrecería en 2023, y en dólares se mantendría muy por debajo de lo observado hasta 2021. Una medida ilustrativa del impacto socioeconómico de fases descendentes del ciclo productivo es medir el ingreso real por habitante. De acuerdo con nuestras estimaciones, durante 2023 este indicador se reduciría en 0,1% en el escenario base, y en los años subsecuentes no experimentaría un repunte significativo. Por su parte, en dólares su valor promedio en los próximos años sería USD 4.500, lo que implica una caída de USD 2.000 frente a sus niveles prepandemia.

Rubros de la demanda

Desde la perspectiva del gasto, el grueso de la moderación provendría de la menor dinámica del consumo. Para el gasto de los hogares anticipamos para 2023 un crecimiento en línea con la tasa del PIB agregado. Esto supondría una caída de más de 9 pps en su avance, lo cual sería el reflejo de la caída en los ingresos laborales, el encarecimiento del crédito, el menor espacio de apalancamiento, y la menor capacidad y disposición de adquirir bienes durables.

En contraste, prevemos un crecimiento de 2% en el consumo público en 2023. La principal razón para ello sería el incremento en los salarios a los servidores públicos y la operación de los mecanismos de indexación de los gastos corrientes del Estado.

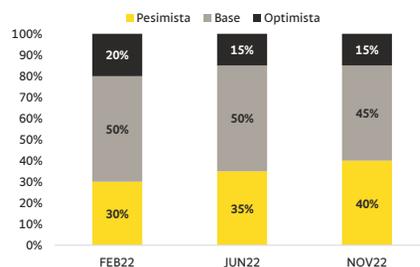
Andrés Camilo Miranda Triana

Analista macroeconómico
acmirand@bancolombia.com.co

Santiago Espitia Pinzón

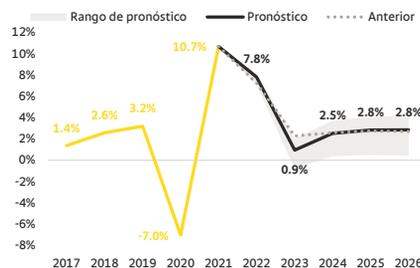
Especialista macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co

Gráfica 10. Probabilidades de ocurrencia de los escenarios económicos



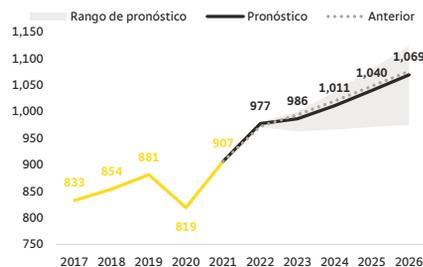
Fuente: Grupo Bancolombia.

Gráfica 11. Escenarios de crecimiento del PIB de mediano plazo (var. % anual; precios de 2015)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Gráfica 12. Escenario PIB a precios constantes de mediano plazo (COP billones; precios de 2015)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.



Crecimiento y mercado laboral

Luego de su marcada corrección en los últimos dos años, el desempleo se incrementaría en 2023

El entorno de incertidumbre, el aumento en el costo de capital, el incremento en el precio de los bienes de capital importados y la alta carga tributaria harían que la inversión se mantenga por debajo de sus niveles precovid. Los factores que acabamos de mencionar, en un entorno en que las decisiones empresariales estarán marcadas por la cautela, llevarían a que el gasto del capital privado experimente un bajo dinamismo el próximo año. Esto se vería parcialmente compensado por un aumento en la inversión pública, asociado al fortalecimiento de los programas de apoyo social.

Las exportaciones netas seguirán aportando negativamente al crecimiento del PIB, pero el avance de sus componentes se aminorará. En lo que a las exportaciones, que han tenido un 2022 sobresaliente gracias a los aumentos de la tasa de cambio real y los términos de intercambio, prevemos una moderación asociada a la desaceleración de la demanda externa. Por su parte, el crecimiento más lento de las exportaciones responderá al avance más contenido de la demanda interna.

Desempleo

En los últimos meses el avance del mercado laboral se ha ralentizado. La pronunciada recuperación que vivió la economía durante 2021 y la primera mitad de 2022 se tradujo en una reducción importante de la población desocupada. Sin embargo, recientemente esta tendencia ha perdido fuerza, en medio del entorno de incertidumbre y volatilidad que ha imperado en el país.

Durante julio y agosto, las reducciones en la tasa de desempleo se soportaron en la salida de personas de la fuerza laboral, lo que compensó un menor ritmo en la recuperación de los ocupados. Esto se interrumpió en septiembre, ya que la tasa de participación creció de manera que el desempleo a nivel nacional aumentó a 11%.

A nuestro juicio, esta mayor participación puede estar asociada al deterioro de la capacidad adquisitiva de los hogares, que forzaría a muchos ciudadanos a buscar nuevas oportunidades laborales. En consecuencia, proyectamos que la tasa de desempleo urbano se ubicaría este año en 11,5%, apenas 0,1 pp por debajo de lo observado en 2019.

Ante la marcada disminución en el crecimiento de la actividad económica, anticipamos un incremento en la tasa de desocupación durante 2023.

Específicamente, proyectamos que la tasa de desempleo anual aumentará en 0,7 pp, con lo que se elevaría hasta 12,1%.

Al respecto, vale la pena tener en cuenta que sectores altamente intensivos en mano de obra, entre los que se destaca comercio, transporte, alojamiento y comidas, se afectarán con mayor fuerza por el enfriamiento de la demanda interna. A esto se sumaría un posible incremento del salario mínimo de 14% o más, con lo que los costos a la contratación formal se incrementarían de forma significativa. Tal aumento podría acentuarse ante una eventual reforma laboral.

Andrés Camilo Miranda Triana
Analista macroeconómico
acmirand@bancolombia.com.co

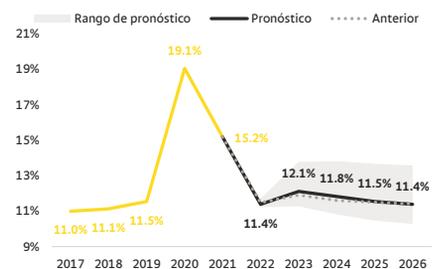
Santiago Espitia Pinzón
Especialista macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co

Gráfica 12. Crecimiento del PIB por demanda (var. % anual; base 2019=100)

Rubro	Var. % anual				Nivel 2019 = 100		
	2020	2021	2022	2023	2021	2022	2023
PIB	-7.0%	10.7%	7.8%	0.9%	102.9	110.9	111.9
Consumo total	-4.2%	13.9%	10.2%	1.1%	109.2	120.3	121.6
Privado	-5.0%	14.8%	11.2%	0.9%	109.1	121.3	122.4
Público	-0.6%	10.3%	5.5%	2.0%	109.7	115.7	118.0
Inversión fija	-23.3%	11.2%	13.8%	1.2%	85.3	92.0	96.2
Exportaciones	-22.7%	14.8%	19.7%	1.9%	88.8	106.2	108.3
Importaciones	-20.5%	28.7%	26.3%	2.4%	102.3	128.2	133.3

Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Gráfica 13. Tasa de desempleo urbano (% de la PEA, promedio anual; 13 áreas)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.



Sector externo y tasa de cambio

El déficit en cuenta corriente se ajustaría en 2023, pero se mantendría por encima de muchos pares

Balanza comercial

Tanto las exportaciones como las importaciones han mostrado un gran dinamismo en meses recientes. Las ventas al exterior han aumentado hasta casi alcanzar un estimado cercano a USD60 mil millones en 2022. El crecimiento se ha presentado tanto en petróleo y carbón, impulsados por los altos niveles de sus precios internacionales, como en los bienes no tradicionales, que se han favorecido del sustancial incremento de la tasa de cambio real.

Hacia adelante, prevemos que el valor de las exportaciones se contraerá, debido a una menor demanda externa, que impactaría a los productos agrícolas e industriales, y una corrección en las cotizaciones de los productos tradicionales. Además, en el mediano plazo prevemos una reducción paulatina en la producción de petróleo y carbón.

El desempeño de la demanda interna y el incremento de los costos explican el aumento reciente de las importaciones. La combinación de estos factores se reflejará en que las compras del exterior superarían en 2022 los USD79 mil millones. Para 2023 y los años subsiguientes el valor de las importaciones se reduciría y estabilizaría cerca de los USD70 mil millones. Esta perspectiva estaría asociada a una moderación en los costos de los insumos internacionales, así como a una dinámica contenida de la absorción.

En neto, esperamos una corrección del déficit comercial. De hecho, en 2023 el saldo negativo frente al resto del mundo alcanzaría un nivel ligeramente superior al de 2019. Aunque este pronóstico reconoce los riesgos sobre el crecimiento global, también contempla una política comercial más proteccionista y un desestímulo a la producción y las ventas de productos minero-energéticos.

Balanza de pagos

Estimamos que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ajustaría desde 5,8% del PIB en 2022 hasta 4,1% del PIB en 2023. La cifra para el próximo año sería 1 pp del PIB superior al promedio de economías emergentes comparables a Colombia. El cambio en el saldo entre 2022 y 2023 estaría explicado por una moderación de las importaciones causada por la desaceleración de la demanda interna. Otro determinante sería una menor salida de rentas factoriales dada una ralentización en el giro de dividendos al exterior, debido a que los resultados corporativos se debilitarían.

Dichos factores compensarían la menor dinámica de las exportaciones y una moderación en los flujos de remesas. Esta última se produciría por la desaceleración de las economías desarrolladas y la consecuente presión al alza en el desempleo, especialmente en EE.UU.

Asimismo, anticipamos menores flujos de capitales a Colombia como consecuencia de las condiciones financieras apretadas y el riesgo idiosincrático. Es así como en la cuenta financiera de la balanza de pagos anticipamos una reducción en los flujos de inversión de portafolio, especialmente por una menor disposición de los inversionistas internacionales de adquirir deuda pública. Además, los flujos de inversión directa se afectarían por cuenta de la mayor carga tributaria resultante de la reforma que acaba de aprobarse.

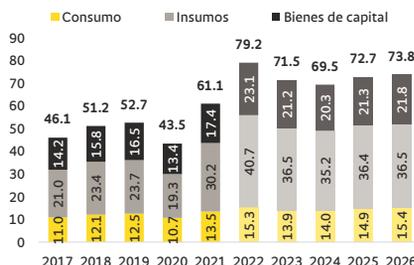
Andrés Camilo Miranda Triana
Analista macroeconómico
acmirand@bancolombia.com.co

Gráfica 16. Escenario de exportaciones de bienes (USD miles de millones FOB)



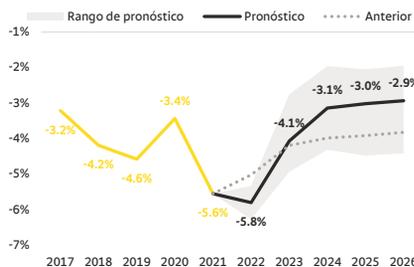
Fuente: Grupo Bancolombia, DANE, Banco de la República.

Gráfica 17. Escenario de importaciones de bienes (USD miles de millones CIF)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE, Banco de la República.

Gráfica 18. Escenario de cuenta corriente de mediano plazo (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE, Banco de la República.



Sector externo y tasa de cambio

La tasa de cambio seguirá siendo la válvula de escape de la incertidumbre

Tasa de cambio

La tasa de cambios USDCOP ha experimentado una tendencia alcista pronunciada en los últimos meses. Luego de haberse corregido durante el primer semestre de 2022, desde la segunda vuelta presidencial el peso colombiano ha sufrido una depreciación de casi 29% frente al dólar, una de las más pronunciadas en el mundo, y similar a la caída que han presentado otros activos financieros colombianos. Este comportamiento es el resultado de factores tanto externos como domésticos.

A nivel global, una suma de elementos llevó a que a finales de septiembre el dólar llegase a su cotización más alta en 20 años. La moneda estadounidense se ha fortalecido como consecuencia del incremento de las tasas de interés en ese país, las cuales han sido más acentuadas que en otras economías desarrolladas. Además, el aumento en la aversión al riesgo y la incertidumbre geopolítica han fortalecido el estatus del dólar como activo refugio. Así, el deterioro sustancial de las condiciones financieras globales ha recondicionado los flujos de capitales hacia EE.UU, lo que ha afectado a la mayoría de monedas en el mundo.

A este contexto global se suma una mayor percepción de riesgo idiosincrático. Cuando el entorno de mercado se hace más desafiante se hacen más palpables las vulnerabilidades macroeconómicas y financieras. El talón de Aquiles recurrente de Colombia es la coincidencia de cuantiosos déficits fiscal y externo, los cuales se han intensificado a raíz de la pandemia y la recuperación de los últimos dos años.

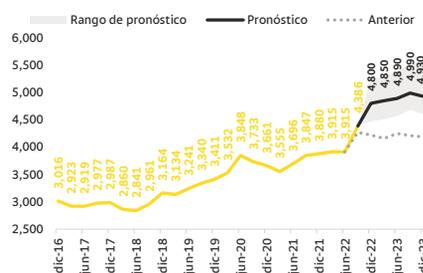
Esto se ha potenciado por la incertidumbre por el rumbo económico que seguirá la actual administración. Algunos de los temas que más preocupación generan son el futuro del sector minero-energético, que es el principal generador de divisas, el compromiso con la regla fiscal y la reforma pensional que se está empezando a discutir, que tendría impactos desfavorables sobre el ahorro privado y los flujos al mercado financiero.

En estas complejas circunstancias, creemos que la tasa de cambio continuaría jugando su rol de variable de ajuste de la economía colombiana. En concreto, en nuestro escenario base contemplamos que la tasa USDCOP promedio aumente de \$4.254 en 2022 a \$4.930 en 2023. Esto implicaría una depreciación nominal de 15,5%, la más alta en la historia reciente del país. Además, prevemos que la elevada incertidumbre seguiría manifestándose en una alta volatilidad, expresada en que la diferencia entre los escenarios alcista y bajista sería de \$900.

El balance de determinantes de la tasa de cambio sigue inclinándose hacia un peso débil. Entre los factores alcistas se destacan las condiciones financieras apretadas, los déficits gemelos en niveles superiores a los de países comparables, las altas necesidades de financiamiento público y externo, y una reducción en la inversión y la producción petrolera. Por su parte, los factores que podrían limitar una mayor depreciación es el ajuste en el déficit comercial que anticipamos para 2023, así como el hecho de que los términos de intercambio, pese a que se corregirán, se mantendrían por encima de sus promedios históricos. En cualquier caso, vale la pena resaltar que nuestros escenarios de proyección están sesgados al alza.

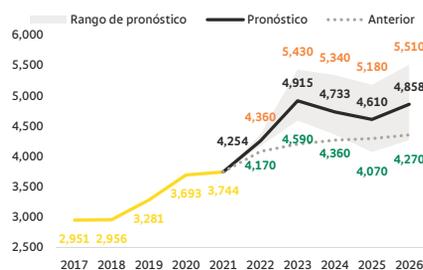
Jorge Eliecer Montoya Gallo
Analista IFRS 9
jomontoy@bancolombia.com.co

Gráfica 19. Tasa de cambio USDCOP (pesos por dólar, promedio trimestral)



Fuente: Grupo Bancolombia, Superfin., Set-Fx, Eikon Reuters.

Gráfica 20. Proyecciones de tasa de cambio USDCOP en el mediano plazo (TRM, promedio anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, Superfin., Set-Fx, Eikon Reuters.



Inflación, tasas de interés y TES

Pese a corregirse, la inflación se mantendría en 2023 muy por encima del rango meta del BanRep

Inflación al consumidor

En nuestro escenario central prevemos que la variación del IPC finalice 2022 en 12,6%, un nivel no observado desde 1998, antes de que se implementara el esquema de inflación objetivo en el país. Para el último trimestre de este año, los determinantes de los precios seguirán sesgados al alza. En particular, destacamos las presiones asociadas a la depreciación del peso, el ajuste en los precios de los combustibles y la agudización del fenómeno de La Niña. Todo ello llevaría a que el máximo nivel de inflación para Colombia en este ciclo ocurra entre el 4T22 y el 1T23.

En alimentos, anticipamos correcciones a partir del 2T23, una vez las condiciones climáticas se normalicen. Como se aprecia en la gráfica 22, consideramos que en 2023 este rubro de la canasta familiar dejaría atrás el protagonismo que ha jugado en el proceso inflacionario que ha tenido lugar desde 2021. Además de una expectativa de menores lluvias, los costos externos podrían estabilizarse gracias al ajuste previsto en los precios internacionales de los bienes básicos y la reducción de los fletes. A esto se añadiría la intención de las autoridades de subsidiar el costo de los fertilizantes.

Otro factor detrás de la moderación de los precios de los alimentos es la disipación de las afectaciones generadas por el paro nacional y los bloqueos ocurridos en mayo de 2021. Al respecto, una investigación reciente del equipo técnico del Banco de la República¹ encontró que dichos fenómenos afectaciones tales que la inflación de alimentos en Colombia se incrementó en 9 pp más que en otros países. Prevemos que estos impactos se dejarían atrás en 2023. Esto permitiría que la inflación estimada de alimentos pase de 29,4% a finales de 2022 a 4,3% al cierre de 2023.

Por su parte, la variación del IPC de regulados seguiría alta. Esto, como consecuencia de los ajustes en el precio de la gasolina corriente y las presiones sobre los indicadores que inciden en la formulación de las tarifas de servicios públicos.

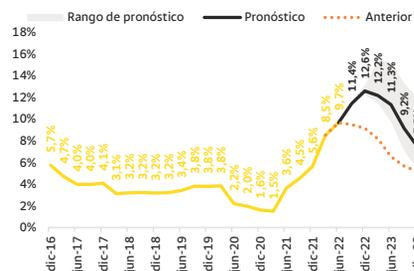
Frente a los combustibles, el Ministro de Hacienda afirmó que desde octubre hasta diciembre de 2022 el precio de la gasolina corriente aumentaría mensualmente \$200. Con ello, el galón alcanzaría los \$9.780 a finales de 2022. Para 2023, y dado que una ligera corrección de los precios del crudo se compensaría con una mayor tasa de cambio, el déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) seguiría siendo cuantioso, por lo que continuarían los ajustes mensuales de \$200 durante todo el año. Asimismo, y para corregir los efectos fiscales desfavorables, no descartamos ajustes graduales en el precio del diésel.

En relación con los servicios públicos, prevemos que los incrementos de las tarifas, especialmente en electricidad y gas, permanecerán altos a pesar de los esfuerzos de las autoridades por cambiar esta tendencia. Esto se debe a la evolución prevista en varios indicadores: las elevadas variaciones en los precios del productor y al consumidor en Colombia y el resto del mundo, la notoria depreciación del peso frente al dólar y el precio de algunas materias primas energéticas.

¹Gáfaru-González, et. al (2022). *Inflación de alimentos: una comparación con otros países*. En: Informe de Política Monetaria, Banco de la República, octubre de 2022. pp.42-46.

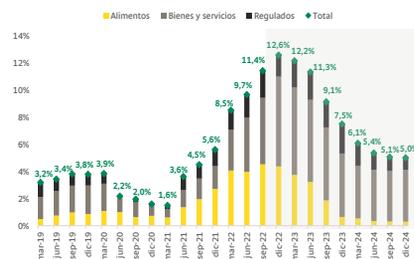
Deiby Alejandro Rojas Cano
Analista de Mercados y Banca Central
deirojas@bancolombia.com.co

Gráfica 21. Proyección de inflación al consumidor (var. % anual)



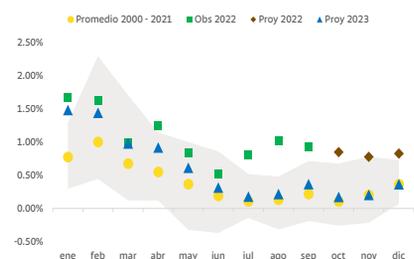
Fuente: Grupo Bancolombia, DANE, Banco de la República.

Gráfica 22. Descomposición de la proyección de inflación (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE, Banco de la República.

Gráfica 23. Proyección de la inflación mensual (% anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE, Banco de la República.



Inflación, tasas de interés y TES

El cambio en la orientación de la política monetaria sería paulatino

Por su parte, el efecto indexación llevaría a que la inflación sin alimentos ni regulados se siga ubicando muy por encima del rango de tolerancia del Emisor. En concreto, el cierre de la inflación en 2022 por encima del 12% y el ajuste del salario mínimo en una tasa que estimamos sería de por lo menos 15% generarían una presión alcista importante en este componente del IPC. Además, en los servicios el impacto sería más pronunciado por cuenta de la reversión de los alivios en impuestos indirectos (IVA completo a hotelería, turismo y pasajes aéreos; imposable a comidas fuera del hogar, entre otras).

En cuanto a la inflación de bienes transables, vaticinamos en 2023 una transmisión más pronunciada de la depreciación ocurrida en los últimos meses. Esto, en la medida en que vemos poco probable una recuperación significativa de nuestra moneda. Los productos más sensibles a este fenómeno serían los vehículos, los electrodomésticos, el vestuario y los productos de higiene y aseo personal. De esta manera, pronosticamos que la inflación sin alimentos ni regulados cerraría 2022 en 9,6% y pasaría a 6,9% a finales de 2023.

Sumando todo lo anterior, en nuestra proyección central la moderación en la tasa de inflación 12 meses se concretaría con más fuerza en el segundo semestre de 2023. Como se observa en la gráfica 23, solo en la segunda mitad del próximo año la corrección en los precios de los alimentos y la desaceleración de la demanda interna, potenciadas por el efecto de la alta base de comparación, se combinarían para acercarse de forma paulatina los registros de inflación a sus promedios históricos. Como resultado, estimamos que la inflación finalizaría 2023 en 7,5%.

Nuestro escenario base prevé que solo en 2026 la inflación volvería al rango de referencia del Banco de la República. Como se aprecia en la gráfica 24, hemos revisado al alza nuestras proyecciones de inflación para el fin de 2024 y 2025, hasta 5% y 4,3%. Este ajuste pone de manifiesto que una parte del aumento de los precios que ha tenido lugar desde 2021 tendrá un carácter permanente. Esto se debe principalmente a la alta inercia de la inflación básica, así como al incremento de las expectativas inflacionarias de mediano plazo.

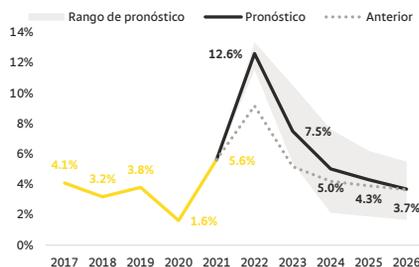
Política monetaria

En lo que va de 2022, el tránsito de la política monetaria a un terreno contractivo ha sido acelerado. Desde septiembre de 2021 hasta octubre de 2022, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha incrementado en 925 pb. Así, este es el ciclo de alza de la tasa de referencia más intenso y veloz desde que Colombia adoptó el esquema de inflación objetivo a comienzos de este siglo.

Creemos que el espacio para incrementos futuros de la tasa repo se está agotando. Esta visión está soportada en varias consideraciones. Primero, la tasa de interés deflactada con las expectativas de inflación ya se encuentra en un nivel que conduciría a que la brecha de producto positiva que se presenta en la actualidad se ajuste de forma notoria en 2023. Segundo, en este ciclo la transmisión de las decisiones del Emisor al resto de tasas de la economía ha sido rápida, no solo por el tamaño de los incrementos, sino también por el deterioro de las condiciones de mercado. Tercero, como lo comentamos en páginas anteriores, hay señales que muestran que la actividad económica está comenzando a perder tracción en la parte final de 2022.

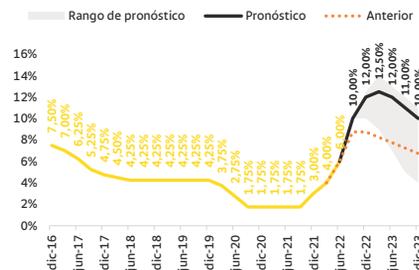
Deiby Alejandro Rojas Cano
Analista de Mercados y Banca Central
deirojas@bancolombia.com.co

Gráfica 24. Proyección de inflación en el mediano plazo (var. % anual)



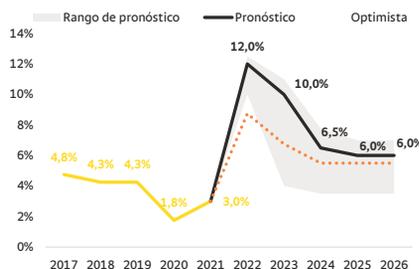
Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

Gráfica 25. Proyección de la tasa de política monetaria (% anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

Gráfica 26. Proyección de la tasa de política monetaria en el mediano plazo (% anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.



Inflación, tasas de interés y TES

Las tasas de interés de mercado seguirían en 2023 por encima de sus promedios históricos

Incorporando estos elementos, anticipamos que la tasa de intervención llegaría a un nivel terminal de 12,5% en el primer trimestre de 2023. Por una parte, esta perspectiva sería coherente con el hecho de que en las economías emergentes los ciclos alcistas de tasas de interés suelen finalizar cuando la inflación 12 meses llega a su pico. Además, el fin de los incrementos de la tasa repo sería acorde con una mayor preocupación de la autoridad monetaria por la desaceleración de la economía.

Pero, por otro lado, el margen adicional de 150 pb de incrementos frente a la tasa vigente al publicar este documento (11%) estaría sustentado en varias consideraciones. De una parte, sería coherente con el aumento previsto para los próximos meses en las tasas de referencia en los países desarrollados, sobre todo por parte de la Reserva Federal. De otro lado, reflejaría la necesidad de limitar los efectos negativos de la alta volatilidad que creemos persistirá en los mercados financieros en el corto plazo. Finalmente, este ajuste marginal sería una respuesta a la alta lectura de inflación al cierre de 2022, con lo que el Emisor buscaría contener el efecto de indexación para el próximo año.

Bajo este escenario, prevemos que el Emisor incrementará en 100 pb la tasa entre la reunión de diciembre y 50 pb enero para alcanzar el máximo de 12,5%, nivel que se mantendría por lo menos hasta junio del siguiente año.

Luego de estos movimientos, anticipamos un periodo de estabilidad durante la mayor parte del primer semestre de 2023. Durante este lapso, la postura de política monetaria se mantendría en un terreno altamente contractivo, destinado a moderar el exceso de demanda.

Esto daría paso, hacia mediados de 2023, a un proceso paulatino de recortes en la tasa de referencia a partir del junio de 2023. Tal cambio operaría en un contexto de moderación en la inflación total y desaceleración de la actividad productiva. Prevemos que este ciclo se daría paulatinamente. De acuerdo con esta perspectiva, la tasa de intervención cerraría 2023 en 10%. Posteriormente, y dada la perspectiva de inflación superior a nuestras estimaciones previas, ajustamos al alza nuestra proyección de tasa repo en el mediano plazo.

Tasas del mercado monetario

Los incrementos de la tasa de intervención han venido acompañados de una dinámica particular en el mercado monetario. Si bien el nodo *overnight* de la curva IBR se ha mantenido cercano a la tasa del Emisor, los nodos a plazo se han incrementado de forma significativa, generando un diferencial alto para estándares históricos.

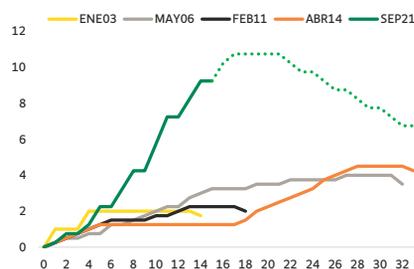
Detrás de este comportamiento está el cumplimiento, por parte de las entidades financieras, del Coeficiente de Fondeo Estable Neto. Este requerimiento ha presionado las tasas de captación, lo que se ha traducido en aumentos significativos de indicadores como la DTF.

La magnitud de los diferenciales observados recientemente puede corregirse en 2023 como resultado de una desaceleración en el crecimiento de la cartera. Sin embargo, creemos que la exigencia del regulador de mantener una composición de fondeo distinta a la que solían tener los establecimientos de crédito implicará un cambio estructural. Así pues, estimamos que las tasas de captación se mantendrán por encima de sus registros históricos (ver gráfica 27).

Deiby Alejandro Rojas Cano

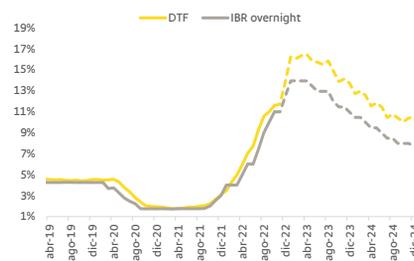
Analista de Mercados y Banca Central
deirojas@bancolombia.com.co

Gráfica 26. Episódios de incrementos en la tasa repo (frente al primer incremento; pb)



Fuente: Grupo Bancolombia, Infovalmer, Eikon Reuters, MinHacienda, BanRep.

Gráfica 27. Tasas DTF 90 días e IBR overnight (% E.A)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.



Inflación, tasas de interés y TES

Deiby Alejandro Rojas Cano
 Analista de Mercados y Banca Central
 deirojas@bancolombia.com.co

La incertidumbre y las altas necesidades de financiamiento mantendrán elevadas las tasas de los TES

Deuda pública

Preveamos tasas de rentabilidad para los títulos de deuda pública local más altas que las contempladas en nuestras proyecciones anteriores. El endurecimiento de las condiciones financieras globales y el incremento generalizado en las tasas de interés ha llevado a que 2022 sea uno de los años más retadores para la renta fija a nivel mundial. A esto se suma el desafiante panorama fiscal que enfrentará Colombia en los próximos años, así como la incertidumbre sobre las acciones que adoptaría el actual Gobierno. El resultado ha sido uno de los incrementos más acelerados de las tasas de rentabilidad en los últimos años, en particular en las partes media y larga de la curva.

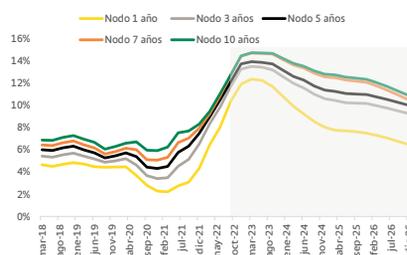
Dado que los inversionistas internacionales se han consolidado como los mayores tenedores de deuda pública local, las señales de las autoridades sobre la perspectiva fiscal y económica del país en los próximos 4 años será clave para mantener el flujo de demanda de estos agentes. De acuerdo con la información del Ministerio de Hacienda, con compras de \$21,4 billones entre enero y octubre de 2022, los extranjeros poseen COP 120 billones de títulos soberanos. Entre tanto, la participación de los tenedores locales se ha moderado, lo que hace al mercado más sensible a las decisiones de los inversionistas externos.

Los niveles que proyectamos para los nodos de 5, 7 y 10 años de la curva cero cupón en pesos están 290 pb, 288 pb y 211 pb por encima de lo pronosticado hace tres meses. En dichos segmentos de la curva los cambios graduales que prevemos en la orientación de la política monetaria durante 2023 tendrían un impacto limitado. En su lugar, la influencia de la prima a término sería más notoria, en particular porque el componente de riesgo idiosincrático se ha incrementado y seguirá siendo amplio el próximo año. Esto se puede evidenciar en la proyección más reciente de la prima de riesgo soberana del equipo técnico del Emisor. Ahora se proyecta que el *spread* de los CDS a 5 años promediará entre 2022 y 2024 los 293 pb, cuando entre 2010 y 2021 presentó un nivel medio de 135 pb.

Entre tanto, en la parte corta de la curva los principales determinantes de sus niveles es la inflación y la tasa de política previstas para el próximo año. La reducción de los niveles de ambas variables desde mediados de 2023 permitiría una moderación en las tasas de estos nodos, con una mayor intensidad en el de 1 año.

Finalmente, nuestras estimaciones son consecuentes con las proyecciones fiscales. En particular, los niveles previstos para la curva cero cupón incorporan nuestra proyección de déficit total para el Gobierno Nacional de 5,6% del PIB para 2022 y una ligera corrección en 2023 hasta 4,8% del PIB. Además, vale la pena resaltar que solo hasta 2026 se alcanzaría un déficit inferior al 4% del PIB, cuando el desbalance se ubicó entre 2006 y 2019 en 3% en promedio. Igualmente, en el horizonte de pronóstico no se prevé que la deuda del gobierno se ubique por debajo del 60% del PIB, cuando antes de la pandemia no superaba el 50% del PIB.

Gráfica 28. Proyección de tasas de nodos de la curva cero cupón en pesos (promedio trimestral, % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, Infovalmer, Eikon Reuters, MinHacienda, BanRep.

Gráfica 29. Proyección de tasas de nodos de la curva cero cupón tasa fija (promedio anual, % anual)

Año	Nodo 1 año	Nodo 3 años	Nodo 5 años	Nodo 7 años	Nodo 10 años	Pendiente (10-1 año, pb)
2018	4.7%	5.5%	6.1%	6.6%	7.0%	236
2019	4.5%	5.1%	5.6%	6.0%	6.5%	198
2020	3.3%	4.2%	5.0%	5.6%	6.3%	299
2021	3.1%	4.9%	6.0%	6.7%	7.4%	435
2022	9.2%	10.8%	11.3%	11.8%	11.9%	273
2023	11.8%	13.2%	13.7%	14.5%	14.6%	281
2024	8.9%	11.3%	12.0%	13.1%	13.3%	438
2025	7.6%	10.3%	11.1%	12.2%	12.5%	487
2026	6.9%	9.6%	10.4%	11.1%	11.5%	458

Fuente: Grupo Bancolombia, Infovalmer, Eikon Reuters, MinHacienda, BanRep.



Perspectivas de mediano plazo

Principales variables macroeconómicas proyectadas en escenario base

Año	2017	2018	2019	2020	2021	2022py	2023py	2024py	2025py	2026py
Crecimiento del PIB (var. % anual)	1,4%	2,6%	3,2%	-7,0%	10,7%	7,8%	0,9%	2,5%	2,8%	2,8%
Balance del Gobierno Nacional (% PIB)	-3,7%	-3,1%	-2,5%	-7,8%	-7,1%	-5,6%	-4,8%	-4,4%	-4,0%	-3,9%
Balance en cuenta corriente (% PIB)	-3,2%	-4,2%	-4,6%	-3,4%	-5,6%	-5,8%	-4,1%	-3,1%	-3,0%	-2,9%
Tasa de desempleo urbano (% PEA, promedio año)	11,0%	11,1%	11,5%	19,1%	15,2%	11,4%	12,1%	11,8%	11,5%	11,4%
Inflación al consumidor (var. % anual, fin de año)	4,1%	3,2%	3,8%	1,6%	5,6%	12,6%	7,5%	5,0%	4,3%	3,7%
Inflación al consumidor (var. % anual, promedio de año)	4,2%	3,2%	3,6%	2,4%	3,8%	10,6%	10,2%	5,4%	4,4%	3,8%
Tasa de referencia BanRep (% anual, fin de año)	4,75%	4,25%	4,25%	1,75%	3,00%	12,00%	10,00%	6,50%	6,00%	6,00%
DTF 90 Días (% anual, promedio de año)	5,99%	4,71%	4,50%	3,38%	2,07%	8,54%	12,13%	8,71%	6,41%	6,22%
IBR Overnight (% E.A, fin de año)	4,69%	4,24%	4,26%	1,74%	2,99%	11,98%	9,95%	6,47%	5,97%	5,96%
Tasa de cambio USDCOP (promedio de año)	\$ 2.951	\$ 2.956	\$ 3.281	\$ 3.693	\$ 3.744	\$ 4.254	\$ 4.915	\$ 4.733	\$ 4.610	\$ 4.858
Tasa de cambio USDCOP (promedio 4T)	\$ 2.987	\$ 3.164	\$ 3.411	\$ 3.661	\$ 3.880	\$ 4.800	\$ 4.930	\$ 4.570	\$ 4.720	\$ 4.950
Devaluación nominal (% promedio año)	-3,4%	0,2%	11,0%	12,6%	1,4%	13,6%	15,5%	-3,7%	-2,6%	5,4%
Precio promedio del petróleo (Ref. Brent, USD por barril)	\$ 54,2	\$ 71,1	\$ 64,4	\$ 41,8	\$ 70,7	\$ 102	\$ 89	\$ 82	\$ 80	\$ 78

Fuente: Grupo Bancolombia, DANE, Ministerio de Hacienda, Banco de la República, Eikon Reuters.





Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

Juan Pablo Espinosa Arango
Director
juespino@bancolombia.com.co

Investigaciones Económicas

Arturo Yesid González Peña
Gerente Cuantitativo y de Analítica
arygonza@bancolombia.com.co

Santiago Espitia Pinzón
Especialista Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co

Deiby Alejandro Rojas Cano
Analista Mercados y Banca Central
deirojas@bancolombia.com.co

Jorge Eliécer Montoya Gallo
Analista IFRS 9
jomontoy@bancolombia.com.co

Sebastián Ospina Cuartas
Analista Cuantitativo
sospina@bancolombia.com.co

Andrés Camilo Miranda
Analista Macroeconómico
acmirand@bancolombia.com.co

Valentina Guáqueta Sterling
Analista Regional e Internacional
vaguaque@bancolombia.com.co

Julián Roza Méndez
Estudiante en Práctica
Jurozo@bancolombia.com.co

Investigaciones Sectoriales

Jhon Fredy Escobar Posada
Gerente Sectorial Agroindustria
jhescoba@bancolombia.com.co

Nicolás Pineda Bernal
Gerente Sectorial Comercio
nipineda@bancolombia.com.co

Mateo Andrés Rivera Arbeláez
Analista Sectorial Comercio
marivera@bancolombia.com.co

Andrés Felipe Sarmiento Fernández
Analista Sectorial Agroindustria
ansarmie@bancolombia.com.co

Javier David Villegas Restrepo
Analista Sectorial Inmobiliario y Hotelería
javilleg@bancolombia.com.co

Maria José Bustamante Grajales
Analista Sectorial Comercio
mabustam@bancolombia.com.co

Santiago Gómez Monsalve
Auxiliar Administrativo
sgmonsa@bancolombia.com.co

Investigaciones de Mercado

Jairo Julián Agudelo Restrepo
Gerente de Investigaciones de Renta Variable
jjagudel@bancolombia.com.co

Juan Camilo Dauder Sánchez
Analista Sector Construcción
jdauder@bancolombia.com.co

Andrea Atuesta Meza
Analista Sector Financiero
aatuesta@bancolombia.com.co

Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Analista Sector Energético
rsandova@bancolombia.com.co

Laura Natalia Capacho Camacho
Analista Junior Sectorial
lcapacho@bancolombia.com.co

Juan Esteban Echeverri Agudelo
Comunicaciones
jueagude@bancolombia.com.co

Bryam Antonio Daza Rodríguez
Estudiante en Práctica
Bdaza@bancolombia.com.co

Edición

Alejandro Quiceno Rendón
Editor de Investigaciones
aqrando@Bancolombia.com.co

Condiciones de Uso: Este informe ha sido preparado por la Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado, un área de investigación y análisis del Grupo Bancolombia. No debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa del Grupo Bancolombia, ni debe ser utilizado para cualquier fin distinto a servir como material informativo, el cual no constituye una oferta, asesoría financiera o económica, recomendación personalizada o sugerencia del Grupo Bancolombia para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios en el mercado público de valores o cualquier otro. 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. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor, por lo que será responsabilidad de cada usuario el análisis que desarrolle y las decisiones que se tomen con base en la información que en este documento se relaciona. Antes de tomar una decisión de inversión, usted deberá evaluar múltiples factores tales como los riesgos propios de cada instrumento, su perfil de riesgo, sus necesidades de liquidez, entre otros. El presente informe o documento es tan sólo uno de muchos elementos que usted debe tener en cuenta para la toma de sus decisiones de inversión. Para ampliar el contenido de esta información, le solicitamos comunicarse con su gerente comercial. Le recomendamos no tomar ninguna decisión de inversión hasta no tener total claridad sobre todos los elementos involucrados en una decisión de este tipo. Los valores, tasas de interés 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. Así mismo, de acuerdo con la regulación aplicable, las estrategias de largo plazo presentadas en este informe no constituyen un compromiso o garantía de rentabilidad para el inversionista.

La información y opiniones del presente informe constituyen un análisis a la fecha de publicación y están sujetas a cambio sin previo aviso. Por ende, la información puede no estar actualizada o no ser exacta. Las proyecciones futuras, estimados y previsiones, están sujetas a varios riesgos e incertidumbres que nos impiden asegurar que las mismas resultarán correctas o exactas, o que la información, interpretaciones y conocimientos en los que se basan resultarán válidos. En ese sentido, los resultados reales pueden diferir sustancialmente de las proyecciones futuras acá contenidas. Debe tener en cuenta que la inversión en valores o cualquier activo financiero implica riesgos. Los resultados pasados no garantizan rendimientos futuros. Las entidades que hacen parte del Grupo Bancolombia pueden haber adquirido y mantener en el momento de la preparación, entrega o publicación de este informe, para su posición propia o la de sus clientes, los valores o activos financieros a los que hace referencia el reporte. El Grupo Bancolombia cuenta con políticas de riesgo para evitar situaciones de concentración en sus posiciones y las de sus clientes, las cuales contribuyen a la prevención de conflictos de interés. En relación con tales conflictos de interés, declaramos que (i) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa y/o Banca de Inversión Bancolombia S.A. Corporación Financiera han participado en la estructuración y/o colocación de valores de renta variable para Bancolombia S.A. (ii) el Grupo Bancolombia es beneficiario real del 10% o más del capital accionario emitido por Valores Simesa S.A., y Protección S.A. (iii) Bancolombia es uno de los principales inversionistas del Fondo Inmobiliario Colombia – FIC. (iv) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa es filial de Bancolombia S.A. No obstante lo anterior, este informe ha sido preparado por nuestra área de Análisis Bancolombia con base en estrictas políticas internas que nos exigen objetividad y neutralidad en su elaboración, así como independencia frente a las actividades de intermediación de valores y de banca de inversión. La información contenida en este reporte no se fundamenta, incluye o ha sido estructurada con base en información privilegiada o confidencial. Cualquier opinión o proyección contenida en este documento es exclusivamente atribuible a su autor y ha sido preparada independiente y autónomamente a la luz de la información que hemos tenido disponible en el momento.

Escala de Estrategias de Largo Plazo: La estrategia de largo plazo de inversión sobre los emisores bajo cobertura por parte de Análisis Bancolombia, se rigen por la siguiente Escala de Estrategia de Largo Plazo que está sujeta a los criterios desarrollados a continuación:

El potencial de valorización es la diferencia porcentual que existe entre el precio objetivo de los títulos emitidos por un determinado emisor y su precio de mercado. El precio objetivo no es un pronóstico del precio de una acción, sino una valoración fundamental independiente realizada por el área de Análisis Bancolombia, que busca reflejar el precio justo que debería pagar el mercado por las acciones en una fecha determinada.

A partir de un análisis de potencial de valorización relativo entre los títulos de las compañías bajo cobertura y el índice COLCAP, se determinan las estrategias de largo plazo de los activos, así:

- **Sobreponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción supera por 5% o más el potencial de retorno del índice COLCAP.
- **Neutral:** se da cuando el potencial de valorización de una acción no difiere en más de 5% del potencial de retorno del índice COLCAP.
- **Subponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción se encuentra 5% o más por debajo del potencial de retorno del índice COLCAP.
- **Bajo Revisión:** la cobertura de la compañía se encuentra bajo revisión y por lo tanto no tiene una estrategia de largo plazo ni precio objetivo.

Adicionalmente, a criterio del analista, se podrá ajustar la recomendación de Sobreponderar a Neutral, teniendo en cuenta los riesgos que se vean en el desempeño del activo, su desarrollo futuro y la volatilidad que pueda presentar el movimiento de la acción.

El potencial fundamental del índice se determina con base en la metodología establecida por la BVC para el cálculo del índice COLCAP, considerando los precios objetivo publicados por Análisis Bancolombia. Esto se realizará con la canasta vigente del COLCAP en las fechas de cálculo mayo y noviembre de cada año. Para las compañías que hacen parte del índice, y que no se tienen bajo cobertura, se tomará el consenso de los analistas del mercado.

Actualmente, el área de Análisis Bancolombia tiene 19 compañías bajo cobertura, distribuidas de la siguiente manera:

	Sobreponderar	Neutral	Subponderar	Restringido
Número de emisores con estrategia de largo plazo de:	13	1	4	1
Porcentaje de emisores con estrategia de largo plazo de:	69%	5%	21%	5%