

Contenido del informe

(Dar clic en cada sección)



Resumen de nuestra visión



Entorno Internacional



Variables Reales



Sector Externo y Tasa de Cambio



Inflación y Tasas de Interés



Tabla Resumen de Proyecciones

Resumen de nuestras perspectivas

Creemos que durante el próximo año Colombia continuará siendo una de las economías más dinámicas de América Latina. Sustentada en el avance de la demanda interna, en particular el consumo de los hogares y la inversión privada, prevemos que en 2020 la actividad productiva se expandirá nuevamente por encima de 3%.

No obstante, este dinamismo ocurrirá en un contexto global desafiante para el mundo emergente, mayores presiones inflacionarias, alto déficit en cuenta corriente y retos fiscales. Por lo tanto, 2020 será un año en el que las oportunidades originadas por un crecimiento satisfactorio deberán combinarse con un manejo eficiente de los riesgos y con medidas que apunten a fortalecer la estabilidad macroeconómica del país.

Los puntos principales que desarrollamos en este reporte son:

Entorno Internacional

Las proyecciones de crecimiento a nivel global se siguen recortando para el próximo año. Estas revisiones, que cubren tanto a las economías desarrolladas como a las emergentes, implicarán que los socios comerciales de Colombia crecerán en 2020 a una tasa estimada de 1,5%, la más baja de los últimos 4 años.

A pesar de ello, creemos que EE.UU. evitará entrar en el corto plazo en recesión, por cuenta de la resiliencia del consumo privado. A esto también contribuirá que el FED seguirá recortando su tasa de referencia en lo que queda de este y el próximo año.

En cuanto al petróleo, consideramos que la cotización promedio de la referencia Brent en 2020 se ubicará en US\$60. Este es un nivel inferior al promedio histórico, en la medida en la que prevalecerá una oferta abundante y una demanda débil por este producto. Este comportamiento, sumado a la expectativa para las demás materias primas, llevará a una contracción de 5% en los términos de intercambio de nuestro país.

Variables Reales

Consideramos que en este momento Colombia se está acercando al pico de crecimiento en el actual ciclo de recuperación, debido a que el impulso que continuará ejerciendo la demanda interna se revertirá parcialmente por los vientos en contra globales. Así, en nuestro escenario base la variación del PIB pasará de 3,2% en 2019 a 3,3% en 2020.

El consumo interno continuará expandiéndose en 2020, ya que esperamos que los ingresos reales de los hogares permanecerán estables y que las condiciones de financiamiento sigan siendo favorables. Por su parte, la inversión productiva dispone de espacio de crecimiento, aunque la incertidumbre tributaria puede llegar a limitar su avance.

En cuanto al desempeño sectorial para el próximo año, destacamos que la industria y la construcción se acelerarán, en tanto que actividades dedicadas a atender el mercado local, tales como el comercio, el sector financiero y los servicios, registrarán nuevamente los mayores crecimientos. También será relevante el impulso proveniente de la ejecución de obras civiles.

En el mercado laboral, anticipamos que la desocupación seguirá aumentando hasta el final del presente año, y que a partir de 2020 tenderá a converger a sus parámetros históricos. Esto implica que la tasa promedio de desempleo urbana se reduciría de 11,2% en 2019 a 10,9% en 2020.

En lo que respecta a las finanzas públicas, prevemos que el desempeño positivo del recaudo y el control de los gastos en lo que va del año permitirán el cumplimiento de la meta de déficit para el Gobierno Nacional en 2019.

Sin embargo, las perspectivas para 2020 serán desafiantes, debido a una posible reducción del recaudo neto, que se originaría en los beneficios tributarios otorgados a las empresas. Al respecto, nuestro escenario base contempla que el proyecto que sustituye a la ley de financiamiento será aprobado antes de finalizar este año sin mayores modificaciones.

Resumen de nuestras perspectivas (2)

Por último, nuestra perspectiva apunta a que, por cuenta de los riesgos persistentes, la senda de ajuste fiscal para los próximos años se suavizará.

Sector Externo y Tasa de Cambio

Proyectamos que el déficit comercial de Colombia se ampliará a US\$11.700 millones este año y a US\$13.400 millones el próximo, como consecuencia de la debilidad en las exportaciones y un crecimiento cercano al 5% de las importaciones. En consecuencia, prevemos que el desbalance en cuenta corriente se acentuará, hasta llegar al 4,5% del PIB en 2020. No obstante, estimamos que en los años siguientes el déficit externo se corregirá levemente, por cuenta del ajuste en el exceso de gasto del sector público.

Como resultado de una posición externa más deficitaria y de los vientos en contra internacionales, creemos que resulta improbable una recuperación significativa del peso frente al dólar. En efecto, consideramos que en el corto plazo las presiones alcistas sobre la tasa de cambio continuarán vigentes. De esta manera, la tasa de cambio promedio para este año sería de \$3.280 y la del próximo de \$3.310, lo que supone una depreciación nominal de 10,9% y de 0,9%, respectivamente.

Inflación y Tasas de Interés

A nuestro juicio, el balance de riesgos sobre la inflación para los meses venideros está sesgado al alza. En consecuencia, proyectamos que la inflación promedio anual pasará de 3,5% en 2019 a 3,8% en 2020. También vale la pena advertir que en el primer trimestre de 2020 pronosticamos que la variación 12 meses del IPC superará el 4%.

Las fuerzas alcistas que predominarán en el futuro próximo serán la transmisión de la depreciación de la moneda, la presión que pueden generar los mecanismos de indexación y el aumento del salario mínimo, y los choques que pueden afectar las tarifas de los servicios públicos.

Como resultado de lo anterior, y en contravía de la tendencia predominante a nivel global, nuestra perspectiva de política monetaria contempla un aumento de 25 pbs en la tasa repo en 2020, hasta 4,5%. Este movimiento tendría lugar en el segundo trimestre del año, y tendría el doble propósito de conducir la postura de política cerca de un terreno neutral y mantener bajo control las expectativas de inflación.

Finalmente, en el mercado de deuda pública esperamos que las rentabilidades de los TES tasa fija se amplíen levemente en 2020. Esto ocurrirá en respuesta a factores como la incertidumbre en el resto del mundo, la recomposición de los índices de deuda emergente a favor de China y la inquietud alrededor del cumplimiento de las metas fiscales.



1. Entorno Internacional

El mundo emergente afrontará retos crecientes

- Las proyecciones de crecimiento a nivel global se siguen recortando para el próximo año
- EE.UU. evitará una recesión gracias a la resiliencia del consumo privado
- Continuarán los recortes en tasa de fondos federales durante este y el próximo año
- Los precios del petróleo reflejarán una oferta abundante y una demanda débil
- Los términos de intercambio disminuirán y los socios comerciales se ralentizarán
- El balance de riesgos para la economía mundial sigue sesgado a la baja

Director

Juan Pablo Espinoza Arango

Dir. de Investigaciones Económicas,
Sectoriales y de Mercado
juespino@bancolombia.com.co
(+57) 746 3991

Gerente

Diego Fernando Zamora Díaz

Gerente de Investigaciones
Económicas
diezamor@bancolombia.com.co
(+57) 746 3997

Analistas

Bryan Hurtado Campuzano

Analista Internacional
brhurtad@bancolombia.com.co
(+57) 1 746 4415

Arturo Yesid González Peña

Analista Cuantitativo
arygonza@bancolombia.com.co
(+57) 1 746 3980

Las proyecciones de crecimiento a nivel global se siguen recortando para el próximo año

La aceleración prevista para 2020 dependerá de los países emergentes

- El más reciente informe de perspectivas económicas del Fondo Monetario Internacional (FMI) reveló un panorama de crecimiento global menos favorable para 2019 y 2020. El FMI espera que el crecimiento global cierre el 2019 en 3%, su nivel más bajo desde la crisis financiera mundial 2008-2009, lo que supone una y revisión a la baja en 20 pbs la proyección realizada el pasado julio. Para 2020, el organismo espera una recuperación de la economía global con una expansión de 3,4% (10 pbs menos que la proyección de julio), y que estaría sustentada, principalmente, en un mejor dinamismo de las economías emergentes.
- El sector manufacturero ha sido uno de los más golpeados recientemente. El deterioro está principalmente explicado por el descenso de la confianza empresarial –la cual ha llevado a las firmas a ser más conservadoras en sus gastos de capital- y la contracción del comercio de bienes y servicios –que ha supuesto una caída en los pedidos externos. El hilo conductor de estos fenómenos es la guerra comercial entre EE.UU y China, la cual se va cada vez más como un fenómeno secular, ya que una resolución definitiva en el corto plazo luce improbable dada la complejidad de los asuntos por resolver.
- La visión predominante para 2020 es de un pesimismo moderado. Pese a la revisión a la baja, se sigue considerando que la economía global evitará entrar en recesión el próximo año. En buena medida, esto se debe a que la situación de los consumidores sigue siendo sólida, gracias a la resiliencia del mercado laboral, la baja inflación y la rápida respuesta acomodaticia de los bancos centrales.
- Sin embargo, hay cada vez más escepticismo sobre la efectividad de las medidas monetarias para generar un estímulo de corto plazo contundente. Por su parte, aunque hay consenso en que se requieren más acciones desde la política fiscal y una mayor interacción de esta con las acciones de los bancos centrales, hay muchas dudas sobre el modo en el que este tipo de medidas podría implementarse.
- La gran esperanza de recuperación para 2020 está puesta en los países emergentes. No obstante, es difícil que esto se logre materializar. En 60 años no se ha visto que en un ambiente de menor crecimiento en el mundo desarrollado y precios de materias primas a la baja, como el que se espera en 2020, las economías emergentes hayan logrado acelerarse.

Tabla 1.1. Perspectivas de crecimiento global del FMI
(var. % anual)

Región	Proyecciones Octubre 2019			Diferencia pronósticos Abril 2019 - Oct. 2019	
	2018	2019	2020	2019	2020
Mundial	3.6%	3.0%	3.4%	↓	↓
Economías Avanzadas	2.3%	1.7%	1.7%	↓	⇒
EE.UU	2.9%	2.4%	2.1%	↓	⇒
Eurozona	1.9%	1.2%	1.4%	↓	↓
Alemania	1.5%	0.5%	1.2%	↓	↓
Francia	1.7%	1.2%	1.3%	↓	↓
Italia	0.9%	0.0%	0.5%	↓	↓
Canadá	1.9%	1.5%	1.8%	⇒	↓
Reino Unido	1.4%	1.2%	1.4%	↓	⇒
Japón	0.8%	0.9%	0.5%	⇒	↑
Emergentes y en Dlo	5.2%	4.8%	4.9%	↓	↓
China	6.6%	6.1%	5.8%	↓	↓
India	6.8%	6.1%	7.0%	↓	↓
Argentina	-2.5%	-3.1%	-1.3%	↓	↓
Brasil	1.1%	0.9%	2.0%	↑	↓
México	2.0%	0.4%	1.3%	↓	↓

Fuente: Grupo Bancolombia, FMI.

EE.UU. evitará una recesión gracias a la resiliencia del consumo privado

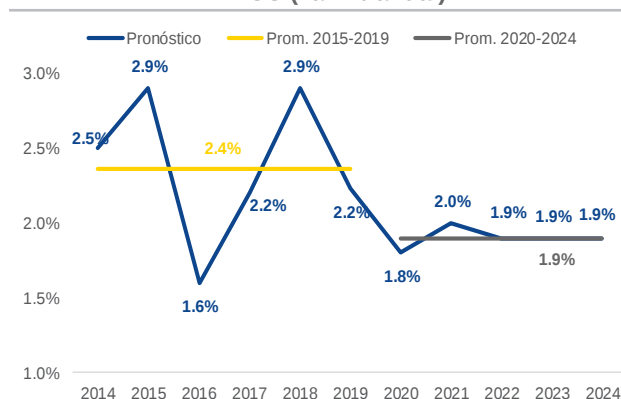
En el mediano plazo su crecimiento convergerá a un poco menos de 2%

- Los últimos datos de actividad económica muestran que, si bien la dinámica productiva se ha desacelerado, ha estado por encima de las expectativas del mercado. El crecimiento promedio del PIB en lo corrido del año es 2,5%, soportado principalmente por el consumo de los hogares y la inversión corporativa. Sin embargo, la guerra comercial con China ha limitado el espacio de recuperación al afectar las exportaciones netas y al sector manufacturero.
- En línea con estos resultados, estimamos que la economía estadounidense se expandirá 2,2% en 2019. Anticipamos un segundo semestre con un menor crecimiento, explicado –principalmente– por el recrudecimiento las tensiones comerciales con China durante el 3T19.
- El crecimiento económico tocaría fondo en el 2020. Proyectamos que la economía de EE.UU se desaceleraría aún más en 2020 al crecer a una tasa de 1,8%, esto como resultado de los efectos rezagados de las tensiones geopolíticas. Además, dada la debilidad de las demás economías avanzadas durante el próximo año (los principales socios comerciales de EE.UU) habrá poco espacio de recuperación desde el sector externo. En el mediano plazo, la actividad económica convergerá a su crecimiento potencial cercano pero inferior al 2%.
- Los consumidores evitarán que EE.UU entre en

recesión en 2020. En efecto, el consumo luce sólido gracias al mercado laboral y las condiciones financieras holgadas. No se percibe un desbalance financiero o un choque exógeno que pueda amenazar la salud económica de los consumidores en el corto plazo.

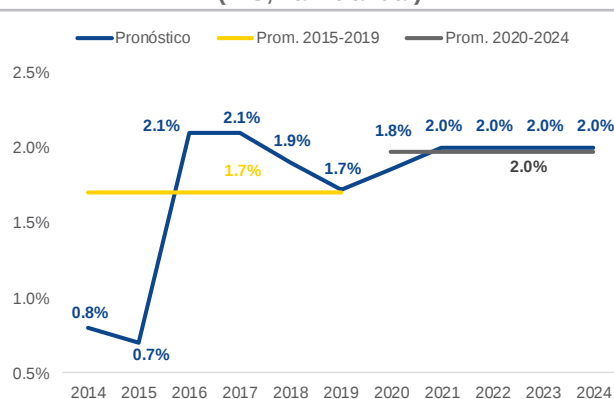
- Por su parte, la inflación ha mostrado un débil comportamiento en lo corrido del año, tal que ha estado siempre por debajo de la meta del FED (2%). Esta ha sido una de las razones principales que ha exhibido la Reserva Federal para justificar sus dos recortes de tasas este año. En particular, la inflación de Gasto de Consumo Personal, la medida preferida por la FED, ha estado en niveles inferiores a 1,5% de manera persistente. Recientemente, las minutas de las reuniones del FED han revelado que la inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor ha tomado importancia para el comité, pues ha mostrado un comportamiento un poco más dinámico.
- Dado el comportamiento observado, pronosticamos una inflación (IPC) al cierre de este año de 1,7%. Este resultado implica una estabilidad con respecto al nivel actual, pues no consideramos que existan presiones demasiado fuertes en lo que resta del año que desvíen la tendencia actual de estabilidad. En el mediano plazo, esperamos que la inflación converja progresivamente al objetivo de la autoridad monetaria.

Gráfica 1.1. Crecimiento observado y proyectado de EE.UU (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, BEA, Bloomberg.

Gráfica 1.2. Inflación observada y proyectada de EE.UU (IPC; var.% anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, BLS, Bloomberg.

Continuarán los recortes en la tasa de los fondos federales durante este y el próximo año

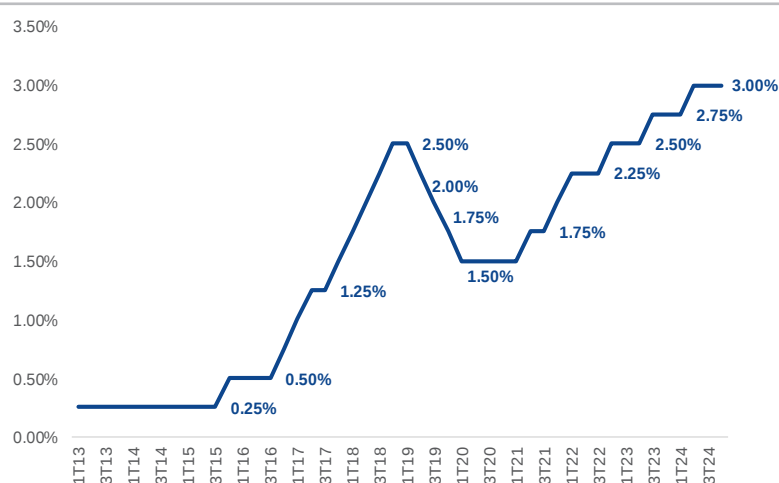
Anticipamos que el techo del rango de tasas en este ciclo será de 1,5%

- **Creemos que aún queda espacio en EE.UU para una política monetaria más acomodaticia, que servirá de amortiguador de los choques externos.** Durante lo corrido de este año el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) ha realizado dos recortes de 25 pb cada uno como respuesta a la baja inflación y a las tensiones internacionales que amenazan la salud de la economía estadounidense. Sin embargo, prevemos que para garantizar las condiciones financieras necesarias para apaciguar la incertidumbre actual, se realizarán dos recortes más de 25 pbs.
- **En lo que queda de 2019 se daría una de estas reducciones.** Ha sido evidente que los mercados financieros han presionado por recortes de manera contundente. Sin embargo, los determinantes macroeconómicos tradicionales (desempleo e inflación) no se encuentran en niveles críticos actualmente, lo cual ha generado dudas sobre la verdadera función de reacción de la FED. Creemos que el curso de acción más probable sea el camino intermedio que planteamos.
- **Pronosticamos un recorte adicional de 25 pb en el primer trimestre de 2020.** Consideramos que antes de iniciar un ciclo de estabilidad y posterior aumento en el rango de tasas, hay espacio para otro recorte, que

ubicaría el rango de tasas entre 1,25% y 1,5%. Este movimiento evitaría una desaceleración profunda durante el próximo año y encarrilaría de manera definitiva la inflación hacia la meta del 2%.

- **A pesar de las acciones del FED y bancos centrales, las medidas de política monetaria están surtiendo cada vez menos efecto en estimular la demanda.** Además, no hay nada que la política monetaria pueda hacer para contrarrestar la tendencia estructural de desglobalización que se está viviendo.
- **Por lo anterior, es previsible que tanto los mercados como los agentes económicos reaccionen cada vez menos de forma positiva a los anuncios de medidas expansivas de los bancos centrales.** En efecto, se evidencia una pérdida de fe en la capacidad que tienen las autoridades monetarias para acelerar el crecimiento o lograr que la inflación aumente hasta los niveles objetivo, bien sea a través de las herramientas convencionales (recortes de tasas) o las no convencionales (compra de activos). Por su parte, aunque hay consenso en que se requieren más acciones desde la política, hay muchas dudas sobre el modo en el que este tipo de medidas podría implementarse.

Gráfica 1.3. Expectativa de rango de tasas de política monetaria de EE.UU (Límite superior; % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, FED.

Los precios del petróleo reflejarán una oferta abundante y una demanda débil

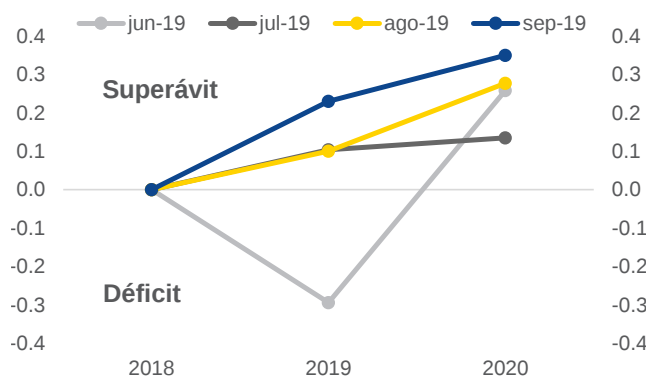
En 2020 las cotizaciones estarán por debajo de sus promedios históricos

- **El bajo desempeño de las economías avanzadas y la contracción del comercio global han afectado los precios de los bienes energéticos.** En particular, durante lo corrido de 2019 los precios del crudo han experimentado debilidad. El aumento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, las bajas cifras de crecimiento de la Zona Euro y el deterioro en las expectativas en los mercados, fueron los factores principales que restaron dinamismo en los precios.
- **Además de lo anterior, las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente han agregado incertidumbre.** El ataque terrorista a la planta de refinación *Abqaiq* en Arabia Saudita, a mediados de septiembre pasado, significó una reducción en la oferta de crudo mundial del 5% durante tres semanas. Sin embargo, aunque la rápida recuperación moderó los efectos adversos en el corto plazo, todavía persiste la incertidumbre de lo que pueda suceder en el estrecho de Hormuz, por el cual circula cerca del 25% del crudo global.
- **La oferta de crudo continuará siendo mayor a la demanda.** Dado el contexto económico y financiero menos constructivo para 2020, las previsiones de la Agencia Internacional de Energía (EIA) han confirmado que la oferta global de crudo superará la demanda. En efecto, es de esperar que durante 2020 los esfuerzos de la OPEP y Rusia por limitar la producción de crudo se

tornarán infructuosos, dado el sólido crecimiento observado en la oferta de los países de la OCDE, en particular EE.UU. Esto implica la generación de un excedente que tenderá a deprimir los precios.

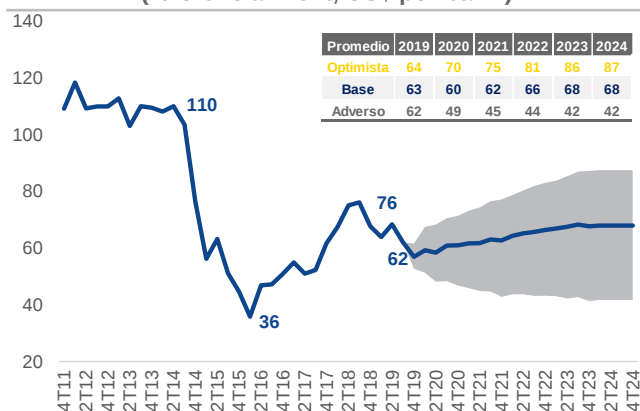
- **Otro factor significativo será la baja demanda.** El incremento de la incertidumbre en los mercados financieros, el contexto político más adverso, y el turbulento panorama geopolítico han deteriorado las expectativas de crecimiento económico, lo que supone una demanda más reducida por bienes energéticos. Esta confluencia de factores adversos han reducido la perspectiva de una recuperación sostenida de los precios.
- **La confluencia de estos determinantes llevan a que nuestro escenario base de precio promedio para la referencia Brent en 2020 sea de US\$60.** Esta caída de casi 5% representa un reto a las proyecciones oficiales, ya que en el último Marco Fiscal de Mediano Plazo el precio previsto para el próximo año es de US\$67,5.
- **Después de 2020 habrá una leve recuperación.** Un factor fundamental que soporta esta mejoría es que consideramos que la producción no convencional en EE.UU. llegará a un valle, en la medida en que los operadores encontrarán condiciones de financiamiento más exigentes, lo que afectará su capacidad de hacer operativos nuevos pozos.

Gráfica 1.4. Balance entre oferta y demanda global de crudo de la EIA en cada actualización (prom. MBPD)



Fuente: Grupo Bancolombia, EIA.

Gráfica 1.5. Escenarios de precios de petróleo (referencia Brent, US\$ por barril)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Los términos de intercambio disminuirán y los socios comerciales se ralentizarán

Colombia enfrentará vientos globales en contra durante 2020

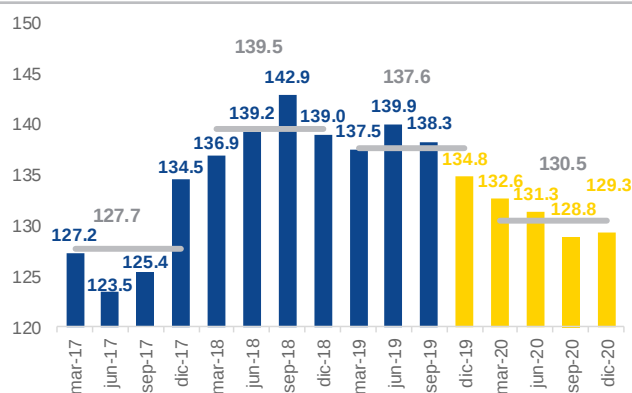
- Los términos de intercambio se contraerán como resultado del débil desempeño de los precios de los bienes básicos. Luego del ascenso que experimentaron desde comienzos de 2016 hasta el tercer trimestre de 2018, los precios netos de los bienes que Colombia comercia con el resto del mundo iniciaron una fase de corrección que se acentuará en el próximo año. En nuestro escenario base prevemos una reducción promedio anual de este indicador de 1,3% y 5,2% para 2019 y 2020, respectivamente. Los menores precios del crudo previstos y la moderación en las cotizaciones del oro y el carbón sustentarían este movimiento. Ahora bien, el bajo nivel previsto de inflación en la mayor parte del mundo desarrollado y emergente impedirá un mayor descenso del índice.

- A partir del 2021 esperamos una recuperación leve de los términos de intercambio. El inicio de un ciclo económico mucho más constructivo en el mundo, gracias a una política monetaria más acomodaticia, ejercerá una influencia positiva desde el sector externo que conllevará a una recuperación del indicador promedio de 0,9% en los próximos años. De cualquier modo, un avance de esta magnitud será insuficiente para impulsar de una forma significativa el ingreso nacional y, por esta vía, el gasto agregado de la economía.

- Esperamos una desaceleración en el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia, que en 2019 crecerían al 1,7%. Este comportamiento estaría explicado principalmente por la desaceleración de EE.UU, China y Panamá. En 2020 se acentuaría esta tendencia, particularmente por lo que ocurrirá en EE.UU y China. En el caso del país asiático, se espera que su tasa de expansión sea en 2020 inferior a 6%, algo que no ocurre hace varias décadas.

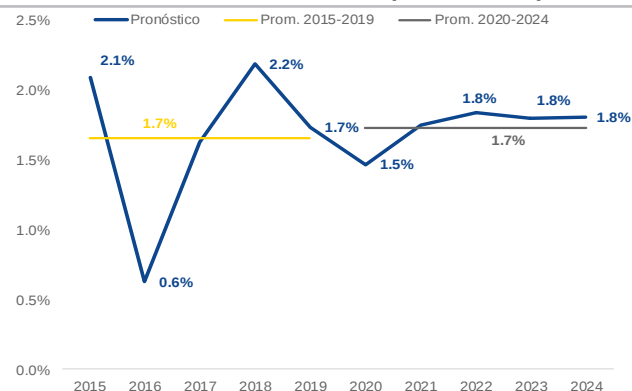
- En las circunstancias descritas, el sector externo no será un jalonador del gasto agregado de la economía en 2020. Mientras que para la canasta de exportaciones tradicionales los precios serán un limitante, en el grupo de las no tradicionales el crecimiento más moderado de nuestros principales compradores neutralizará el efecto de la depreciación real observa este año.

Gráfica 1.6. Índice de términos de intercambio para Colombia (según comercio internacional, 2000 = 100)



Fuente: Grupo Bancolombia, BanRep, Bloomberg.

Gráfica 1.7. Crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, FMI, DANE.

El balance de riesgos para la economía mundial sigue sesgado a la baja

Los eventos políticos afectarán cada vez más el desempeño económico

- **Durante el resto de 2019 y 2020 prevalecen los riesgos bajistas.** Según el FMI, subsisten numerosas fuentes de riesgo para la economía mundial en el mediano plazo. Las más importantes están relacionadas con el escalamiento de las medidas que atenten contra el comercio global, la incertidumbre en las agendas de política de los nuevos gobiernos, el alto endeudamiento tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, y la posibilidad de una recesión en el mundo desarrollado.
- **Hay pocas esperanzas en que la disputa comercial entre EE.UU y China pueda resolverse pronto.** Estas dudas radican, de una parte, en que los temas que Washington pretende revisar son de carácter estratégico (telecomunicaciones, desarrollo sectorial, asuntos de seguridad nacional) y Beijing no está dispuesto a ceder terreno en ellos. De otro lado, la confianza de los negociadores chinos en su contraparte se deteriora cada vez más y de una forma posiblemente irreversible. En ese sentido, y debido a que se estima con una alta probabilidad que Donald Trump será reelegido en 2020, se espera que la disputa comercial pase de ser un tema cíclico a uno permanente.
- **Persisten las vulnerabilidades ante eventuales fluctuaciones en las condiciones financieras y el apetito de riesgo.** A pesar del tono acomodaticio que han adoptado las autoridades monetarias en EE.UU y la Zona Euro, un choque negativo de alta magnitud podría reducir el apetito por riesgo de manera drástica. Tal evento podría ser propiciado por desaceleración más acentuada en EE.UU, lo que repercutiría de manera negativa en los mercados bursátiles y de materias primas.
- **A juicio de algunos observadores, las autoridades y los inversionistas subestiman el trading algorítmico y la gestión automatizada de portafolios como fuentes potenciales de volatilidad e inestabilidad en los mercados.** El hecho de que estos métodos concentren la mayoría de las transacciones diarias en mercados profundos hace que la probabilidad de eventos súbitos de iliquidez o fuertes movimientos en los precios sea cada vez más alta.

Tabla 1.2. Principales riesgos para la economía global en el mediano plazo

	Desaceleración más pronunciada y posibilidad de una recesión en el mundo desarrollado
	Políticas comerciales que afecten las cadenas de suministro, y reduzcan el crecimiento y la inversión internacional
	Deterioro de la estabilidad financiera y económica de China
	Alto endeudamiento tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes
	Valorizaciones erróneas en los activos financieros que propicien fuertes correcciones
	Baja productividad en las economías avanzadas
	Aceleración súbita de la inflación en países desarrollados
	Fenómenos meteorológicos y desastres naturales

Fuente: Grupo Bancolombia, FMI.



2. Variables Reales

El crecimiento se mantendrá por encima de 3%

- Colombia se está acercando al pico de crecimiento en el actual ciclo de recuperación productiva
- El balance de los determinantes de crecimiento está ligeramente inclinado al alza
- La demanda interna continuará impulsando el gasto agregado de la economía el próximo año
- La construcción y la industria manufacturera serán sectores fundamentales para la economía en 2020
- Estimamos que en el mediano plazo el crecimiento económico se estabilizará en torno al 3,4%
- Prevemos que el desempleo urbano seguirá ampliándose hasta el final del presente año
- En un contexto de riesgos persistentes, creemos que la senda de ajuste fiscal se suavizará

Director

Juan Pablo Espinoza Arango

Dir. de Investigaciones Económicas,
Sectoriales y de Mercado
juespino@bancolombia.com.co
(+57) 746 3991

Gerente

Diego Fernando Zamora Díaz

Gerente de Investigaciones
Económicas
diezamor@bancolombia.com.co
(+57) 746 3997

Analista

Santiago Espitia Pinzón

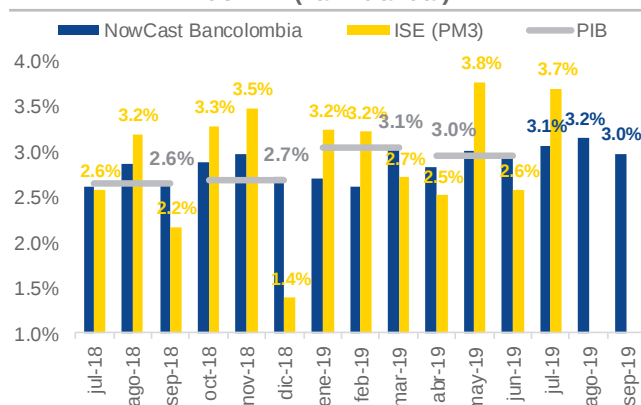
Analista Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co
(+57) 1 746 4415

Colombia se está acercando al pico de crecimiento en el actual ciclo de recuperación productiva

Conforme transcurra 2020 los vientos en contra globales nos alcanzarán

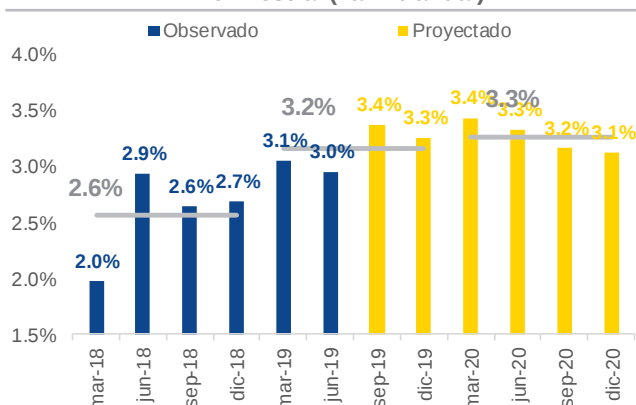
- Las cifras más recientes de crecimiento han evidenciado un desempeño más sólido que el inicialmente previsto. Los resultados de las cuentas nacionales publicados en agosto sorprendieron con una revisión al alza del crecimiento del PIB del 1T19 (de 2,8% a 3,1%) y una expansión mayor a la esperada en el 2T19 (3,0%), a pesar de los efectos estacionales en contra. Tales resultados ponen de manifiesto la fortaleza de la demanda local, que ha estado liderada por el consumo privado y por el sector comercio, impulsados por el ingreso real estable de los hogares y la aceleración de la cartera de consumo. Las principales debilidades están en el subsector de construcción de edificaciones, así como los obstáculos que enfrentan la industria manufacturera y la agricultura, sectores que han experimentado un encarecimiento de los insumos importados por cuenta de la depreciación del peso.
- Para el 3T19 NowCast Bancolombia, nuestro indicador adelantado de actividad económica, viene señalando una tendencia de estabilización. El dato preliminar para el trimestre móvil a septiembre señala un crecimiento anual del 3,0%. Sin embargo, lecturas más recientes del indicador en alta frecuencia apuntan a una visión más positiva, que aumentan la probabilidad de nuestro nuevo escenario base del 3,4% para el tercer cuarto del año. Además, las cifras del comercio en julio y agosto indica que el consumo aún avanza con solidez.
- En este contexto, esperamos un segundo semestre de 2019 más dinámico. En nuestra proyección, el crecimiento podría promediar 3,4% en dicho periodo, con lo que el PIB anual se expandiría a un ritmo de 3,2%. A pesar de las fuentes de incertidumbre, como el nuevo trámite de una reforma tributaria que reemplazará la ley de financiamiento y las elecciones locales, creemos que hay un espacio remanente de aporte desde la inversión productiva. Entre tanto, si bien la debilidad del mercado laboral y la persistencia del pesimismo en la confianza del consumidor podrían ralentizar ligeramente el consumo privado para el cierre de año, creemos que dominará la disociación vigente entre estas variables.
- Entre tanto, los vientos en contra desde la economía mundial limitarían una mayor aceleración de la producción local el próximo año. Mientras que la resiliencia del consumo privado y las condiciones financieras favorables apuntan a un buen crecimiento en 2020, la desaceleración de EE.UU -nuestro principal socio comercial-, a difícil coyuntura de la región y la debilidad de los precios internacionales de las materias primas -particularmente del petróleo-, limitarán el espacio de aceleración del crecimiento del PIB. Al respecto, es importante tener en cuenta que la economía colombiana tiende a reaccionar de forma rezagada a los determinantes globales de actividad. De esta manera, el próximo año será evidente la moderación global de 2019.

Gráfico 2.1. Índice NowCast Bancolombia y crecimiento del PIB (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Gráfico 2.2. Crecimiento observado y proyectado del PIB trimestral (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

El balance de los determinantes de crecimiento está ligeramente inclinado al alza

La fortaleza local permitirá que el crecimiento siga por encima de 3%

Tabla 2.1.A. Factores que pueden acelerar el crecimiento

Potenciadores del crecimiento
Resiliencia del consumo privado
A lo largo de los últimos dos años el consumo de los hogares se ha expandido por encima del gasto agregado de la economía, y en 2020 esta tendencia continuará. Si bien la brecha entre consumo y PIB se cerrará paulatinamente, es de esperar que la estabilidad de los ingresos reales de los hogares sea el principal factor de impulso de la demanda.
Aceleración de la inversión productiva
Asumiendo que el proyecto de reforma tributaria que presentó recientemente el Gobierno se aprueba antes de fin de año, se mantendrán los incentivos tributarios hacia el gasto de capital por parte del sector privado. De esta manera, la inversión crecerá un poco por encima del promedio de la última década.
Crecimiento sólido de obras civiles
En 2020 se seguirá con la ejecución de las obras 4G, que en este momento están en una etapa de construcción promedio del 37%. A esto se sumarán proyectos como el Metro de Bogotá, el Regiotram de Occidente o la Malla vial del Valle del Cauca entre otros.
Condiciones financieras favorables
Pese a los leves incrementos en las tasas de interés, el costo de colocación de créditos permanecerá bajo para los parámetros históricos. A esto se suma una provisión amplia de préstamos por parte del sector financiero.
Dinamismo de sectores dedicados a la demanda interna
Los ingresos de las familias permitirán un crecimiento sólido de actividades como el comercio, la industria y los servicios.

Tabla 2.2.A. Factores que pueden moderar el crecimiento

Limitadores del crecimiento
Debilidad económica global y regional
La desaceleración del crecimiento de EE.UU. en 2020 y las perspectivas bajistas en la región implicarán una débil demanda por nuestras exportaciones. Además, perdurarán los bajos precios de las materias primas.
Alto desempleo
Pese a que el aumento del desempleo tiene varios atenuantes que han limitado su incidencia negativa sobre las decisiones de gasto, una reducción adicional de los ingresos salariales puede afectar la capacidad de compra de las familias colombianas.
Incertidumbre frente al marco tributario
La declaratoria de inexecutable de la ley de financiamiento y las demandas remanentes sobre esta añaden un componente extra de incertidumbre sobre las reglas del juego en materia tributaria. Esto puede llevar a que los empresarios se tornen más cautelosos frente a sus planes de inversión.
Tendencia generalizada de austeridad fiscal
La necesidad de continuar reduciendo el déficit del Gobierno Nacional en un año en el que los ingresos totales netos pueden sufrir riesgos a la baja puede acentuar la necesidad de controlar el gasto de la Administración Central. En esta medida, tanto el consumo como la inversión pública pueden crecer a menores tasas.

La demanda interna continuará impulsando el gasto agregado de la economía el próximo año

La estabilidad del ingreso real de los hogares será determinante

- **Esperamos que el consumo privado se consolide como el pilar de la recuperación económica.** Durante los últimos dos años el gasto de los hogares ha jalonado la expansión de la actividad productiva. Lo anterior se debe a que este ha sido un periodo en el que los ingresos reales de los hogares se han mantenido estables, y la disponibilidad de crédito a los consumidores ha sido amplia. Estos factores han contrarrestado el aumento en el desempleo y la baja confianza de los consumidores. Creemos que la brecha positiva entre el crecimiento del consumo y el PIB se mantendrá en 2020, pese a que se irá reduciendo paulatinamente.
- **Entre tanto, la necesidad de continuar cumpliendo con las metas fiscales y la llegada de las nuevas administraciones locales limitarán el dinamismo del gasto corriente público.** Si bien creemos que la tendencia de control del déficit del Gobierno Nacional Central será menos acentuada que lo propuesto en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, el predominio de una política fiscal menos expansiva llevará a un menor aporte desde el consumo público al crecimiento del PIB. Al respecto, las cifras conocidas del Presupuesto General de la Nación 2020, con un crecimiento nominal de solo un 4,5%, confirman esta expectativa.
- **La inversión dispone de un espacio adicional de crecimiento, pero la incertidumbre tributaria puede representar un desafío.** En lo que va de este año la formación de capital fijo se ha dinamizado, sobre todo por el acelerado crecimiento de los rubros de equipo de transporte y obras civiles. En adelante, prevemos que la inversión crecerá en línea con su tasa promedio de la última década, gracias a la estabilización del subsector de edificaciones y el mayor crecimiento en la compra de maquinaria. Esto, en la medida en que la expectativa general de los analistas apunta a que la nueva propuesta de reforma tributaria mantendrá los incentivos a la inversión productiva. Esto permitirá que la compra de bienes de capital en la industria y la agricultura mejore su dinámica en los próximos trimestres.
- **Por último, pronosticamos que la limitación al crecimiento del PIB desde el sector externo sea menos acentuada.** Aunque nuevamente en 2020 las exportaciones netas aportarán negativamente a la expansión de la economía, el crecimiento del gasto asociado a las importaciones será inferior en 2020 al previsto para este año. Esto compensará parcialmente el menor crecimiento previsto para el gasto asociado a las exportaciones.

Tabla 2.3. Crecimiento del PIB por rubros de la demanda
(var. % anual)

Sector	Part.	Prom. 10 años	2015	2016	2017	2018	1S19	2019 (Pr.)	2020 (Pr.)
PIB	100%	3.6%	3.0%	2.1%	1.4%	2.6%	3.0%	3.2%	3.3%
Consumo	85.3%	4.1%	3.4%	1.6%	2.4%	4.0%	4.3%	3.8%	3.9%
Privado	69.8%	3.9%	3.1%	1.6%	2.1%	3.6%	4.6%	4.0%	4.2%
Público	15.5%	5.1%	4.9%	1.8%	3.8%	5.6%	2.5%	3.1%	2.8%
Inversión	22.2%	5.0%	2.8%	-2.9%	1.9%	1.5%	4.3%	4.5%	5.1%
Export.	15.7%	3.4%	1.7%	-0.2%	2.5%	3.9%	3.5%	3.3%	2.9%
Import.	23.2%	6.1%	-1.1%	-3.5%	1.2%	7.9%	8.9%	8.8%	5.6%

Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

La construcción y la industria manufacturera serán sectores fundamentales para la economía en 2020

Los sectores asociados al mercado local liderarán el crecimiento

• **Prevedemos que la construcción y la industria se acelerarán el próximo año.** La recuperación reciente de las ventas de vivienda del segmento medio, junto con la continuidad garantizada por el gobierno de los programas destinados a la compra de unidades VIS y la desacumulación de inventarios del segmento de mayor valor serán factores que promoverán la recuperación de la actividad edificadora.

Entre tanto, el subsector de obras civiles será impulsado por la ejecución de obras 4G que lograron su cierre financiero a lo largo del 2019 y el final de los proyectos del nivel subnacional que debería seguir desarrollándose una vez entrado el próximo año.

Por su parte, la industria manufacturera se beneficiará de la fortaleza de la demanda interna, la cual mostrará una mayor preferencia por los bienes producidos localmente, ante la depreciación del peso en el último año y su efecto alcista sobre los precios de los artículos importados.

Las actividades financieras y el comercio se mantendrán como los sectores con los mayores registros de crecimiento. De un lado, el sector financiero crecerá gracias a que la originación de crédito se mantendrá dinámica el próximo año. De especial

relevancia será la aceleración de la cartera comercial, por cuenta del incremento en el gasto de capital privado. Además, la recuperación paulatina del mercado de vivienda implicará un mejor desempeño del segmento hipotecario. Entre tanto, la demanda sostenida por bienes finales desde los hogares sostendrá las ventas del comercio interno, aunque a un ritmo ligeramente inferior al experimentado durante 2019, el cual implica una base de comparación alta para las variaciones interanuales.

• **La administración pública, la minería y la agricultura moderarán su ritmo de expansión.** La primera actividad sufrirá las restricciones del ajuste fiscal que exige el cumplimiento de las metas de déficit, así como el menor ritmo de ejecución de las administraciones regionales. Para la minería, el impulso proveniente de la inversión en exploración y producción petrolera durante el último año es limitada. Además, los bajos precios internacionales de las materias primas implican un desincentivo a producción. Finalmente, la agricultura se enfrentará a un entorno de bajos precios para el café y alta base de comparación en su producción. No obstante, creemos que la evolución del resto de los productos se estabilizará, ante la ausencia de anomalías climáticas.

Tabla 2.4. Crecimiento del PIB por actividad económica (var. % anual)

Sector	Part.	Prom. 10 años	2015	2016	2017	2018	1S19	2019 (Pr.)	2020 (Pr.)
Crecimiento del PIB	100%	3.6%	3.0%	2.1%	1.4%	2.6%	3.0%	3.2%	3.3%
Agricultura	6.2%	3.2%	4.3%	2.7%	5.5%	2.1%	1.7%	2.3%	1.9%
Minas	5.1%	3.3%	-1.1%	-2.9%	-5.7%	-0.2%	3.2%	3.4%	2.9%
Industria	12.0%	1.8%	2.0%	3.2%	-1.8%	1.8%	1.7%	2.4%	3.0%
Energía	3.0%	2.5%	-0.7%	0.0%	2.9%	2.7%	2.9%	2.8%	2.3%
Construcción	6.8%	3.8%	6.3%	3.6%	-2.0%	0.8%	-2.4%	0.1%	3.0%
Comercio	17.3%	3.9%	3.3%	2.7%	1.9%	3.3%	4.4%	4.0%	3.9%
Información y Com.	2.9%	4.5%	1.3%	-0.7%	-0.2%	3.0%	4.0%	3.7%	3.4%
Act. Financieras	4.6%	6.5%	8.0%	3.0%	5.4%	3.3%	5.0%	4.9%	5.4%
Act. Inmobiliarias	8.9%	3.1%	3.2%	3.5%	3.1%	2.0%	3.1%	3.0%	3.4%
Act. Profesionales	7.0%	3.4%	-0.2%	-2.4%	1.3%	5.0%	3.6%	3.4%	3.9%
Adm. Pública	14.7%	4.8%	5.3%	3.7%	3.5%	4.2%	3.5%	3.7%	3.2%
Entretenimiento	2.4%	3.7%	4.2%	5.5%	2.2%	1.7%	2.5%	2.5%	1.8%
Impuestos	9.1%	3.8%	1.7%	1.1%	1.1%	2.3%	3.4%	3.5%	3.2%

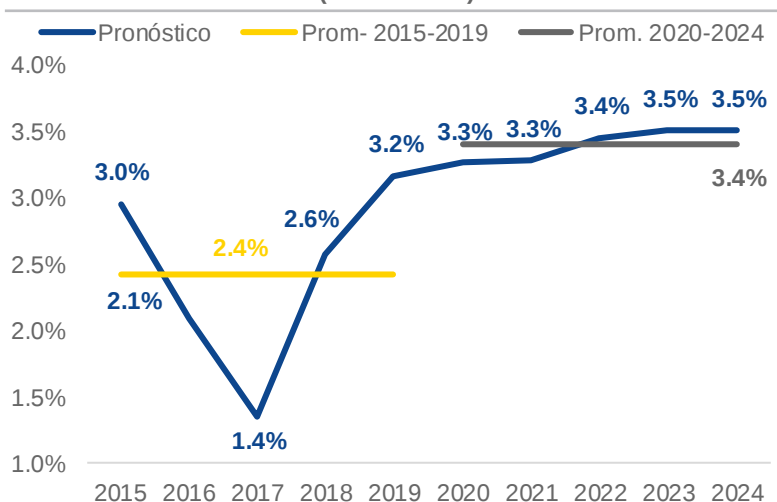
Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Estimamos que en el mediano plazo el crecimiento económico se estabilizará en torno al 3,4%

La brecha de producto negativa se cerraría hacia inicios de 2021

- Los vientos en contra globales pondrán un alto a la senda de recuperación de la economía hasta 2021. El ambiente internacional del 2020 estará marcado por riesgos a la baja en los precios de las materias primas (particularmente del petróleo), y una ralentización de la demanda por nuestros productos de exportación. La desaceleración en el crecimiento de EE.UU -principal socio comercial de nuestro país- y el débil avance de la región serán de especial relevancia.
- A los factores se suma el cierre de la brecha en el crecimiento del consumo privado y el PIB. Como lo hemos comentado en páginas anteriores, desde 2017 la confluencia de diversos factores ha llevado a que el gasto de los hogares crezca por encima del gasto agregado de la economía. Sin embargo, nuestras estimaciones apuntan a que esta diferencia se estabilizará el próximo año, de modo que el consumo privado llegará a un techo de poco menos del 72% del PIB. El posterior cierre de la brecha mencionada, en un entorno de persistente debilidad de la demanda externa, ejercerá una influencia de ralentización sobre la economía, la cual será evidente hacia 2021. Con estos ingredientes en mente, nuestros modelos sugieren que la actual brecha de producto negativa se cerraría a principios de dicho año.
- El cumplimiento de la regla fiscal y la contención del endeudamiento público implicarán que el aporte al crecimiento desde el sector público se mantendrá limitado en todo el horizonte. A pesar de que nuestra expectativa de ajuste del déficit del Gobierno Nacional Central es menos acentuada que la planteada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2019, aún implica un límite al impulso desde el sector público al crecimiento del PIB para desviarlo de su capacidad estructural. En cambio, creemos que la tendencia exige una paulatina sustitución de la composición de la dinámica económica desde el sector público hacia el sector.
- Una política monetaria en terreno neutral y la estabilización de los flujos de inversión global secundarían esta expectativa. Nuestra visión central apunta a que, ante la permanencia de la inflación en el rango de tolerancia, los próximos movimientos de la tasa de intervención del Emisor llevarán a una postura neutral de política monetaria, que por lo tanto no acentuará el comportamiento cíclico de la actividad productiva. Entre tanto, en el mediano plazo la política monetaria foránea cambiaría de tendencia, lo que supondrá una normalización de los flujos de capitales hacia los países emergentes.

Gráfica 2.3. Escenario de crecimiento del PIB en el mediano plazo (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Prevedemos que el desempleo urbano seguirá ampliándose hasta el final del presente año

En adelante, regresaremos a los niveles de desocupación históricos

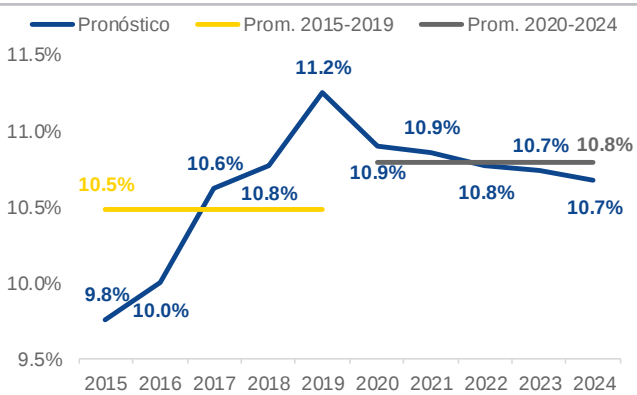
- **Más que un deterioro anormal, creemos que el incremento del desempleo urbano ocurrido en los últimos años ha supuesto regresar a los niveles históricos de desocupación.** En efecto, los datos hasta 2018 describieron evidenciaron que la desocupación y la participación laboral regresaron a sus respectivos promedios de largo plazo, después de que la bonanza petrolera desviara de forma temporal sus series a niveles más favorables. Este año empezó a presentarse un deterioro más cíclico, que relacionamos con el persistente crecimiento por debajo del potencial, y con el paso de población desocupada a inactiva dado el alto crecimiento fuentes alternativas de ingreso como las remesas.
- **En 2020 la participación laboral continuará siendo baja.** Esto será motivado por el flujo de ingresos por remesas desde el exterior, a los que la devaluación de la tasa de cambio ha dado un impulso en su valor en pesos. Estas transferencias han reducido parcialmente la necesidad de fuentes de ingresos laborales para algunos hogares y ha favorecido la tendencia de menor participación laboral, más allá de los desincentivos por el débil estado del mercado laboral. A esto se suma el hecho de que los salarios de reserva se han incrementado en los últimos años, debido a la mayor escolarización de la mano de obra, a los efectos rezagados del auge minero-energético y a que la presión bajista en la remuneración causada por los migrantes venezolanos ha hecho que estos salarios de reserva sean una limitación más evidente para los inactivos.
- **Hacia adelante, tasas de crecimiento cercanas a la potencial acelerarán la generación de puestos de trabajo.** Con esto, creemos que el mercado laboral se encontrará en la capacidad de corregir la tendencia del desempleo hacia las cifras más acordes con sus estándares estructurales. La consolidación de la dinámica de la industria y la construcción, que están entre los sectores más demandantes de mano de obra a nivel urbano, será determinante para este cambio de tendencia. Así las cosas, el desempleo promedio en las principales ciudades se reduciría de 11,2% en 2019 a 10,9% en 2020.

Tabla 2.5. Principales estadísticas del mercado laboral urbano (miles de personas)

Concepto	ago-18	ago-19	Diferencia	Var. %
PET	18,199	18,442	244	1.3%
PEA	11,963	12,050	87	0.7%
Ocupados	10,757	10,679	-78	-0.7%
Desocupados	1,207	1,372	165	13.7%
Inactivos	6,235	6,392	157	2.5%
TD	10.1%	11.4%	1.3%	12.9%
TO	59.1%	57.9%	-1.2%	-2.0%
TGP	65.7%	65.3%	-0.4%	-0.6%

Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Gráfica 2.4. Escenario de tasa de desempleo urbana de mediano plazo (promedio año)

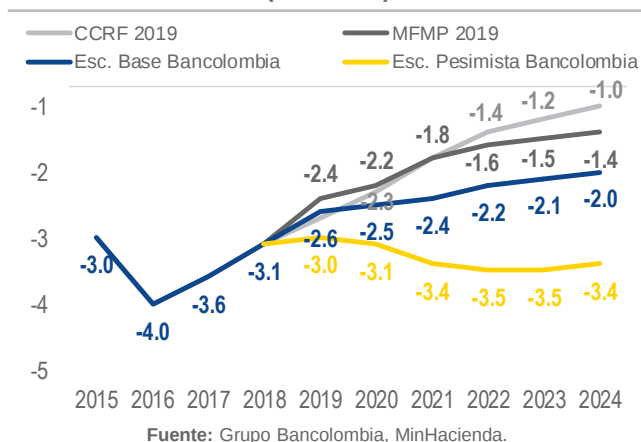


Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

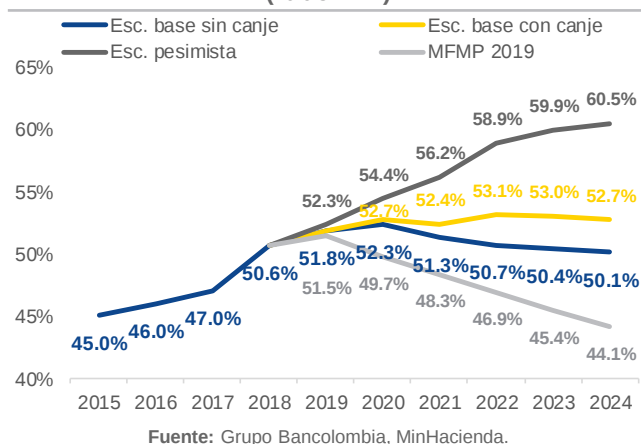
En un contexto de riesgos persistentes, creemos que la senda de ajuste fiscal se suavizará

El panorama de mediano plazo sigue sin estar despejado

Gráfica 2.5. Escenarios de balance total del GNC (% del PIB)



Gráfica 2.6. Escenario de deuda neta del GNC (% del PIB)



- El comportamiento favorable del recaudo en lo que va del año permitirá el cumplimiento de la meta de déficit en 2019. La recolección bruta de impuestos ha visto un crecimiento año corrido a agosto de 10%, por encima de lo esperado inicialmente por las autoridades. Además, en su propuesta del Presupuesto General de la Nación 2020, se reveló un recorte de 10 billones en el presupuesto de 2019, que reduce aún más las necesidades de recursos para la vigencia. Esto, sumado a los cambios introducidos en los rubros que se cuentan dentro del déficit del GNC, han hecho que los riesgos de incumplimiento de la meta del año se hayan reducido de forma significativa.

- Sin embargo, las perspectivas para 2020 siguen siendo desafiantes debido a una posible reducción del recaudo neto. En el futuro inmediato, la principal fuente de incertidumbre está en la aprobación del proyecto de ley que presentó el Gobierno para sustituir la ley de financiamiento. Pese a que Nuestra expectativa es que este proyecto se aprobará sin mayores cambios, no se debe obviar la posibilidad de inclusión o modificación de elementos durante su trámite por el Congreso, los cuales podrían alterar el panorama fiscal para los próximos años. De cualquier modo, si la ley se aprueba con su estructura actual habrá un riesgo relevante en 2020: la reducción del recaudo por cuenta de los beneficios tributarios a las empresas. De acuerdo con nuestras estimaciones, las cuales se reflejan en nuestro escenario pesimista de déficit, estos beneficios podrían llegar a reducir el recaudo del GNC en hasta 1% del PIB.

- Seguimos considerando que -al igual que en años anteriores- el Comité Consultivo de la Regla Fiscal moderará la senda de ajuste fiscal. En efecto, consideramos que llegar a un déficit estructural para el GNC de 1% del PIB en 2022 sin un componente permitido de déficit cíclico implicaría imponer una política fiscal contractiva, que resultaría contraproducente ante la multiplicidad de riesgos externos en el mediano plazo. Esta senda de ajuste más moderado implicaría revisiones a la baja en las estimaciones del crecimiento y precio del petróleo del Comité, y se plasma en nuestros escenarios base para los años venideros.



3. Sector Externo y Tasa de Cambio

Se mantendrá como fuente de vulnerabilidad

- El déficit comercial continuará ampliándose como consecuencia de la debilidad en las exportaciones
- El desbalance en cuenta corriente se acentuará, hasta llegar al 4,5% del PIB en 2020
- En los años siguientes el exceso de gasto agregado de la economía se corregirá levemente
- Los determinantes del mercado cambiario hacen improbable una recuperación significativa del peso
- En el corto plazo las presiones alcistas sobre la tasa de cambio continuarán vigentes
- Durante los años siguientes la tasa de cambio presentaría una corrección paulatina

Director

Juan Pablo Espinoza Arango

Dir. de Investigaciones Económicas,
Sectoriales y de Mercado
juespino@bancolombia.com.co
(+57) 746 3991

Gerente

Diego Fernando Zamora Díaz

Gerente de Investigaciones
Económicas
diezamor@bancolombia.com.co
(+57) 746 3997

Analistas

Santiago Espitia Pinzón

Analista Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co
(+57) 1 746 4415

Juan Manuel Pacheco Pérez

Analista de Mercados
jupachec@bancolombia.com.co
(+57) 1 746 4322

El déficit comercial continuará ampliándose como consecuencia de la debilidad en las exportaciones

La disminución en los precios de los bienes básicos acentuará la tendencia

- El déficit comercial del presente año experimentará un deterioro significativo, debido a la reducción estimada en el valor de las exportaciones. Tal resultado se ha configurado en un contexto de desaceleración de la demanda global, contracción en el comercio internacional y menores cotizaciones de las materias primas. En los últimos meses estos comportamientos se han acentuado, lo que ha llevado a un deterioro creciente tanto de las exportaciones tradicionales como de las no tradicionales. Entre tanto, los incentivos tributarios a la inversión, la demanda de insumos para la producción interna y la sólida dinámica del consumo privado han impulsado del crecimiento de las importaciones, a pesar de la depreciación del peso. Como resultado, el déficit comercial superará este año los US\$11.500 millones, y se ampliará en US\$1.700 millones adicionales en 2020.

- La reducción en las ventas al exterior de petróleo lastrará el desempeño de las exportaciones tradicionales el próximo año. Pese a que el valor exportado de café, carbón y ferroníquel crecerá el próximo año cerca de 10%, el estancamiento en el valor de las exportaciones de crudo llevará a que el crecimiento de este grupo sea de 3,2%. En cualquier caso, esta sería una variación superior a la proyectada para 2019.

- Por su parte, las exportaciones no tradicionales resentirán los efectos de la desaceleración productiva en el resto del mundo. El hecho de que los socios comerciales del país crezcan en 2020 a una tasa más moderada afectará el desempeño de estos bienes, los cuales tienden a presentar una mayor elasticidad que las exportaciones tradicionales.

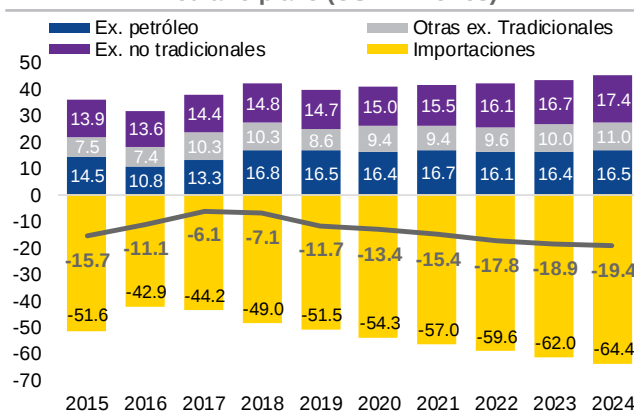
- En contraste, la dinámica de la actividad productiva local seguirá liderando la demanda por bienes del exterior. La dependencia de la producción agrícola y manufacturera interna de los insumos y bienes de capital extranjeros continuará impulsando el crecimiento de las importaciones. Además, la expectativa de que se mantengan los incentivos tributarios a la inversión será un facilitador significativo de esta dinámica.

Tabla 3.1. Proyección de la balanza comercial (USD millones; var. % anual)

Rubro	2017		2018		2019		2020	
	USD mn	Var.%	USD mn	Var.%	USD mn	Var.%	USD mn	Var.%
Exportaciones FOB	38,022	19.9%	41,905	10.2%	39,770	-5.1%	40,861	2.7%
Tradicionales	23,572	29.7%	27,117	15.0%	25,030	-7.7%	25,826	3.2%
Café	2,514	4.0%	2,268	-9.8%	2,230	-1.7%	2,471	10.8%
Petróleo	13,308	23.3%	16,843	26.6%	16,460	-2.3%	16,449	-0.1%
Carbón	7,390	59.3%	7,448	0.8%	5,840	-21.6%	6,351	8.8%
Ferroníquel	361	10.0%	558	54.9%	500	-10.5%	554	10.9%
No tradicionales	14,450	6.3%	14,788	2.3%	14,740	-0.3%	15,035	2.0%
Importaciones CIF	46,171	2.9%	51,230	11.0%	53,710	4.8%	56,661	5.5%
Importaciones FOB	43,972	2.6%	48,945	11.3%	51,460	5.1%	54,260	5.4%
Balanza Comercial	(5,950)	-46.6%	(7,040)	18.3%	(11,690)	66.0%	(13,399)	14.6%

Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Gráfico 3.1. Composición de la balanza comercial en el mediano plazo (USD millones)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Prevedemos que el desbalance en cuenta corriente se acentuará, hasta llegar al 4,5% del PIB en 2020

El rubro de bienes y servicios será la mayor fuente de déficit

Tabla 3.2.A. Proyección de la balanza de pagos (USD Millones)

Rubro	2017	2018	2019	2020
I. Cuenta Corriente	-10,296	-12,661	-13,966	-15,363
Bienes y servicios	-8,488	-9,125	-11,070	-12,260
Ingreso primario (Renta de los factores)	-8,405	-11,141	-10,896	-11,053
Ingreso secundario (Transferencias corrientes)	6,596	7,605	8,000	7,950
II. Cuenta Financiera	9,644	11,981	13,430	14,940
Inversión directa	10,147	5,888	10,440	11,220
a. Activos (Inversión de Colombia en el exterior)	3,690	5,122	2,950	2,950
b. Pasivos (Inversión en Colombia)	13,836	11,010	13,390	14,170
Inversión de cartera	1,617	-1,222	2,040	1,930
a. Activos (Inversión de Colombia en el exterior)	6,200	1,571	1,460	1,470
b. Pasivos (Inversión en Colombia)	7,817	349	3,500	3,400
Otra inversión (Préstamos y otros créditos)	-1,246	8,567	3,800	2,790
Activos de reserva	513	1,187	3,000	2,000
III. Errores y omisiones	652	679	386	313
Cuenta financiera excluyendo activos de reserva	10,158	13,168	16,430	16,940

Fuente: Grupo Bancolombia, BanRep, DANE.

Tabla 3.2.B. Proyección de la balanza de pagos (% del PIB)

Rubro	2017	2018	2019	2020
I. Cuenta Corriente	-3.3%	-3.8%	-4.4%	-4.5%
Bienes y servicios	-2.7%	-2.8%	-3.5%	-3.6%
Ingreso primario (Renta de los factores)	-2.7%	-3.4%	-3.4%	-3.2%
Ingreso secundario (Transferencias corrientes)	2.1%	2.3%	2.5%	2.3%
II. Cuenta Financiera	3.1%	3.6%	4.2%	4.4%
Inversión directa	3.3%	1.8%	3.3%	3.3%
a. Activos (Inversión de Colombia en el exterior)	1.2%	1.6%	0.9%	0.9%
b. Pasivos (Inversión en Colombia)	4.4%	3.3%	4.2%	4.2%
Inversión de cartera	0.5%	-0.4%	0.6%	0.6%
a. Activos (Inversión de Colombia en el exterior)	2.0%	0.5%	0.5%	0.4%
b. Pasivos (Inversión en Colombia)	2.5%	0.1%	1.1%	1.0%
Otra inversión (Préstamos y otros créditos)	-0.4%	2.6%	1.2%	0.8%
Activos de reserva	0.2%	0.4%	0.9%	0.6%
III. Errores y omisiones	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
Cuenta financiera excluyendo activos de reserva	3.3%	4.0%	5.1%	5.0%

Fuente: Grupo Bancolombia, BanRep, DANE.

• Durante el presente año la posición neta frente al resto del mundo se ha deteriorado marcadamente. En comparación a las cifras del año pasado, el menor giro de dividendos al exterior ha sido compensado por la ampliación del renglón de bienes y servicios. Este rubro ha incrementado su presión sobre la balanza de pagos y creemos que lo seguirá haciendo en lo que queda del año, por cuenta de la debilidad de las exportaciones tradicionales. Entre tanto, la fortaleza del mercado laboral de EE.UU. ha impulsado los ingresos por remesas, que contribuyen marginalmente a limitar la ampliación del desbalance externo. En este contexto, esperamos que el saldo de la cuenta corriente alcance el -4,4% del PIB este año. Estimamos que el resultado será financiado en buena medida con inversión extranjera directa.

• Para 2020 esperamos una estabilización de la incidencia de todos los rubros de la cuenta corriente. Si bien prevemos que habrá un deterioro adicional en el balance externo neto hasta el 4,5 del PIB, en sus componentes agregados habrá tendencias encontradas. En el intercambio de bienes y servicios estimamos una ampliación de 0,1% del PIB, debido al incremento en el déficit comercial descrito en la página anterior. Además, la entrada neta de transferencias disminuirá en 0,2% del PIB debido a la desaceleración en el crecimiento de EE.UU. Lo anterior será parcialmente compensado por el hecho de que los pagos de rentas factoriales decrecerán en 0,2% del PIB, como consecuencia de una leve desaceleración en la generación de dividendos de las compañías minero-energéticas.

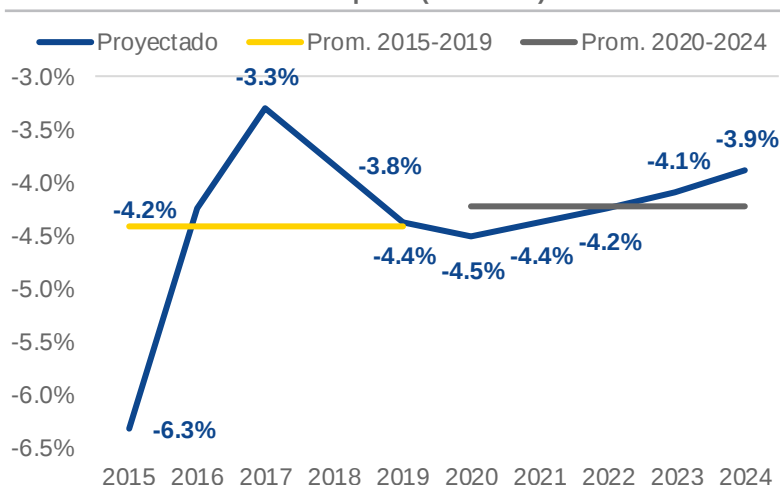
• Entre tanto, la inversión directa seguirá siendo la principal fuente de financiamiento externo. Esto será posible por la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversionistas internacionales, así como por el mayor crecimiento de Colombia frente a sus pares en la región y por los beneficios tributarios a la inversión productiva que esperamos se mantengan a lo largo de 2020. Por su parte, la inversión de cartera neta exhibirá niveles similares a los observados este año, en tanto que los recursos provenientes del mercado de crédito se moderarán.

En los años siguientes el exceso de gasto agregado de la economía se corregirá levemente

El ajuste del déficit fiscal permitirá materializar esta tendencia

- Después del deterioro previsto para 2020, creemos que dominará una tendencia de corrección en la dinámica de la cuenta corriente en el mediano plazo. La evolución de la balanza comercial será la clave principal tras el comportamiento del rubro. Después de alcanzar un pico de déficit en 2020, ante la menor demanda foránea por nuestros bienes y los bajos precios de las materias primas, consideramos que la subsiguiente recuperación de la dinámica mundial tenderá a moderar el déficit comercial de Colombia. Así las cosas, en el siguiente lustro prevemos que el déficit en cuenta corriente presentará una reducción de 0,2% del PIB frente al promedio observado entre 2015 y 2019.
- Ahora bien, persistirá la composición del desahorro entre el sector público y el privado. El déficit de cuenta corriente seguirá siendo generado por un exceso de gasto del sector productivo privado, tal como ha ocurrido en los últimos años. Mientras tanto, la consolidación de la posición fiscal acentuará esta tendencia en los próximos años, por lo que el desahorro público continuará perdiendo participación a lo largo del próximo lustro. En su lugar, serán las preferencias y los planes de inversión del sector productivo los que sostendrán el déficit previsto.
- Hacia 2021 el déficit en cuenta corriente empezaría a corregirse por un mejor desempeño de los términos de intercambio y por la consolidación fiscal. En efecto, prevemos que para ese momento el precio del petróleo experimentará un repunte, el cual impulsará el valor de las exportaciones colombianas (asumiendo una producción estable de crudo). Por su parte, la senda decreciente del déficit de la administración central llevará a que el desahorro del sector público se modere de forma consistente en los siguientes 5 años. Simultáneamente, el exceso de gasto privado se estabilizará alrededor del 2,5% del PIB.
- Lo anterior pone de relieve que el déficit externo seguirá siendo una preocupación de las autoridades económicas. La perspectiva de mediano plazo sugiere que, con la actual estructura productiva del país, la cual impide un mayor crecimiento de las exportaciones diferentes a materias primas e induce el crecimiento de las importaciones cuando la demanda se recupera, no es viable que el déficit en cuenta corriente converja al promedio de los soberanos BBB (1% del PIB). Sin embargo, un elemento que juega a favor del país es que no será el sector público el generador principal del exceso de gasto.

Gráfico 3.2. Escenario de balance de la cuenta corriente para el mediano plazo (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, BanRep, DANE.

Los determinantes del mercado cambiario hacen improbable una recuperación significativa del peso

Los factores idiosincráticos evitarán una mayor depreciación

Tabla 3.3.A. Factores que pueden inducir una depreciación de la tasa de cambio USDCOP

Factor	Comentario
Equilibrio frágil en el precio de los activos financieros	En lo que va de este año se ha evidenciado una evolución atípica en la renta fija y acciones de los mercados globales, los cuales se han valorizado simultáneamente. En adelante, un desalineamiento de estas clases de activos puede propiciar una reducción en el apetito de riesgo, lo que afectaría el desempeño de las monedas emergentes.
Condiciones globales retadoras para los países emergentes	La combinación de menores términos de intercambio, barreras al intercambio global de bienes y servicios y episodios súbitos de aversión al riesgo por parte de los agentes de mercado harán que en 2020 las monedas de los países en desarrollo sean una clase de activo poco atractiva para los inversionistas internacionales.
Menor convicción en activos emergentes	La apuesta por activos emergentes no está sustentada en la convicción, sino más bien en factores <i>push</i> , en particular la búsqueda de mayores rentabilidades y los diferenciales de tasas de interés, los cuales se alientan con las políticas monetarias expansivas. Los inversionistas que están posicionados en estos activos no parecen dispuestos a aumentar de forma significativa sus tenencias, y aquellos que no lo están no parecen estar interesados en involucrarse de forma más decidida.
Impacto decreciente de las políticas monetarias expansivas	A pesar de que se espera que los bancos centrales continúen relajando su política con el fin de contrarrestar la desaceleración, las medidas de política monetaria están surtiendo cada vez menos efecto en estimular la demanda. Además, no hay nada que la política monetaria pueda hacer para contrarrestar la tendencia estructural de desglobalización que se está viviendo. Por ello, es previsible que los mercados reaccionen cada vez menos de forma positiva a los anuncios de medidas expansivas de los bancos centrales.
Comportamiento del desbalance externo	El hecho de que el déficit en cuenta corriente de Colombia se mantenga por encima de 4% del PIB en los próximos años hará que la economía colombiana continúe siendo sensible a los cambios en las condiciones de financiamiento externo.

Tabla 3.3.B. Factores que pueden inducir una apreciación de la tasa de cambio USDCOP

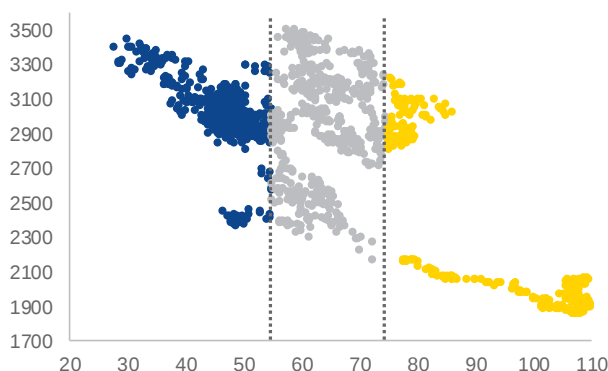
Factor	Comentario
Debilitamiento global del dólar	Un tono más acomodaticio en el discurso de política monetaria conduciría a una ampliación en el diferencial de tasas de interés locales y foráneas, lo cual aumentaría el retorno por <i>carry</i> de la inversiones en el mercado local para los agentes internacionales.
Mejora de los factores idiosincráticos	Colombia ha empezado a atravesar una fase económicamente más constructiva, por cuenta de la recuperación en la actividad productiva. Esto pone al país en una situación favorable relativa a sus pares de la región y a otros países emergentes.
Desempeño favorable de la prima de riesgo y la volatilidad implícita	Actualmente la tasa de cambio se encuentra por encima de los niveles sugeridos por la prima de riesgo y la volatilidad implícita en el mercado cambiario. Si la perspectiva positiva sobre el país continúa, el peso podría fortalecerse, de modo que se corregiría esta desalineación.

En el corto plazo las presiones alcistas sobre la tasa de cambio continuarán vigentes

En los próximos meses el USDCOP promediará un nivel cercano a \$3.330

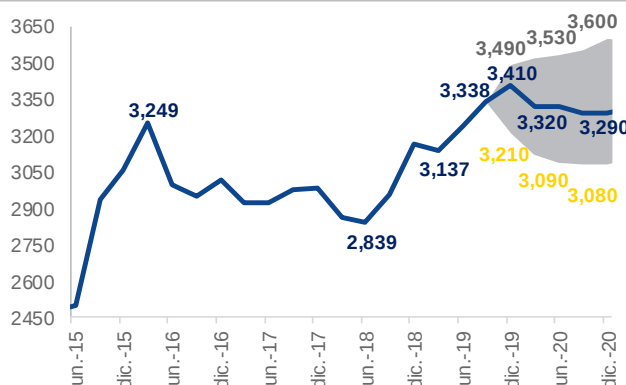
- En lo que va de este año la tasa representativa del mercado (TRM) ha evidenciado un amplio rango de negociación (\$437,4). En línea con los cambios súbitos de tendencia que han experimentado los mercados financieros internacionales en lo que va de 2019, la tasa de cambio en Colombia ha registrado un desempeño altamente volátil. Una señal clara de este comportamiento ha sido la acelerada depreciación que se ha evidenciado desde abril, y que llevó al par a alcanzar niveles máximos históricos nominales a comienzos de octubre (\$3.503).
- El alza generalizada del dólar ha sido el resultado de una menor disponibilidad de esta moneda a nivel global y una creciente preferencia de los participantes del mercado por esta. Pese a que la FE ha ajustado su lenguaje hacia uno más acomodaticio y ha reducido su tasa en dos ocasiones este año, los problemas en el mercado monetario de EE.UU, resultado de haber sido el único de los grandes bancos centrales del mundo que redujo el tamaño de su hoja de balance, han afectado la disponibilidad de dólares en el mundo, y por ende han incrementado su precio. A esto se le ha sumado la incertidumbre política en el Reino Unido y los vaivenes en la disputa comercial con China, los cuales han generado un entorno de menor apetito por riesgo global. Además de ello, EE.UU mantiene un diferencial positivo tanto de crecimiento como de tasas de interés frente al resto del mundo desarrollado.
- Pese a que el precio del crudo ha mantenido un comportamiento errático, su movimiento no ha sido determinante sobre el comportamiento de nuestra moneda. Al analizar los movimientos en el precio del petróleo relativos a la tasa de cambio, encontramos que la cotización del crudo se vuelve un determinante relevante cuando está por encima de USD\$75 en su referencia Brent (e induce fortalecimiento de nuestra moneda) o cuando cae por debajo de USD\$55 (y propicia depreciación). Cuando se mantiene entre estos dos niveles, como ha sido el caso de los últimos meses, su incidencia sobre el peso es mínima y estadísticamente no significativa. En este rango, los factores mencionados en el párrafo anterior ganan relevancia sobre el comportamiento del USDCOP.
- En virtud de que estas condiciones pueden mantenerse en los próximos meses, esperamos que la tasa de cambio cierre el año en \$3.400 y se mantenga muy cerca de los \$3.300 en 2020. Con esto, la TRM promedio para este año sería de \$3.280 y la del próximo de \$3.310, lo que supone una depreciación nominal de 10,9% para 2019 y de 0,9% para 2020, respectivamente. Además, por tratarse de una variable de ajuste de la economía reiteramos la importancia de considerar los escenarios alternativos, los cuales podrían ocurrir ante un cambio imprevisible en las condiciones globales, o en los factores idiosincráticos.

Gráfico 3.3. Tasa de cambio USDCOP y precio del petróleo (referencia Brent, USD por barril)



Fuente: Grupo Bancolombia, Superfinanciera, Set-Fx, Bloomberg.

Gráfico 3.4. Proyecciones de tasa de cambio (TRM, promedio trimestral)



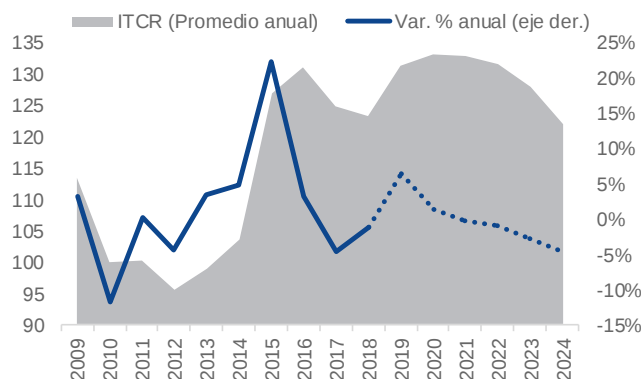
Fuente: Grupo Bancolombia, Superfinanciera, Set-Fx, Bloomberg.

Durante los años siguientes la tasa de cambio presentaría una corrección paulatina

El debilitamiento global del dólar permitirá un ligero avance del peso

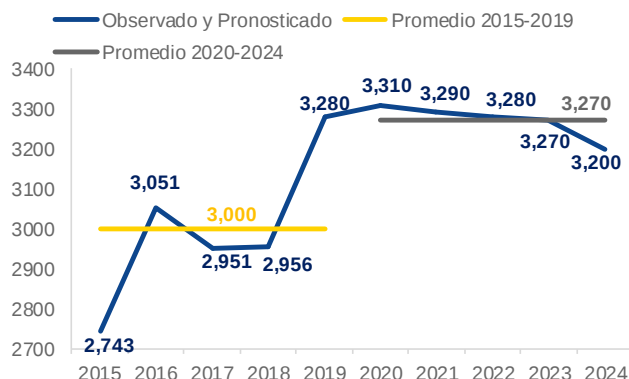
- En su trayectoria anual, prevemos que en 2020 y 2021 el USDCOP alcanzará su nivel promedio más alto. En efecto, esperamos que la tasa de cambio en los próximos dos años converja cerca de los \$3.300. La volatilidad en el precio de las materias primas, los desafíos fiscales a los que se enfrentará el país, una eventual reducción en la calificación soberana y el punto más bajo del ciclo económico a nivel global sustentarían esta postura.
- Sin embargo, el debilitamiento previsto del dólar en el mediano plazo permitiría una dinámica más favorable del peso. Los analistas encuestados por Bloomberg prevén que el dólar empezará a debilitarse a partir del próximo año, y que presentará una disminución promedio de 2,3% en el mediano plazo.
- Son varios los factores que sustentan esta visión pesimista sobre la divisa estadounidense. Entre ellos están los costos económicos acumulados para EE.UU de imponer barreras al comercio internacional, el cambio de ciclo económico y la reducción en la preferencia de algunos países emergentes por el dólar como activo de reserva. Este factor condiciona nuestro pronóstico de tasa de cambio nominal a la baja, en particular desde 2022. A todo lo anterior se suma el hecho de que los diferenciales de tasas de interés entre Colombia y EE.UU se mantendrán altos.
- El cambio previsto en los factores internacionales y locales en el mediano plazo se sumarían a esta dinámica. Entre ellos destacamos la recuperación prevista en la cotización del crudo, la mayor demanda por activos financieros emergentes resultado de la bajas tasas de interés y la amplia liquidez a nivel global, y el ajuste de los desbalances externo y fiscal que ponen al país en una situación favorable relativa a sus pares de la región y a otros países emergentes.
- Esperamos para los próximos 5 años una apreciación real promedio de 1,4%. Nuestros modelos muestran que para el siguiente quinquenio este indicador, el cual empleamos como base para establecer la senda de la tasa de cambio nominal, convergerá hacia un nivel de 120. Desde el punto de vista fundamental, la tendencia de mediano plazo del ITCR será función de las diferencias de productividad entre EE.UU y Colombia, las cuales tenderán a debilitar el dólar. Como resultado de lo anterior, entre 2020 y 2024 anticipamos una apreciación del peso frente al dólar promedio de 0,5%.

Gráfico 3.5. Índice de tasa de cambio real (promedio anual, var.% anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, BanRep, Bloomberg..

Gráfico 3.6. Proyecciones de tasa de cambio USDCOP en el mediano plazo (TRM, promedio anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, Superfinanciera, Set-Fx, Bloomberg..



4. Inflación y Tasas de interés

El avance de los precios se moderará

- El balance de riesgos sobre la inflación para los meses venideros está sesgado al alza
- Proyectamos que la inflación promedio anual pasará de 3,5% en 2019 a 3,8% en 2020
- La inflación básica concentra los principales riesgos al alza para el próximo año
- Los precios de los alimentos permitirán que la inflación retorne al rango de 2%-4% al final de 2020
- En contravía de la tendencia predominante a nivel global, en 2020 el BanRep aumentaría la tasa repo
- Las tasas de captación y del mercado monetario reaccionarán al ajuste alcista del Emisor
- En el mediano plazo la inflación y la tasa de interés permanecerán en niveles moderados
- Los factores determinantes para el mercado de TES apuntan a un leve incremento de sus tasas
- Esperamos que las rentabilidades de los TES tasa fija se amplíen de forma moderada el siguiente año
- La curva de TES denominados en UVR también tenderá a empinarse

Director

Juan Pablo Espinoza Arango

Dir. de Investigaciones Económicas,
Sectoriales y de Mercado
juespino@bancolombia.com.co
(+57) 746 3991

Gerente

Diego Fernando Zamora Díaz

Gerente de Investigaciones
Económicas
diezamor@bancolombia.com.co
(+57) 746 3997

Analistas

Juan Camilo Meneses

Analista de Banca Central y Sistema
Financiero
juamenes@bancolombia.com.co
(+57) 1 746 3994

Juan Manuel Pacheco Pérez

Analista de Mercados
jupachec@bancolombia.com.co
(+57) 1 746 4322

El balance de riesgos sobre la inflación para los meses venideros está sesgado al alza

El traspaso de la depreciación es el principal riesgo a considerar

Tabla 4.1.A. Factores que pueden acelerar la inflación

Descripción del factor
Traspaso de la depreciación de la moneda hacia el precio de los productos importados La coyuntura reciente ha estado caracterizada por la divergencia entre la inflación de los transables y el alza en el tipo de cambio debido, entre otros, a una brecha negativa del producto. Sin embargo, para 2020 las condiciones serán más propicias para que la depreciación observada durante este año (más del 10% nominal) se refleje en los precios al consumidor.
Ajuste de las tarifas indexadas a partir de una referencia más elevada La inflación de cierre de año reviste de particular importancia, ya que es una referencia importante en el ajuste de los precios el siguiente año en virtud de los mecanismos de indexación. Por ello, pasar de un cierre de 3,18% en 2018 a uno estimado de 3,9% en 2019 impondrá una presión al alza en estas revisiones.
Incremento del salario mínimo y mayores presiones desde el mercado laboral Las discusiones del ajuste del salario mínimo para el siguiente año estarán condicionadas por parámetros de referencia más elevados: una inflación estimada para fin de 2019 en 3,9%, y un aumento en la productividad laboral, acorde con un contexto de mayor crecimiento económico y mayor tasa de desempleo. De superar un incremento del 6%, dicho ajuste amplificaría las presiones sobre los precios.
Presiones en la tarifa de los servicios regulados Los problemas financieros en algunas empresas comercializadoras y distribuidoras de energía se tradujeron en una sobretasa al cobro del servicio. De agravarse, esta situación podría acelerar la inflación del rubro de los regulados y ralentizar la convergencia de la inflación total.

Tabla 4.1.B. Factores que pueden moderar la inflación

Descripción del factor
Recuperación de la oferta agrícola La inflación de alimentos será la dinámica principal que permitirá observar una corrección del índice de precios total. Si la recuperación de los volúmenes de abastecimiento es mayor a la prevista, el impulso bajista se puede ver intensificado, considerando la alta base de comparación con la que se contará a lo largo de buena parte del próximo año.
Ausencia de presiones de precios desde la demanda La evolución de la inflación básica ha sido diciente frente a su relación con la brecha del producto y la tasa de desempleo: es necesario un mejor desempeño en ambos frente para que se generen presiones de precios contundentes desde el lado de la demanda. En este sentido, la persistencia del alto desempleo urbano y la prevalencia de una brecha de producto negativa podrían atenuar una parte de las presiones previstas en la inflación básica.
Disminución en el precio de los combustibles Los precios de las materia primas seguirán afectados por las revisiones a la baja en las perspectivas de crecimiento mundial. De profundizarse, este fenómeno puede derivar en una corrección en los precios del petróleo más fuerte que la que tenemos contemplada en nuestro escenario base, y por esta vía aliviar parcialmente los ajustes en el precio de la gasolina

Proyectamos que la inflación promedio anual pasará de 3,5% en 2019 a 3,8% en 2020

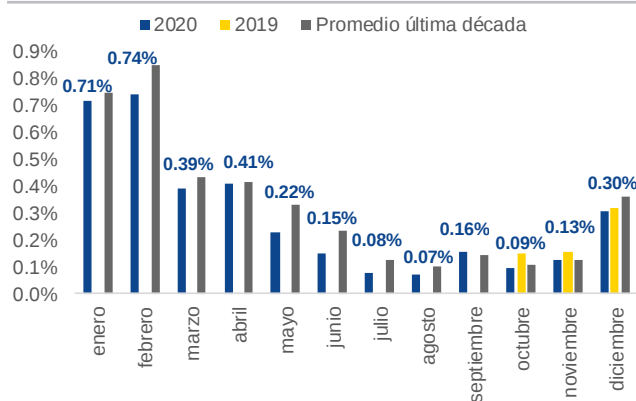
No obstante, en el segundo semestre de 2020 la inflación cederá terreno

- **Al cierre del 3T19 la inflación acentuó su tendencia alcista y se situó 3,82% anual.** Así pues, en menos de 8 meses el incremento de los precios pasó del que sería su nivel más cercano a la meta del Emisor (3,02% en febrero), a la tasa más elevada desde 2017. Las principales razones de este comportamiento fueron las presiones al alza provenientes del precio de los alimentos. En estos productos, el avance de los precios al cierre del 3T19 fue de 5,95% anual, como consecuencia de restricciones en la oferta.
- **Aunque en menor medida, la inflación básica también se aceleró.** El avance de este grupo, que sigue mayoritariamente a los bienes cuyas tarifas se relacionan más con la demanda agregada, avanzó hasta 3,28% en septiembre, 12 pbs por encima de su nivel más bajo en 2019. No obstante, el alza en el tipo de cambio no parece haber influido de manera notoria en este comportamiento.
- **Para cierre de 2019 esperamos que la inflación se situé en 3,9%.** Esto quiere decir que los choques que llevarían a la inflación a cerrar en un nivel superior al observado al de 2018 no serían suficientes como para desviarla del rango de tolerancia del Emisor de 2%-4% durante lo que queda de este año. De hecho, en esta senda esperamos que la inflación de alimentos corrija hasta 5,5%, mostrando un leve retroceso respecto de los registros actuales, y que se sumaría a una inflación

básica de 3,5%.

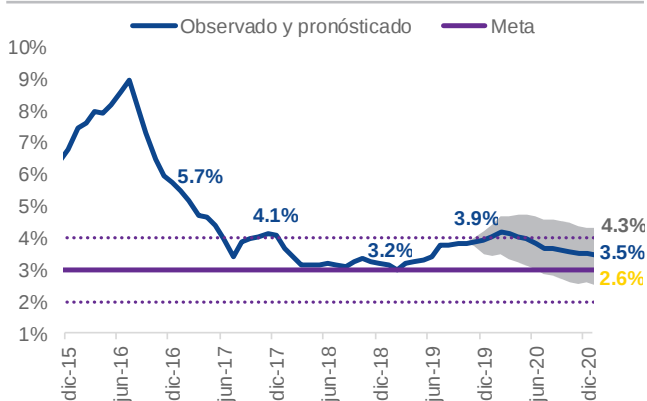
- **El siguiente año esperamos que el balance entre la inflación básica y de alimentos se revierta.** En concreto, esperamos que sean estos últimos los que permitan acelerar la convergencia de la inflación nuevamente hacia la meta del Emisor, al registrar una lectura de 3,2%. En contraste, el cambio anual del índice subyacente (3,6%), sería superior al del total.
- **De esta forma, pronosticamos que la inflación culminará 2020 en 3,5%.** Esto quiere decir que por tercer año consecutivo el aumento anual del IPC gravitará en la parte superior del rango de tolerancia del Emisor, lo cual representa un hito en la historia económica del país. Sin embargo, es importante advertir que el promedio de inflación previsto para el siguiente año (3,8%) sería superior al que se registraría en 2019 (3,5%).
- **De hecho, vale la pena advertir que en el primer trimestre de 2020 pronosticamos que la variación 12 meses del IPC superará el 4%.** Las fuerzas alcistas que predominarán en ese periodo serán la transmisión de la depreciación de la moneda ante un nuevo ciclo de fijación de precios; la presión alcista y persistente que pueden generar los mecanismos de indexación y el aumento del salario mínimo; y los choques que pueden afectar las tarifas de los servicios públicos.

Gráfico 4.1. Pronóstico de inflación por mes y promedio de la última década (var. % mensual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Gráfico 4.2. Inflación observada y proyectada (var. % anual)



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

La inflación básica concentra los principales riesgos al alza para el próximo año

El incremento en los transables y la indexación serán determinantes

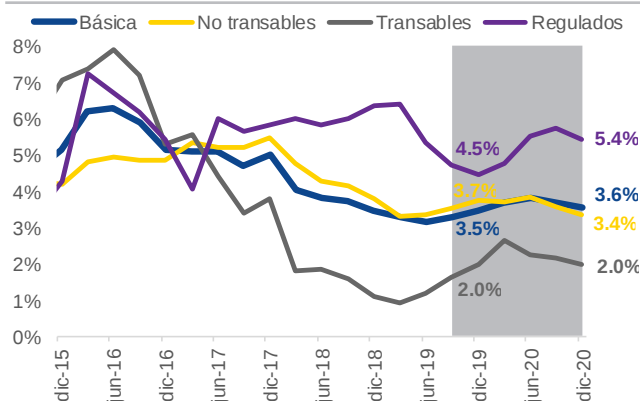
- Pese a mantenerse en niveles cercanos al 3% anual, los últimos registros de inflación básica empezaron a manifestar algunas señales alcistas. Específicamente, entre junio y septiembre el incremento anual del índice que excluye el precio de los alimentos pasó de 3,16% a 3,28%.

- Esta evolución ha sido producto de la aceleración de la inflación de los servicios no transables (3,53% sep-19) y de los productos transables (1,65%). En el primer caso, la inflación se explica por el incremento en la tarifa de servicios educativos (5,93%) y de los arriendos (3%). En lo que respecta a los transables, el avance de los precios se ha concentrado en vehículos de transporte personal (2,46%) y en bebidas alcohólicas (3,77%). Sin embargo, el ajuste de los precios de esta canasta continuó sin reflejar de manera importante el alza en el tipo de cambio.

- La inflación básica culminaría 2019 en 3,5%. En este sentido, esperamos que se sostenga la tendencia alcista de los últimos meses en el componente transable y no transable. Sin embargo, sería parcialmente contrarrestada por una corrección adicional en los regulados.

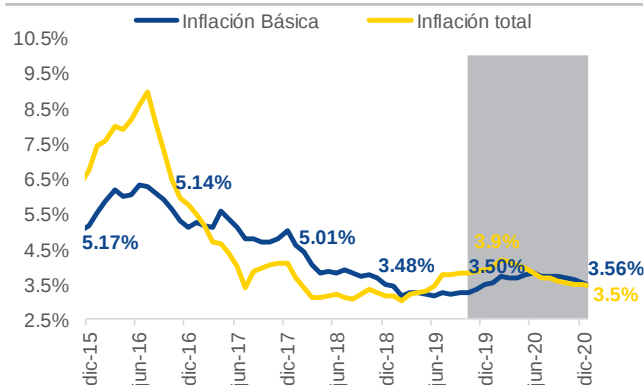
- Para 2020, proyectamos que el indicador se acelerará a 3,6% anual. Consideramos que el siguiente año estará marcado por mayores registros en el grupo de transables. En particular, un mayor crecimiento económico facilitará que la depreciación ya acumulada del tipo de cambio se traslade de manera más evidente sobre los precios al consumidor, y que por ello la inflación del rubro promedie 2,2%, casi 1 pps por encima de la lectura promedio de 2019. Ahora bien, también incorporamos en nuestro pronóstico un mayor avance en las tarifas reguladas, afectadas principalmente por la indexación a mayores niveles de inflación y también por la sobretasa al costo de la energía. Finalmente, anticipamos una relativa estabilidad en la inflación de los servicios no transables en niveles superiores al 3%, donde incidiría el efecto indexación, el aumento de las expectativas de inflación y un mejor desempeño económico.

Gráfico 4.3. Pronóstico de los componentes de la inflación básica (% var. anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Gráfico 4.4. Pronóstico de inflación básica e inflación total (% var. anual)

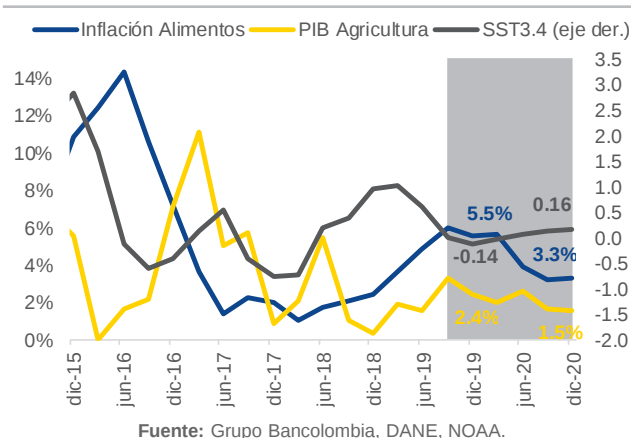


Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Los precios de los alimentos permitirán que la inflación retorne al rango de 2%-4% al final de 2020

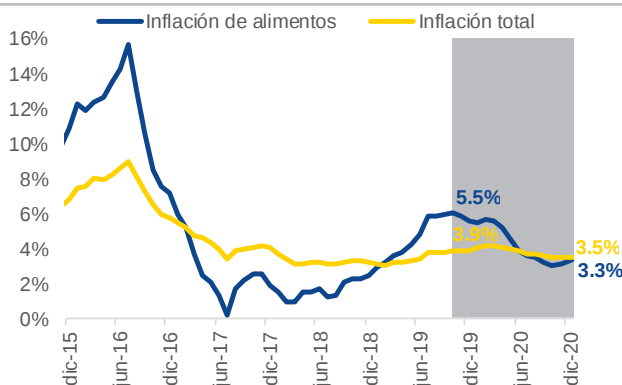
Esperamos que la inflación de este grupo pase a 3,2% en 2020

Gráfico 4.5. Inflación de alimentos, PIB de agricultura e índice de anomalías climáticas (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE, NOAA.

Gráfico 4.6. Proyección de inflación de alimentos e inflación total (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

- Esta canasta fue la que se encargó de llevar la inflación total a niveles cercanos al 4%. De hecho, su variación anual presentó una aceleración notoria, al pasar de ser apenas 2,91% a principios de año hasta 5,95% en la lectura de septiembre.

- El incremento en el precio de las hortalizas, de las legumbres y de las frutas ha explicado una parte importante de esta tendencia alcista. Por ejemplo, en las dos primeras clases de bienes la inflación anual en septiembre alcanzó 17%, mientras que para las frutas totalizó 15%. Además, la aceleración de la inflación se observó también en otros ítems perecederos (carnes, cereales y lácteos), en artículos no perecederos (bebidas no alcohólicas, confitería), y finalmente en los precios de los restaurantes. En general, esta evolución ha estado condicionada por una menor volumen de abastecimiento, un aumento en los costos al productor (posiblemente asociado al alza en la tasa de cambio) y por el efecto rezagado de condiciones climáticas adversas debido a ciclos de precipitaciones inusuales.

- Consideramos que el punto más álgido del ciclo de la inflación de alimentos quedará consignada en 2019. Frente a los niveles actuales, esperamos una corrección para el cierre de este año hasta 5,5%. Tal desaceleración sería consecuencia de un mejor desempeño del sector agrícola, gracias a la disipación de los choques climáticos y el incentivo a la producción que generan los precios actuales en una amplia variedad de bienes.

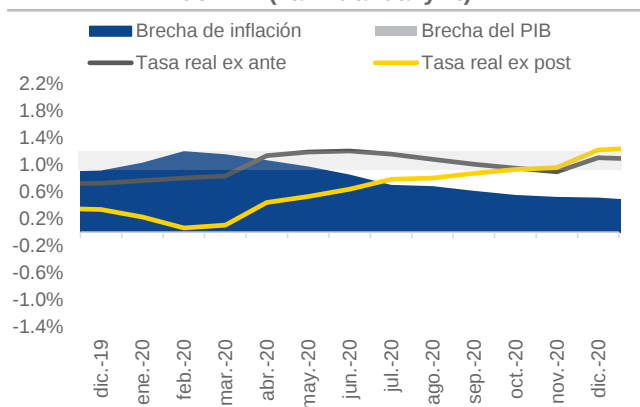
- Los elementos antes descritos ganarán mayor ímpetu en 2020, motivo por el cual pronosticamos una inflación de alimentos de 3,3% para el cierre del año siguiente. Allí vale la pena destacar que en dicho horizonte se esperan condiciones climáticas neutras, lo cual nos conduce a prever un crecimiento del sector agrícola superior al 1,9% (descontando la evolución del café). Así mismo, la estabilización prevista en el tipo de cambio moderaría el incremento en los costos. De esta forma, de pasar de ser la principal fuente de presión al alza, la canasta de alimentos será responsable de mantener la inflación total dentro del rango de tolerancia del Emisor.

En contravía de la tendencia predominante a nivel global, en 2020 el BanRep aumentaría la tasa repo

Superar el techo del rango de referencia será el detonante de este ajuste

- En sus sesiones de política monetaria de 2019, la Junta Directiva del Banco de la República ha mantenido por unanimidad la tasa intervención en 4,25%. Así, en este momento se completan 16 meses, desde abril de 2018, en los que no se realizan modificaciones en este frente.
- Dejar la tasa inalterada ha sido el curso de acción más apropiado para el balance macroeconómico que presenta el país. En primera instancia, es importante recordar que, al dejar la tasa repo en 4,25%, la postura de política monetaria que ha prevalecido ha sido ligeramente expansiva. Esto quiere decir que dicho nivel ha estado orientado a dar un impulso a la actividad, que pese a estar en una fase de recuperación aún requiere un tiempo para cerrar la brecha negativa acumulada a lo largo de los últimos años.
- Dicho estímulo no ha sido excesivo, y por ende no ha comprometido la convergencia de la inflación, la estabilidad externa y la credibilidad de la autoridad monetaria. La determinación de mantener inalterada la tasa de interés y no seguir la tendencia de reducciones predominante en el mundo ha sido consecuente con las presiones transitorias en la inflación, el alza en las expectativas de esta última variable, la ampliación del déficit en cuenta corriente y la volatilidad en los mercados financieros internacionales.
- Esperamos que el nivel actual de la de intervención perdure hasta el segundo trimestre de 2020. De este modo, en las dos sesiones que restan de 2019 y durante el comienzo de 2020 prevalecerá la cautela al interior de la Junta. Creemos que este será un espacio de tiempo oportuno para que el Emisor evalúe a fondo interrogantes de primer orden para la política monetaria, como es el caso del desempeño del mercado laboral.
- Ahora bien, el quiebre de la estabilidad tendría lugar en el segundo trimestre de 2020, con un alza de apenas 25 pbs. La racionalidad de este movimiento se encuentra, en primera instancia, en que la convergencia de la inflación a la meta será desafiada por el componente subyacente. Esto, además, se encontraría en línea con el mejor desempeño de la actividad productiva, cuyo crecimiento estimado para el próximo año (3,3%) implicaría un cierre parcial de la brecha del producto.
- A pesar de lo anterior, consideramos que los riesgos están sesgados a la baja. La razón principal de esto se encuentra en la presión que puede ejercer el rumbo bajista de las tasas de interés globales, en particular en EE.UU, ya que esto podría profundizar las reducciones en las estimaciones del nivel de tasa de interés neutral, y por esta vía condicionar el comportamiento de la tasa de interés local.

Gráfico 4.7. Tasa repo real, brecha de inflación y brecha del PIB (var. % anual y %)



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

Gráfico 4.8. Pronóstico de tasa de política monetaria (var. % anual)



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

Las tasas de captación y del mercado monetario reaccionarán al ajuste alcista del Emisor

La DTF se incrementaría hasta 4,83% al cierre de 2020

- A lo largo del año, la tasa de las captaciones a través de depósitos a término -CDT- han presentado pocos movimientos. Por ejemplo, desde el cierre de 2018 (4,54% E.A) la DTF ha disminuido 5 pbs, y en septiembre se ubicó en 4,49%. De hecho, esta tasa ha oscilado en el estrecho rango de 4,43%-4,59%, lo que está en línea con la estabilidad observada en la tasa de política monetaria.
- Además, en el periodo reciente el diferencial observado entre la DTF y la tasa repo ha sido superior al parámetro histórico. En concreto, la DTF ha sobrepasado la tasa de política en 26 pbs, en promedio, mientras que en episodios previos de estabilidad tal diferencia ha estado alrededor de 20 pbs. Esto podría estar explicado en parte por el comportamiento que han presentado los CDT, que tuvieron que esperar hasta el 3T19 para evidenciar alguna recuperación, con un crecimiento de 4,7% nominal anual. Además, otra parte podría estar explicada por las expectativas de mayores incrementos en la tasa repo frente a las que se tenían descontadas unos meses atrás.
- Ahora bien, para el cierre de 2019 esperamos que este indicador mantenga su estabilidad y se sitúe en 4,57%. Sin embargo, pronosticamos que las expectativas de aumento en la inflación y de un ajuste en la tasa de política monetaria que prevalece en el consenso del mercado, van a presionar al alza esta tasa en el 1S20,

hacia niveles promedio de 4,63%. De esta manera, el diferencial de entre la DTF y la tasa repo avanzaría a 31 pbs. Finalmente, sería la materialización del incremento de 25 pbs en la tasa de política la que se encargaría de dar el impulso adicional para que el tipo de interés de captación culmine el próximo año en 4,83%.

- Por su parte, las tasas del mercado monetario, aproximadas a través del indicador IBR *overnight*, también han permanecido estables. De hecho, este indicador ha sido igual, en promedio, a la tasa de política monetaria. Lo anterior es relevante debido a que en el transcurso de 2019 la oferta monetaria y la provisión de liquidez primaria han sido atípicos. Por un lado, los depósitos del Gobierno en el Banco de la República (que contraen la liquidez) alcanzaron máximos históricos de 41 billones de pesos. Sin embargo, dicha contracción monetaria fue contrarrestada por el Emisor, que suministró liquidez desde varios frentes, como por ejemplo ampliando el cupo y el plazo de los repos de expansión, incrementando sus tenencias de TES e indirectamente acumulando reservas internacionales.
- En este sentido, consideramos que el manejo de la liquidez del Emisor permitirá observar un tasa IBR *overnight* de 4,24% en 2019 y de 4,74% en 2020, apenas 1 pbs inferior a la tasa de política monetaria.

Gráfico 4.9. Pronóstico de DTF para 2020 (% E.A)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

Gráfico 4.10. Pronóstico de IBR para 2020 (% E.A)



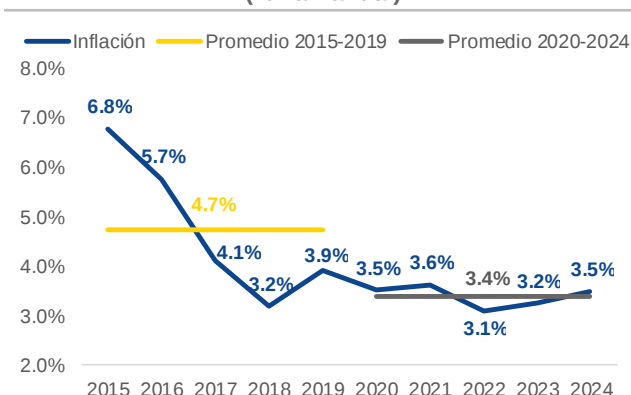
Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

En el mediano plazo la inflación y la tasa de interés permanecerán en niveles moderados

En una economía sin ciclos acentuados, la tasa repo tenderá al nivel neutral

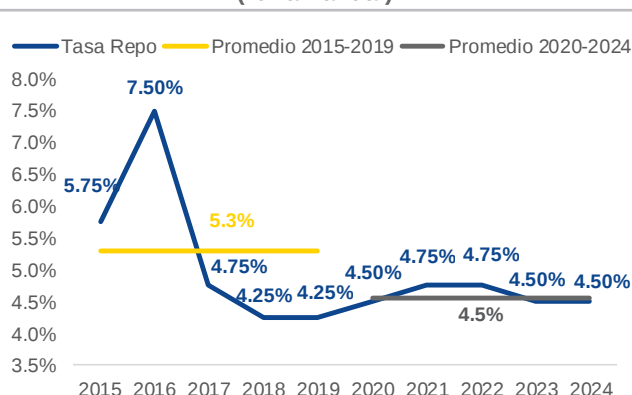
- Luego de quebrar de manera transitoria la convergencia hacia la meta de 3% durante 2019 y el comienzo de 2020, esperamos que en los próximos años se reanude la moderación en el avance de los precios. En concreto, para los siguientes 5 años estimamos una inflación promedio de 3,4%, inferior a lo que sería la lectura de 2019 (3,9% anual) y también al registro promedio del último lustro (4,7%).
- En esta visión hay dos elementos que vale la pena resaltar. El primero de ellos es que proyectamos que la estabilización de la inflación tendrá lugar en niveles cercanos pero aún superiores al 3%. A nuestro juicio, esto es consecuente con la fase más constructiva en materia de crecimiento económico, que presionará al alza el componente de la inflación básica, particularmente en los próximos dos años. El segundo factor a resaltar es que a partir del 2022 pronosticamos que la conducción de la política monetaria y la disipación de los efectos de la depreciación de la moneda permitirán consolidar componente subyacente de la inflación alrededor del 3%. En consecuencia, el repunte previsto para la inflación total desde 3,1% anual en 2022 hacia 3,5% en 2024 es atribuible a un nuevo ciclo alcista en el precio de los alimentos, cuya inflación promedio para dicho periodo (4,4%) se encontraría cerca de sus parámetros históricos.
- Ahora bien, en el mediano plazo anticipamos pocos ajustes al alza en materia de tasas de interés. Así pues, además del incremento de 25 pbs que tendría lugar a mediados de 2020, pronosticamos que el Emisor completaría el ciclo alcista con un alza de 25 pbs que se concretaría a principios de 2021. De este modo, el nivel más elevado que esperamos para la tasa de intervención en el futuro previsible es de 4,75%.
- Estos ajustes en la tasa repo se encargarán de conducir la postura de política hacia una zona predominantemente neutral. En efecto, en términos reales la tasa se incrementaría desde 0,76% en 2020, hacia un nivel promedio de 1,22% en el horizonte 2021-2024, con su lectura más elevada en 2022 (1,37%), por lo cual los registros gravitarían dentro del rango neutral (1%-1,82%) y también muy cerca del nivel de tasa natural puntual estimado por el Emisor (1,24%).
- Con estos movimientos, el Emisor incrementaría la probabilidad de cumplir con su objetivo de inflación. Además, fuera de atajar ciertas presiones alcistas en la inflación previstas para los siguientes años, consideramos que una tasa de política monetaria más elevada estará acorde con el cierre de la brecha de la actividad productiva frente a su potencial, y evitará excesos que puedan afectar la estabilidad macroeconómica del país.

Gráfico 4.11. Proyección de inflación de mediano plazo (% var. anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Gráfico 4.12. Proyección de tasa de intervención (% var. anual)



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

Los factores determinantes para el mercado de TES apuntan a un leve incremento de sus tasas

Los desafíos fiscales configuran el principal riesgo para este mercado

Tabla 4.2.A. Factores que pueden generar un desempeño negativo en los títulos de deuda pública

Factor	Comentario
Dificultades para cumplir con las metas fiscales en los próximos años	A partir de 2020 el panorama fiscal del país se tornará más retador, lo que obligará a las autoridades a implementar medidas de ajuste ambiciosas. La incertidumbre sobre su implementación y sobre el rumbo de la calificación soberana puede incrementar la aversión al riesgo entre los inversionistas.
Nuevos episodios de estrés en los mercados financieros	Pese a que las decisiones recientes de los bancos centrales han reducido la volatilidad en los mercados, el empeoramiento en el mercado monetario de EE.UU. y la reactivación en las tensiones comerciales y geopolíticas podrían conllevar a un incremento inesperado en la volatilidad del mercado y a un mayor incertidumbre en las decisiones de inversión.
Reducción de la participación de Colombia en los principales índices de deuda	Con la inclusión de China el próximo año, Colombia sería uno de los países que más reduciría su participación en el índice GBI-EM de JP Morgan. La posibilidad de que se presenten ventas de TES para ajustar los porcentajes de participación de los portafolios constituye un factor de riesgo para este mercado en lo que queda de este año y en 2020.
Recortes de tasas externas menores a lo anticipado por el mercado	En la actualidad los mercados de renta fija, especialmente en EE.UU., esperan medidas expansivas muy agresivas por parte de los bancos centrales. Si estos adoptan decisiones más cautelosas, se podrían presentar correcciones en los precios de los activos financieros, que terminarían afectando a los mercados emergentes.

Tabla 4.2.A. Factores que pueden generar un desempeño positivo en los títulos de deuda pública

Factor	Comentario
Política monetaria expansiva en los países desarrollados	Un tono más acomodaticio en el discurso de política monetaria conducirían a una ampliación en el diferencial de tasas de interés locales y foráneas, lo cual aumentaría el retorno de las inversiones en el mercado local para los agentes internacionales. A esto se le sumaría la reactivación en la compra de activos por parte del FED, lo que conduciría a una mayor disponibilidad de liquidez en los mercados.
Consolidación de la actividad económica	El impulso del consumo y la inversión generará un mayor dinamismo en la actividad productiva. Esto es relevante, ya que empíricamente en los mercados emergentes el desempeño de la deuda soberana es procíclico.
Inflación dentro del rango de referencia del Emisor	Esperamos que la inflación cierre 2020 dentro del rango de referencia del Emisor, luego de haberlo superado levemente en los primeros meses del año. Esta corrección debería conducir a una moderación del componente inflacionario de la prima de riesgo de los TES.

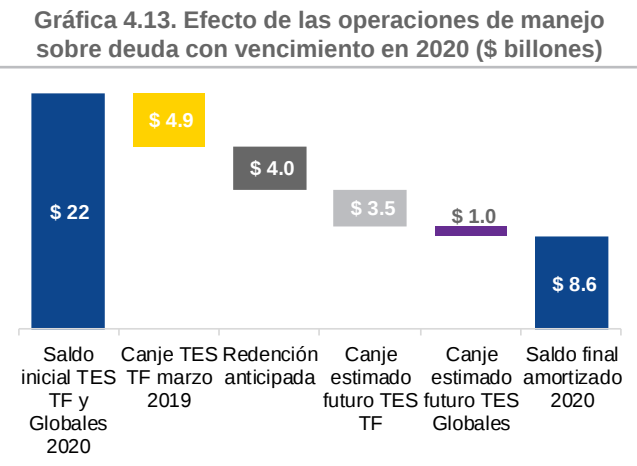
Esperamos que las rentabilidades de los TES tasa fija se amplíen de forma moderada el siguiente año

La curva de los TES en pesos presentará un leve empinamiento en 2020

- El mercado de deuda publica local se ha caracterizado por un comportamiento favorable este año.** En este movimiento bajista casi paralelo de la curva, las tasas de los títulos que conforman la curva en pesos se han reducido en promedio 89 pbs. Este comportamiento ha estado influenciado por el tono más acomodaticio de los principales bancos centrales, la demanda por títulos de renta fija a nivel global ante la incertidumbre que ha primado en los mercados, el descenso de casi 45% en la prima de riesgo país medida a través del CDS con vencimiento a 5 años y la finalización anticipada de las subastas de TES.
- Pese a que el próximo año estos factores continuarán estando presentes, esperamos un comportamiento menos favorable de la curva.** En concreto, prevemos que la estructura a plazos local presentará un comportamiento *bear steepener*, resultado de un ascenso en las tasas de todos su nodos, pero mucho más pronunciado en los títulos largos. Hay que recordar que el Gobierno tiene la intención de continuar con los canjes de deuda, los cuales tienden a incrementar la duración promedio de los TES en circulación, lo cual implica una mayor prima temporal y por ende una curva de rentabilidades más empinada.
- Creemos que esta tendencia se mantendrá en lo que resta del año, aunque se pueden presentar altibajos.** El diferencial de tasas positivo para los mercados emergentes impulsará la búsqueda de rentabilidad por parte de agentes internacionales, con lo que los activos locales se verán favorecidos. A esto se suma el incremento en la deuda con rendimiento negativo y una menor oferta de títulos de deuda pública resultado de la finalización de las subastas. Vale la pena mencionar que este comportamiento se podría ver complementado por anuncios de algún acuerdo comercial parcial entre EE.UU y China que, como ha ocurrido en las últimas semanas, incrementaría la demanda por activos riesgosos como la deuda emergente en moneda local.
- Las rentabilidades de los títulos con vencimiento más cercano reflejarían los ajustes previstos en la tasa de intervención y los canjes de deuda.** El ajuste en la tasa repo sería incorporado en una mayor medida en la tasa de los títulos con vencimiento en mayo de 2022. Por su parte, los títulos con vencimiento en julio de 2020 podrían verse favorecidos en los próximos meses por una posible operación de manejo de deuda que el Ministerio de Hacienda llegue a realizar. Al respecto, de acuerdo con nuestros análisis el Gobierno podría reducir las amortizaciones de deuda para 2020 en \$4,5 billones adicionales. De esta suma, un 78% correspondería a los TES en pesos con vencimiento en marzo, y el 22% restante a los bonos globales con vencimiento en febrero.

Vencimiento	Cierre 17	Cierre 18	Cierre 19	Prom. 20	Cierre 20
Jul 2020	4.78%	5.11%	4.26%	4.09%	
May 2022	5.18%	5.62%	4.72%	4.64%	4.79%
Jul 2024	5.70%	6.14%	5.10%	5.08%	5.26%
Nov 2025	6.09%	6.47%	5.39%	5.45%	5.60%
Ago 2026	6.46%	6.54%	5.50%	5.52%	5.73%
Abr 2028	6.60%	6.72%	5.74%	5.80%	5.97%
Sep 2030	6.69%	6.93%	5.91%	5.97%	6.11%
Jun 2032	6.87%	7.13%	6.08%	6.16%	6.27%
Oct 2034			6.18%	6.22%	6.43%
Pendiente	2.01%	1.93%	1.40%	1.51%	1.57%

Fuente: Grupo Bancolombia, Infovalmer, Bloomberg.



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

La curva de TES denominados en UVR también tenderá a empinarse

Las tasas de los títulos de corto plazo se reducirán 4 pbs en promedio

- **Anticipamos que la parte larga de la curva de TES TF estará presionada al alza, en particular hacia finales del segundo semestre del año.** Las preocupaciones en el frente fiscal, el efecto colateral de las operaciones de manejo de deuda sobre la corrección en el saldo de la deuda y la incertidumbre respecto al rumbo que seguirá la calificación crediticia del país sustentarían este movimiento.
- **La inclusión de China en el índice GBI de JP Morgan anticipa un reto para el mercado local.** Según nuestras estimaciones, por este concepto los gestores de portafolio internacional podrían realizar ventas de TES por aproximadamente \$6,5 billones. Como resultado de esto, las rentabilidades de los TES tasa fija podrían aumentar en entre 14 y 26 pbs. La referencia más impactada sería la de abril de 2028, con un incremento medio en su tasa de 30 pbs.
- **En línea con la curva en pesos, la estructura de TES denominados en UVR también tendería a empinarse.** Sin embargo, el comportamiento en cada uno de los distintos plazos difiere al previsto en nuestro escenario base para el equivalente en tasa fija.
- **Las rentabilidades de los títulos de menor duración lograrían reducirse levemente el próximo año.** Las inflaciones más altas estimadas para inicio de 2020 afianzarían un entorno favorable para estos títulos. Con esto, los títulos con vencimiento en marzo de 2021 y febrero de 2023 lograrían presentar una reducción en sus tasas en promedio de 4 pbs el próximo año.
- **En el mediano plazo las tasas cero cupón en pesos tenderán a converger a su promedio histórico.** La tendencia prevista para el próximo quinquenio para las rentabilidades de la curva *spot* es de incrementos paulatinos, tales que se acercarán paulatinamente a sus valores medios históricos. Tal perspectiva supone que el nivel de la tasa base seguirá una tendencia similar a la de la tasa de referencia. Simultáneamente, la prima a término se ampliaría en función de los riesgos idiosincráticos del país en los próximos años.

Tabla 4.4. Tasas de rentabilidad para títulos TES denominados en UVR (% anual)

Título	Cierre 17	Cierre 18	Cierre 19	Prom. 20	Cierre 20
Mar 2021	2.10%	1.57%	0.90%	0.80%	0.85%
Feb 2023	2.27%	2.21%	1.35%	1.45%	1.31%
May 2025	2.65%	2.58%	1.83%	2.00%	1.92%
Mar 2027	2.98%	2.88%	2.11%	2.35%	2.31%
Mar 2033	3.50%	3.56%	2.57%	2.79%	2.64%
Abr 2035	3.52%	3.60%	2.62%	2.86%	2.72%
Pendient.	2.17%	2.00%	1.71%	2.04%	1.85%

Fuente: Grupo Bancolombia, Infovalmer, Bloomberg

Tabla 4.5. Proyección de nodos de la curva cero cupón tasa fija en el mediano plazo (promedio anual, % anual)

	Nodo 1 año	Nodo 5 años	Nodo 7 años	Nodo 10 años
2013	4.11	5.67	6.07	6.45
2014	4.57	6.13	6.57	7.00
2015	5.09	6.50	7.09	7.81
2016	6.67	7.43	7.70	8.01
2017	5.32	6.18	6.49	6.83
2018	4.67	6.11	6.56	7.03
2019 pr	4.48	5.56	5.98	6.44
2020 pr	4.43	5.39	6.10	6.25
2021 pr	4.93	6.71	7.20	7.50
2022 pr	4.77	6.11	6.92	7.31
2023 pr	4.40	5.98	6.76	7.26
2024 pr	4.37	5.60	6.39	7.13

Fuente: Grupo Bancolombia, Infovalmer, Bloomberg.

El escenario de mediano plazo previsto para la economía colombiana

Año	2015	2016	2017	2018	2019py	2020py	2021py	2022py	2023py	2024py
Crecimiento del PIB (var. % anual)	3.0%	2.1%	1.4%	2.6%	3.2%	3.3%	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%
Balance del Gobierno Nacional (% PIB)	-3.0%	-4.0%	-3.6%	-3.1%	-2.6%	-2.5%	-2.4%	-2.2%	-2.1%	-2.0%
Balance en cuenta corriente (% PIB)	-4.2%	-6.3%	-3.3%	-3.8%	-4.4%	-4.5%	-4.4%	-4.2%	-4.1%	-3.9%
Tasa de desempleo urbano (% PEA, promedio año)	9.8%	10.0%	10.6%	10.8%	11.2%	10.9%	10.9%	10.8%	10.7%	10.7%
Inflación al consumidor (var. % anual, fin de año)	6.77%	5.75%	4.09%	3.18%	3.90%	3.50%	3.60%	3.10%	3.20%	3.50%
Tasa de referencia BanRep (% anual, fin de año)	5.75%	7.50%	4.75%	4.25%	4.25%	4.50%	4.75%	4.75%	4.50%	4.50%
DTF 90 Días (% anual. fin de año)	5.25%	6.92%	5.28%	4.54%	4.57%	4.83%	5.12%	5.14%	4.94%	4.91%
IBR Overnight (% E.A, fin de año)	5.79%	7.51%	4.69%	4.24%	4.24%	4.49%	4.74%	4.74%	4.49%	4.49%
Tasa de cambio USDCOP (promedio de año)	\$ 2,743	\$ 3,051	\$ 2,951	\$ 2,956	\$ 3,280	\$ 3,310	\$ 3,290	\$ 3,280	\$ 3,270	\$ 3,200
Tasa de cambio USDCOP (promedio 4T)	\$ 3,059	\$ 3,015	\$ 2,986	\$ 3,166	\$ 3,410	\$ 3,290	\$ 3,260	\$ 3,280	\$ 3,270	\$ 3,200
Devaluación nominal (% promedio año)	37.0%	11.2%	-3.3%	0.2%	11.0%	0.9%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-2.1%
Precio promedio del petróleo (Ref. Brent, USD por barril)	\$ 54.0	\$ 45.2	\$ 55.0	\$ 71.6	\$ 62.8	\$ 59.9	\$ 62.3	\$ 65.4	\$ 67.9	\$ 67.9

Grupo Bancolombia

Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

Juan Pablo Espinosa Arango

Director

juespino@bancolombia.com.co
+571 7463991 ext. 37313

Investigaciones Económicas

Diego Fernando Zamora Díaz

Gerente de Investigaciones Económicas
diezamor@Bancolombia.com.co
+571 7463997 ext. 37319

Arturo Yesid González Peña

Analista Cuantitativo
arygonza@bancolombia.com.co
+571 7463980 ext. 37385

Santiago Espitia Pinzón

Analista Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co
+ 571 7463988 ext. 37315

Bryan Hurtado Campuzano

Analista Regional e Internacional
brhurtad@bancolombia.com.co
+571 7463980 ext. 37303

Juan Manuel Pacheco Perez

Analista Internacional y de Mercados
jupachec@bancolombia.com.co
+571 7464322 ext. 37380

Juan Camilo Meneses Cortes

Analista de Banca Central y Sistema
Financiero
juamenes@bancolombia.com.co
+571 7463994 ext. 37316

Karen Stefanny Correa Castaño

Estudiante en Práctica
karcorre@bancolombia.com.co
+571 7463988 ext. 37310

Investigaciones Sectoriales

Jhon Fredy Escobar Posada

Gerente Sectorial de Agroindustria
jhescoba@bancolombia.com.co
+574 4044649 ext. 44649

Nicolás Pineda Bernal

Gerente Sectorial de Comercio
nipineda@bancolombia.com.co
+574 4042985 ext. 42985

Juan Sebastián Neira Orozco

Analista Sectorial de Comercio
juneira@bancolombia.com.co
+574 4040000 ext. 43335

Paolo Betancur Montoya

Analista Sectorial de Agroindustria
pabetanc@bancolombia.com.co
+574 4045434 ext. 45434

Investigaciones de Mercado

Jairo Julián Agudelo Restrepo

Gerente de Investigaciones en Renta
Variable
jjagudel@bancolombia.com.co
+574 6047048

Diego Alexander Buitrago Aguilar

Analista de Energía
diebuit@bancolombia.com.co
+571 7463984

Andrea Atuesta Meza

Analista Sector Financiero
aatuesta@bancolombia.com.co
+571 7464329

Juliana Aguilar Vargas, CFA

Analista de Cemento e Infraestructura
juaguila@bancolombia.com.co
+574 6047045

Ricardo Andrés Sandoval Carrera

Analista de Petróleo y Gas
rsandova@bancolombia.com.co
+571 7464596

Valentina Martínez Jaramillo

Analista Junior
vamjaram@bancolombia.com.co
+574 6048906

Alejandro Quiceno Rendón

Editor de Investigaciones
+574 6048904
aqrendo@bancolombia.com.co

Ana María Núñez Buriticá

Estudiante en Práctica
ananunez@bancolombia.com.co
+571 7464318

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 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.

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. Esta información no sustituye en ningún caso la información oficial emitida por las entidades competentes.