corfi colombiana | Grupo AVAL

Proyecciones económicas 2024:

En riesgo la **semilla** del **crecimiento**

Investigaciones Económicas Corficolombiana

Abril 10 de 2024

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

bvc Emisor ir

Member of Dow Jones Sustainability Indices Powered by the S&P Global CSA

Great Place To Work. Certificada FEB 2024-FEB 2025 COL

CONTENIDO

Mensajes principales

I. Contexto externo
II. Actividad económica local
III. Actividad sectorial
IV. Inflación y política monetaria
V. Cuentas fiscales y mercado de deuda
VI. Cuentas externas y tasa de cambio

Resumen de proyecciones

CONTENIDO

Mensajes principales

I. Contexto externo
II. Actividad económica local
III. Actividad sectorial
IV. Inflación y política monetaria
V. Cuentas fiscales y mercado de deuda
VI. Cuentas externas y tasa de cambio

Resumen de proyecciones

Mensajes principales

I. Contexto externo: vientos a favor

1. **El desempeño de la economía mundial ha sido mejor de lo previsto**: el escenario de recesión que se temía hace un año para los países desarrollados hoy luce poco probable.
   - **El "aterrizaje suave" de Estados Unidos es consistente con la postura de "tasas altas por más tiempo" (*higher for longer*)**: la inflación se aceleró a 3,5% en mar-24 y parece difícil que descienda a corto plazo a la meta de 2% en un contexto de mercado laboral robusto y crecimiento económico superior a 2%.
   - La Reserva Federal (Fed) empezaría a reducir su tasa de interés en el segundo semestre de 2024 y realizaría **máximo dos recortes de 25 puntos básicos (pbs) este año**. La postura monetaria de la Fed será más restrictiva que la del Banco Central Europeo (BCE), favoreciendo la fortaleza del dólar frente al euro y el apetito por activos de riesgo.
   - En China, los problemas estructurales del mercado inmobiliario y la débil confianza de los hogares mantendrán el crecimiento económico por debajo de 5% en 2024.

2. **Precios altos de las materias primas:** los conflictos geopolíticos en curso y las disrupciones en las cadenas de suministro mantendrán altos los precios de las materias primas, favoreciendo a los países exportadores de estos productos en América Latina.

Mensajes principales

II. Actividad económica local: potencial en riesgo

1. **Revisamos nuestro pronóstico de crecimiento de 2024 a 1,3%, desde 1,0%, debido principalmente a la menor base estadística en 2023 (crecimiento de 0,6% frente al 1,2% que esperábamos):**
   - **La inversión volvería a contraerse**, aunque a un menor ritmo que en 2023. La disminución de las tasas de interés y los costos de producción –favorecidos por la notable apreciación de la tasa de cambio– permitirán un repunte leve en el segundo semestre del año. Sin embargo, la alta carga tributaria y la incertidumbre regulatoria siguen pesando en contra de la inversión en sectores clave como infraestructura, hidrocarburos y energía.
   - El **consumo de los hogares tendrá un crecimiento tímido en 2024**, ante el deterioro del mercado laboral, la alta carga financiera y los bajos niveles de ahorro.
   - La **eficiencia del gasto público** será clave para aumentar su efecto multiplicador y contracíclico.
   - La dinámica de las importaciones estará limitada por una demanda interna débil, mientras que las exportaciones tendrán un crecimiento moderado, reflejo de las condiciones globales y la estabilidad en la producción local de petróleo.

2. **Más allá de 2024:** en ausencia de medidas contundentes e inmediatas para reactivar la inversión, la economía crecerá en los próximos años significativamente menos que antes de la pandemia.
   - De mantenerse la baja tasa de inversión actual, cercana al 18% del PIB, **el crecimiento potencial caerá al rango entre 2,2% y 2,5%, desde 3,0%-3,5% antes de la pandemia.**
   - Recuperar la tasa de inversión de 2022 (20% del PIB) requerirá que la formación bruta de capital crezca por encima del PIB en los próximos años. **El contexto global ofrece grandes oportunidades para Colombia**; para aprovecharlas se necesita mejorar el ambiente para invertir en el país: estabilidad macroeconómica y fiscal, respeto a condiciones regulatorias y mayor competitividad tributaria.
   - **Un menor crecimiento potencial en los próximos años reduciría el nivel de ingreso per cápita y generaría presiones fiscales adicionales.**

Mensajes principales

III. Actividad sectorial

1. El sector agropecuario y el de energía, gas y agua liderarán el crecimiento en 2024.

2. La construcción continuará en terreno negativo, pero a diferencia de 2023, el subsector de edificaciones será el principal responsable ante el efecto rezagado de las menores ventas en los trimestres anteriores. Por su parte, el subsector de obras civiles tendrá un crecimiento levemente positivo, pero su recuperación no luce alentadora.

3. Los sectores de industria y comercio se beneficiarán de mejoras en la confianza del consumidor y la desaceleración de la inflación, pero permanecerían por debajo de sus crecimientos históricos.

4. El sector minero-energético mantendrá un comportamiento similar al año anterior ante los buenos precios del Brent y la dinámica sobresaliente de nuevos campos.

5. El sector de alojamiento retornará a su senda de largo plazo, pero seguirá en terreno negativo.

Mensajes principales

IV. Inflación y política monetaria: un largo camino hacia la meta

1. **La inflación seguirá bajando en los próximos meses y cerrará el 2024 en 5,5%:**
   - **El proceso desinflacionario se moderará en el segundo trimestre** ante los efectos transitorios del Fenómeno del Niño sobre los precios de los alimentos perecederos y la energía eléctrica.
   - Nuestro pronóstico incorpora un aumento de $2000 en el precio del galón de ACPM durante 2024.
   - El 68% de la desinflación esperada en 2024 (-3,8 puntos porcentuales) se explica por los grupos de servicios y regulados; **estimamos que la mayor parte de la desinflación de bienes y alimentos ya tuvo lugar**. Las inflaciones básicas mantendrán su tendencia a la baja en los próximos meses.
   - La inflación disminuiría de 7,36% en marzo a 5,5% en diciembre de 2024, y se ubicaría dentro del rango objetivo de política monetaria (2% a 4%) solo hasta mediados de 2025.

2. **La Tasa de Política Monetaria (TPM) disminuirá de su nivel actual de 12,25% a 8,0% al cierre de 2024:**
   - **La Junta BanRep disminuiría en 50 puntos básicos (pbs) la TPM en su reunión de abril, a 12,0%,** manteniendo la cautela en el ritmo de recortes mientras se despeja la incertidumbre por los efectos del efecto del Fenómeno del Niño, los ajustes en el precio del ACPM y el proceso de indexación.
   - **Anticipamos que a partir de junio se acelerará el ritmo de disminución de la TPM a 75 pbs por reunión**, en un contexto de inflación por debajo del 7%, expectativas ancladas dentro del rango meta y brecha del producto negativa, y a pesar de la postergación del recorte de la tasa de interés de la Fed.

Mensajes principales

V. Cuentas fiscales: ajuste insuficiente

1. **En ausencia de un recorte adicional en los gastos, proyectamos que el déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) ascenderá a 5,6% del PIB, superior al 5,3% permitido por la Regla Fiscal:**
   - **Los ingresos del gobierno serían inferiores en 0,7% del PIB a lo establecido en el Plan Financiero**, debido al efecto del menor crecimiento económico sobre el recaudo tributario y al ajuste en los ingresos esperados por la eficiencia en la administración tributaria y los litigios.
   - **Se necesita un recorte adicional del gasto primario de $14,2 billones para cumplir con la Regla Fiscal**, aunque no descartamos que parte del ajuste se realice a través de una menor ejecución del presupuesto, como sucedió en 2023.

2. **Los riesgos sobre la sostenibilidad fiscal a mediano plazo vienen en aumento**:
   - Al comparar con las condiciones previas a la pandemia (2019), **el aumento en la tasa de interés de la deuda del gobierno y el menor crecimiento potencial de la economía pueden tener un efecto "bola de nieve"** y llevar a una senda creciente de la deuda como porcentaje del PIB.
   - La prima de riesgo país de Colombia sigue siendo la más alta entre los países pares de la región, reflejo de la incertidumbre fiscal y el deterioro en las perspectivas de crecimiento a mediano plazo.

3. **Mercado de deuda pública**: los recortes previstos en la tasa de política monetaria local, las operaciones de canje de deuda del Ministerio de Hacienda y la incertidumbre fiscal están aumentando la pendiente de la curva de los TES, según lo anticipamos. **Este empinamiento se cumplió de forma anticipada, principalmente por las presiones que está generando el ajuste reciente en las tasas de los bonos del Tesoro de Estados Unido.**

Mensajes principales

VI. Cuentas externas y tasa de cambio: vientos de depreciación

1. **El déficit en Cuenta Corriente disminuyó de 6,2% del PIB en 2022 a 2,7% del PIB en 2023, configurando la mayor corrección anual desde que se tiene registro (3,5 puntos del PIB)**.
   - Proyectamos que el déficit externo se mantenga estable en 2,7% del PIB en 2024, en la medida que la balanza comercial reflejará nuevamente un bajo desempeño de las importaciones y un crecimiento modesto de las ventas externas.
   - La Inversión Extranjera Directa (IED) financió más que proporcionalmente el déficit en Cuenta Corriente en 2023 y seguirá haciéndolo en 2024.

2. **El precio del dólar en Colombia no ha incorporado el deterioro reciente de los fundamentales macroeconómicos, algo que sí captura la prima de riesgo:**
   - La reducción de la demanda de divisas –reflejo de las menores compras externas por la debilidad de la demanda interna– viene impulsando una apreciación importante de la tasa de cambio, la cual se ubicó en los primeros días de abril por debajo de $3.750, su nivel más bajo desde junio de 2022.
   - La entrada de divisas asociada a la OPA de Nutresa reforzó en las últimas semanas la apreciación del peso colombiano.
   - El mayor endeudamiento del gobierno, las perspectivas de menor crecimiento de largo plazo, los riesgos sobre la producción petrolera, la incertidumbre por las reformas del gobierno y el menor diferencial de tasas de interés frente a EE.UU. **ubicarán la tasa de cambio USDCOP entre $4.100 y $4.300 durante el segundo semestre.**

CONTENIDO

Mensajes principales

I. Contexto externo
II. Actividad económica local
III. Actividad sectorial
IV. Inflación y política monetaria
V. Cuentas fiscales y mercado de deuda
VI. Cuentas externas y tasa de cambio

Resumen de proyecciones

La economía global crecería 3,1% en 2024. Las proyecciones se ajustaron al alza en EEUU y China, y a la baja en la zona euro

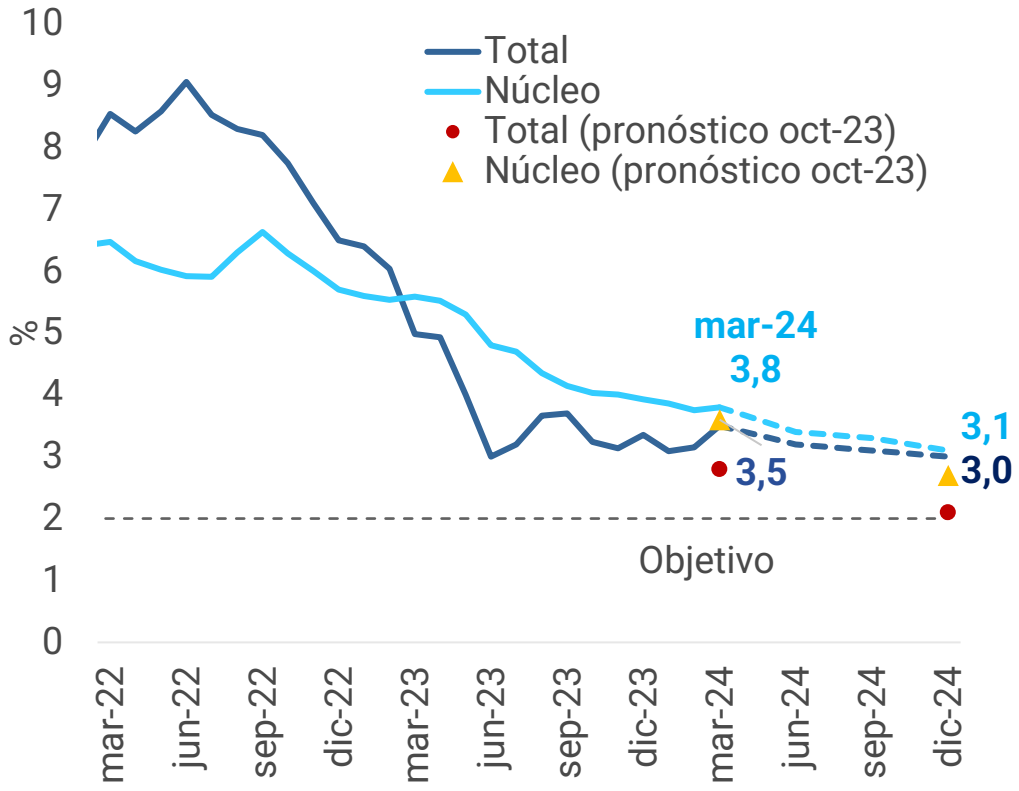
Proyecciones de crecimiento económico (%)

	2023			2024		
	oct-23	Observado	Cambio (p.p.)	oct-23	Actual	Cambio (p.p.)
Economía mundial	**3,0**	**3,1**	**0,1**	**2,9**	**3,1**	**0,2**
Economías avanzadas	1,5	1,6	**0,1**	1,4	1,5	**0,1**
Estados Unidos	2,1	2,5	**0,4**	1,5	2,1	**0,6**
Zona Euro	0,7	0,4	-0,3	1,2	0,9	-0,3
Reino Unido	0,5	0,1	-0,4	0,6	0,6	**0,0**
EM y en desarrollo	**4,0**	**4,1**	**0,1**	**4,0**	**4,1**	**0,1**
China	5,0	5,2	0,2	4,2	4,6	0,4
India	6,3	7,6	1,3	6,3	6,5	0,2
América Latina y el Caribe	**2,3**	**2,5**	**0,2**	**2,3**	**1,9**	**-0,4**
Brasil	3,1	2,9	-0,2	1,5	1,7	0,2
México	3,2	3,2	0,0	2,1	2,7	0,6
Colombia (Corficolombiana)	**1,2**	**0,6**	**-0,6**	**1,0**	**1,3**	**0,3**
Colombia (FMI)*	1,4	0,6	-0,8	2,0		
Chile*	-0,5	0,2	0,7	1,6		
Perú*	1,1	0,5	-0,6	2,7		

Fuente: World Economic Outlook (WEO) enero 2024 y octubre 2023 – FMI.
*Actualización WEO octubre 2023.

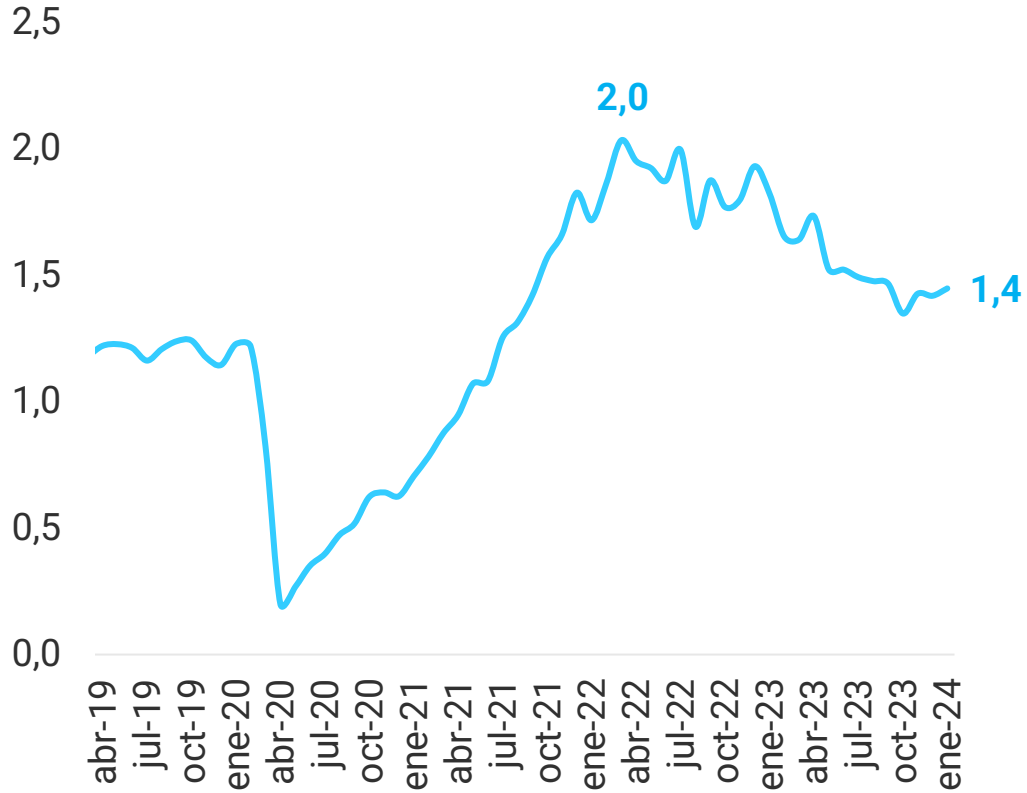
En Estados Unidos, la inflación bajó rápido de 9% a 3% pero se demorará en llegar a la meta de 2%, en un contexto de fortaleza del mercado laboral

Inflación anual en EEUU



Fuente: Fed de San Luis. Cálculos: Corficolombiana

Relación vacantes / desempleados

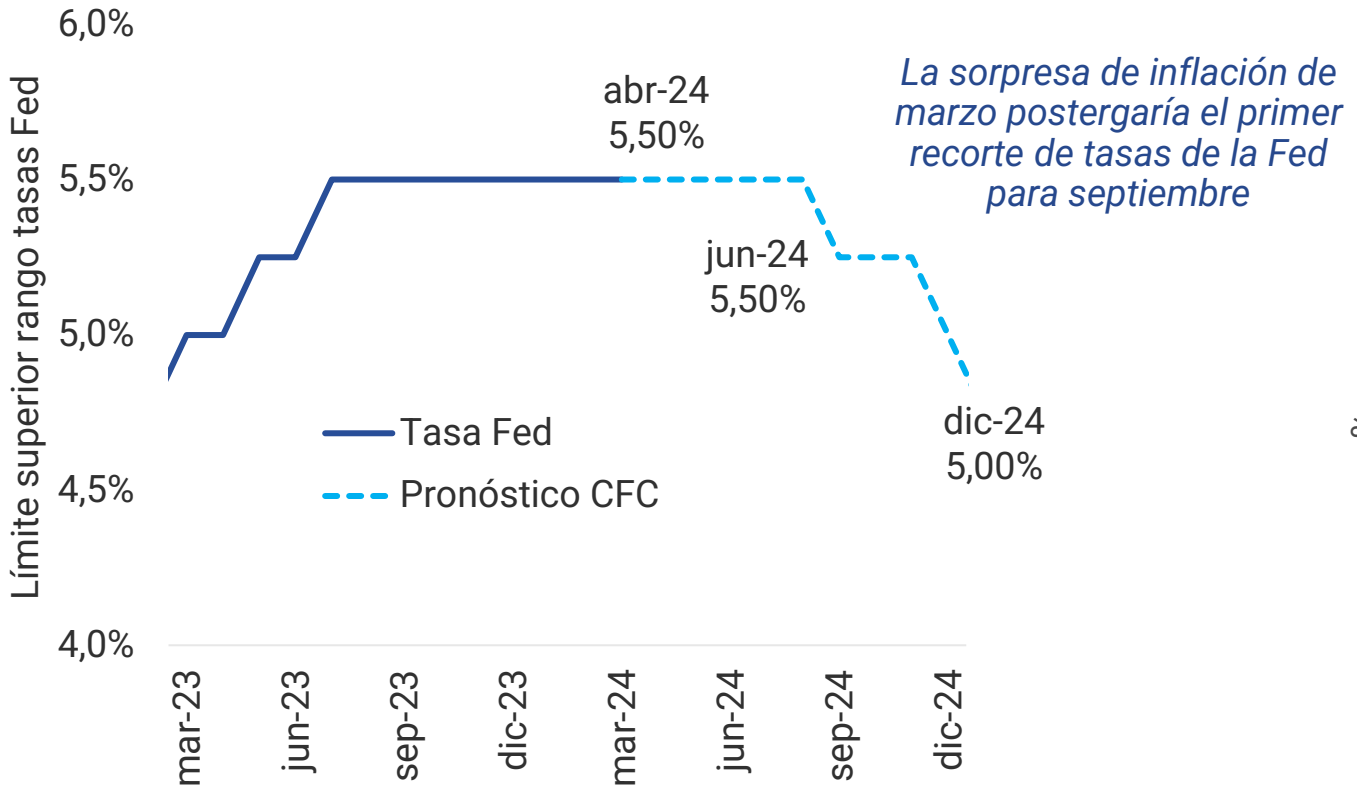


Fuente: Refinitiv Eikon. Proyecciones: Corficolombiana

corfi colombiana | Investigaciones Económicas

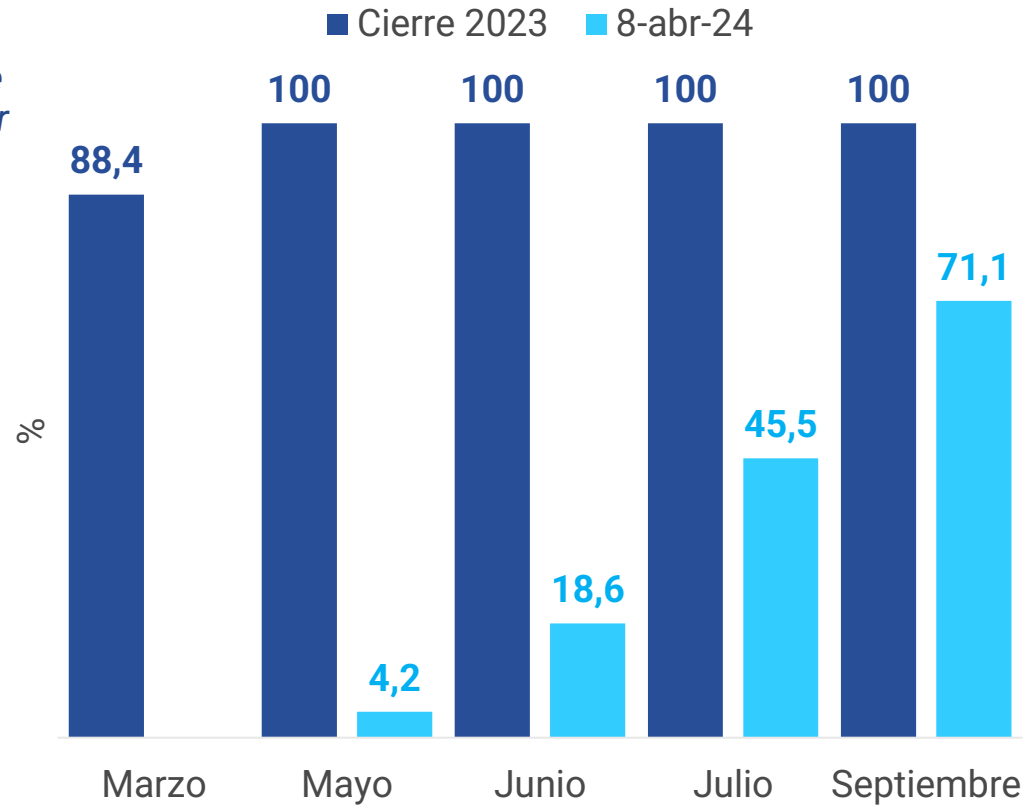
La resiliencia de la economía estadounidense está prolongando el periodo de tasas de interés altas

Senda proyectada Tasa Fed en 2024



La sorpresa de inflación de marzo postergaría el primer recorte de tasas de la Fed para septiembre

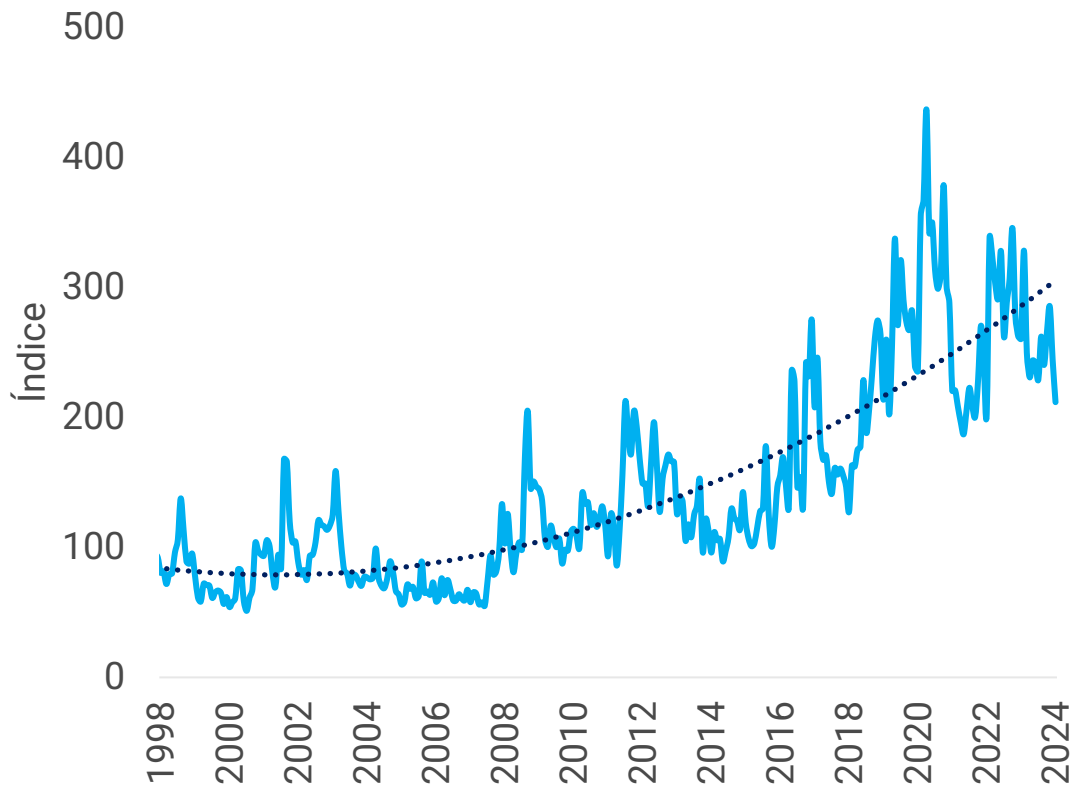
Probabilidad inicio de recortes - Fed



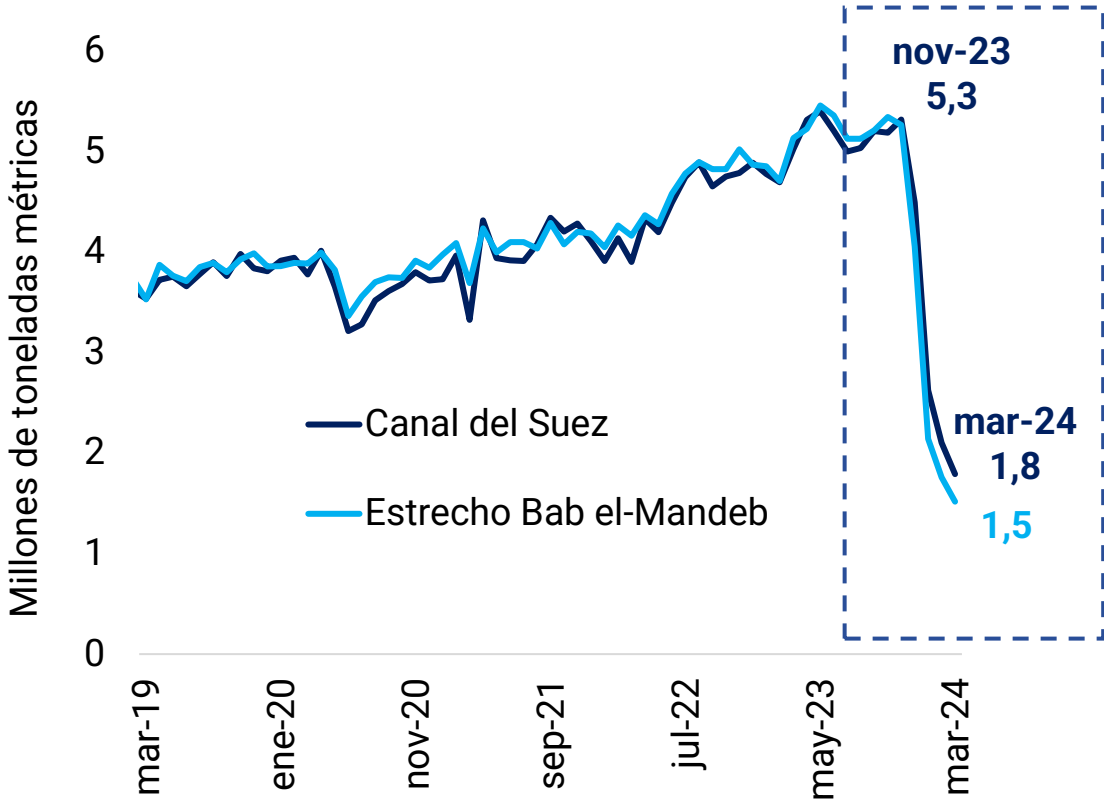
Fuente: Refinitiv Eikon y CME. Cálculos Corficolombiana.

El aumento de la incertidumbre frente a la política económica global y las disrupciones en las cadenas de suministro son amenazas para el escenario de aterrizaje suave

Índice de incertidumbre de la política económica mundial



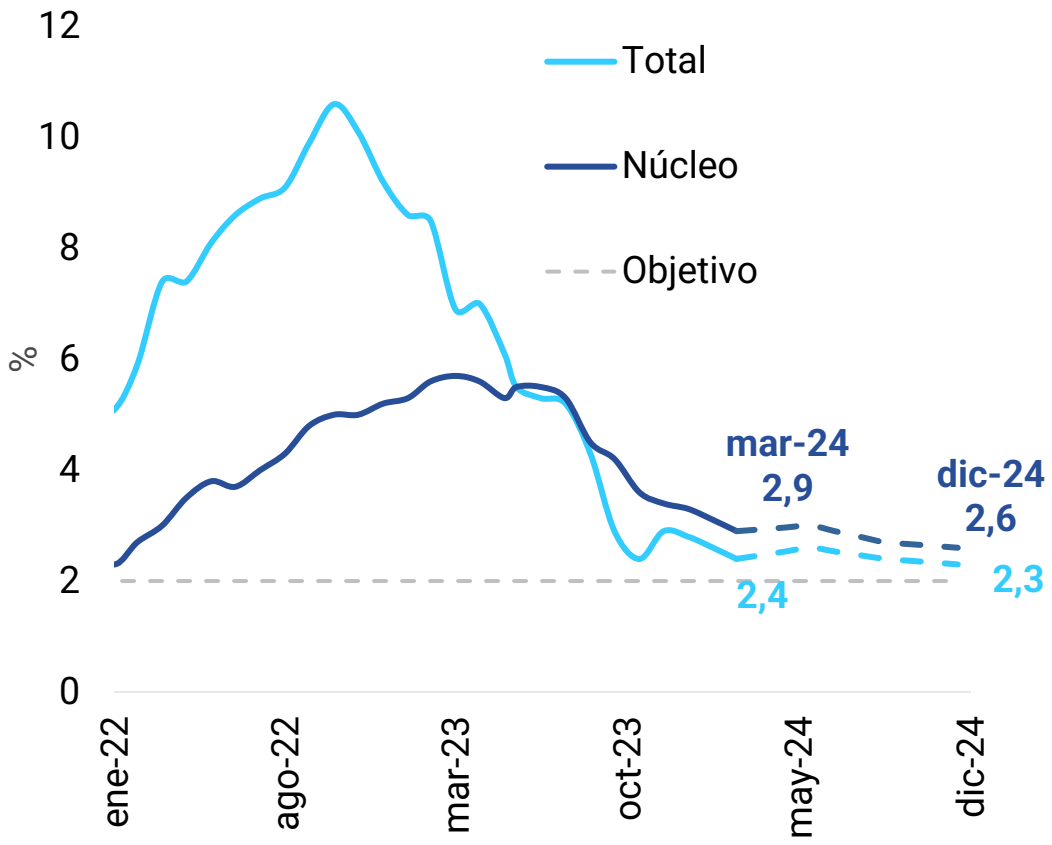
Volumen diario promedio transitado por puerto



Fuente: Economic Policy Uncertainty y FMI. Cálculos Corficolombiana.

En la Eurozona, la reciente caída en la inflación permitirá que el banco central comience a recortar tasas en junio

Inflación en la Eurozona

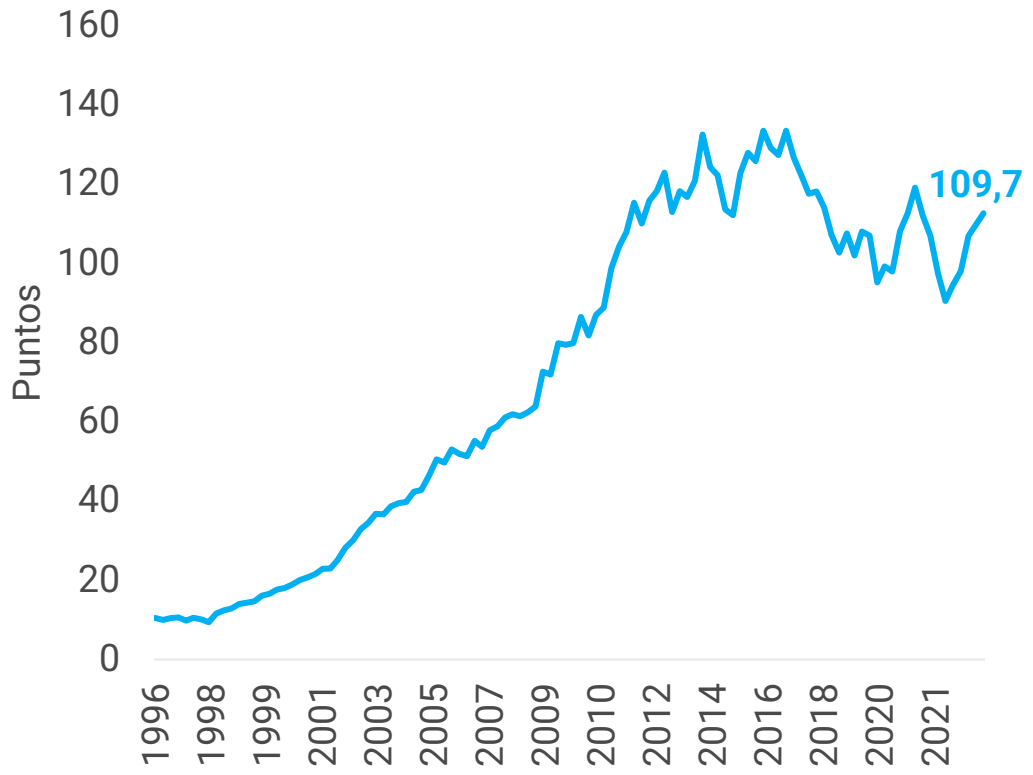


Índice de Confianza del Consumidor en la Eurozona

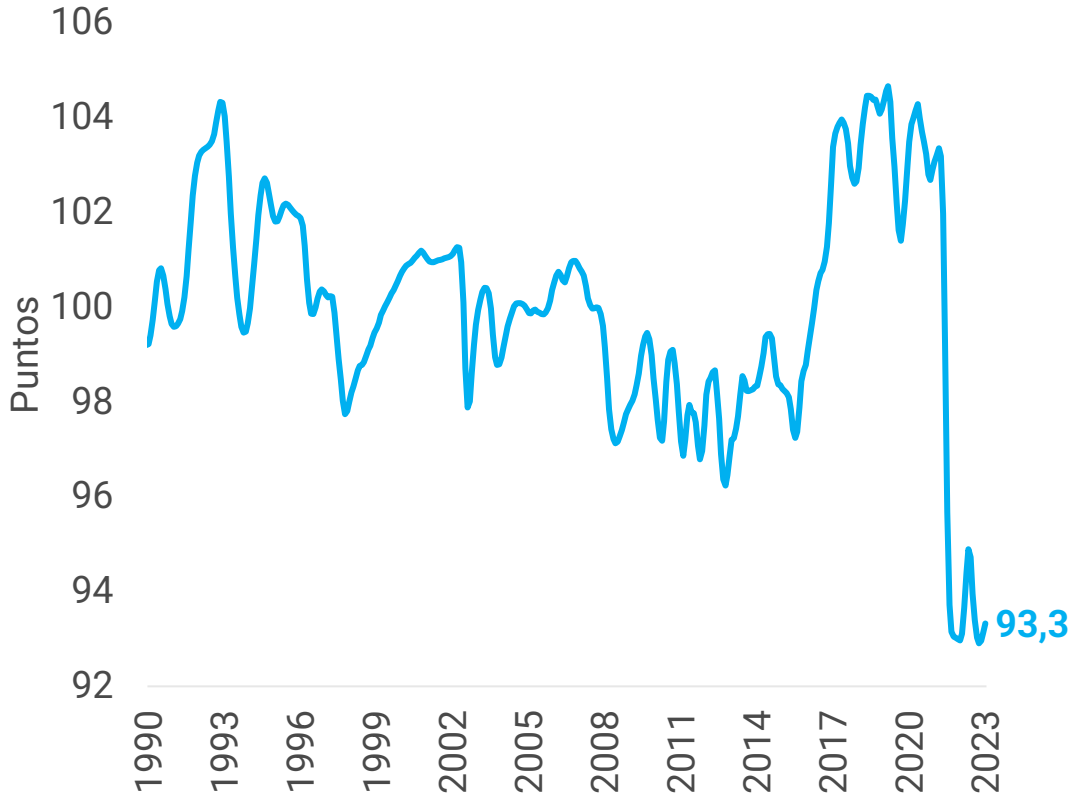
Fuente: Refinitiv Eikon y CME. Cálculos Corficolombiana.

En China, los problemas estructurales en el mercado inmobiliario y la tímida confianza de los hogares seguirán representando dificultades para retomar las tasas de expansión elevadas previas a la pandemia.

Índice de producción de la construcción de China



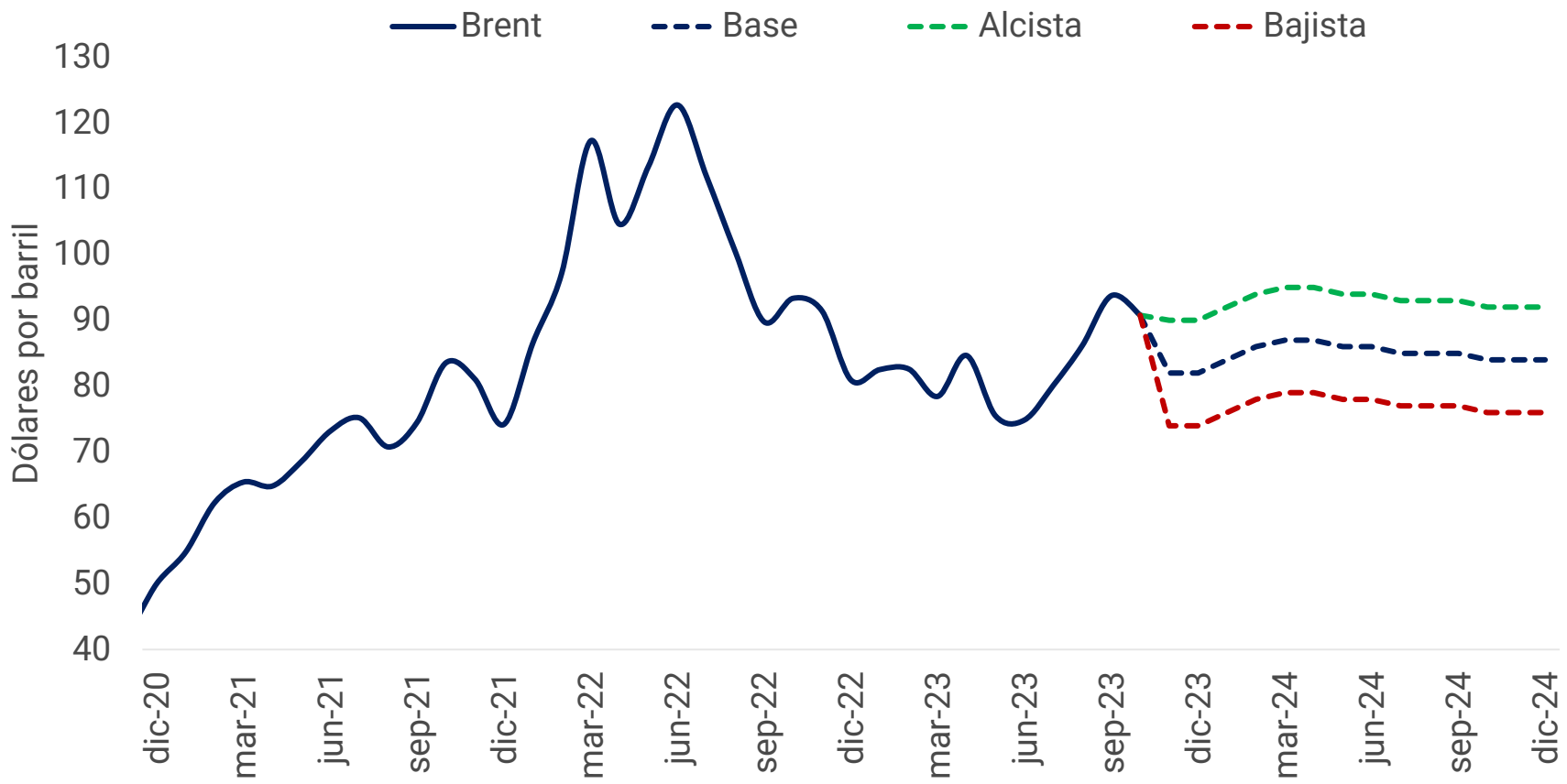
Índice de confianza del consumidor en China



Fuente: Refinitiv Eikon y CME. Cálculos Corficolombiana.

El precio promedio del Brent sería de US $83 en 2024, ante las restricciones de oferta de la OPEP+ (-2,2 mbd) en un contexto en el que la demanda crecería 1,2 mbd*

Proyección de los precios del crudo Brent



Fuente: EIA, Goldman Sachs, JP Morgan. Cálculos Corficolombiana.
*Millones de barriles diarios

CONTENIDO

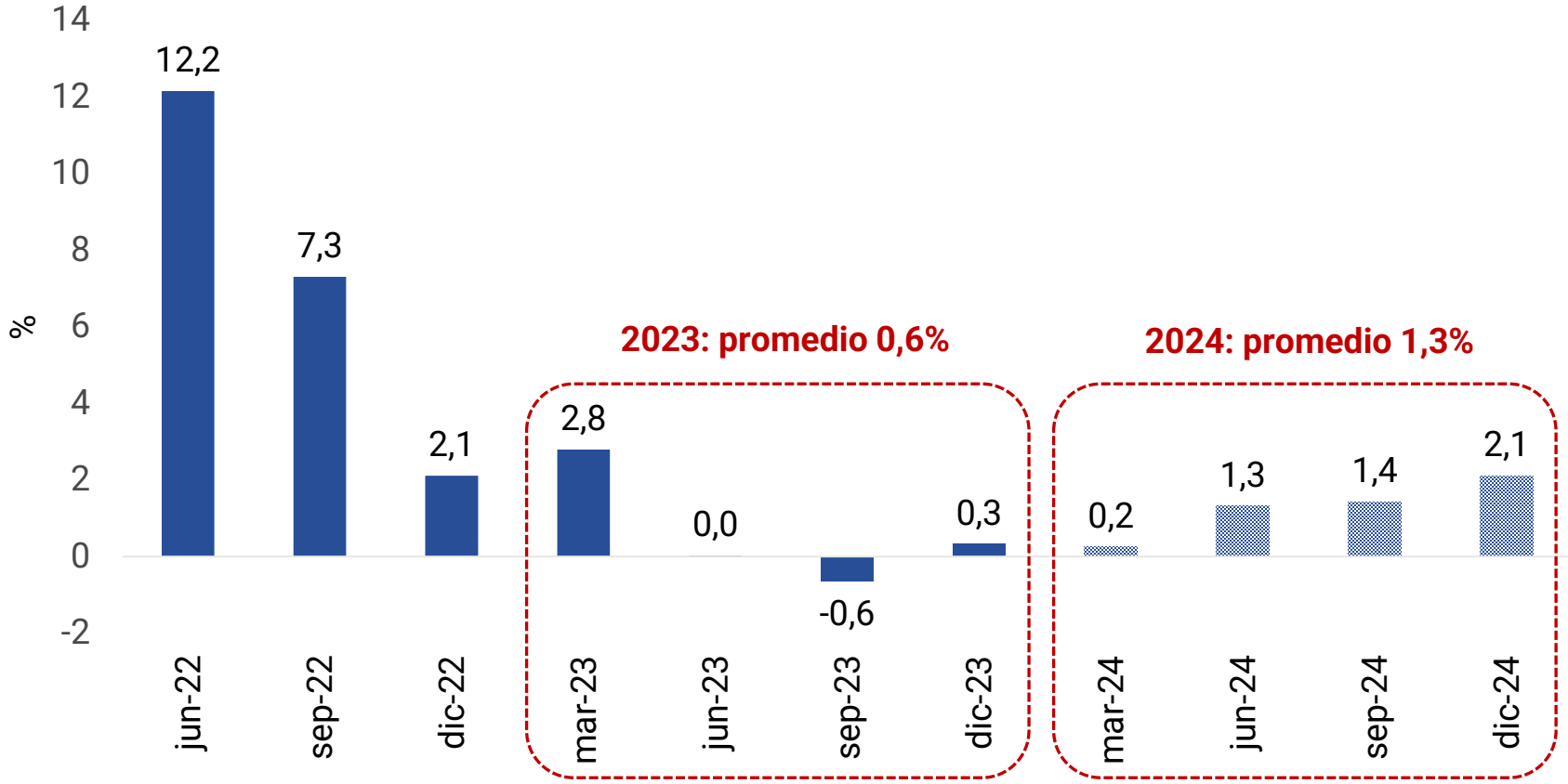
Mensajes principales

I. Contexto externo
II. Actividad económica local
III. Actividad sectorial
IV. Inflación y política monetaria
V. Cuentas fiscales y mercado de deuda
VI. Cuentas externas y tasa de cambio

Resumen de proyecciones

Proyectamos que la economía registrará un crecimiento de 1,3% durante 2024, con una aceleración gradual a lo largo del año

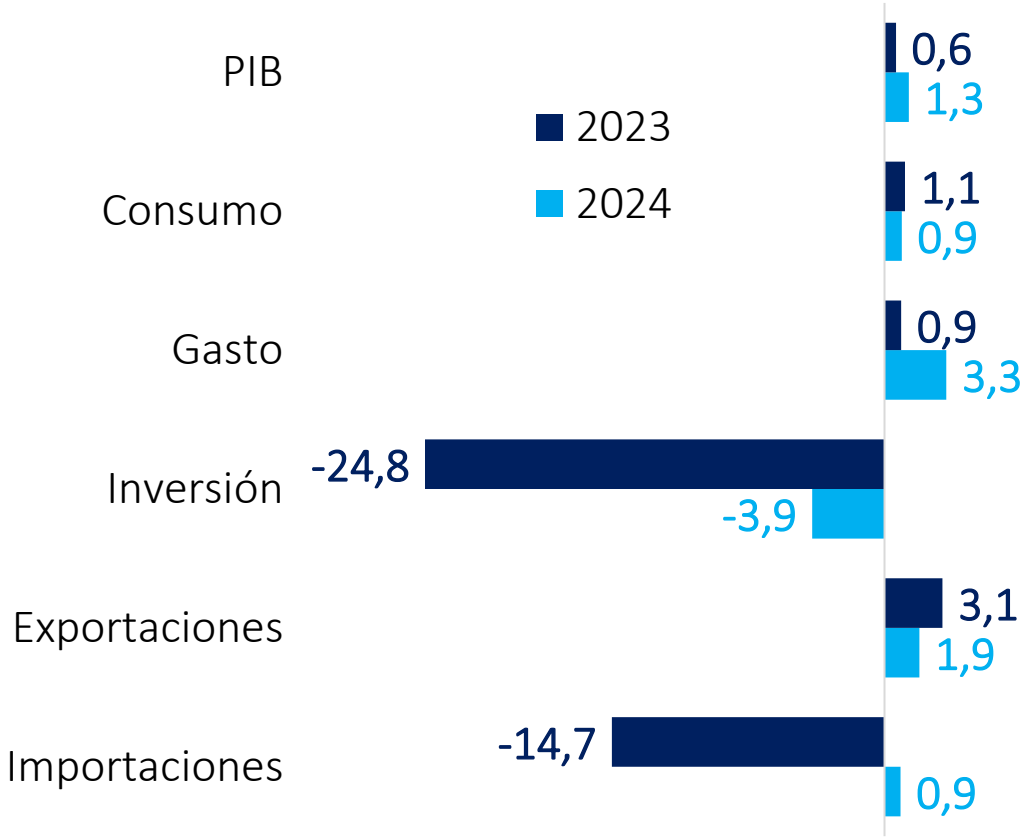
Crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE. Cálculos y proyecciones: Corficolombiana.

La inversión continuará por debajo de los niveles prepandemia, y el consumo privado limitado por el menor ritmo de la actividad económica

Proyección de crecimiento del PIB (%)
Componentes de demanda

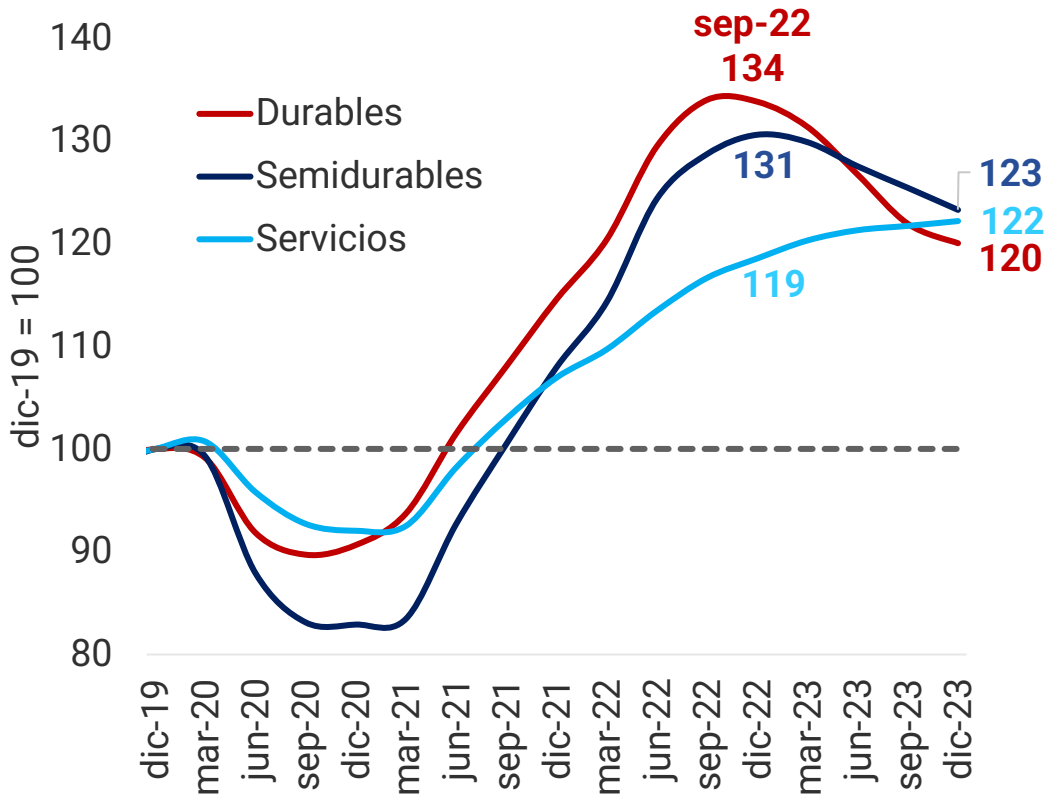


- ✓ La **inversión** moderará su ritmo de contracción, en línea con el mejor desempeño del sector constructor e industrial. Se mantendrá muy por debajo de los niveles prepandemia.
- ✓ La dinámica del **consumo privado** estará limitada por la fuerte carga financiera, las altas tasas de interés y el deterioro del mercado laboral,. Esperamos que la tasa de desempleo nacional sea de 11,0% en 2024, desde 10,2% en 2023.
- ✓ Anticipamos una aceleración en el crecimiento del **gasto del gobierno** a 3,4%, aunque con una alta incertidumbre sobre la capacidad de ejecución presupuestal.
- ✓ Las **exportaciones** registrarían un crecimiento moderado, en línea con la estabilidad de los precios internacionales de las materias primas de exportación y un aterrizaje suave de la economía global.
- ✓ Las **importaciones** mantendrán un desempeño débil, consistente con la dinámica de la demanda interna.

Fuente: DANE. Cálculos y proyecciones: Corficolombiana.

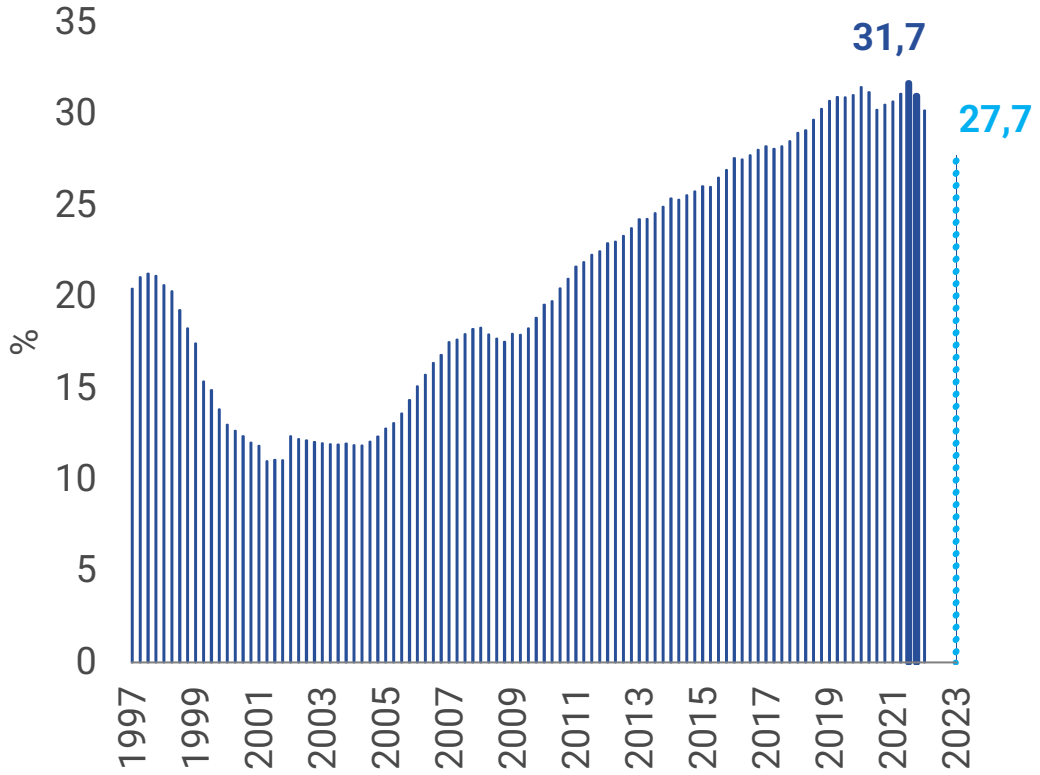
Los hogares ajustaron su consumo, más de bienes que de servicios, en un contexto de alta carga financiera

Consumo de bienes y servicios



Carga financiera hogares

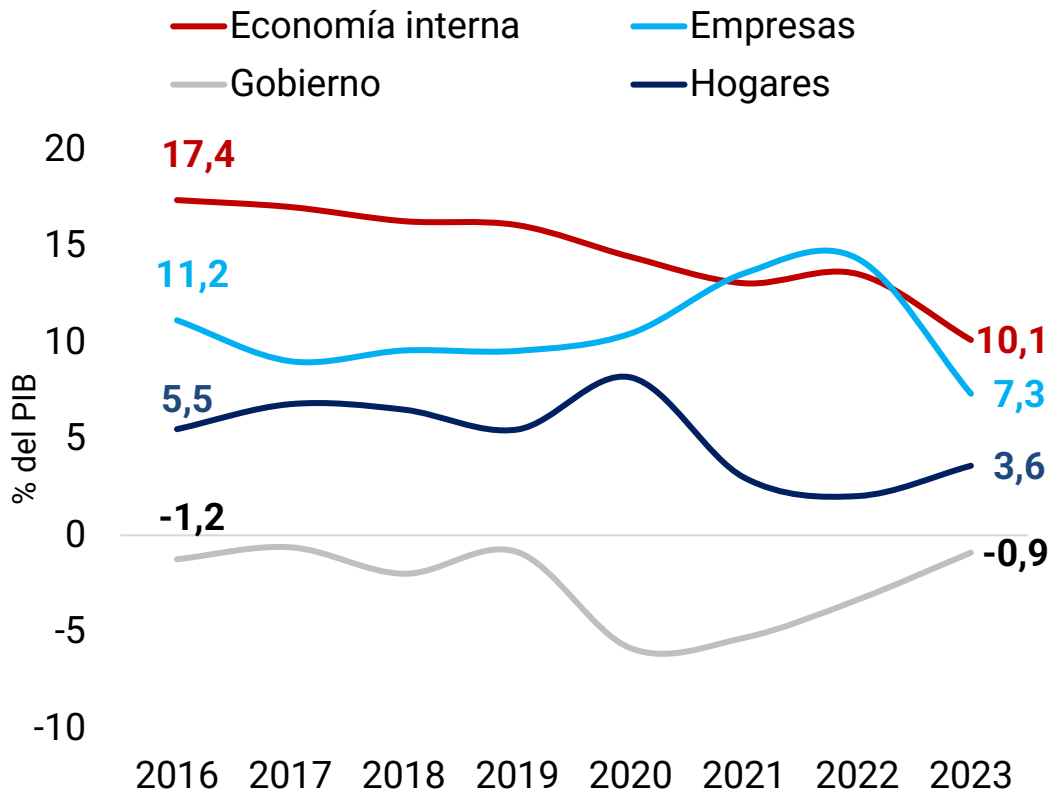
(deuda/ingreso disponible)



Fuente: DANE y BanRep. Elaboración Corficolombiana.

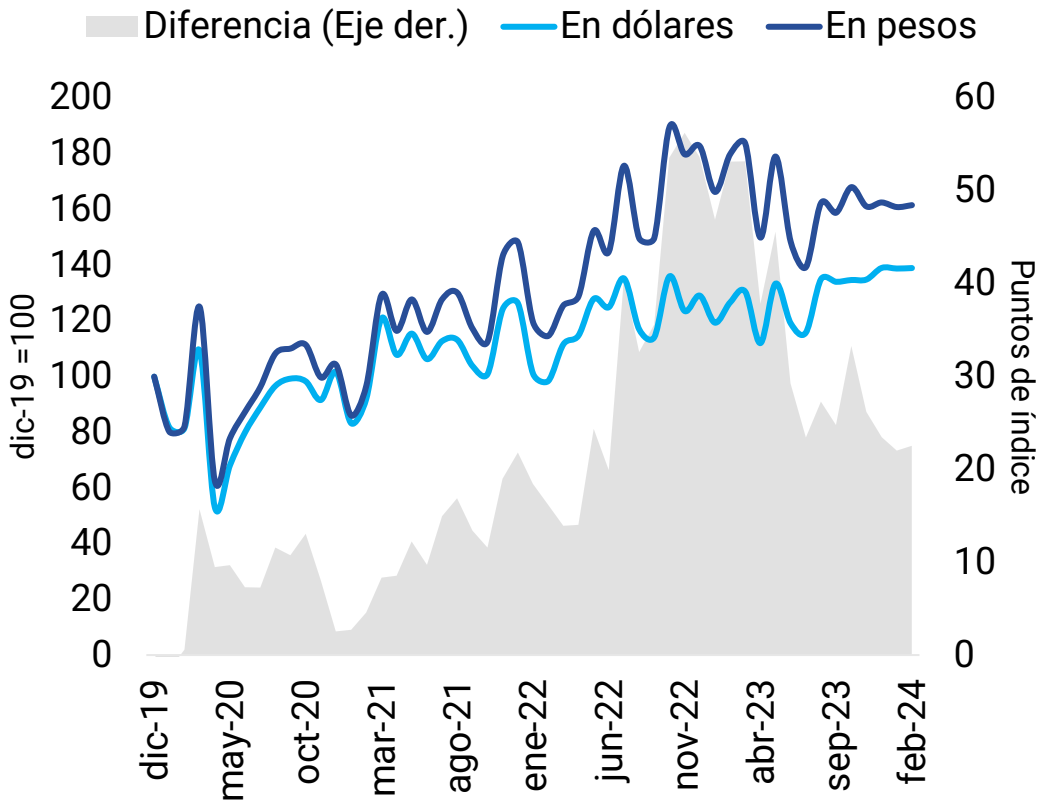
El ahorro bruto de los hogares se mantiene en niveles inferiores a prepandemia. La apreciación del peso ha moderado el flujo de remesas en moneda local

Ahorro bruto de la economía interna



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

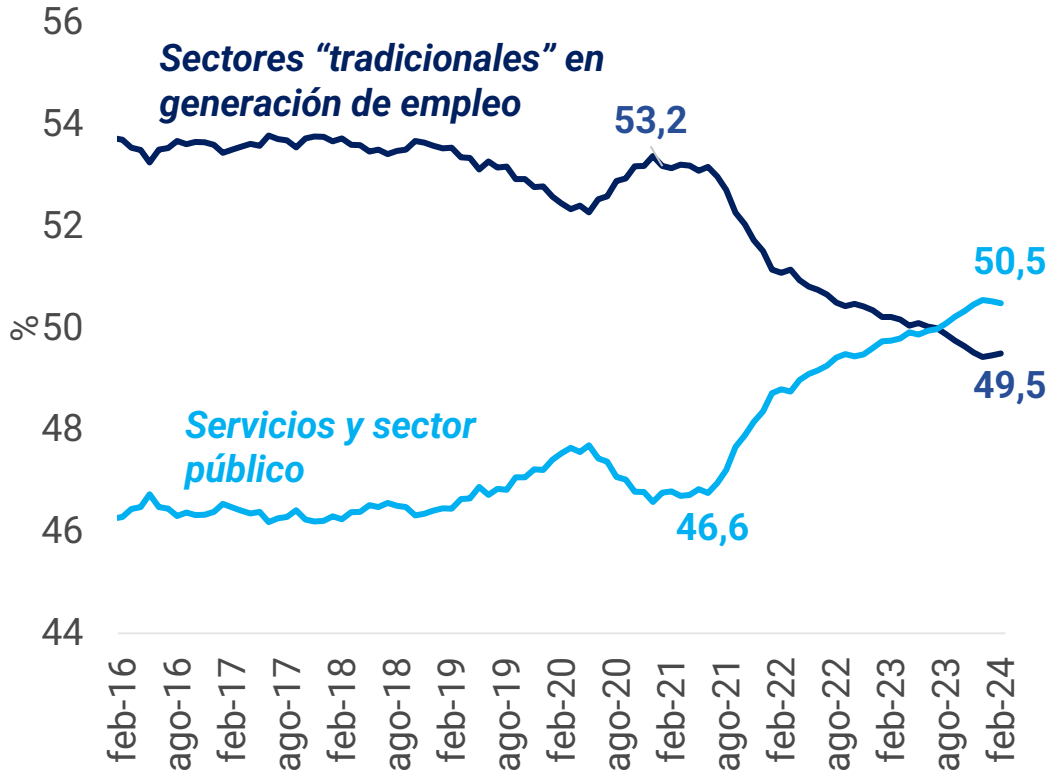
Evolución de remesas a Colombia



Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.

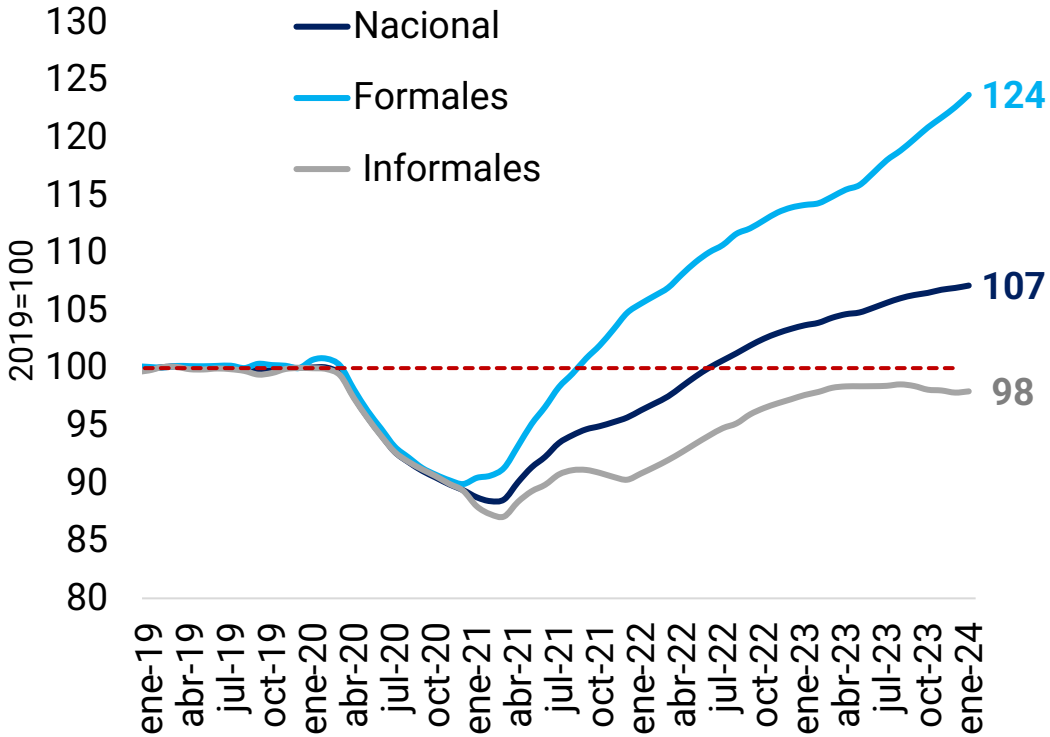
Los ingresos de los hogares estuvieron soportados en la fortaleza del mercado laboral, gracias a una recomposición sectorial del empleo a favor de la formalidad

Participación en el total de ocupados



Fuente: DANE y Corficolombiana. *Tradicionales: Comercio, agro, industria y construcción **Servicios: Actividades profesionales, entretenimiento, transporte, restaurantes y hoteles, otros.

Empleo formal e informal en niveles (año móvil)

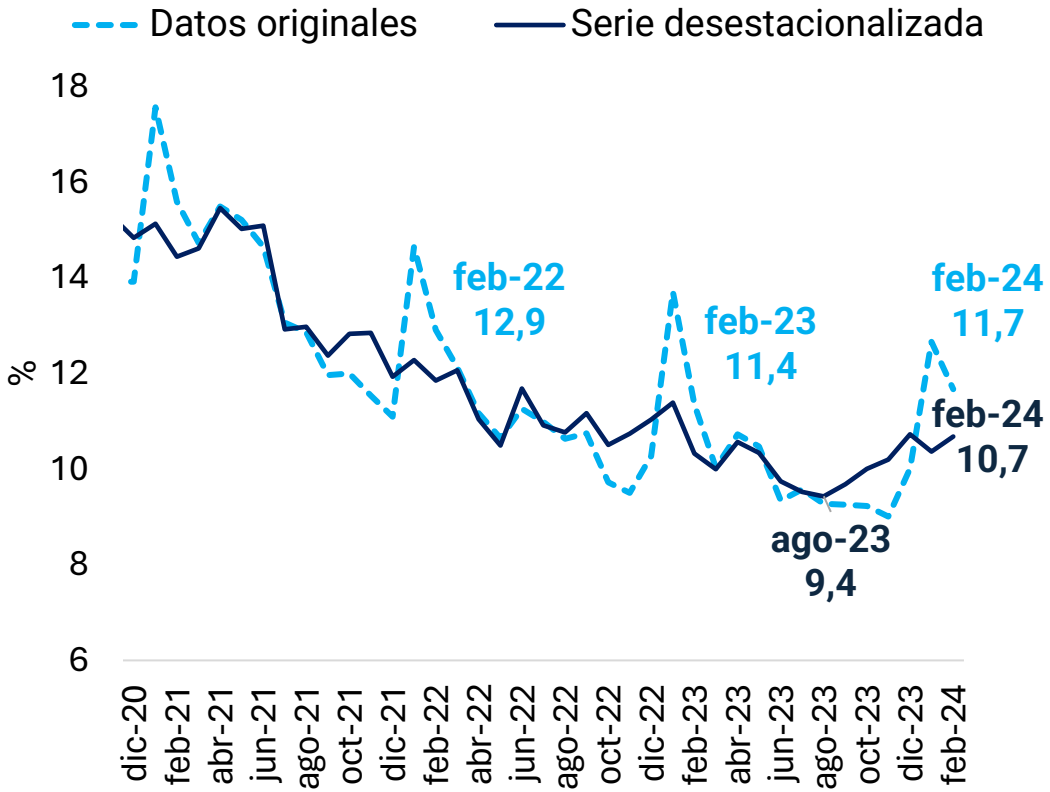


Fuente: GEIH - DANE. Corficolombiana.

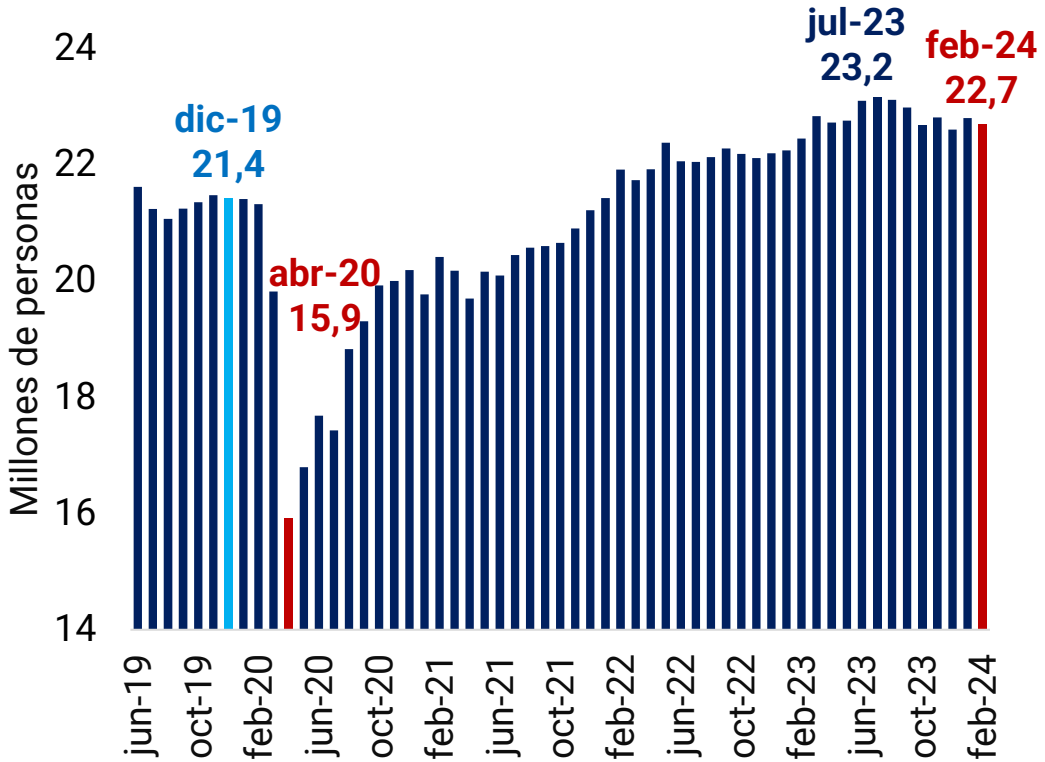
corfi colombiana | Investigaciones Económicas

Sin embargo, el empleo viene deteriorándose desde mediados de 2023, reaccionando con rezago al estancamiento de la economía

Tasa de desempleo desestacionalizada



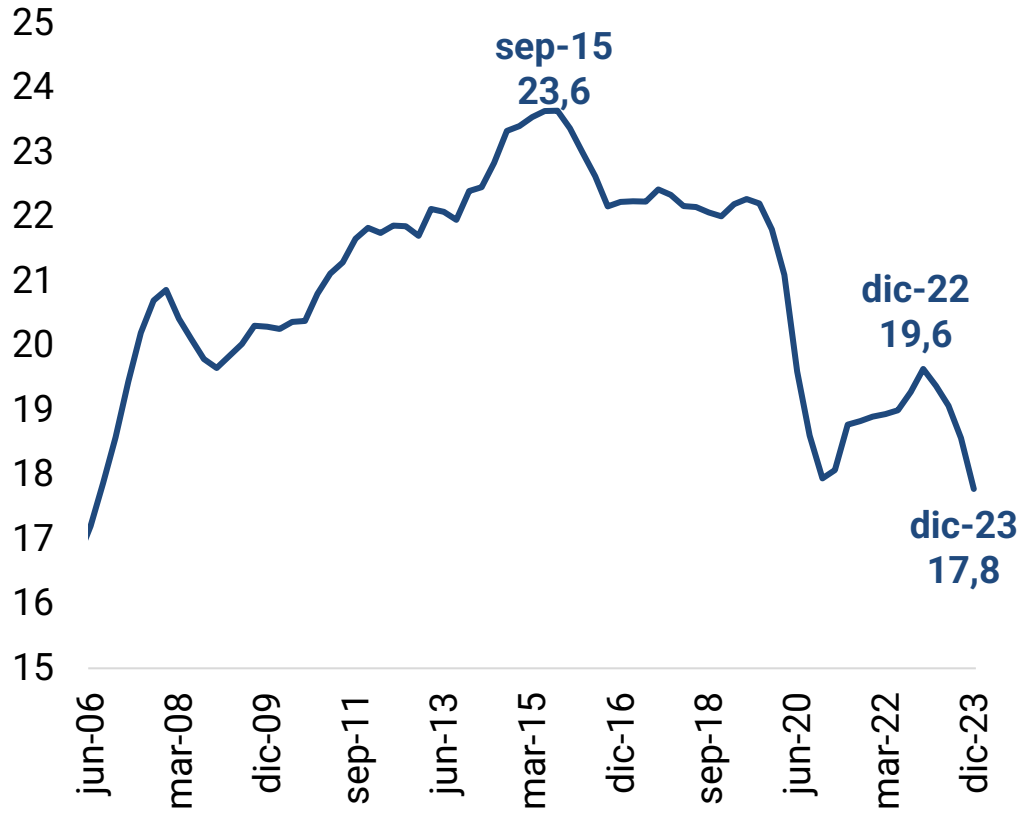
Ocupados, serie desestacionalizada



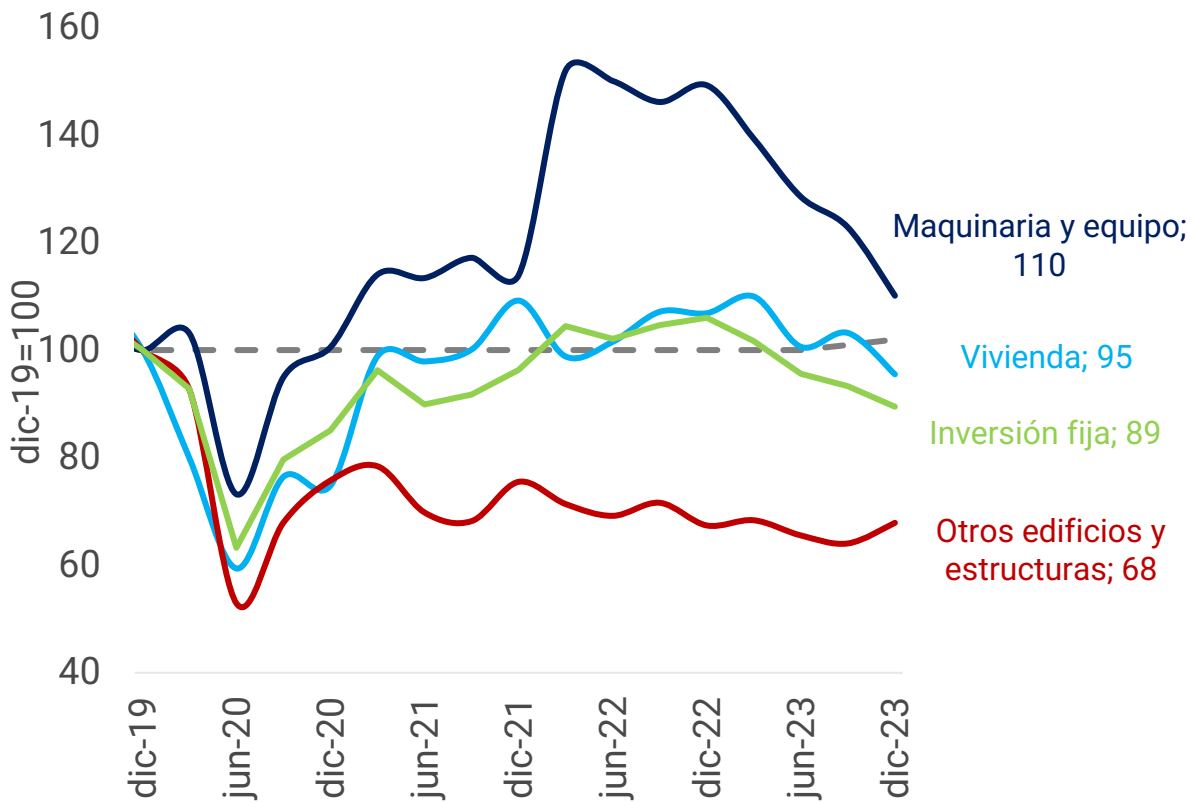
Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

La inversión no levanta cabeza en un contexto de altas tasas de interés, elevada carga tributaria e incertidumbre regulatoria

Tasa de inversión* (% del PIB)



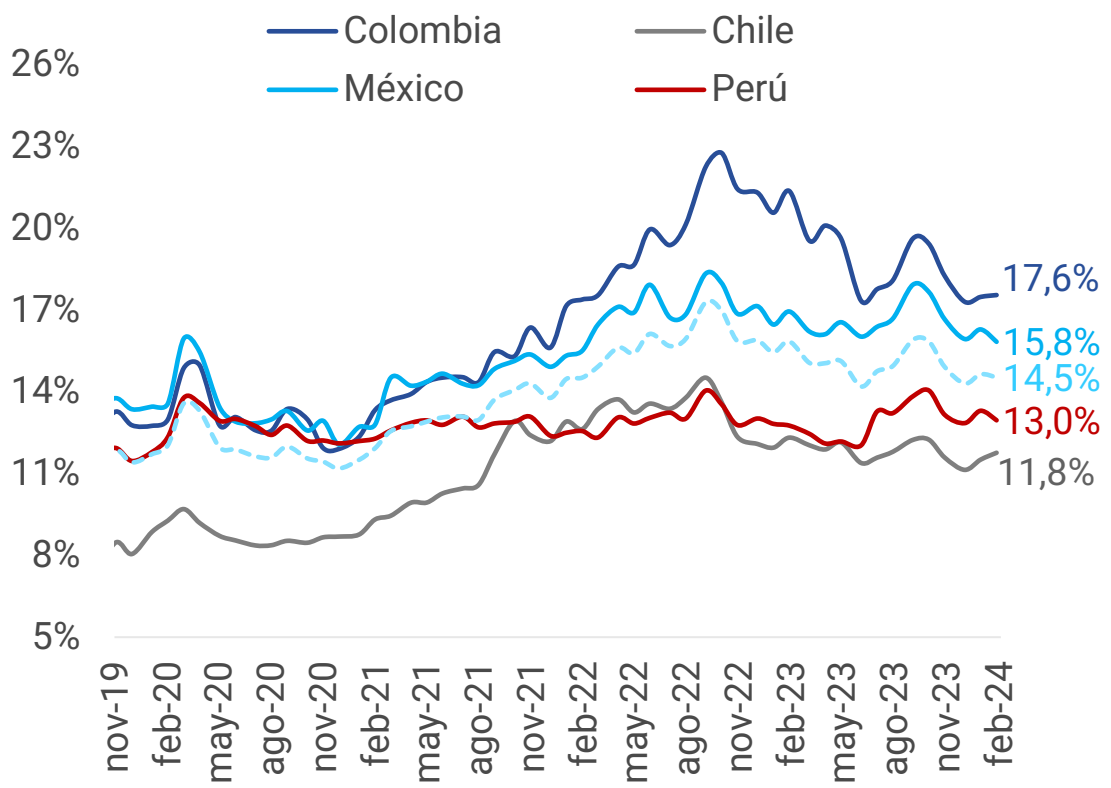
Inversión por componentes



Fuente: DANE. Cálculos de Corficolombiana.
*Formación bruta de capital fijo, año móvil.

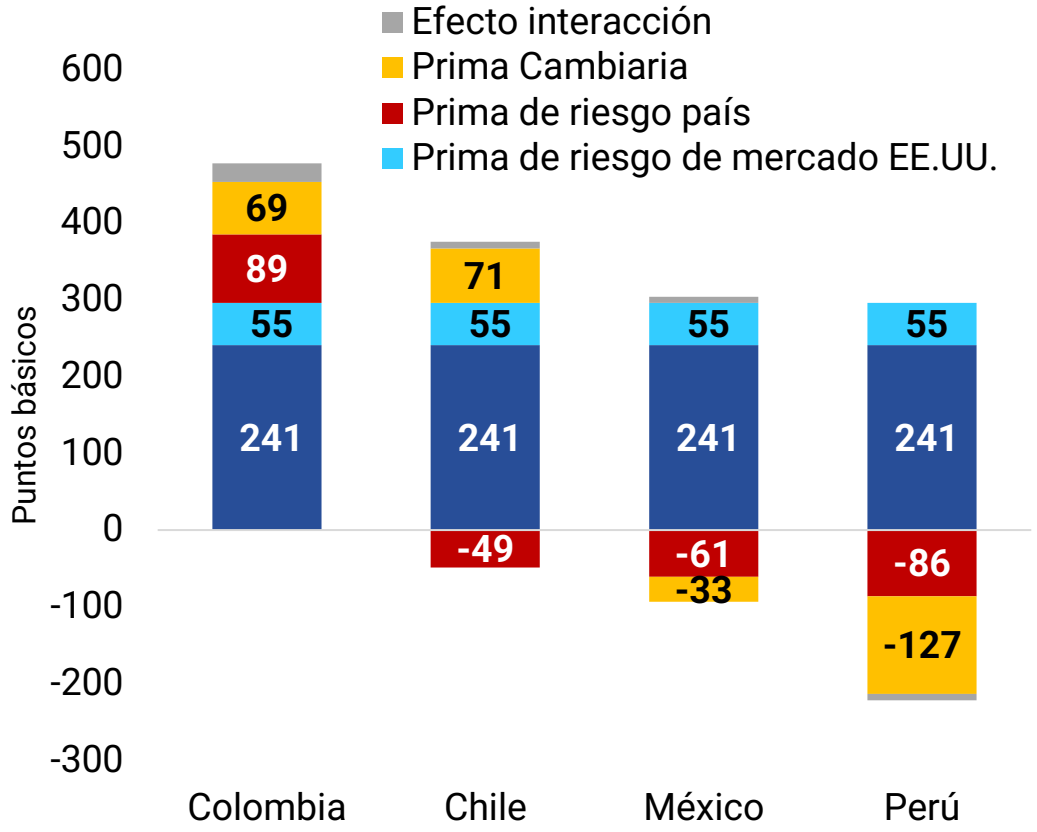
El costo del capital se redujo en 2023, pero sigue siendo más elevado que en países pares de LatAm

Rentabilidad Esperada del Capital Propio en Moneda Local (Ke)



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana con corte a 23/02/2024

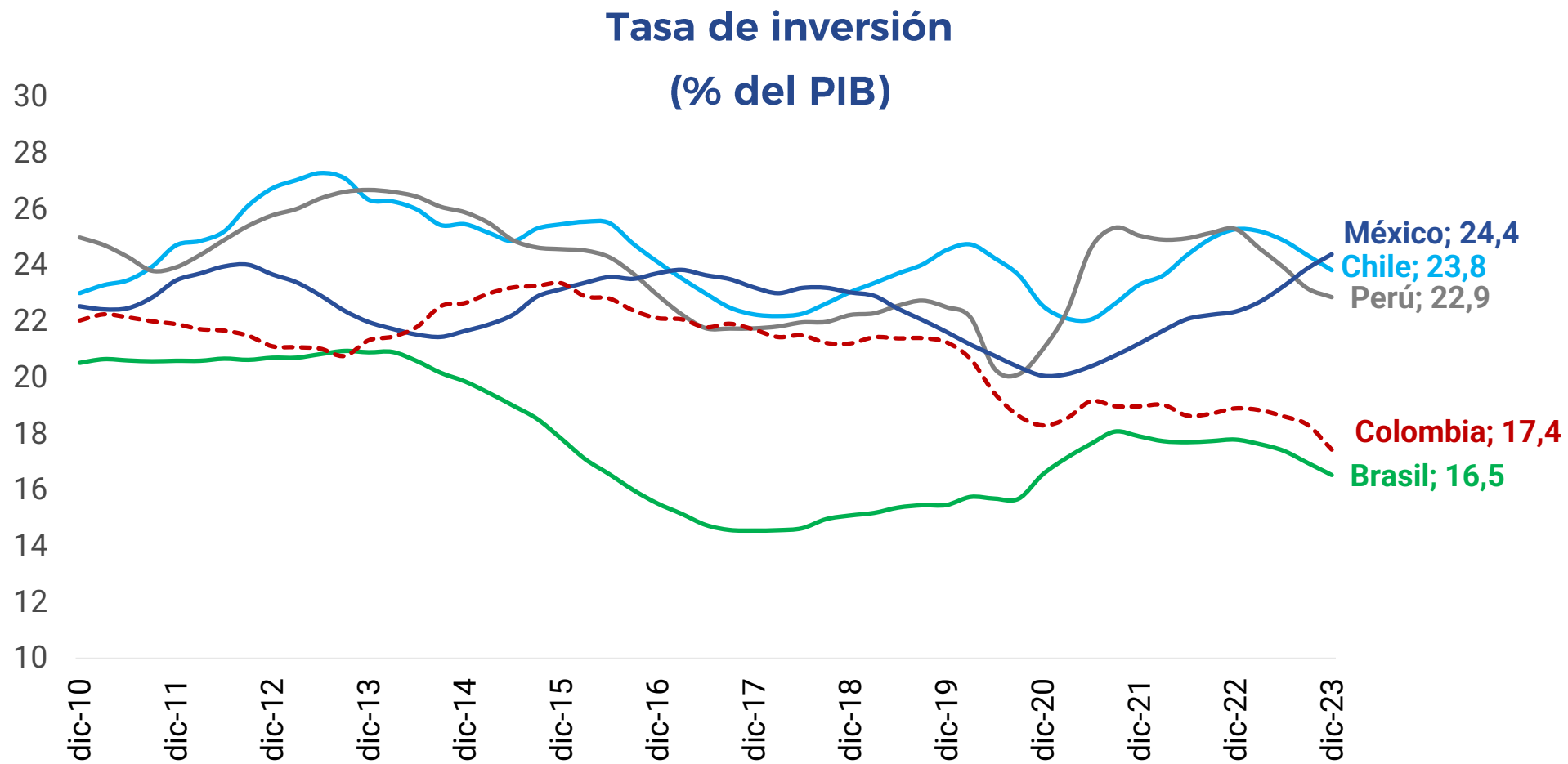
Variación de los componentes del Ke Febrero 2024 vs diciembre 2019



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana con corte a 23/02/2024. El efecto interacción es el resultado de componer tasas. * La fórmula de la rentabilidad esperada en moneda local es ((1 + Ke USD) x (1 + Prima Cambiaria)) - 1

corfi colombiana | Investigaciones Económicas

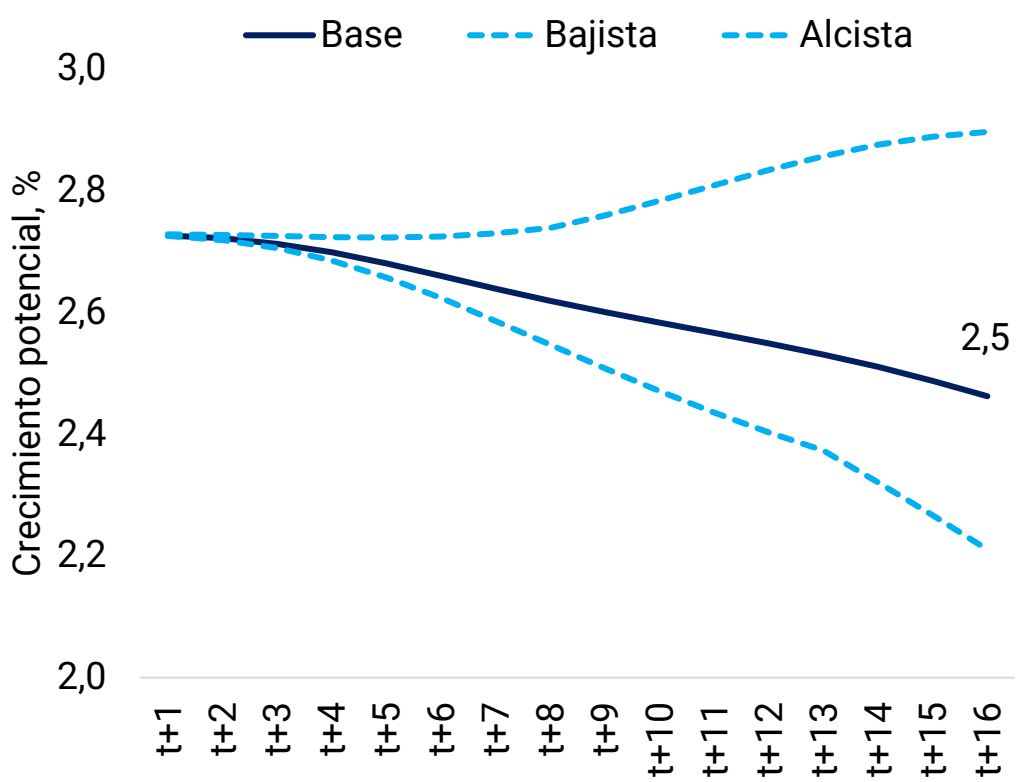
La tasa de inversión en Colombia es una de las más bajas entre sus pares de la región



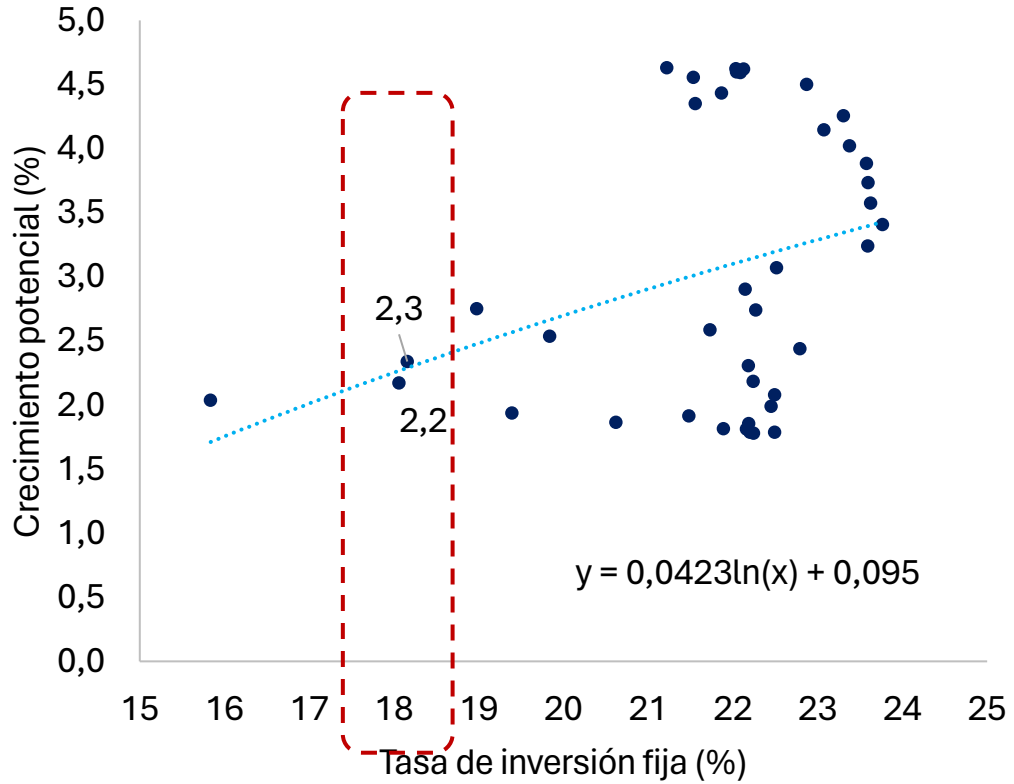
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.
Formación bruta de capital fijo. *Comparativo corresponde al cuarto trimestre.

La tasa de inversión actual es consistente con un crecimiento potencial entre 2,2% y 2,5%

Crecimiento potencial consistente con la caída en inversión



Tasa de inversión fija y crecimiento potencial



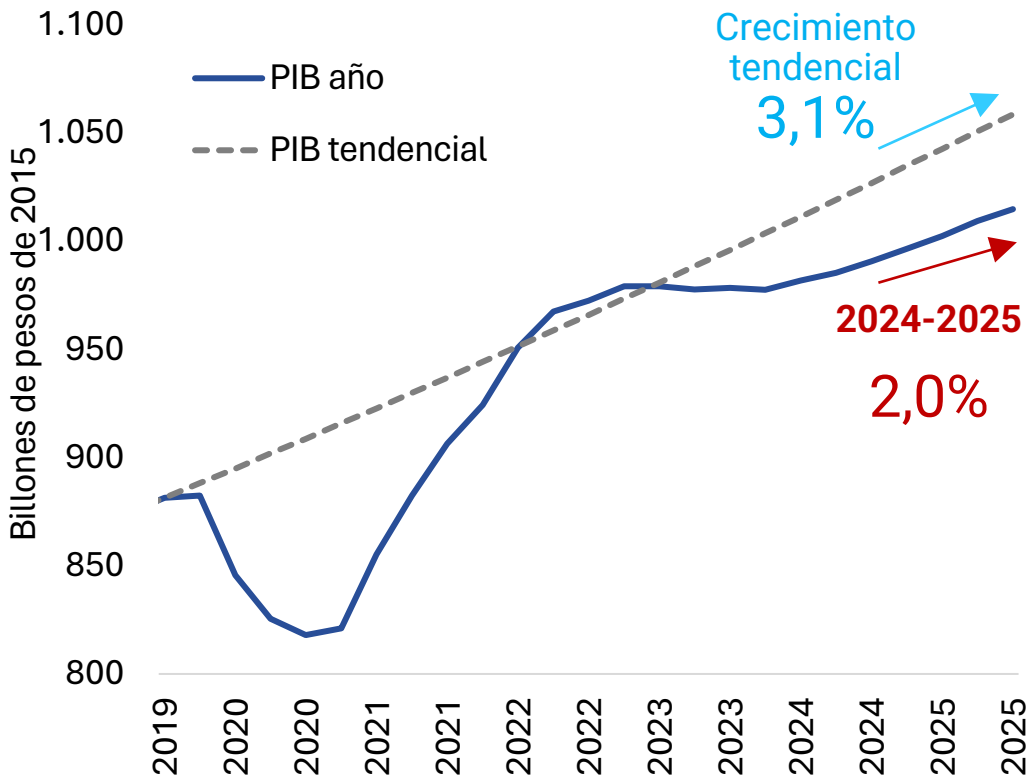
Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

*Estimado a partir de un modelo VAR de crecimiento potencial y tasa de inversión fija. Los cálculos dan cuenta de la caída en el crecimiento potencial que es consistente con el retroceso de la tasa de inversión del 20,6% al 17,8%.

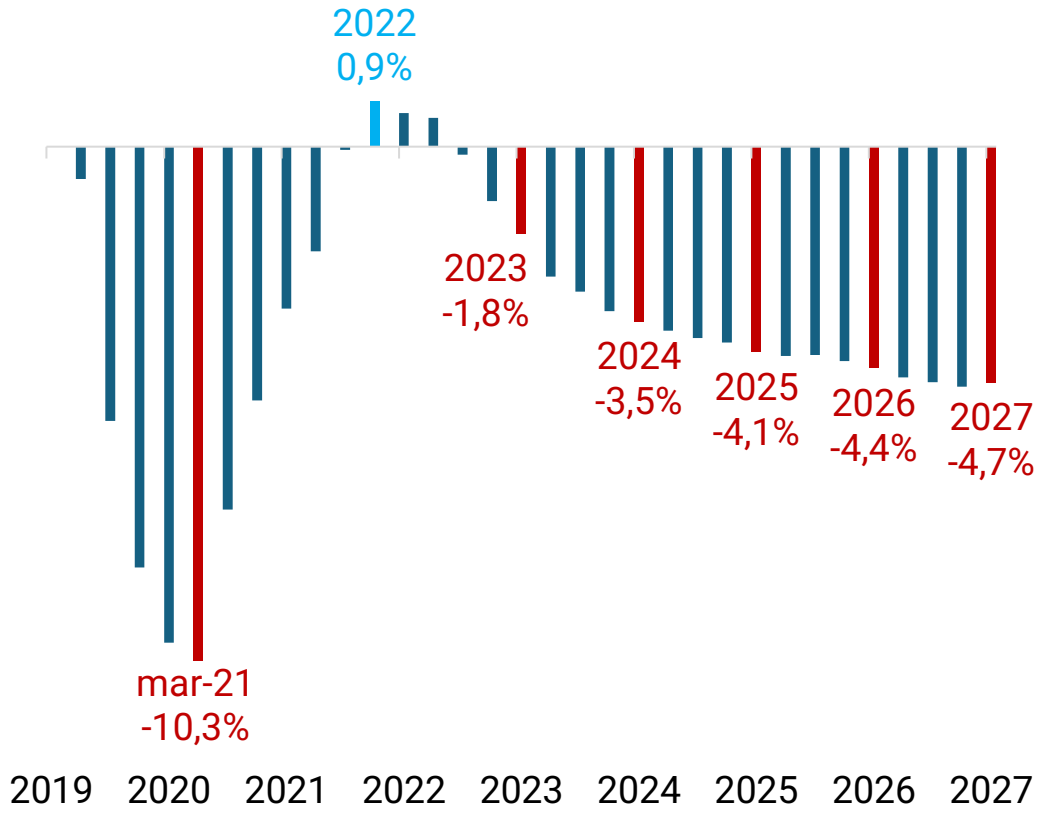
La economía colombiana enfrenta el riesgo de crecer en los próximos años a tasas muy inferiores a las que crecía antes de la pandemia

PIB a precios constantes

Observado y proyectado vs tendencia prepandemia



Brecha vs tendencia pre-pandemia



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana

La pérdida de crecimiento potencial de Colombia contrasta con las condiciones favorables internacionales para LatAm. ¿Nos está dejando el tren?

Crecimiento del PIB (%)*

	Prepandemia (A)	Pandemia	Recuperación de la pandemia	Ajuste	Proyecciones a 2028 (B)	Cambio en crecimiento en puntos porcentuales (B) - (A)
	2010 - 2019	2020	2021 - 2022	2023 - 2024	2025 - 2028	
Estados Unidos	2,3	-2,8	4,0	1,8	2,0	-0,2
Zona euro	1,4	-6,1	4,5	0,9	1,6	0,2
Países Emergentes	5,0	-1,8	5,5	4,0	4,0	-1,0
China	7,7	2,2	5,7	4,6	3,8	-3,9
Asia emergente	7,0	-0,5	6,0	5,0	4,7	-2,3
LatAm y el Caribe	**1,9**	**-7,0**	**5,7**	**2,3**	**2,5**	**0,5**
Brasil**	1,4	-3,3	3,9	2,2	2,0	0,7
Chile**	3,3	-6,1	7,0	1,0	2,5	-0,8
Colombia*	**3,7**	**-7,3**	**9,1**	**1,0**	**2,3**	-1,4
México**	2,3	-8,7	4,9	2,7	2,2	-0,1
Perú**	4,5	-11,0	7,9	0,8	3,0	-1,5

Fuente: FMI (WEO ene-24).
*Tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR).
**Proyecciones de LatinFocus para LatAm y de Corficolombiana para Colombia

CONTENIDO

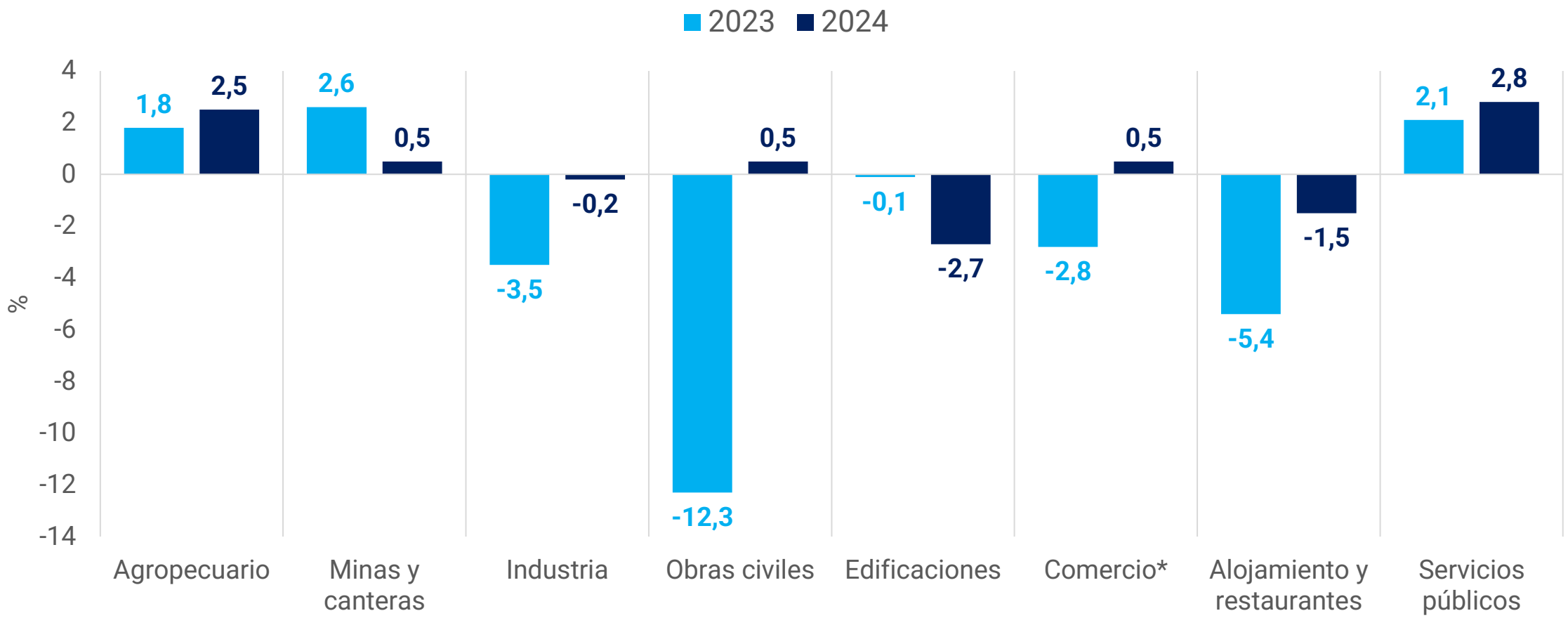
Mensajes principales

I. Contexto externo
II. Actividad económica local
III. Actividad sectorial
IV. Inflación y política monetaria
V. Cuentas fiscales y mercado de deuda
VI. Cuentas externas y tasa de cambio

Resumen de proyecciones

En 2024, prevemos un mejor comportamiento en los sectores agropecuario, obras civiles, comercio, y energía, gas y agua

Proyecciones de crecimiento del PIB por sectores



Cálculos Corficolombiana. *Incluye mayorista y minorista.

corfi colombiana | Investigaciones Económicas

Perspectivas de crecimiento sectorial 2024 y riesgos asociados

Obras civiles

- En 2024 esperamos una leve recuperación originada por:
  - El inicio de la construcción de cinco obras carreteras y un proyecto fluvial de las concesiones 5G (CAPEX de 0,9 billones de pesos).
  - Ejecución prevista de vías terciarias por parte del Gobierno Nacional (2,0 billones de pesos).
  - El CAPEX previsto por ejecutar en 2024 de la Primera Línea del Metro de Bogotá (1,6 billones de pesos) y del Metro de Medellín (0,5 billones de pesos).
- Persisten los riesgos por incumplimiento del cronograma de ejecución de los proyectos, mayor presión de costos y tasas más elevadas de lo anticipado.

Edificaciones

- La fuerte caída en ventas de vivienda nueva, lanzamientos e iniciaciones en 2023 tendrán un efecto adverso sobre el área causada en 2024.
- Las tasas de interés altas seguirán presionando a la baja la demanda de los hogares. Sin embargo, se espera que una moderación hacia finales del año permita una leve recuperación en el sector.
- Los cambios en la focalización de los subsidios de Mi Casa Ya están interiorizados y no se esperan cambios adicionales en los próximos meses.
- Una reducción las tasas de interés hipotecarias más lenta de lo esperado limitaría la recuperación en la dinámica comercial del sector y así menores incentivos a impulsar iniciaciones.

Perspectivas de crecimiento sectorial 2024 y riesgos asociados

Agropecuario

- Esperamos una aceleración para 2024, aun con la presencia del Fenómeno de El Niño:
- El sector ha tenido una tendencia de recuperación y fortalecimiento significativa.
- Las condiciones climáticas que se van moderando en lo corrido del año y la continuación de la moderación de los costos de los insumos juegan en favor del sector.
- La producción agrícola, cafetera y ganadera registrarán crecimientos positivos.
- Entre los principales riesgos se encuentran i) un Niño más intenso y/o duradero de lo esperado, ii) incrementos inesperados de los costos de producción a nivel internacional por temas geopolíticos y/o climáticos y iii) la posibilidad de un fenómeno de La Niña que pueda anticiparse y ser más intenso.

Minas y canteras

- Los precios internacionales entre 80 y 85 dólares por barril mantendrán la producción cerca de los 780 mil barriles día, similar al cierre de 2023.
- La dinámica de nuevos campos (vigentes desde 2017) seguiría liderando la incipiente recuperación de la producción de crudo nacional
- La producción de carbón continuará en terreno positivo en línea con unos precios del carbón que se mantienen por encima de su promedio pre-pandemia.
- La importación de gas cobrará mayor relevancia en un entorno donde el local continúa disminuyendo.
- Persisten riesgos a la baja ante la reducción en el número de taladros en operación y las situaciones de orden público, como la observada en febrero en el campo Rubiales.

Perspectivas de crecimiento sectorial 2024 y riesgos asociados

Alojamiento y restaurantes

- Para 2024 nuevamente esperamos que el sector presente una leve contracción ante:
  - Un deterioro del mercado laboral.
  - El efecto rezagado de la política monetaria.
  - Una tasa de cambio con una tendencia de depreciación, en especial en el segundo semestre del año, que podrá tener un efecto sobre la atracción de viajeros internacionales al país.
  - Efecto base: Aún con tasas de crecimiento trimestrales positivas similares al promedio histórico, el sector no registrará una expansión este año.
- Entre los principales riesgos a la baja se encuentran presiones inflacionarias más persistentes de lo esperado y una reducción más lenta de tasas de interés.

Energía, gas y agua

- El cierre de 2023 sorprendió por el buen comportamiento del subsector de energía, acelerando la dinámica del sector.
- La demanda de energía continúa con su tendencia al alza, a pesar del bajo crecimiento de la demanda no regulada por el menor avance del sector industrial.
- A pesar del recrudecimiento del Fenómeno de El Niño, la buena dinámica de la generación de energía ha sido soportada por generación térmica.
- Riesgos a la baja ante la disminución en el nivel de los embalses a mínimos históricos que, de seguir con su tendencia, tendría duras implicaciones sobre los precios en bolsa y posibles racionamientos.

Perspectivas de crecimiento sectorial 2024 y riesgos asociados

Industria

- Para el 2024 esperamos que la estabilización del gasto de los hogares aporte a la producción real de alimentos y bebidas.
- Por el lado de metalúrgicos, la contracción que esperamos para el sector de construcción explique la contracción de este subsector.
  - El estancamiento en la producción de crudo explica el comportamiento que esperamos para el subsector de combustibles y productos químicos.
- Entre los principales riesgos a la baja se encuentran presiones inflacionarias más persistentes de lo esperado y una reducción más lenta de tasas de interés.

Comercio

- Para el 2024 esperamos que la mejora en la confianza del consumidor, la mejora del gasto de los hogares y la desaceleración de la inflación, soporte un crecimiento moderado de las ventas reales de vehículos.
- Por el lado de artículos domésticos y prendas de vestir, y maquinaria y equipo prevemos un crecimiento positivo debido a la reducción de las tasas de interés.
- En alimentos, anticipamos una recuperación en lo corrido del año acompañada por la estabilización de la inflación de alimentos.

CONTENIDO

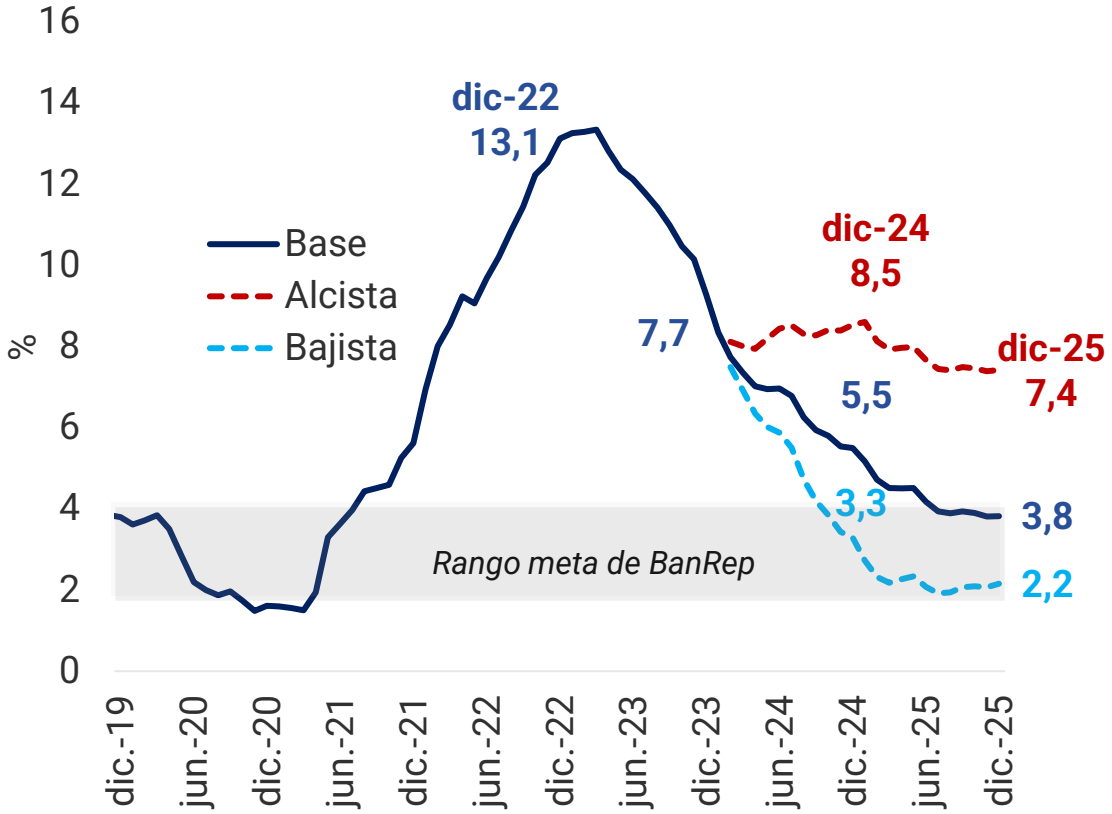
Mensajes principales

I. Contexto externo
II. Actividad económica local
III. Actividad sectorial
IV. Inflación y política monetaria
V. Cuentas fiscales y mercado de deuda
VI. Cuentas externas y tasa de cambio

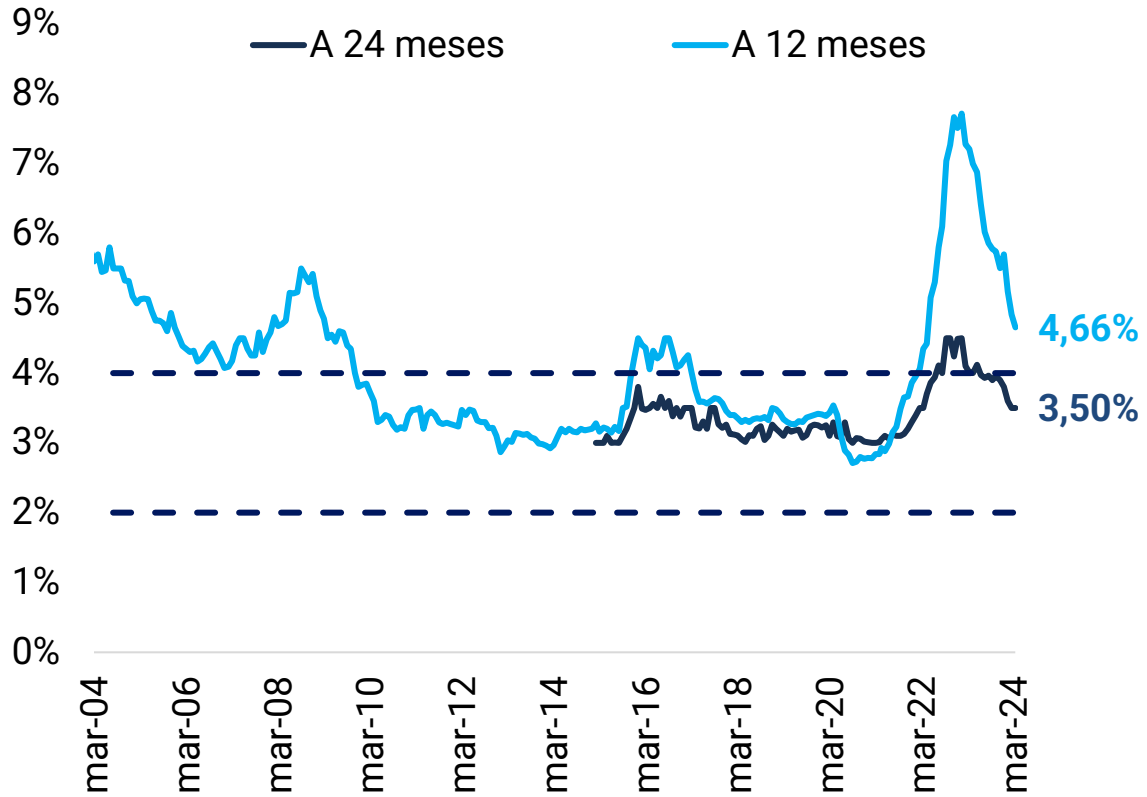
Resumen de proyecciones

Esperamos que la inflación cierre 2024 en 5,5%, por encima del objetivo de BanRep por cuarto año consecutivo. Solo hasta mediados de 2025 la inflación se ubicaría dentro del rango de tolerancia.

Escenarios de inflación



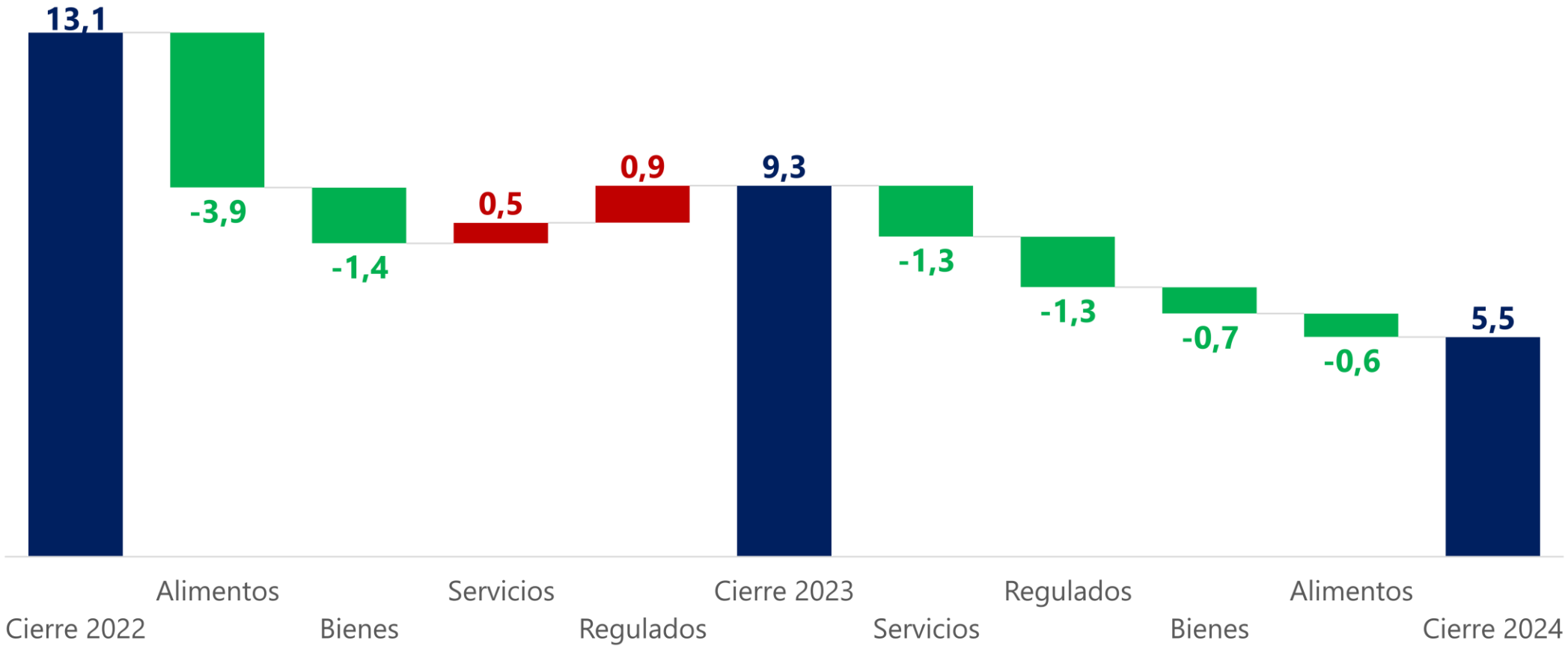
Expectativas de inflación



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Los cuatro grandes rubros del IPC contribuirán al proceso desinflacionario de 2024

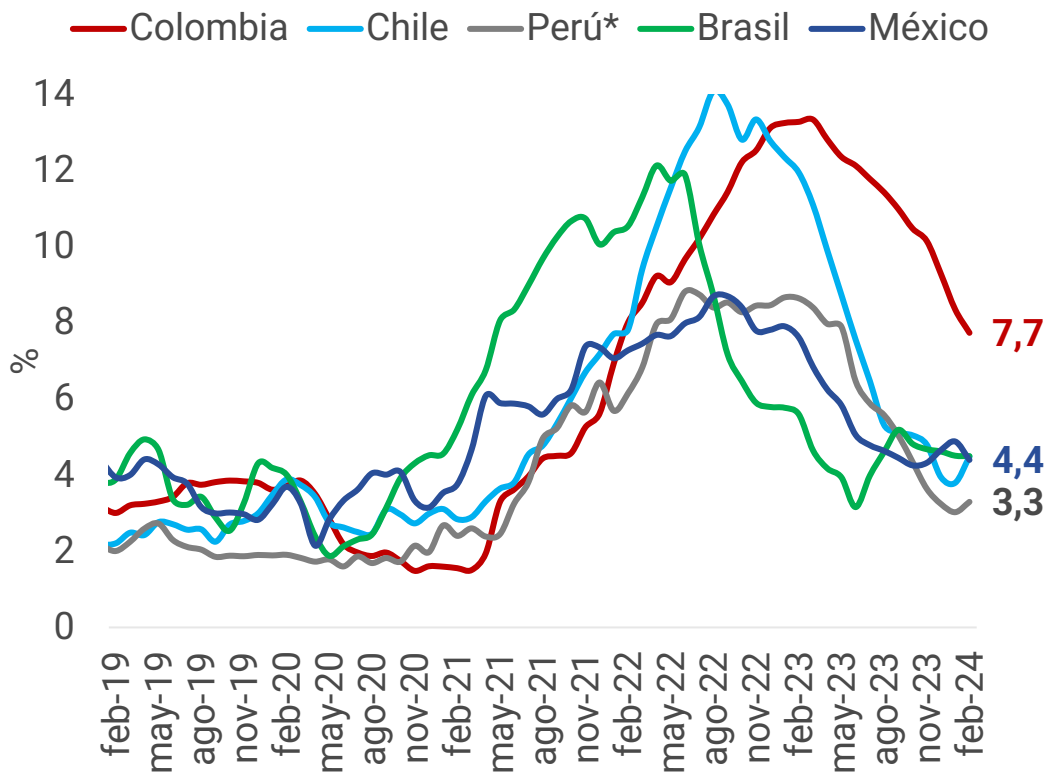
Cambios en la contribución a la inflación anual por componentes



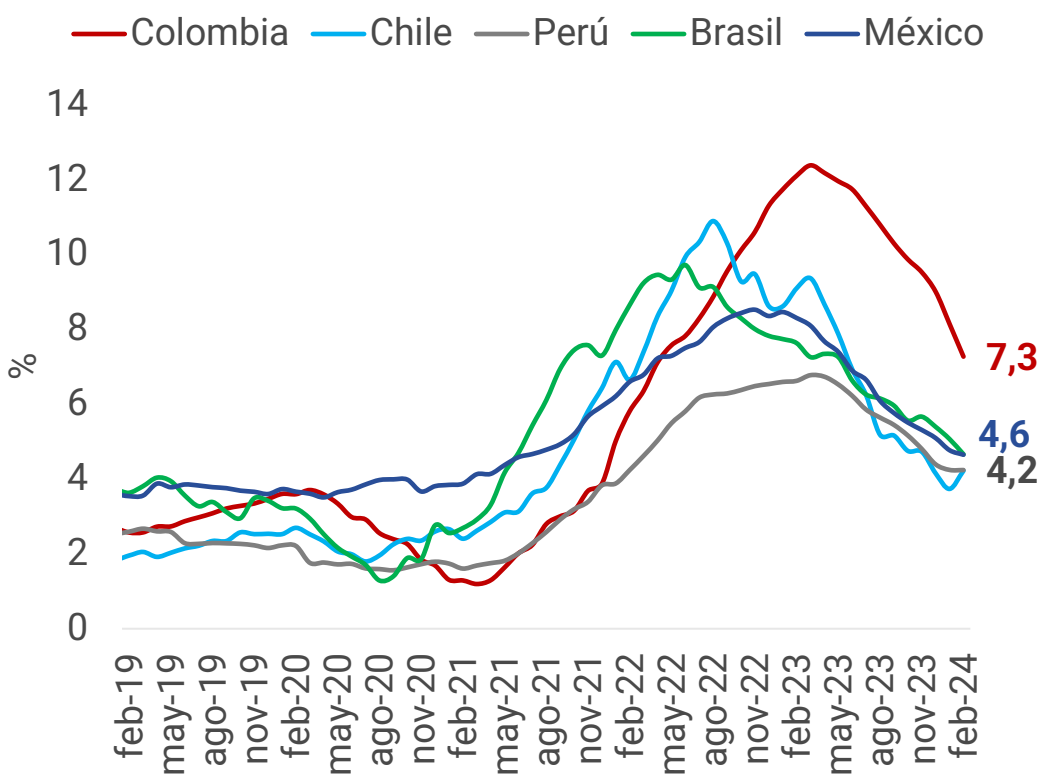
Fuente: DANE. Cálculos y estimaciones: Corficolombiana.

La desinflación en Colombia ha sido más lenta y ha estado rezagada respecto a sus pares en la región

Inflación total en países de LatAm



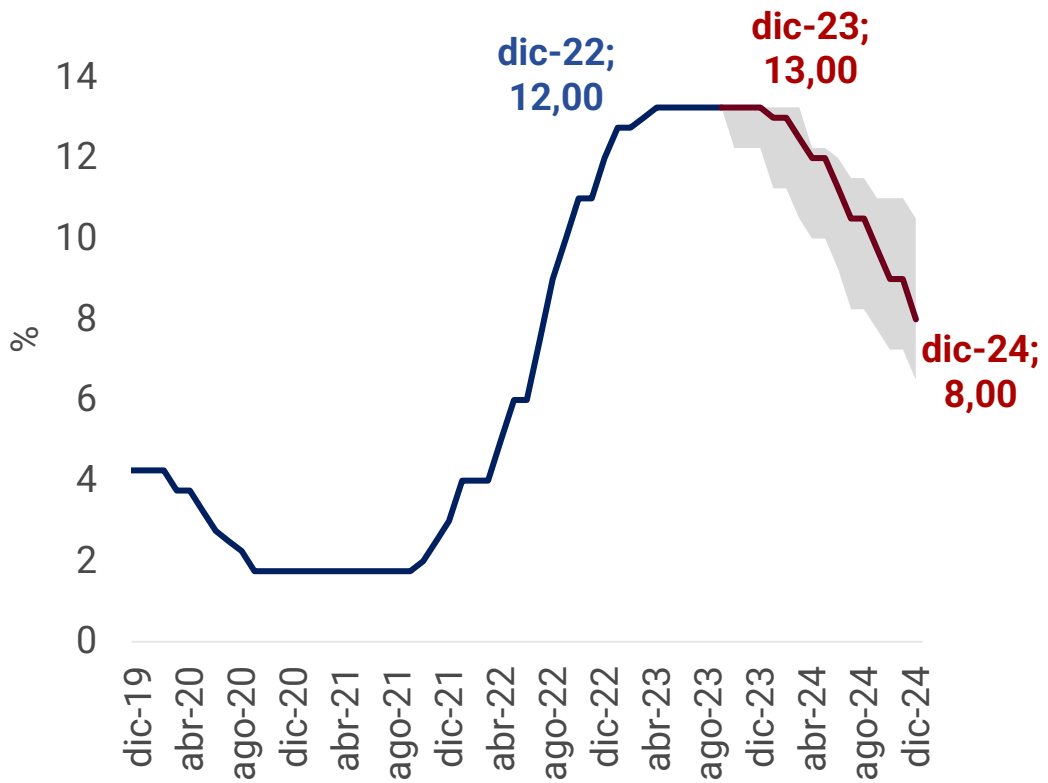
Inflación núcleo en países de LatAm



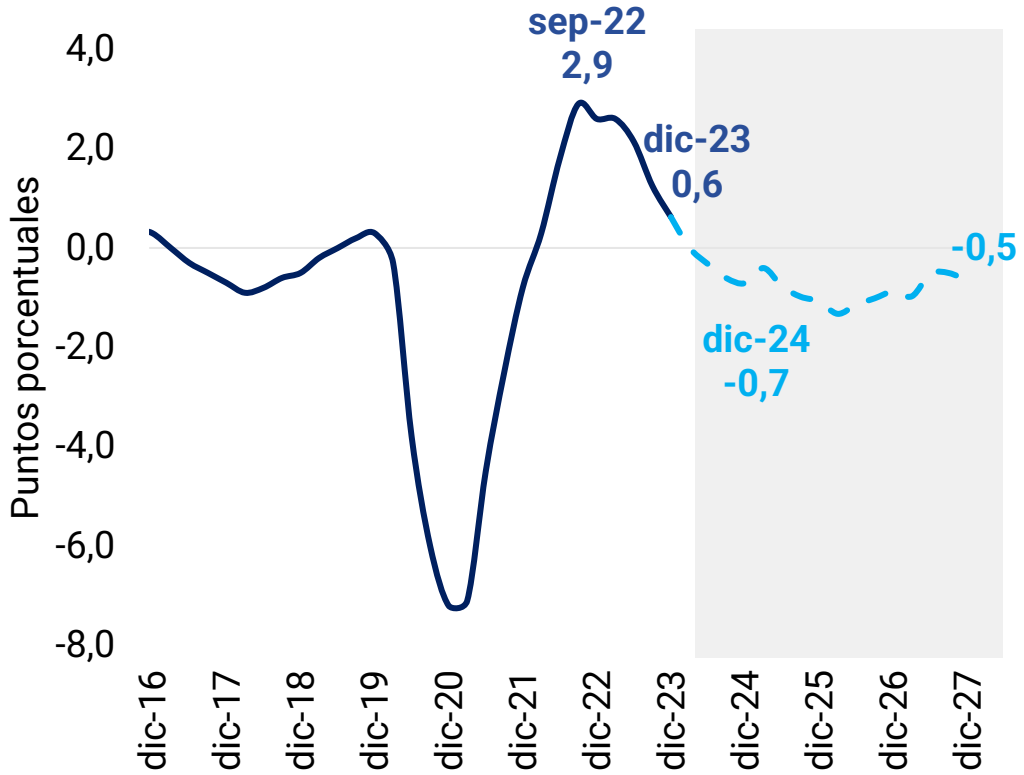
Fuente: Refinitiv Eikon. *Medida de inflación sin alimentos y energía. Para México se refiere a la inflación sin alimentos volátiles y energía.

BanRep mantendrá la cautela en el ritmo de recortes de la tasa de interés hasta el segundo trimestre de 2024. En el segundo semestre podrá acelerarlo, en un contexto de brecha negativa del producto y anclaje de las expectativas

Tasa de política monetaria observada y proyectada



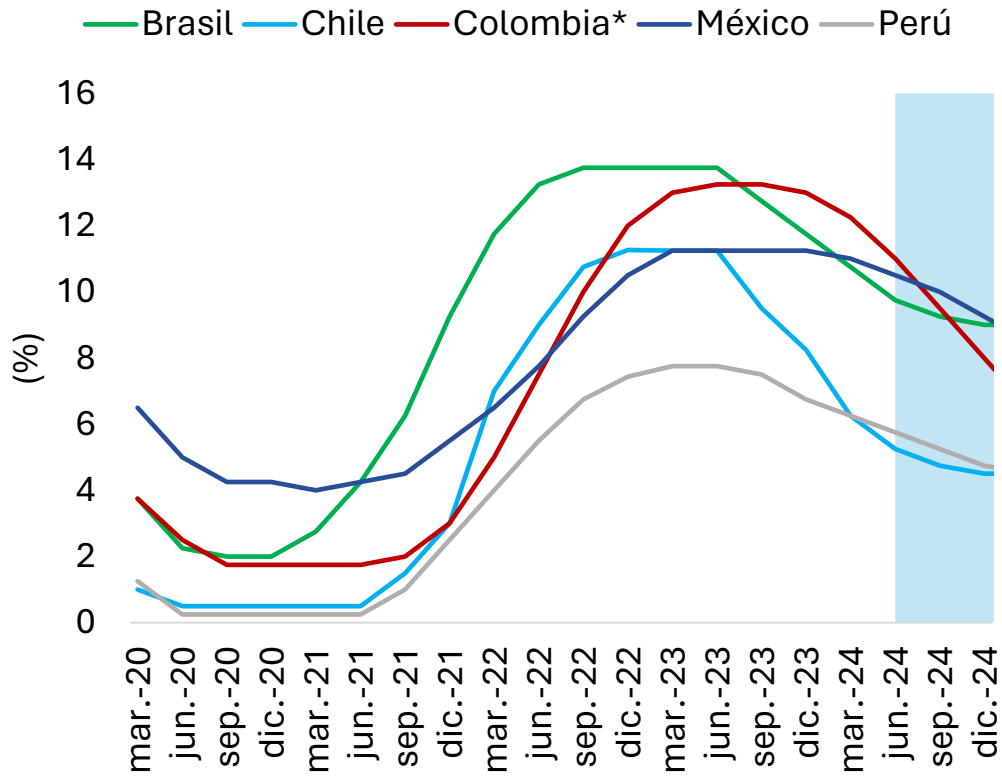
Brecha del producto



Fuente: DANE y BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

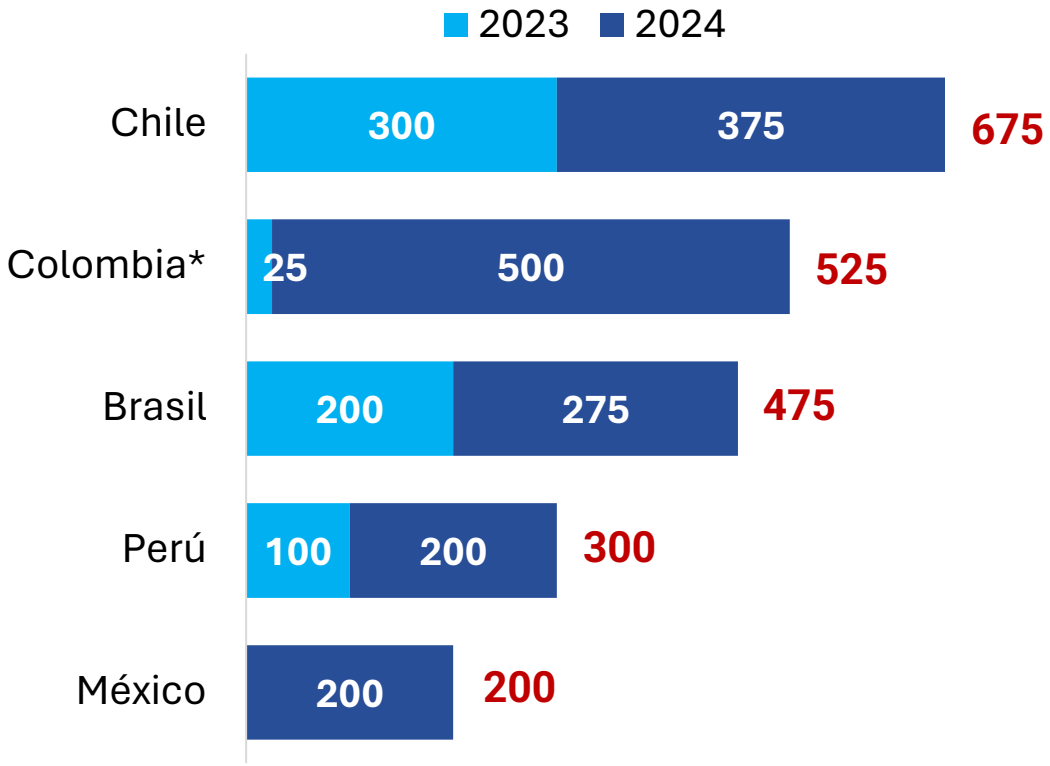
La reducción de tasas en Colombia durante 2024 será de las más altas entre sus pares de LatAm

Tasa de política monetaria observada y proyectada



*Proyección Corficolombiana
Fuente: Refinitiv Eikon, Latin Focus – Edición marzo de 2024

Recortes observados y esperados de la TPM



*Proyecciones Corficolombiana.
Fuente: Refinitiv Eikon, LatinFocus – Edición: marzo 2024.

corfi colombiana | Investigaciones Económicas

CONTENIDO

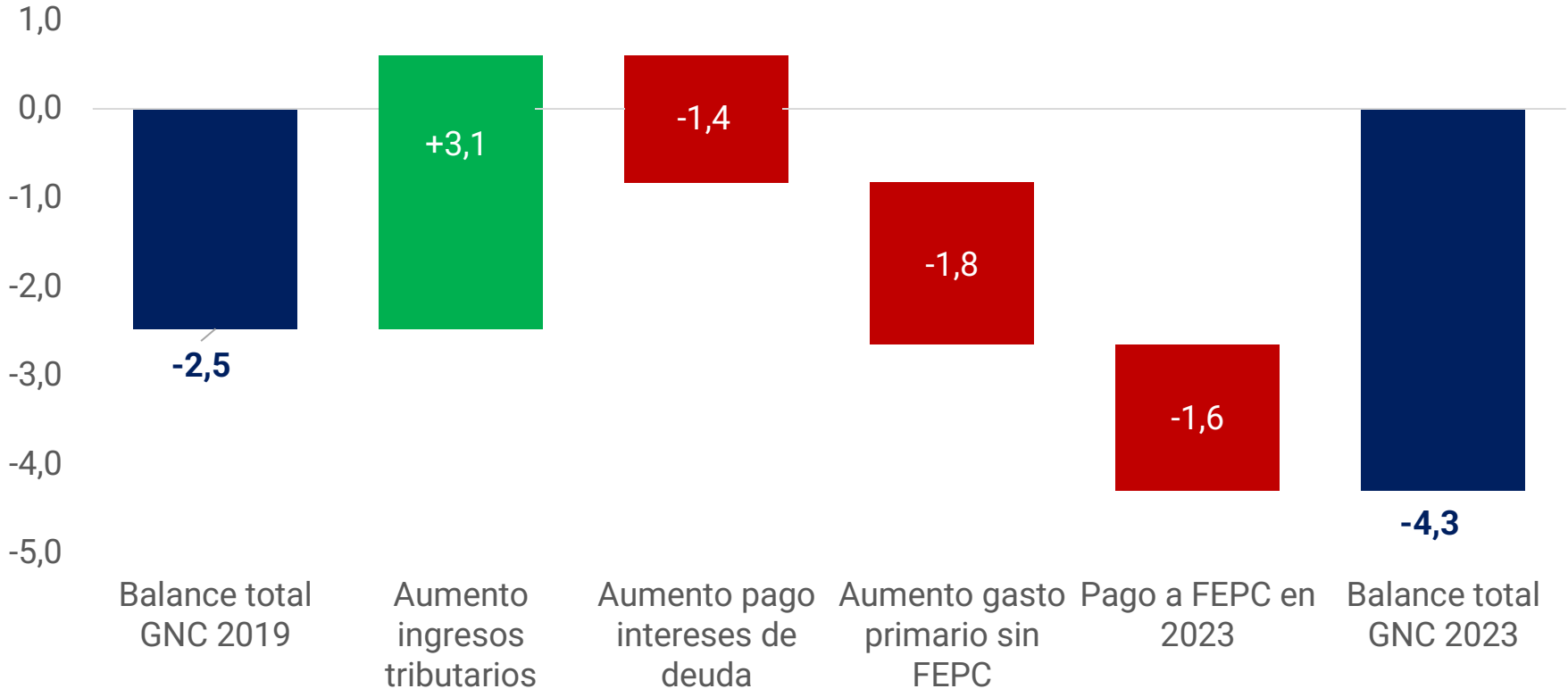
Mensajes principales

I. Contexto externo
II. Actividad económica local
III. Actividad sectorial
IV. Inflación y política monetaria
V. Cuentas fiscales y mercado de deuda
VI. Cuentas externas y tasa de cambio

Resumen de proyecciones

A pesar de que en 2023 se cumplió con la meta del déficit fiscal, el aumento en 3 puntos del PIB en los ingresos tributarios fue insuficiente para ajustar el balance fiscal a niveles prepandemia

Cambio en el balance fiscal GNC entre 2019 y 2023 (% PIB)



Fuente: MinHacienda. Cálculos: Corficolombiana.

Los ajustes del gasto previstos en el Plan Financiero serían insuficientes para cumplir la regla fiscal en 2024. Estimamos que el déficit fiscal sería de 5,6% del PIB, 0,3 p.p por encima de la meta.

Proyección del balance fiscal GNC 2024

	(% del PIB)		
	Plan Financiero	Corfi	Diferencia
Ingresos	**18.5**	**17.8**	**-0.7**
Tributarios	16.8	16.1	-0.7
No tributarios	0.1	0.1	0.0
Fondos especiales	0.2	0.2	0.0
Ingresos de capital	1.4	1.4	0.0
Otros	0.0	0.0	0.0
Gastos	**23.7**	**23.4**	**-0.3**
Intereses	4.3	4.4	0.0
Gasto primario	19.3	19.0	-0.3
FEPC	1.2	1.2	0.0
Balance total	**-5.3**	**-5.6**	**-0.3**
Balance primario	-0.9	-1.2	-0.3

Fuente: Ministerio de Hacienda, Actualización Plan Financiero 2024 (PF 2024). Cálculos: Corficolombiana.
**CARF: Comité Autónomo de la Regla Fiscal*

Ingresos

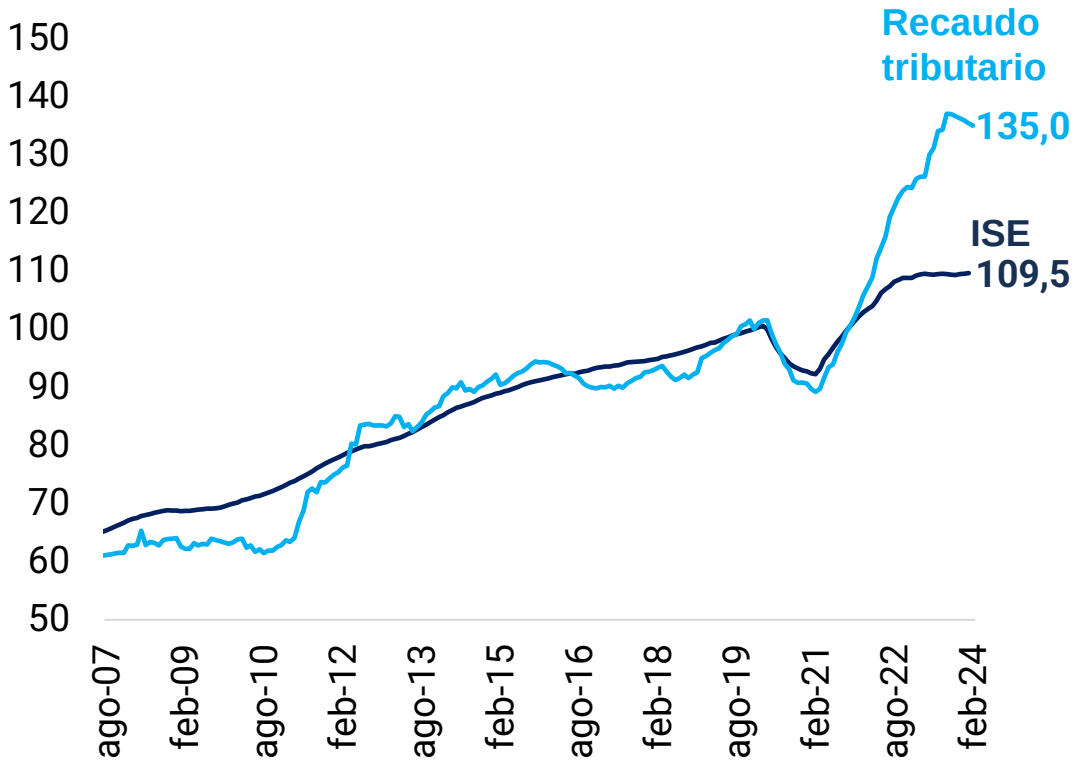
- Ajustamos el total de los ingresos tributarios como efecto de un menor crecimiento esperado frente a lo proyectado por el MinHacienda **(1,5% vs 1,3% Corfi).**
- Debido a la alta incertidumbre que representan los ingresos atribuibles a la mayor eficiencia de la DIAN y lo recaudado por litigios, **esperamos que solo se obtenga un 50% de lo estimado en el PF 2024** (Eficiencia DIAN: $13,8 bn, Litigios $10,3 bn).
- Vale la pena señalar que **el CARF* advirtió que es necesario un ajuste de gasto primario adicional en al menos $10 bn**, debido a que los ingresos por litigios son no estructurales y los cuales están siendo contabilizados en el balance total.

Gastos

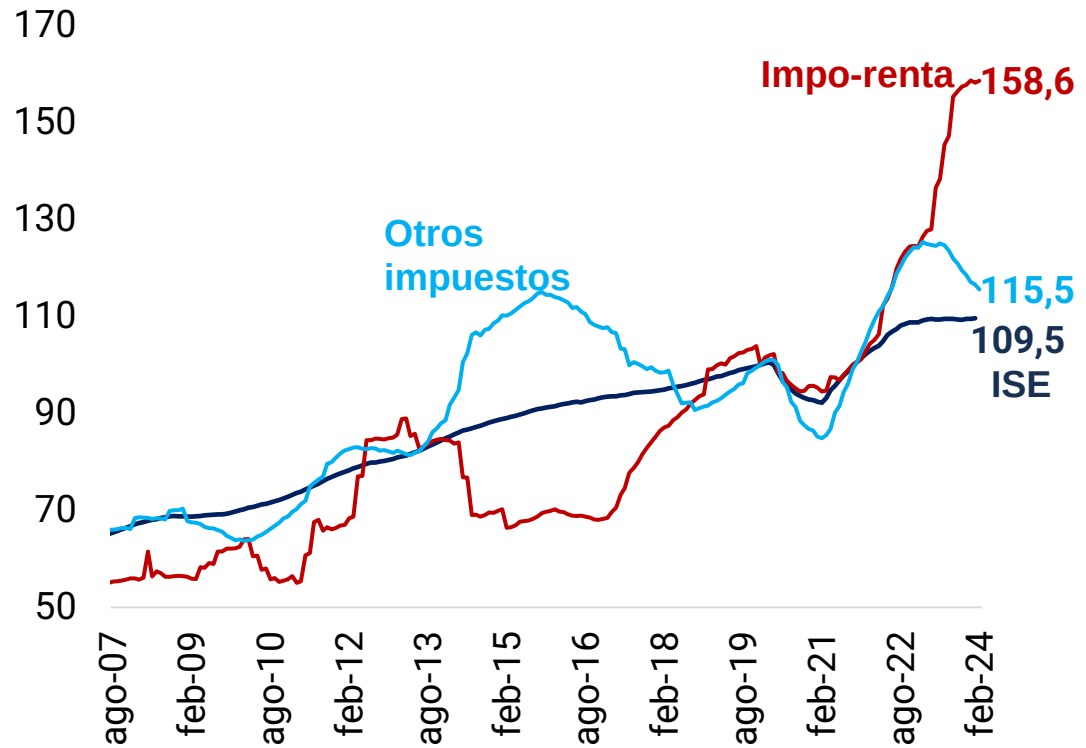
- El gobierno puede ajustar el gasto vía una menor ejecución o a través de un recorte explicito que debería publicarse en el Marco Fiscal de este año.
- **Estimamos que el recorte del gasto debería ser de $14,2 billones para cumplir con la Regla Fiscal, aunque no descartamos que parte del ajuste se haga a través de una menor ejecución presupuestal, como sucedió en 2023.**

El aumento del recaudo tributario contrastó con el estancamiento de la economía en 2023, pero los efectos del bajo crecimiento afectarán las cuentas fiscales de 2024

ISE vs Recaudo real (2019=100)



ISE vs recaudo renta y otros (2019=100)

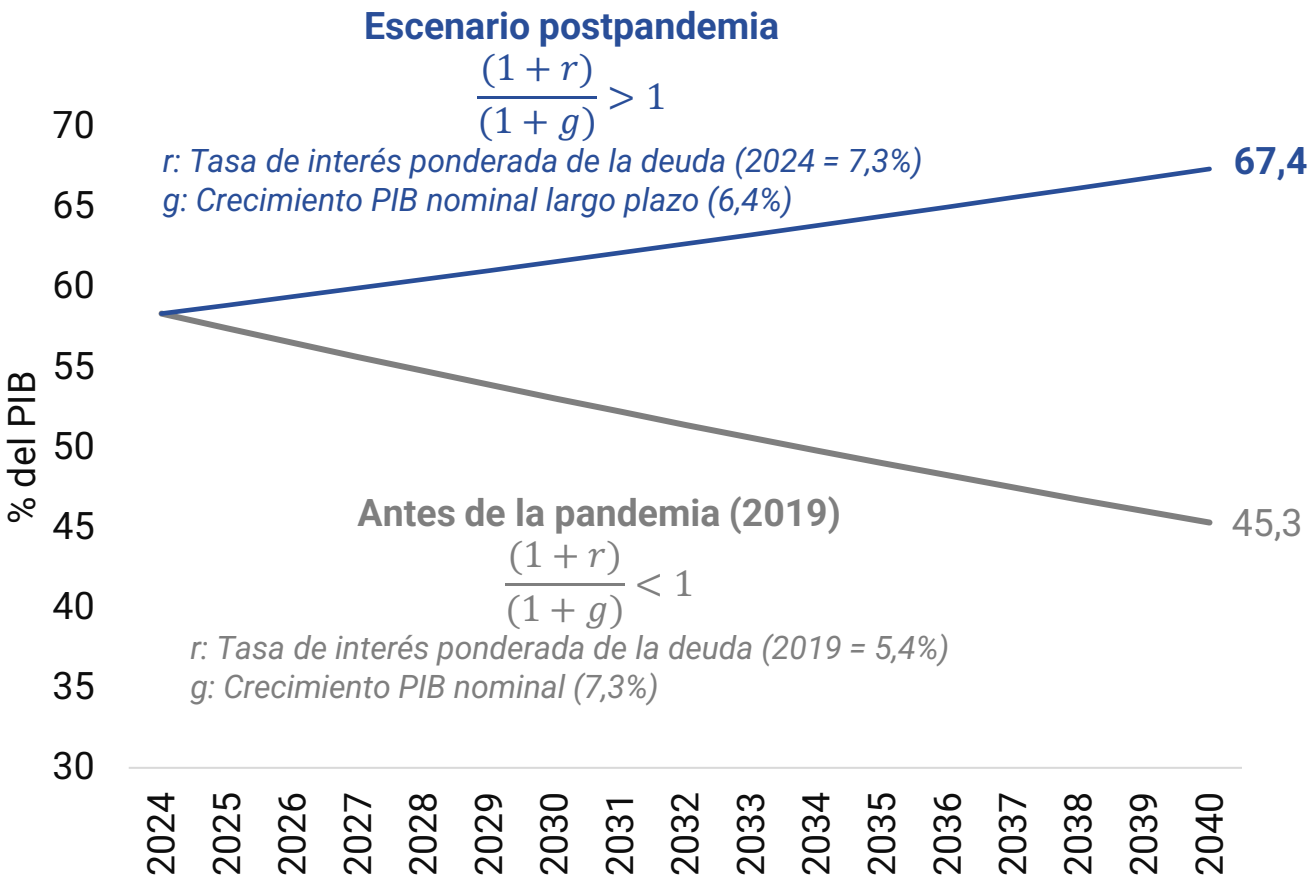


Fuente: DIAN y DANE. Cálculos: Corficolombiana

corfi colombiana | Investigaciones Económicas

La reducción del crecimiento potencial y el aumento de las tasas de interés de la deuda pública ponen en riesgo la sostenibilidad fiscal a mediano plazo

Deuda bruta / PIB



- Al comparar con las condiciones previas a la pandemia (2019), el aumento en la tasa de interés de la deuda del gobierno y el menor crecimiento potencial de la economía colombiana pueden tener un efecto "bola de nieve" y llevar a una senda creciente de la deuda como porcentaje del PIB.

- Estimamos que el crecimiento potencial real del país estaría alrededor del **2,5%, llevando a una reducción del crecimiento nominal de 90 puntos básicos desde el 7,3%**, previo a la pandemia.

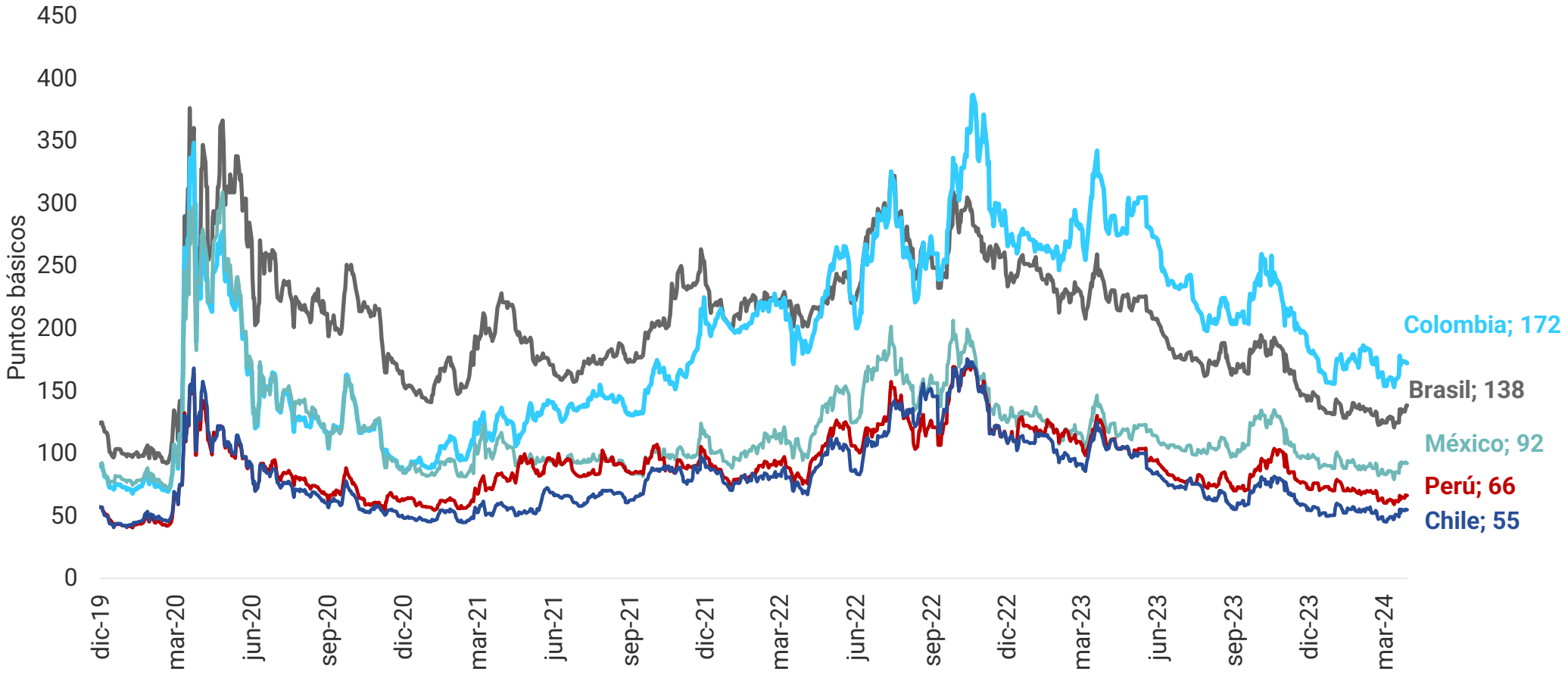
- El aumento en la prima de riesgo país está causando una mayor carga en intereses. **Estimamos que la tasa de interés ponderada de la deuda del gobierno sería de 7,3% en 2024, lo que supone un incremento de 200 puntos básicos respecto a 2019.**

- Si se mantienen las condiciones de bajo crecimiento económico y alta tasa de interés, la senda de la deuda bruta como porcentaje del PIB se volvería insostenible en el mediano plazo.

Cálculos: Corficolombiana

La prima de riesgo en Colombia se mantiene como la más alta de la región. La mayor incertidumbre fiscal y la poca claridad en las políticas de gobierno mantendrán a Colombia en ese lugar

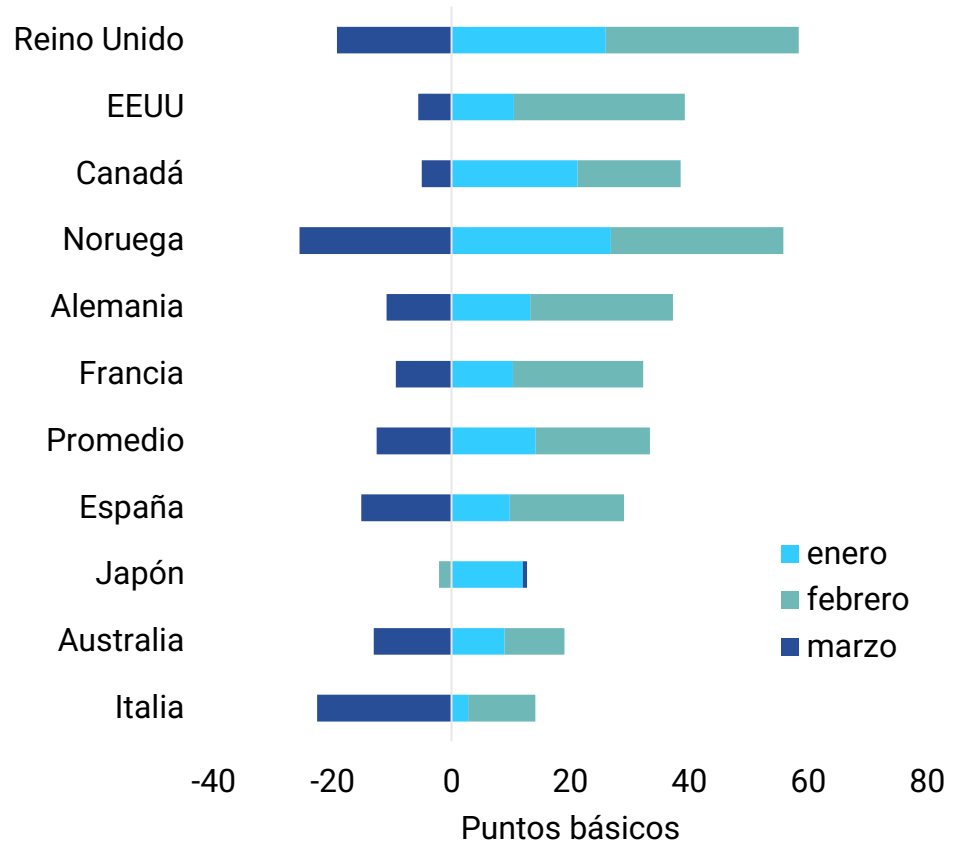
CDS a 5 años en algunos países de LatAm



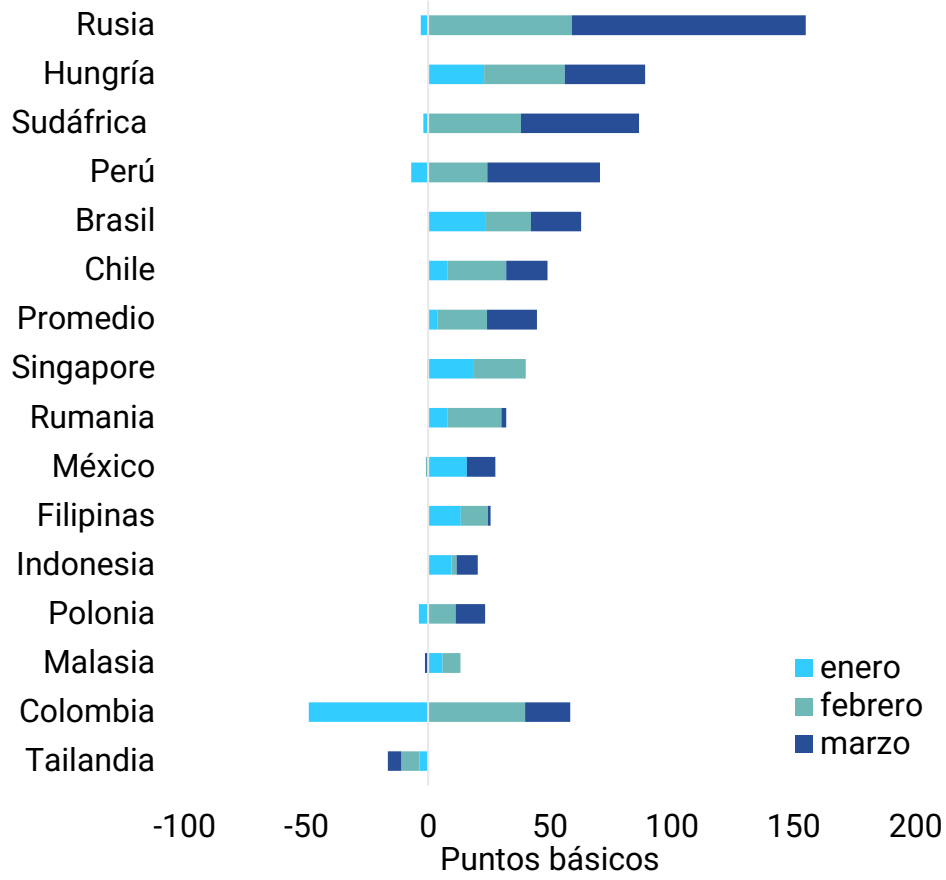
Fuente: Refinitiv Eikon.

Los bonos a 10 años de países desarrollados y emergentes se desvalorizaron en el 1er trimestre, reflejando el cambio en las expectativas de la Fed. Colombia estuvo rezagada, debido a la sorpresa inflacionaria de 2023.

Cambio mensual de la tasa del bono en tasa fija a 10 años en moneda local de mercados desarrollados



Cambio mensual de la tasa del bono en tasa fija a 10 años en moneda local de mercados emergentes

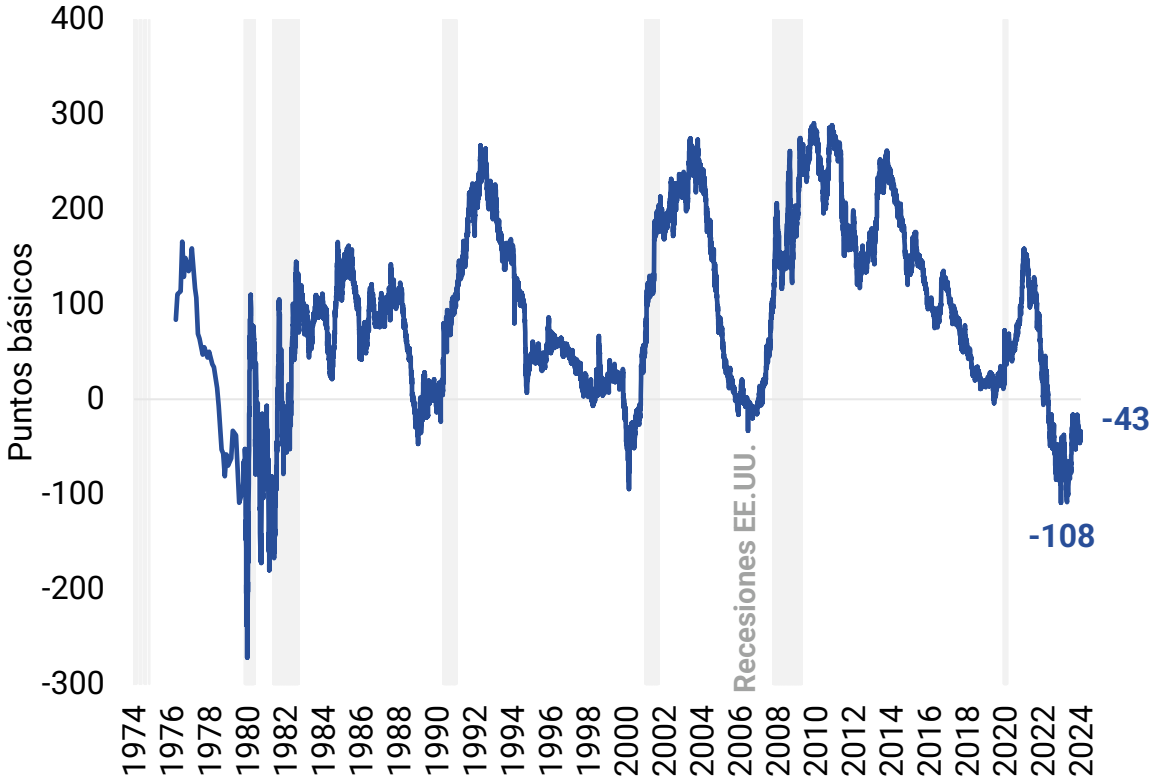


Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

La solidez de la economía estadounidense ha llevado a que los mercados ajusten sus expectativas de recorte de tasas para este año

Tasa de Tesoro americanos a 2 y a 10 años

Pendiente de la curva de tesoros americanos (10 – 2 años) y episodios de recesión en EEUU

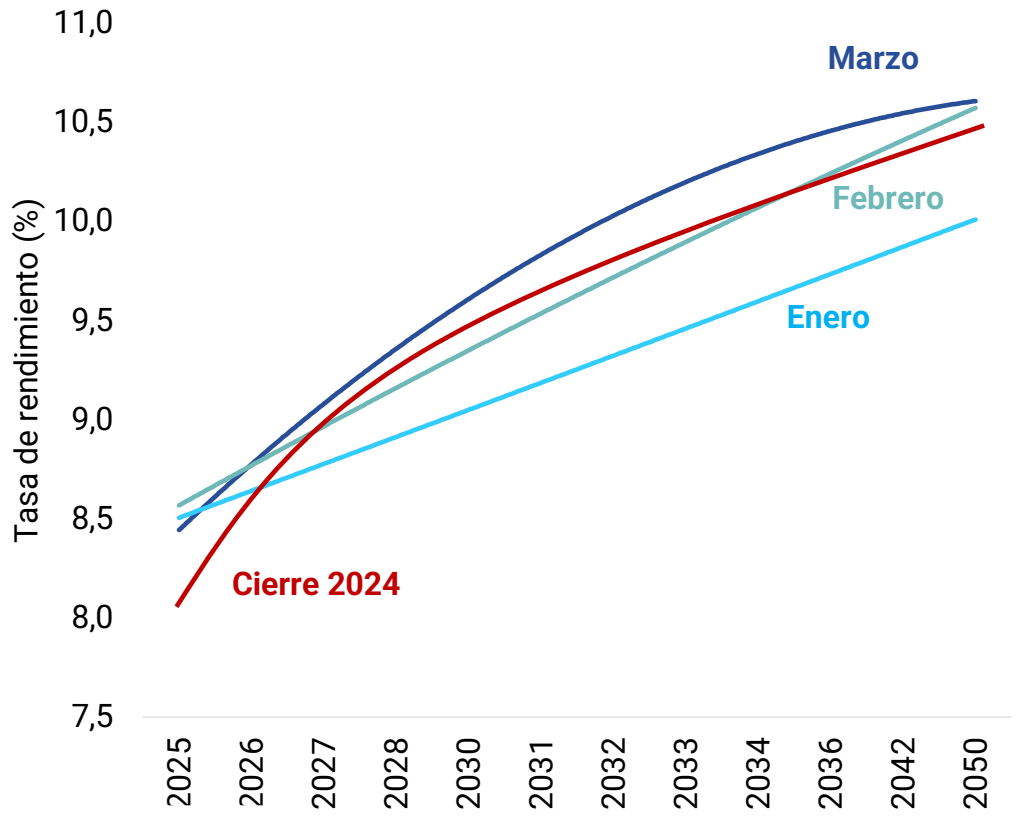


Fuente: Refinitiv Eikon

La probabilidad de una recesión en EE. UU. ha ido disminuyendo paulatinamente. Lo anterior está materializando un escenario de tasas altas por un periodo alto de tiempo, y por lo tanto ha afectado el comportamiento del mercado de deuda en Colombia

La deuda pública local estuvo rezagada a los comportamientos de la renta fija global. Además, nuestro escenario base de empinamiento se ha cumplido anticipadamente en el 1T24.

Curva de rendimientos de los TES en tasa fija (TF)



Riesgos para el mercado de deuda:

i) Perdurará por más tiempo la narrativa de tasas altas por más tiempo en EE. UU.

ii) Incertidumbre sobre la disciplina fiscal y cumplimiento de la Regla Fiscal en 2024.

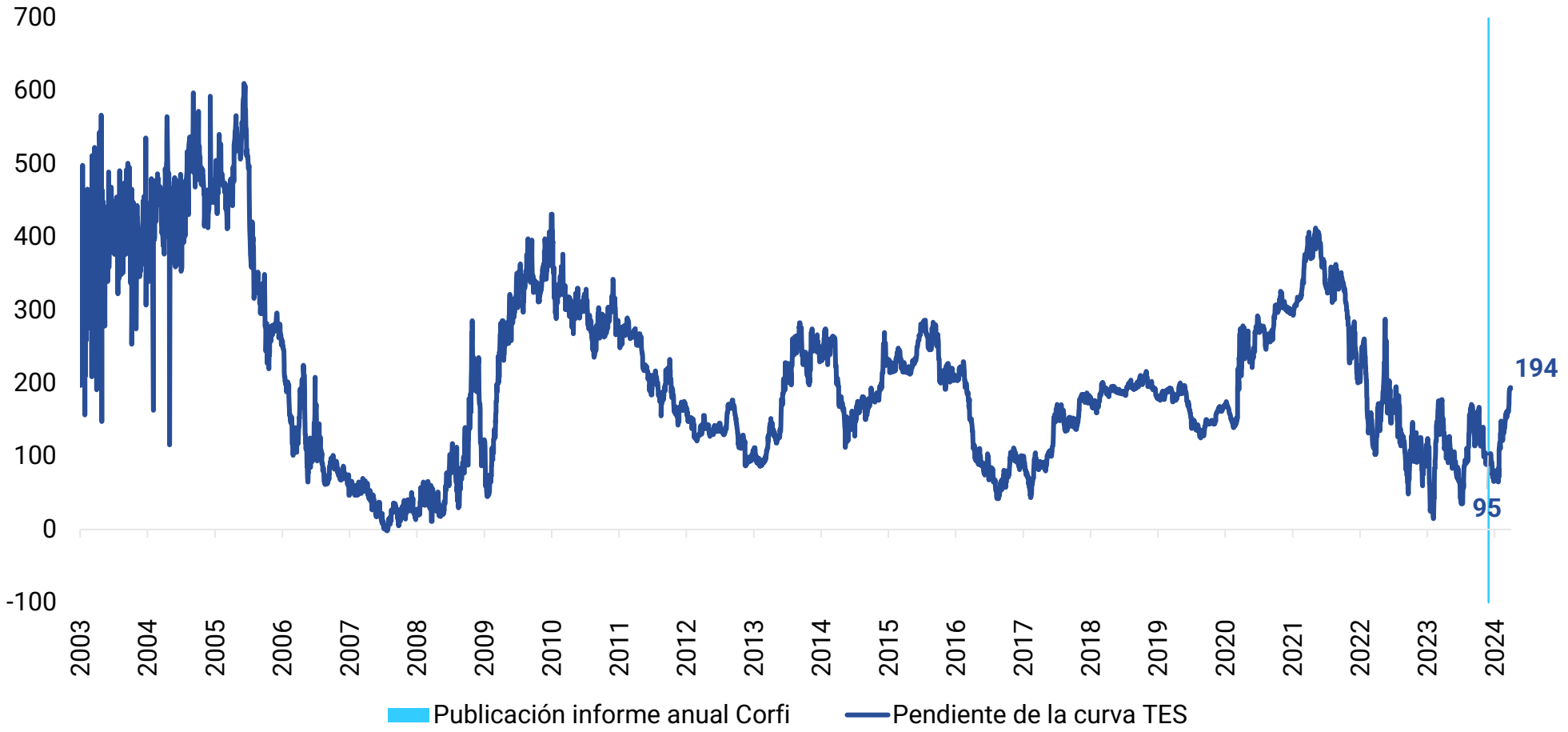
iii) Un recorte de tasas por parte del BanRep más cauteloso al esperado.

En enero de este año, S&P redujo la perspectiva de Colombia de "estable" a "negativa", en línea con nuestra expectativa. Vemos probable que otra agencia pueda hacer lo respectivo en lo que resta del año.

Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

La pendiente de la curva de los TES logró anticipadamente nuestra meta de empinamiento de 2024 (200 pbs)

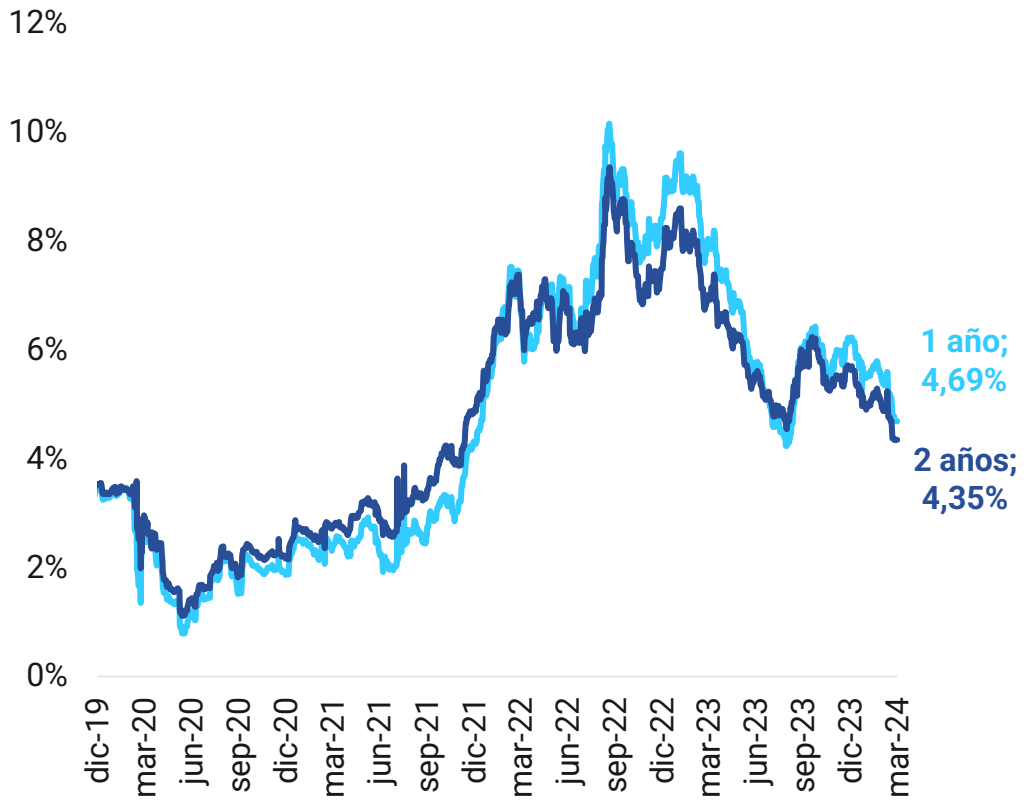
Pendiente de la curva de TES cero cupón en tasa fija (2 – 10 años)



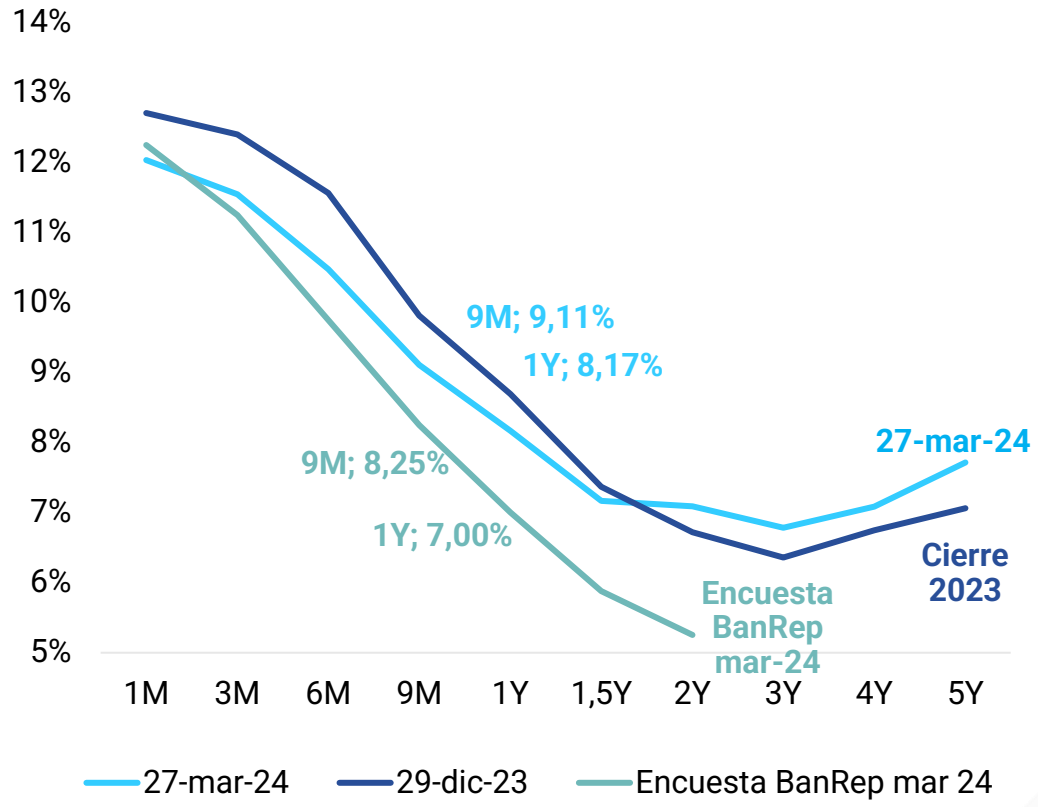
Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

Las expectativas de inflación del mercado se mantienen desancladas a uno y dos años. Además, el mercado espera un recorte de tasas BanRep más prudente que los analistas

Inflación implícita a 1 año y 2 años , derivada de la curva cero cupón de los TES



Curva Swap IBR (tasa implícita BanRep) vs Mediana encuesta BanRep sobre TPM



Fuente: Precia y BanRep. Cálculos: Corficolombiana

CONTENIDO

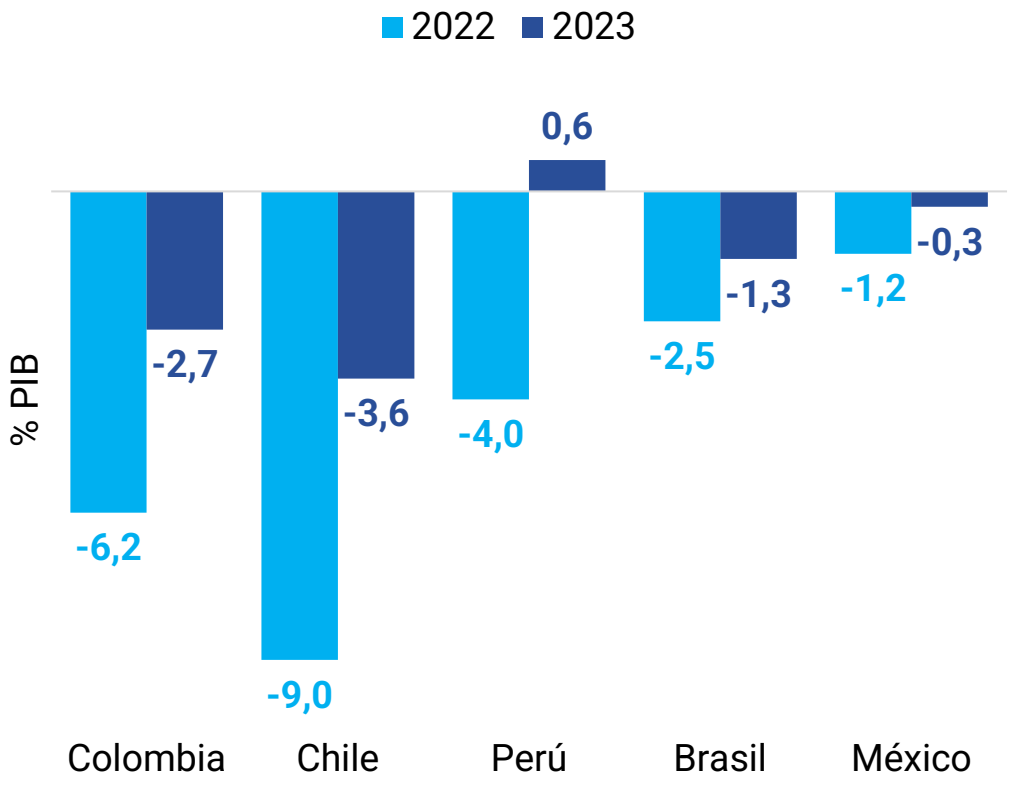
Mensajes principales

I. Contexto externo
II. Actividad económica local
III. Actividad sectorial
IV. Inflación y política monetaria
V. Cuentas fiscales y mercado de deuda
VI. Cuentas externas y tasa de cambio

Resumen de proyecciones

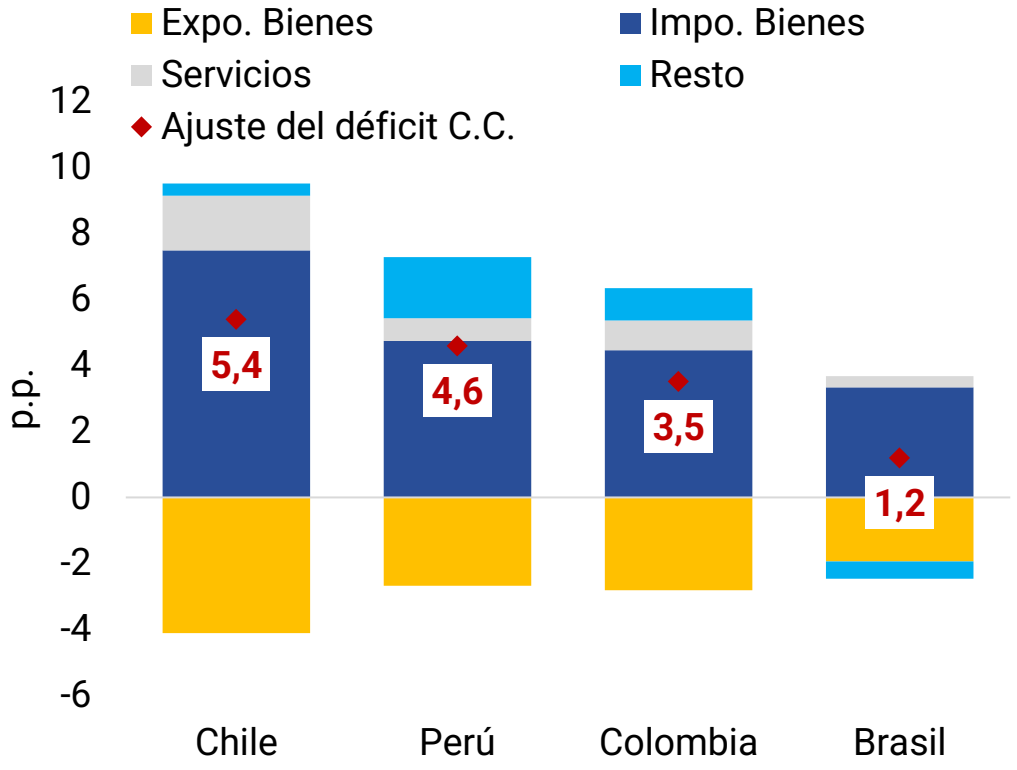
El deterioro de la demanda interna se tradujo en una caída de las importaciones en las principales economías latinoamericanas y favoreció la corrección del déficit en cuenta corriente

Balance en cuenta corriente



Fuente: Bancos Centrales.

Aportes a la corrección del déficit en cuenta corriente 2023 vs 2022

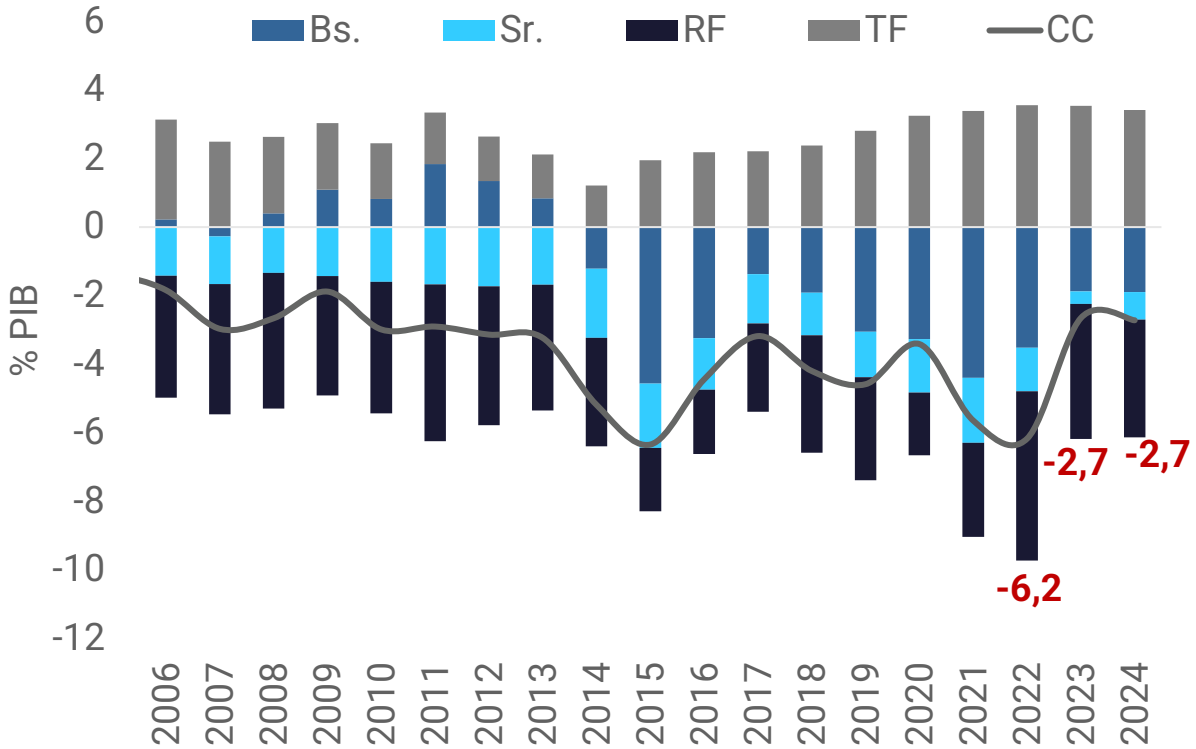


Fuente Bancos Centrales. Cálculos: Corficolombiana con base en las proyecciones de los Bancos Centrales y Corficolombiana.

corfi colombiana | Investigaciones Económicas

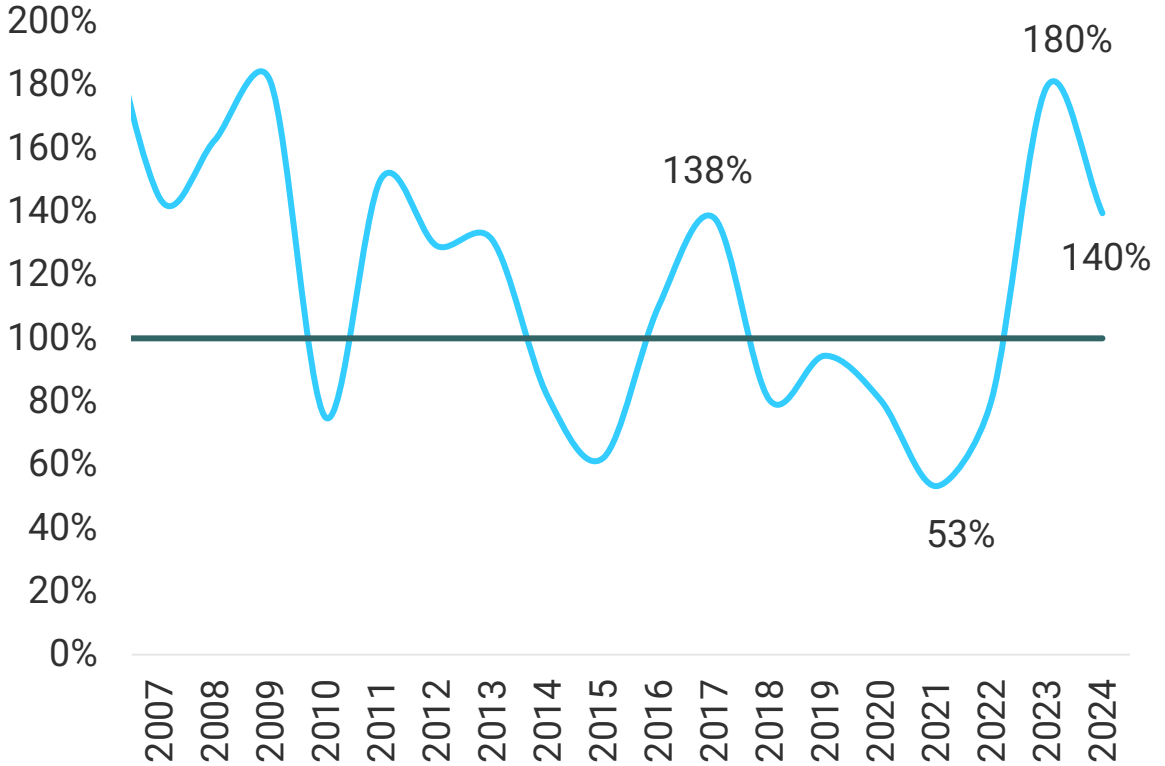
Estimamos que el déficit en cuenta corriente se mantendrá en 2,7% del PIB en 2024

Déficit en cuenta corriente anual - Colombia



Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. Bs: Bienes; Sr: Servicios; RF: Rentas Factoriales; TF: Transferencias; CC: Cuenta Corriente

Razón IED sobre Déf. Cuenta Corriente

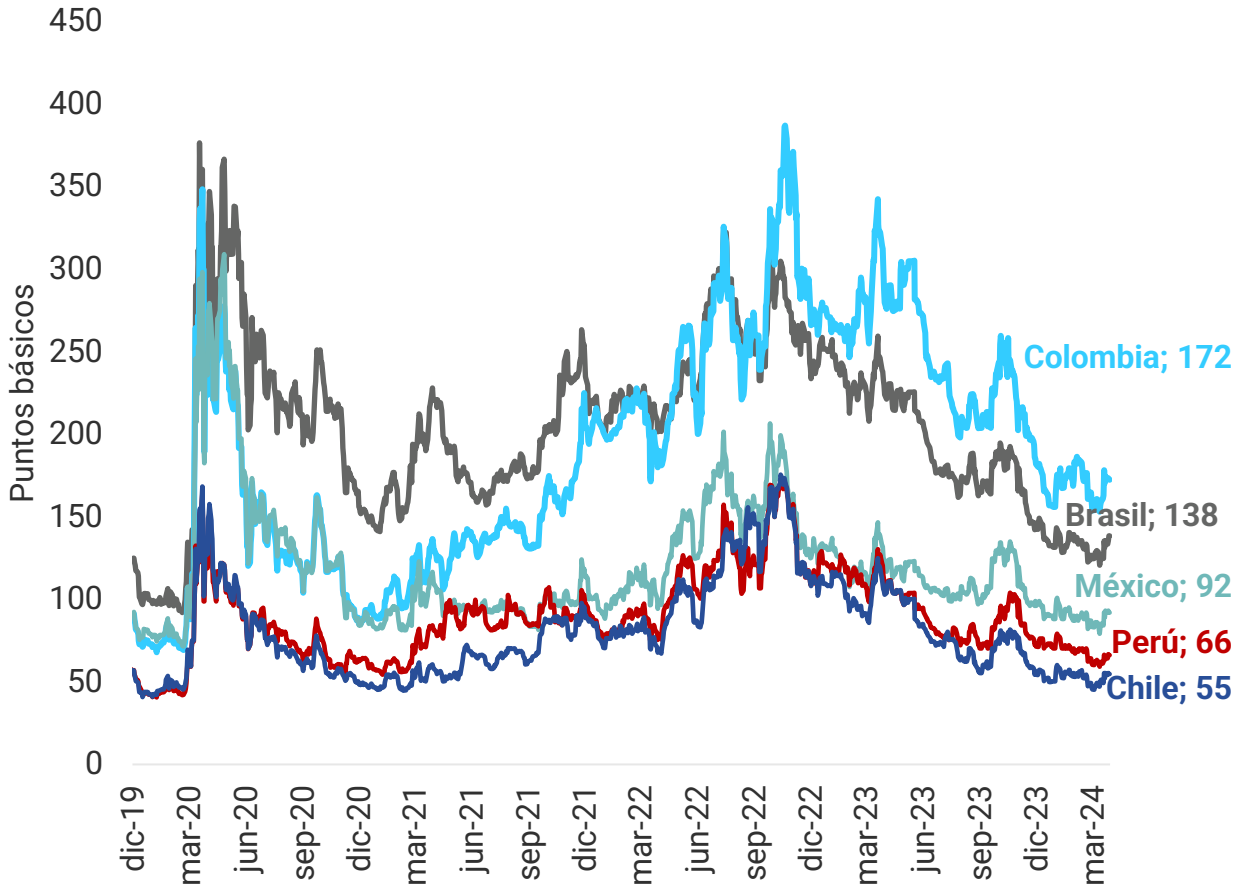


Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.

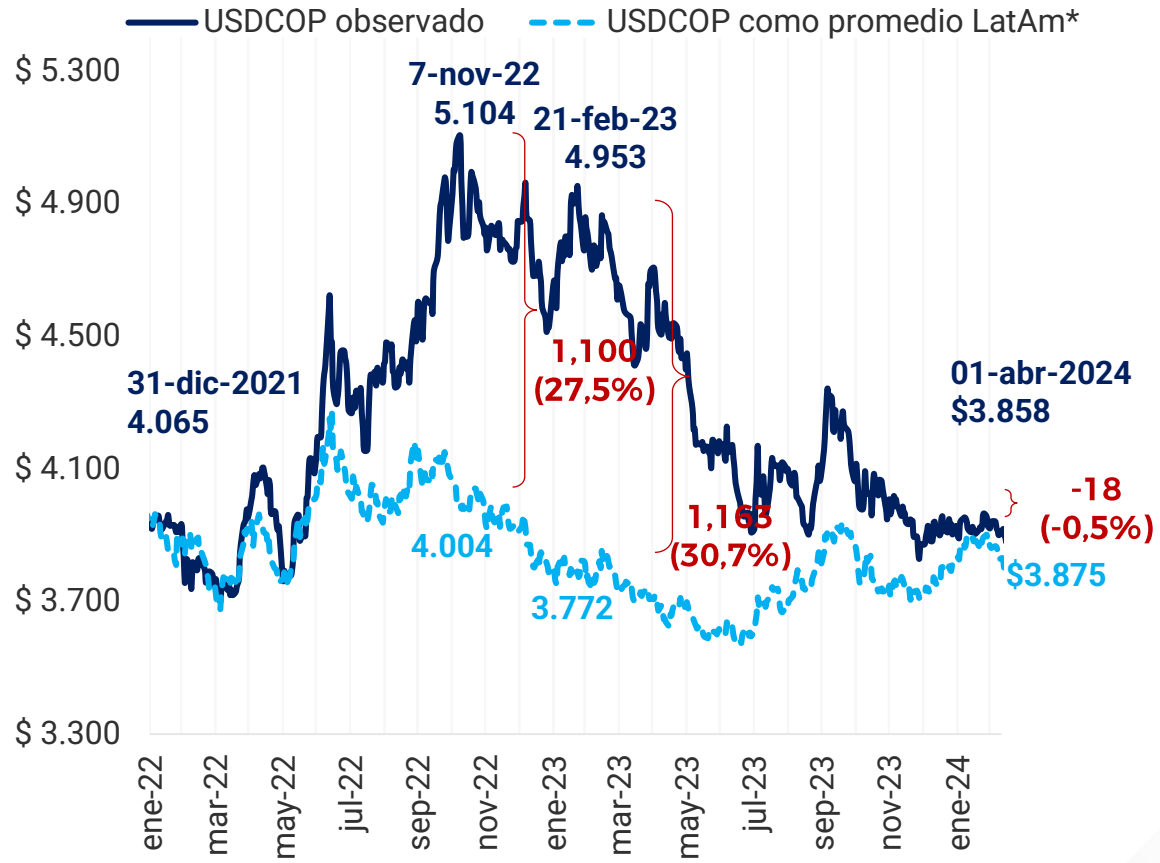
corfi colombiana | Investigaciones Económicas

Tras la reciente valorización del peso, creemos que el precio del dólar en Colombia no ha incorporado el deterioro reciente de los fundamentales macroeconómicos, algo que sí captura la prima de riesgo

Credit Default Swap (CDS) a 5 años



Tasa de cambio USDCOP observada vs escenario contrafactual Latam



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.
Se tienen en cuenta el USDBRL, USDCLP, USDPEN y USDMXN.

El mayor endeudamiento del gobierno, las perspectivas de menor crecimiento de largo plazo, los riesgos sobre la producción petrolera y la incertidumbre por las reformas del gobierno ubicarán al USDCOP entre $4.100 y $4.300 durante el segundo semestre.

Pronóstico USDCOP

Fuente: BanRep. Proyecciones Corficolombiana.

CONTENIDO

Mensajes principales

I. Contexto externo
II. Actividad económica local
III. Actividad sectorial
IV. Inflación y política monetaria
V. Cuentas fiscales y mercado de deuda
VI. Cuentas externas y tasa de cambio

Resumen de proyecciones

Resumen de proyecciones 2024

	2020	2021	2022	2023	2024p
Crecimiento del PIB (%)	-7,3	11,0	7,3	0,6	1,3
Tasa de desempleo nacional (promedio, %)	16,7	13,8	11,1	10,2	11,0
Inflación (fin de año, %)	1,6	5,6	13,1	9,3	5,5
Inflación (promedio, %)	2,5	3,5	10,2	11,8	6,7
Tasa BanRep (fin de año, %)	1,75	3,00	12,00	13,00	8,00
TES TF 2 años (Tasa,%)	2,77	6,36	12,12	9,6	7,9
TES TF 10 años (Tasa,%)	5,75	8,38	13,25	10,6	10,3
Balance fiscal GNC (% PIB)	-7,8	-7,1	-4,7	-4,2	-5,6
Tasa de cambio (USDCOP fin de año)	3.433	4.070	4.850	3.870	4.140
Cuenta corriente Balanza de Pagos (% PIB)	-3,4	-5,7	-6,2	-2,7	-2,7

Fuente: DANE, BanRep, Ministerio de Hacienda. Estimaciones de Corficolombiana

Equipo de Investigaciones Económicas

César Pabón Camacho
Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas
(+57-601) 3538787 Ext. 70009
cesar.pabon@corfi.com

Macroeconomía y Mercado

Julio César Romero
Economista Jefe
(+57-601) 3538787 Ext.69962
julio.romero@corfi.com

Diego Gómez
Analista de Economía Local
(+57-601) 3538787 Ext. 70020
diego.gomez@corfi.com

Laura Gabriela Bautista
Analista de Contexto Externo y Mercado Cambiario
(+57-601) 3538787 Ext. 70016
gabriela.bautista@corfi.com

Alejandra Gacha
Analista de Investigaciones
(+57-601) 3538787 Ext. 70018
alejandra.gacha@corfi.com

Felipe Esteban Espitia Murcia
Analista Senior Renta Fija
(+57-601) 3538787 Ext. 70495
felipe.espitia@corfi.com

Valentina Hernández
Estudiante en práctica
(+57-601) 3538787 Ext. 70015
daniela.hernandez@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbegozo
Directora de Sectores y Sostenibilidad
(+57-601) 3538787 Ext. 69964
maria.orbegozo@corfi.com

Andrés Gallego
Analista de Sectores y Sostenibilidad
(+57-601) 3538787 Ext. 70422
andres.gallego@corfi.com

Análisis financiero

Andrés Duarte Pérez
Director de Renta Variable
(+57-1) 3538787 Ext. 6163
andres.duarte@corfi.com

Jaime Cárdenas
Analista de Inteligencia Empresarial
(+57-1) 3538787 Ext. 6197
jaime.cardenas@corfi.com

Disclaimer

Este informe y todo el material que incluye no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente telefónicamente o a través de este medio.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana S.A. no extiende ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, confiabilidad, veracidad, integridad de la información obtenida de fuentes públicas. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

La información contenida en el presente documento fue preparada sin considerar los objetivos de los inversionistas, su situación financiera o necesidades individuales, por consiguiente, ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría, recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción.

Corficolombiana S.A. no asume responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

El analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que se encuentra(n) libre de influencias externas para realizar la recomendación, y en consecuencia las mismas reflejan su opinión personal. El analista (s) también certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación u opinión específica presentada en este informe.

Información relevante

Algún o algunos miembros del equipo de Investigaciones Económicas poseen inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales tiene inversiones en activos emitidos por algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o sus filiales.

Las acciones de Corficolombiana S.A. se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de la Corporación.

Corficolombiana S.A. hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública.

Algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales.

Algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Grupo Aval o alguna de sus filiales.

corfi colombiana | Grupo AVAL

Proyecciones económicas 2024:

En riesgo la **semilla** del **crecimiento**

Investigaciones Económicas Corficolombiana

Abril 10 de 2024

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

bvc Emisor ir

Member of Dow Jones Sustainability Indices Powered by the S&P Global CSA

Great Place To Work. Certificada FEB 2024-FEB 2025 COL