corfi colombiana

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS 2025:

¿LUZ AL FINAL DEL TÚNEL?

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS 2025: ¿LUZ AL FINAL DEL TÚNEL?

DICIEMBRE 3 DE 2024

Director General	César Pabón Camacho
Editores	César Pabón Camacho Julio César Romero Fabián Osorio Quintero Andrés Duarte Pérez
Analistas	Gabriela Bautista Escobar César Pabón Camacho Jaime Andrés Cárdenas Dino Francisco Córdoba Nicolás Cruz Walteros Andrés Duarte Pérez Felipe Esteban Espitia Catalina Figueroa Castro Alejandra Gacha Mendoza Andrés Felipe Gallego Daniel Felipe Monroy Fabián Osorio Quintero Mateo Pardo Ortega Julio César Romero
Portadas e infografías	Dementes abiertas SAS
Diagramación	Consuelo Lozano González consuelo.lozano@formasfinales.com
Impresión	CitySphera S.A.S. Bogotá, Colombia Noviembre de 2024

Dirección Ejecutiva de Investigaciones Económicas | Corficolombiana S.A.
Carrera 13 No. 26-45, Bogotá D.C., Colombia
www.corficolombiana.com

ISSN 2256-1072

Corporación Financiera Colombiana S.A. 2024
Todos los derechos reservados ©

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS 2025: ¿LUZ AL FINAL DEL TÚNEL?

DICIEMBRE 3 DE 2024

CONTENIDO

EDITORIAL: ¿LUZ AL FINAL DEL TÚNEL? 6

I. CONTEXTO EXTERNO: LLEGANDO A LOS NUEVOS NIVELES DE LARGO PLAZO 11
Recuadro I.1 Precios del petróleo: entre los temores de oferta y la débil demanda 23
Recuadro I.2 ¿Rebrote inflacionario en los principales países de LatAm? 27

II. ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL: ¿LUZ AL FINAL DEL TÚNEL? 35
Recuadro II.1 Caracterización y perspectivas del auge de remesas en Colombia 45
Recuadro II.2 Reactivando la economía con las regiones 50
Recuadro III.3 Colombia: un país joven en proceso de rápido envejecimiento 56

III ANÁLISIS SECTORIAL: UNA RECUPERACIÓN HETEROGÉNEA 65
Recuadro III.1 Impactos macroeconómicos del potencial desbalance en los mercados de gas y energía eléctrica en el país 89
Recuadro III.2 En riesgo la semilla del crecimiento: un enfoque sectorial 96
Recuadro III.3 El azar impulsa el entretenimiento y el crecimiento 103

IV. LUZ AL FINAL DEL TÚNEL FINANCIERO: FIN DEL AJUSTE DEL SISTEMA FINANCIERO 111
Recuadro IV.1 El Endeudamiento Corporativo en Colombia, contexto, retos y perspectivas 122
Recuadro IV.2 Rentabilidad esperada del capital propio (Ke) de Colombia y pares regionales 143

V. INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: UN MUNDO DE TASAS REALES MÁS ALTAS 146

VI. MERCADO CAMBIARIO Y CUENTAS EXTERNAS: ENTRE LAS PRESIONES EXTERNAS Y LA INCERTIDUMBRE FISCAL 155

VII. SITUACIÓN FISCAL: AJUSTE PENDIENTE 166
Recuadro VII.1 Transferencias de Ecopetrol a la nación en 2025 176
Recuadro VII.2 La neblina fiscal en América Latina: riesgos y sostenibilidad en juego 182

VIII. MERCADO DE DEUDA: LA RECTA FINAL DEL EMPINAMIENTO DE LOS TES 188
Recuadro VIII.1 El ABC de los cambios en el sistema pensional colombiano 199

Editorial: ¿Luz al final del túnel?

César Pabón Camacho

El 6 de marzo de 2020, nuestro país confirmó su primer caso de COVID-19. En un entorno de total incertidumbre, Colombia ingresó a un túnel donde enfrentó riesgos constantes y noticias que, en muchas ocasiones, dejaban sin claridad sobre el rumbo a seguir. Un reflejo claro de esta situación fue lo ocurrido con la producción: la pandemia paralizó de manera abrupta el aparato productivo, ocasionando una contracción del 7,2% en 2020. Sin embargo, los años siguientes trajeron una sobresaliente y desbalanceada reactivación, con un crecimiento del 10,8% en 2021 y 7,3% en 2022, impulsada por políticas monetarias y fiscales expansivas, junto con un notable dinamismo en la demanda externa.

De cara a 2023 y 2024, la economía colombiana afrontó un ajuste esperado y, en cierta medida, necesario. El crecimiento se limitó a un 0,6% en 2023, mientras que proyectamos un 1,8% para el cierre de 2024. Esto ocurrió en medio de significativos virajes en el entorno económico, político e idiosincrático, que han marcado el rumbo en los últimos años. En este contexto, 2025 emerge como un posible punto de salida de este túnel en el que hemos estado inmersos durante el último lustro.

Predecir qué nos espera al final de este túnel es complejo. La incertidumbre sigue siendo una constante, y, al salir del túnel, factores como el clima, la humedad o sorpresas inesperadas pueden alterar el desenlace. En macroeconomía, esta incertidumbre inherente requiere cautela en cualquier proyección.

La pregunta que surge entonces es: ¿qué tan claro u oscuro es el panorama que se vislumbra al final del túnel? Partamos del hecho de que, efectivamente, lo primero que se percibe es la luz. La actividad económica empieza a mostrar una reactivación, aunque lenta, pero sostenida. El consumo de los hogares se mantiene en terreno positivo, respaldado por la reducción de las tasas de interés y la in-

flación, además del auge de las remesas y la resiliencia del mercado laboral. Adicionalmente, la inversión comienza a repuntar tras varios trimestres de contracción, impulsada principalmente por la demanda de maquinaria y equipo, especialmente para las obras civiles.

A nivel sectorial, la agricultura, los servicios y el entretenimiento se han consolidado como motores de la economía, mientras que el comercio, las obras civiles y los servicios financieros exhiben señales de una reactivación. Para 2025, se espera que estas tendencias continúen impulsando los motores tradicionales de la economía, lo que podría resultar en un crecimiento del 2,6%.

Los vientos externos también han aportado positivamente a la coyuntura económica. En Estados Unidos, pese al resurgimiento del temor a una recesión, tanto la economía como el mercado laboral han tenido un desempeño sobresaliente, impulsados por una inflación que continúa desacelerándose. Esto ha dado margen a la Reserva Federal (FED) para iniciar un ciclo de reducciones de tasas en septiembre, tras mantenerlas en su máximo reciente en más de cuatro años. Aunque China, nuestro segundo socio comercial, probablemente no alcanzará su meta de crecimiento del 5%, sus estímulos fiscales y monetarios han sostenido un dinamismo cercano a esa cifra. Para 2025, se espera que estos factores externos sigan favoreciendo la economía colombiana, aunque de manera más moderada, con Estados Unidos encaminándose hacia un aterrizaje suave.

La inflación, por su parte, sigue una trayectoria descendente. Aunque aún fuera del rango meta, ha desacelerado consistentemente, pasando del 13,1% a principios de año a cerca del 5,0% hacia finales de 2024, con todos los principales componentes contribuyendo a esta reducción. Para 2025, se proyecta que alcance el 3,6% en junio, ubicándose dentro del rango meta (2-4%). Este comportamiento responde a una política monetaria restrictiva que ha anclado las expectativas, permitiendo una reducción de la Tasa de Política Monetaria del 13,0% al inicio del año al 9,25% estimado para finales de 2024. La cautela ha prevalecido, con reducciones de tasas más lentas de lo esperado debido al alto efecto inercial de la inflación y a la incertidumbre tanto local como externa.

El sistema financiero, aunque desafiado por incrementos en la morosidad y caídas en la rentabilidad, ha mostrado resiliencia. Los indicadores de liquidez y solvencia se mantienen estables, y con la reducción de las tasas de interés y el repunte de la inversión, se anticipa una recuperación gradual.

En el frente fiscal, el panorama es incierto, aunque con algunos signos de optimismo. Se proyecta un faltante de $56 billones para cumplir con la regla fiscal, debido al bajo recaudo y la sobreestimación de los ingresos en el presupuesto aprobado para 2024. No obstante, el gobierno ha reiterado su compromiso con la regla. Al momento de este análisis, el faltante estimado es de $20,9 billones, cifra que se espera cubrir en parte gracias a la notable subejecución del presupuesto.

Sin embargo, la luz al final del túnel podría verse opacada por grandes nubarrones. A pesar de las señales de mejora en la actividad económica, la inversión permanece en niveles históricamente bajos, limitando el crecimiento potencial, la generación de empleo y la reducción de la pobreza. Sectores estratégicos como la industria y la construcción, especialmente de vivienda, siguen estancados. Estos sectores representan cerca del 90% de los bienes y servicios asociados a la inversión fija, lo que subraya la gravedad del problema. Factores como el alto costo del financiamiento, la elevada carga tributaria y la persistente incertidumbre seguirán afectando este panorama.

En el ámbito externo, persisten múltiples riesgos. La reelección del presidente Trump genera optimismo en ciertos frentes, pero los desafíos fiscales e inflacionarios podrían forzar una política monetaria más restrictiva de lo anticipado. A esto se suman los conflictos geopolíticos, como los de Rusia-Ucrania e Israel-Hamas, y los problemas estructurales en China y Estados Unidos, que alimentan la volatilidad global. En América Latina, los problemas estructurales propios de la región agravan este panorama. Esta combinación de factores se refleja en la volatilidad de los precios del petróleo y los activos de riesgo, que inciden directamente en la tasa de cambio del país.

A nivel interno, la inflación podría enfrentar nuevos desafíos en la segunda mitad de 2025. Las reducciones en los precios de alimentos

y regulados podrían agotarse, mientras que la depreciación del tipo de cambio y la alta indexación de los servicios presionarían nuevamente los precios al alza, acercando la inflación al 4% hacia finales del año. Este escenario complicaría la labor del Banco de la República, especialmente con la llegada de nuevos codirectores que podrían inclinarse hacia políticas más orientadas al crecimiento. A pesar de ello, es probable que el control de la inflación siga siendo prioritario, manteniendo la cautela en las decisiones. En este contexto, proyectamos una Tasa de Política Monetaria de cierre cercana al 7,0%, por encima de las expectativas de mercado, que rondan el 6,0%.

El panorama fiscal imprime la mayor incertidumbre local. Para 2025, desde ya se proyecta un faltante de $35 billones necesario para cumplir con la regla fiscal, mientras que la implementación de la reforma pensional y una posible reforma al Sistema General de Participaciones presentan riesgos adicionales. La sostenibilidad fiscal continúa siendo un desafío pendiente, y estos factores serán determinantes para las calificadoras de riesgo, que podrían considerar nuevas rebajas, incrementando aún más la prima de riesgo país.

La baja inversión en sectores estratégicos comenzará a pasarnos factura. Este rezago aumenta la probabilidad de escenarios críticos, como apagones o desbalances de gas, con impactos significativos en la economía. La inversión, como semilla del crecimiento, debe convertirse en la prioridad para garantizar el desarrollo en las próximas décadas.

A pesar de los nubarrones, el país finalmente avanza hacia el final del túnel. Enfrentar esta incertidumbre requiere liderazgo desde las entidades gubernamentales, especialmente regionales, y un esfuerzo conjunto con el tejido empresarial y la sociedad civil. El futuro no es un proceso lineal ni planeado, sino el resultado de decisiones colectivas. Invitamos a nuestros lectores a adoptar este enfoque al analizar este informe, identificando tanto la luz como los nubarrones de nuestra economía para 2025 en un contexto marcado por tendencias de largo plazo, como el envejecimiento, la digitalización y la sostenibilidad.

Matriz de riesgos

I. CONTEXTO EXTERNO: LLEGANDO A LOS NUEVOS NIVELES DE LARGO PLAZO

Gabriela Bautista Escobar
Julio Romero A.

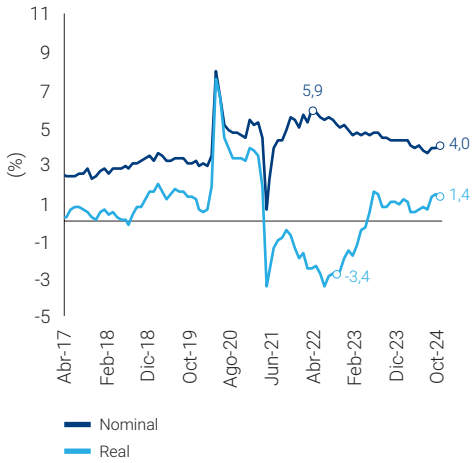
Balance 2024: inició el relajamiento monetario

La economía mundial sorprendió positivamente en 2024, en un contexto donde la mayoría de los bancos centrales iniciaron o continuaron el proceso de reducción de las tasas de interés, haciendo menos restrictiva su postura monetaria. Lo anterior fue posible gracias a un descenso generalizado, aunque heterogéneo, de la inflación; sin embargo, la batalla contra la inflación no ha terminado, pues en la gran mayoría de países continúa por encima del objetivo de los bancos centrales.

De esta forma, el crecimiento económico global se habría desacelerado a 3,2% en 2024, desde 3,3% en 2023, con un desempeño desigual entre las economías avanzadas -en donde Estados Unidos siguió ampliando su ventaja respecto a Europa- y emergentes, lideradas nuevamente por China e India (Tabla 1).

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento de las **economías avanzadas** en 2024 sería de 1,8%, relativamente estable frente al de 2023. Hace un año, esperábamos que la economía estadounidense se desacelerara en respuesta a los efectos acumulativos de las tasas de interés elevadas sobre la actividad económica. Sin embargo, sorprendió positivamente la resiliencia del consumo y la inversión, los cuales se mantuvieron relativamente fuertes gracias a la recuperación parcial del poder adquisitivo de los hogares -con un incremento promedio de los salarios reales del 1% anual en lo corrido del año a octubre-, y a la política fiscal expansiva de los últimos años (Gráfico 1). **De esta forma, la economía estadounidense crecería 2,8% en 2024 y 2,2% en 2025, consolidando el escenario de aterrizaje suave**. El desempeño favorable de la economía y el mercado laboral estadounidense, y la pausa transitoria en el proceso desinflacionario

Gráfico 1
CRECIMIENTO ANUAL DE LOS SALARIOS EN EE.UU.



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

Tabla 1
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO 2024 Y 2025 - FMI

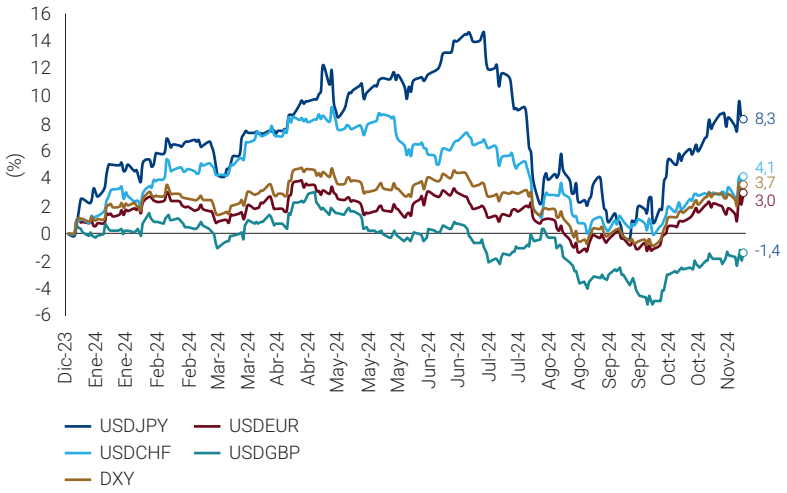
	(%)		
	2023	2024 (p)	2025 (p)
PIB mundial	3,3	3,2	3,2
Economías avanzadas	1,7	1,8	1,8
Estados Unidos	2,9	2,8	2,2
Eurozona	0,4	0,8	1,2
Reino Unido	0,3	1,1	1,5
Japón	1,7	0,3	1,1
EM y en desarrollo	4,4	4,2	4,2
Asia	5,7	5,3	5,0
China	5,3	4,8	4,5
India	8,2	7,0	6,5
Europa	3,3	3,2	3,2
América Latina y el Caribe	2,2	2,1	2,5
Brasil	2,9	3,0	2,2
México	3,2	1,5	1,3
Colombia (Corficolombiana)	0,6	1,8	2,6
Colombia (FMI)	0,6	1,6	2,5
Chile	0,2	2,5	2,4
Perú	-0,6	3,0	2,6

Edición octubre de 2024.
Fuente: FMI, World Economic Outlook.

durante el primer semestre, generó la expectativa de que la Reserva Federal (Fed) empezaría a recortar su tasa de interés a finales de 2024. Sin embargo, un deterioro mayor de lo esperado en las cifras del mercado laboral de julio y agosto llevó a que la Fed realizara un primer recorte de 50 puntos básicos (pbs) de su tasa de interés en la reunión de septiembre, seguido de otro de 25 pbs a inicios de noviembre, llevándola al rango entre 4,50% y 4,75%. **Anticipamos que la tasa de interés de los Fondos Federales disminuirá otros 25 pbs en diciembre, cerrando el 2024 en el rango entre 4,25% y 4,50%**.

Por su parte, para la **zona euro** el FMI estima un crecimiento de 0,8% en 2024, 0,4 puntos porcentuales más que en 2023. Este desempeño contrasta con el de EE. UU., lo que explica en buena medida la debilidad del euro frente al dólar, que en lo corrido del año hasta la primera semana de noviembre acumulaba una depreciación de 2,9% (Gráfico 2).

Gráfico 2
TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR EN LO CORRIDO DEL 2024*



* Depreciación acumulada con corte al 08-nov-24.
EUR: euro, JPY: yen japonés, GBP: libra esterlina, CHF: franco suizo, DXY: índice dólar.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

El crecimiento económico de la zona euro estuvo impulsado por la buena dinámica de los servicios. No obstante, el crecimiento del consumo de los hogares se mantuvo rezagado en comparación con su tendencia previa a la pandemia, a pesar del impulso adicional que supuso la recuperación del poder adquisitivo de los hogares por el avance en la desinflación. Además, la inversión continuó contenida por los efectos acumulativos de las condiciones financieras restrictivas durante los últimos años.

Entre los países que componen la eurozona también hubo un desempeño heterogéneo, donde destacaron España y Francia por el dinamismo de sus exportaciones de servicios. En el caso de Francia, la economía recibió un impulso adicional por los Juegos Olímpicos de París, que se celebraron en el tercer trimestre. Por el contrario, Alemania siguió encontrando dificultades para lograr un crecimiento positivo, en una situación que dista mucho de su panorama prepandemia. La actividad privada asociada con la manufactura, medida por el PMI, se mantuvo en terreno contractivo desde mediados del 2022, ubicándose en lo corrido del 2024 a octubre en torno a los 43 puntos (por debajo de 50 puntos indica contracción). Este débil desempeño industrial no

pudo ser compensado por la leve reactivación del sector servicios, lo que limitó la recuperación de Alemania, con un PMI compuesto que se ubicó en 48 puntos en octubre (Tablas 2 y 3).

De esta forma, la reactivación económica de la zona euro siguió limitada por una coyuntura compleja de altos tipos de interés que afectan de manera desigual a estas economías.

La caída de la inflación permitió que las expectativas de inflación se alinearan nuevamente con la meta del Banco Central Europeo (BCE), contribuyendo a fortalecer la confianza en la estabilidad de precios dentro de la eurozona (Gráfico 3). Este reanclaje de expectativas

Tabla 2
PMI MANUFACTURERO

	Dic-23	Ene-24	Feb-24	Mar-24	Abr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Ago-24	Sept-24	Oct-24
Global	49,0	50,0	50,3	50,6	50,3	51,0	50,8	49,7	49,6	48,7	49,4
EEUU	47,9	50,7	52,2	51,9	50,0	51,3	51,6	49,6	47,9	47,3	48,5
Eurozona	44,4	46,6	46,5	46,1	45,7	47,3	45,8	45,8	45,8	45,0	46,0
Alemania	43,3	45,5	42,5	41,9	42,5	45,4	43,5	43,2	42,4	40,6	43,0
España	46,2	49,2	51,5	51,4	52,2	54	52,3	51,0	50,5	53	54,5
Francia	42,1	43,1	47,1	46,2	45,3	46,4	45,4	44,0	43,9	44,6	44,5
Reino Unido	46,2	47	47,5	50,3	49,1	51,2	50,9	52,1	52,5	51,5	49,9
China	49	49,2	49,1	50,8	50,4	49,5	49,5	49,4	49,1	49,8	50,1
Japón	47,9	48	47,2	48,2	49,6	50,4	50,0	49,1	49,8	49,7	49,2

Elaboración Corficolombiana.
Fuente: *Refinitiv Eikon.*

Tabla 3
PMI DE SERVICIOS

	Dic-23	Ene-24	Feb-24	Mar-24	Abr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Ago-24	Sept-24	Oct-24
Global	**51,6**	**52,3**	**52,4**	**52,4**	**52,7**	**54**	**53,1**	**53,3**	**53,8**	**52,9**	**53,1**
EEUU	51,4	52,5	52,3	51,7	51,3	54,8	55,3	55	55,7	55,2	55,0
Eurozona	48,8	48,4	50,2	51,5	53,3	53,2	52,8	51,9	52,9	51,4	51,6
Alemania	49,3	47,7	48,3	50,1	53,2	54,2	53,1	52,5	51,2	50,6	51,6
España	51,5	52,1	54,7	56,1	56,2	56,9	56,8	53,9	54,6	57,0	54,9
Francia	45,7	45,4	48,4	48,3	51,3	49,3	49,6	50,1	55,0	49,6	49,2
Reino Unido	53,4	54,3	53,8	53,1	55,0	52,9	52,1	52,5	53,7	52,4	52,0
China	50,4	50,7	51,4	53,0	51,2	51,1	50,5	50,2	50,3	50,0	50,2
Japón	51,5	53,1	52,9	54,1	54,3	53,8	49,4	53,7	53,7	53,1	49,7

Elaboración Corficolombiana.
Fuente: *Refinitiv Eikon.*

permitió al BCE tomar un papel activo, siendo uno de los primeros bancos centrales de las economías avanzadas en recortar los tipos de interés, comenzando en junio.

Gráfico 3
INFLACIÓN ANUAL DE LA EUROZONA

Cálculos Corficolombiana.
Fuente: *Refinitiv Eikon* y J.P. Morgan.

Su estrategia se ha caracterizado por la gradualidad de sus decisiones y el enfoque dependiente de los datos. Así las cosas, la tasa de interés de las principales operaciones de financiamiento cerraría el año en 3,15%, un nivel considerablemente elevado frente a lo que el mercado estaba acostumbrado antes de la pandemia (0,0%) a pesar de que la inflación ya alcanzó la meta en 2024.

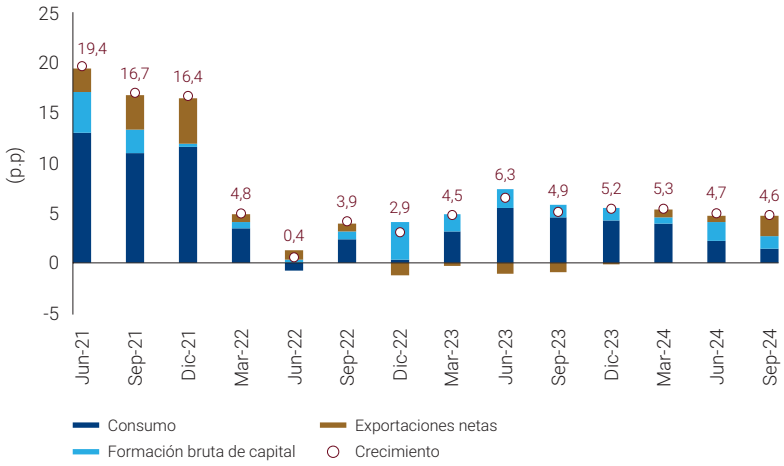
En contraste, el crecimiento de las **economías emergentes y en desarrollo** continuó moderándose a lo largo del año, en un contexto de condiciones financieras restrictivas y una inflación aún elevada, que afectaron negativamente la inversión y el consumo.

La economía de **China** no logró recuperar su tendencia de crecimiento previa a la pandemia, en medio de la tendencia de desglobalización en la que cobra cada vez más fuerza el *nearshoring* y *reshoring*. La incertidumbre persiste en torno a si lograría alcanzar su meta de crecimiento del 5% en 2024, a pesar de los diversos paquetes de estímulos implementados por el gobierno y el banco central para apoyar el consumo y a los sectores financiero e inmobiliario. Según estimaciones del FMI, la economía china crecería un 4,8% en 2024 y 4,5% en 2025 afectada por un débil consumo privado, la baja demanda externa que ha perjudicado sus exportaciones y la caída de la inversión en el mercado inmobiliario (Gráfico 4).

Por su parte, **América Latina** registraría un crecimiento económico de 2,1% en 2024 y de 2,5% en 2025, superior al promedio observado en el lustro prepandemia. Sin embargo, algunas de las principales economías de la región enfrentan múltiples desafíos, como las condiciones climáticas adversas, la desaceleración de la demanda externa y la reducción de los precios internacionales de materias primas claves para las exportaciones de la región.

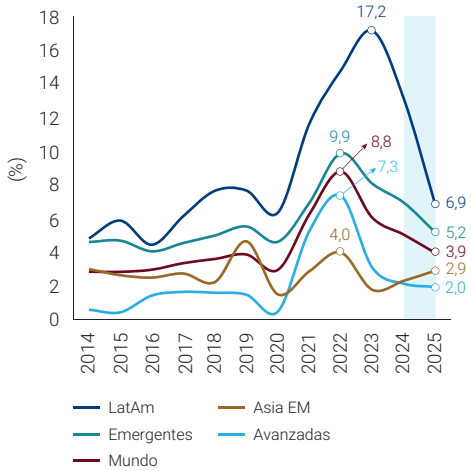
A nivel global, la desinflación continuó en 2024 y se acentuó durante el segundo semestre, favorecida por la disminución de los precios internacionales del petróleo, en medio de la desaceleración de China (que abarca

Gráfico 4
APORTES AL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DE CHINA



Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas de China (NBS).

Gráfico 5
INFLACIÓN MUNDIAL Y POR REGIONES



Edición octubre de 2024.
Fuente: World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional, (FMI).

el 15% de la demanda global por crudo) y los anuncios de la OPEP+ de reducir los recortes a su producción a finales del 2024[1]. Esto permitió un mayor ajuste de los componentes no subyacentes de la inflación, cuyos precios son más sensibles a las presiones internacionales.

De acuerdo con estimaciones del FMI, la inflación mundial promediaría un 5,8% en 2024, desacelerándose 0,9 puntos porcentuales frente a 2023. Aunque varios países terminarán el año con una inflación cercana al objetivo de sus bancos centrales, la lucha contra la inflación no ha terminado (Gráfico 5). Bajo este contexto, las condiciones financieras son actualmente menos restrictivas que en los últimos años, gracias al recorte de las tasas de interés por parte de la mayoría de los bancos centrales.

Perspectivas 2025: ¿el nuevo largo plazo?

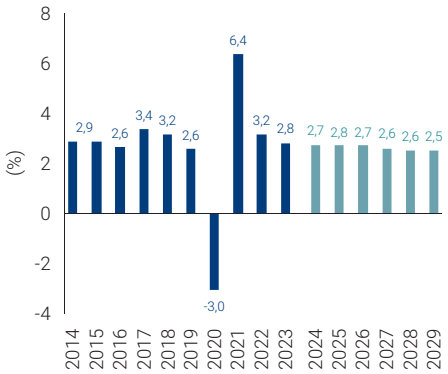
La economía global estabilizaría su crecimiento en 2025, en un contexto en el que se espera que las tasas de interés de los bancos

[1] *En su comunicado del 03-nov-24, postergaron el inicio de la reducción de los recortes a la producción para enero del 2025.*

centrales converjan a sus nuevos niveles de largo plazo, luego de permanecer varios años en terreno restrictivo para disminuir la elevada inflación generada en el período postpandemia. No obstante, **la tasa de interés terminal en este ciclo de normalización será más alta que antes de la pandemia**.

Según estimaciones del FMI, el PIB global aumentaría 3,2% en 2025, por debajo del 3,4% promedio al que se creció en el lustro prepandemia, un ritmo que no se recuperaría en el mediano plazo (Gráfico 6). Con esto, se habría consolidado el aterrizaje suave tras años de cifras de crecimiento atípicas, afectadas por las políticas extraordinarias en materia monetaria y fiscal.

Gráfico 6
CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



Edición octubre de 2024.
Fuente: World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional, (FMI).

La economía de EE. UU. parece haber asegurado un aterrizaje suave, impulsada principalmente por un consumo privado resiliente a las altas tasas de interés e inflación. Del mismo modo, la inversión en maquinaria y equipo, y en productos de propiedad intelectual contribuyeron a esta fortaleza; y los efectos de la Inteligencia Artificial en la productividad de la economía estadounidense han contribuido a ampliar la brecha respecto a otras economías desarrolladas, lo cual se evidencia en el desempeño de los índices accionarios. Sin embargo, varios sectores, especialmente el manufacturero, seguirán afectados por costos financieros más altos respecto al periodo prepandemia.

Ahora bien, una vez superada la incertidumbre por las elecciones presidenciales en EE.UU., se esperan varios cambios en el panorama económico. El triunfo de Donald Trump mejora las perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense en el corto plazo, especialmente porque el partido republicano logró mayorías en el Senado y la Cámara, lo cual podría darle una gobernabilidad más alta que en su primer mandato.

El programa económico de Trump contempla la reducción de la tarifa de impuesto a la renta corporativa, medidas desregulatorias favorables a la inversión privada y un programa proteccionista de aumento de aranceles, especialmente a las importaciones desde China. Aunque estas políticas probablemente se moderen en su paso por el Congreso, anticipamos que el segundo mandato de Trump generará:

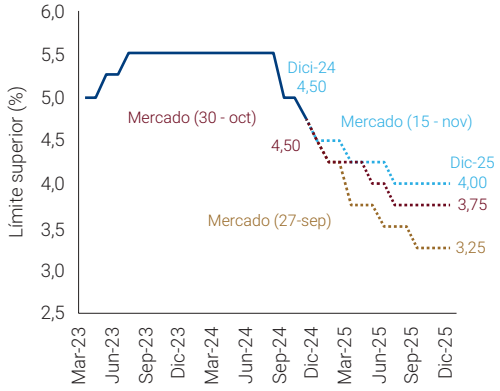
i) un fortalecimiento global del dólar; ii) presiones inflacionarias adicionales; iii) un mayor deterioro fiscal; y iv) condiciones financieras más restrictivas. Al cierre de este informe, los mercados financieros ajustaban sus expectativas sobre la trayectoria de política monetaria de la Fed en los próximos meses, favoreciendo nuevamente un escenario de tasas altas por más tiempo (Gráfico 7).

La evolución del mercado laboral no fue ajena al desempeño de la industria: el ritmo de creación de nóminas no agrícolas fue bajo en el segundo semestre del 2024 y alcanzó niveles mínimos no vistos desde la pandemia. Además, la tasa de desempleo aumentó rápidamente desde su mínimo histórico alcanzado en 2023. Sin embargo, las medidas proteccionistas que planea implementar el nuevo gobierno contribuirían a frenar el deterioro de la industria en 2025, de modo que estimule nuevamente el ritmo de contratación, que fue bajo durante el año. **En este contexto, la Fed podría volver a priorizar la contención de la inflación sobre el empleo, soportando así un ciclo de recortes de tasas de interés gradual**.

Por otro lado, la economía estadounidense enfrenta un reto importante asociado al aumento de la deuda pública posterior a la pandemia, a niveles de 121% del PIB en 2024, cerca de su máximo histórico[2]. Desde 2020, el déficit fiscal de EE. UU. ha sido muy superior al promedio de 3,5% del PIB del lustro prepandemia y, con base en las estimaciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso, sería de 6,7% en 2024 y 6,5% en 2025, solamente comparables con episodios de crisis (Gráfico 8). El ajuste fiscal no es una prioridad en el programa económico de Trump. Por el contrario, si se aprueba la extensión permanente de la "Ley de Empleos y Reducción de Impuestos", una reforma que estaba prevista para expirar en 2025, las finanzas públicas de EE. UU. podrían deteriorarse aún más.

Bajo este contexto, anticipamos que en 2025 continuará la divergencia entre la política monetaria, de carácter contractivo, y la política fiscal, que seguiría siendo expansiva. El costo de la deuda podría llegar a

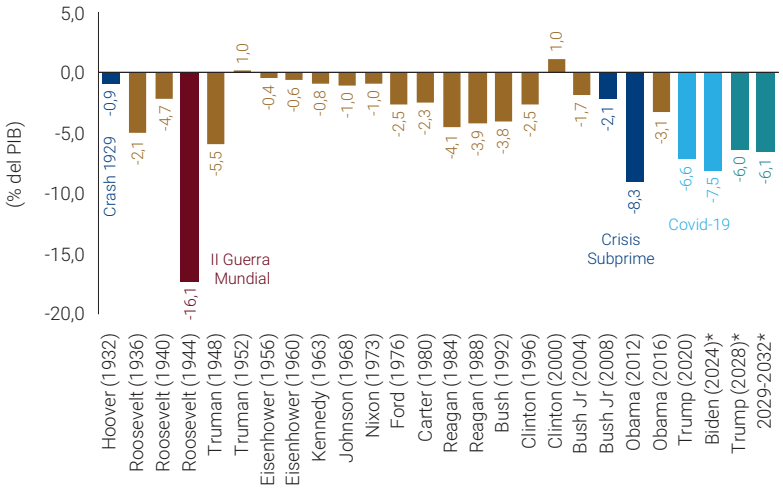
Gráfico 7
SENDA ESPERADA DE LA TASA DE INTERÉS DE LOS FONDOS FEDERALES



Fuente: FedWatch Tool de CME Group.

[2] *Por la pandemia, la deuda pública subió del 105% del PIB en 2019 a 123% del PIB en 2020.*

Gráfico 8
BALANCE PRESUPUESTARIO DEL GOBIERNO FEDERAL



* Pronósticos de la CBO a partir de 2024.
Fuente: Reserva Federal de San Louis y Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO).

ser un lastre para el crecimiento económico de EE. UU., exacerbando los riesgos fiscales y limitando el margen de maniobra tanto del gobierno como de la Fed.

La brecha positiva de los tipos de interés frente a su nivel neutral junto con el avance de la desinflación y el deterioro de los principales indicadores de mercado laboral, permitirían que la Fed realice recortes adicionales de su tasa de interés en 2025. Esperamos que el Comité de la Fed recorte la tasa de interés de los fondos federales en 75 puntos básicos, con lo que cerraría el 2025 en el rango de 3,50% a 3,75%.

Ahora bien, si la inflación subyacente resulta más persistente de lo previsto y la actividad económica y el mercado laboral se mantienen fuertes -como resultado, por ejemplo, de una política fiscal más laxa-, la Fed podría adoptar una postura más conservadora *(hawkish)* de lo que anticipamos. A esto se suma el eventual efecto inflacionario del aumento de los aranceles.

Por el contrario, un escenario de aterrizaje forzoso de la economía estadounidense, aunque luce poco probable, podría llevar a que la Fed sea más agresiva en los recortes de la tasa de interés. Al cierre del

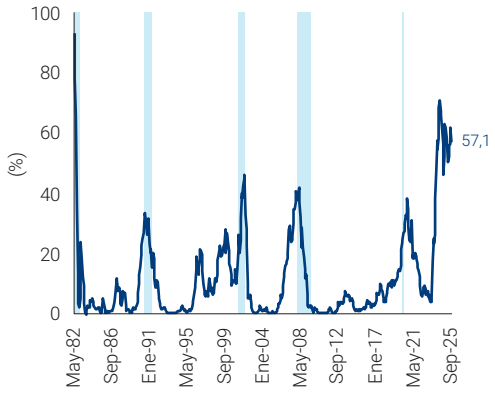
tercer trimestre, la probabilidad de que la economía estadounidense entre en recesión en los próximos 12 meses estimada mediante el diferencial entre los bonos del tesoro de 3 y 10 años había retrocedido hasta el 57% (Gráfico 9). En este sentido, el 2025 también podrá incorporar una alta volatilidad en los mercados financieros, revelando un ambiente de aversión al riesgo que responda a lecturas desfavorables en los principales indicadores macroeconómicos.

De esta forma, aunque la reducción de las tasas de interés de los principales bancos centrales contribuirá a mejorar las condiciones financieras globales, las dificultades fiscales mantendrán la presión sobre las primas de riesgo y limitarán reducciones pronunciadas en las tasas de largo plazo. **De esta forma, anticipamos que los costos de financiación para el sector privado continuarán siendo más altos que antes de la pandemia**.

En particular, la deuda pública como porcentaje del PIB en 2024 continuó por encima de los niveles de 2019 (Gráfico 10). Esta tendencia es generalizada a nivel global y añade presiones alcistas sobre las primas de riesgo de la mayoría de los países, elevando el costo de la deuda de mayor plazo: mientras que las economías avanzadas

Gráfico 9

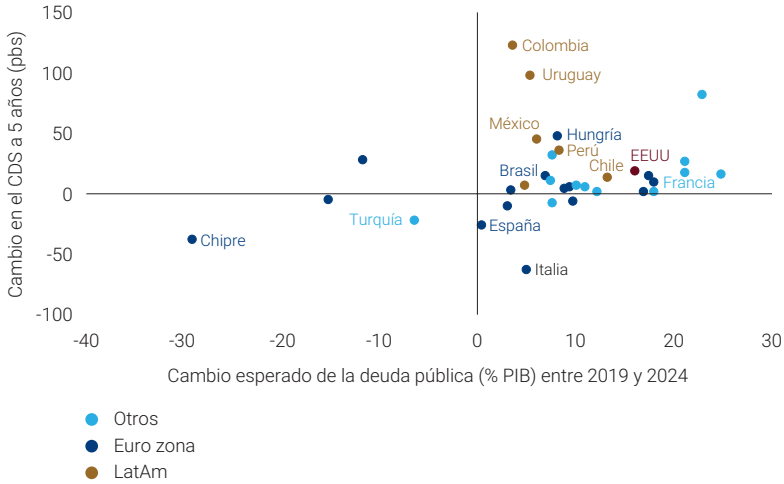
PROBABILIDAD DE QUE EE. UU. ENTRE EN RECESIÓN EN LOS PRÓXIMOS 12 MESES



Fuente: Reserva Federal de Nueva York.

Gráfico 10

AUMENTO DE LA DEUDA PÚBLICA Y LA PRIMA DE RIESGO FRENTE A 2019



Fuente: *Refinitiv Eikon* y Fondo Monetario Internacional.

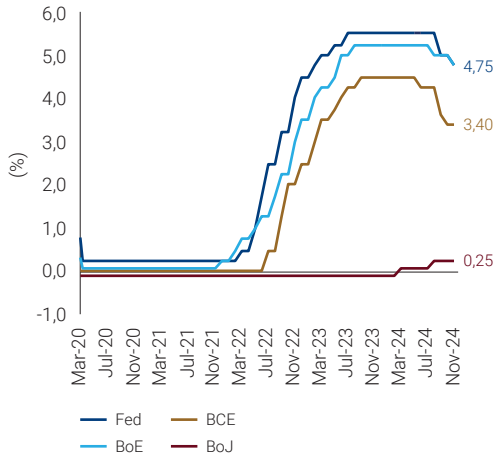
presentan una deuda pública equivalente al 111% de su PIB, mayor al 104% registrado en el lustro prepandemia, las economías emergentes y en desarrollo (EMED) superarán pronto el 69% de su PIB, en comparación con el 50% previo a la pandemia.

El deterioro de las finanzas públicas en un grupo importante de países revela la urgencia de implementar estrategias de consolidación fiscal que garanticen la sostenibilidad de la deuda en el corto plazo. Estas medidas serán cruciales para estabilizar las finanzas públicas y evitar que el creciente endeudamiento se convierta en un obstáculo para la recuperación económica global. En América Latina, las principales economías enfrentan los riesgos de un aumento insostenible de su relación deuda/PIB que mantendrá la presión sobre las primas de riesgo y las tasas de interés de largo plazo (ver Recuadro "La neblina fiscal en América Latina: Riesgos y sostenibilidad en juego" en este informe).

Por otro lado, es importante señalar que en 2024 **Japón** dejó de tener tasas nominales negativas por primera vez en ocho años, y se espera que su Banco Central realice aumentos adicionales de la tasa de interés en los próximos meses (Gráfico 11). Este ajuste ha provocado una reconfiguración de las estrategias de arbitraje del diferencial de tasas de interés *(carry trade)*, que durante años se beneficiaron de las bajas tasas en el país asiático. Lo anterior generó una apreciación del yen frente al dólar estadounidense y, a su vez, afectó de forma importante a las monedas emergentes, al reducir su atractivo para las estrategias de *carry trade*.

En materia comercial, la economía global enfrentará en 2025 ajustes importantes debido a las medidas proteccionistas que pretende adoptar el nuevo gobierno de EE. UU. Este país y la Unión Europea ya endurecieron sus restricciones sobre la importación de algunos productos chinos, como vehículos eléctricos, tecnología avanzada y chips. Además, el gobierno de Donald Trump buscará incrementar los aranceles a las importaciones desde China hasta el 60%; y a las provenientes del resto del mundo, hasta el 10%. Aunque creemos que las propuestas proteccionistas del gobierno de Trump se moderarán mediante las negociaciones que se den en el marco de los acuerdos

Gráfico 11
TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS

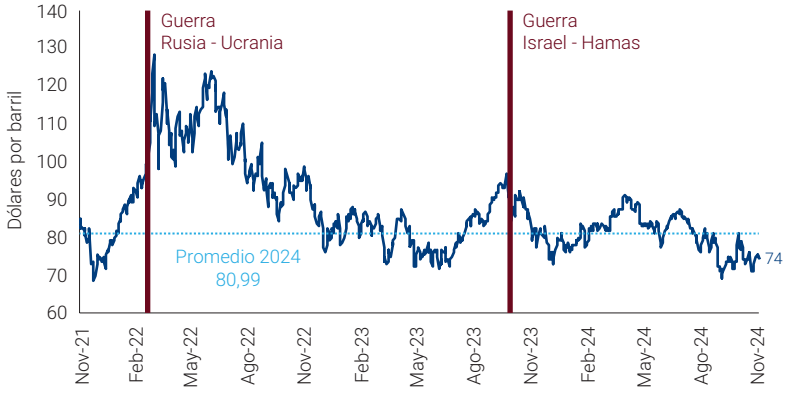


* Fed: Reserva Federal de EE. UU.
BCE: Banco Central Europeo
BoE: Banco Central de Inglaterra
BoJ: Banco Central de Japón
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

comerciales vigentes, lo cierto es que tendrán efectos negativos para el crecimiento económico y la inflación global.

Finalmente, vale la pena señalar que las tensiones geopolíticas continuarán en 2025, lo cual sigue siendo un riesgo latente para la economía global. La guerra entre Rusia y Ucrania se aproxima a su tercer año sin señales de una pronta resolución, aunque su efecto sobre los precios de la energía y los granos se ha disipado, gracias al uso de rutas alternas para el comercio de granos. Además, la escalada del conflicto entre Israel y Hamas tuvo un impacto inicial importante, impulsando al alza los precios internacionales del petróleo durante parte de 2024. Sin embargo, su efecto fue transitorio a pesar de que el conflicto sigue sin resolverse. La negativa de Israel a atacar la infraestructura petrolera iraní retornó la calma a los mercados, aliviando los precios internacionales del crudo, los cuales se mantendrían el próximo año, en promedio, por debajo de los niveles del periodo 2022-2024 (Gráfico 12) (ver "Recuadro I.1. Precios del petróleo: entre los temores de oferta y la débil demanda" en este informe).

Gráfico 12
PRECIO DE LA REFERENCIA BRENT DEL BARRIL DE PETRÓLEO



Fuente: *Refinitiv Eikon*.

RECUADRO I.1. PRECIOS DEL PETRÓLEO: ENTRE LOS TEMORES DE OFERTA Y LA DÉBIL DEMANDA

Gabriela Bautista Escobar
Andrés Felipe Gallego

Ajuste en las expectativas de demanda marcaron los precios del petróleo en 2024

Los precios del petróleo tuvieron tendencias divergentes entre la primera y la segunda mitad del año. Durante el primer semestre, las referencias Brent y WTI promediaron 83 y 79 dólares por barril (dpb), respectivamente, lo que representó un incremento del 4,4% y 5,3% en comparación a su nivel de un año atrás. Este aumento estuvo impulsado por el temor a un posible desabastecimiento global, debido a la intensificación de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio, una región clave para el comercio y producción de crudo (representa el 31% de la producción mundial).

A pesar de la incertidumbre, el impacto en los precios fue transitorio. En el segundo semestre y con corte a la segunda semana de noviembre, los precios del Brent y WTI cayeron en promedio un 6,2% y 5,2%, respectivamente, frente al semestre previo. La menor percepción de riesgo frente a ataques de Israel a la infraestructura petrolera iraní, sumada al ajuste de las expectativas de una demanda más baja por parte de China frente a la anticipada al cierre del 2023, ayudaron a moderar la escalada inicial de los precios.

Los precios del Brent y WTI se ubicaron en torno a los 73 y 70 dpb, respectivamente, en las primeras semanas de noviembre, en medio de las perspectivas de que China no logre su meta de crecimiento en 2024 y a la expectativa del pronto inicio del cambio en la política de recortes de producción de la OPEP. No obstante, esperamos que la persistencia de los riesgos geopolíticos actuales -como la reciente escalada en la guerra entre Rusia y Ucrania- y las caídas de los inventarios mundiales de petróleo derivadas de los recortes de producción de la OPEP+, ejerzan una presión al alza sobre los precios durante el cierre de 2024. Así, estimamos que el precio promedio del Brent sería de 81 dpb en 2024, lo que representaría una disminución del 1,4% respecto a 2023 (Gráfico 1).

Gráfico 1
PRECIO DE LA REFERENCIA BRENT DEL BARRIL DE PETRÓLEO

Cotización diaria con corte al 14 de noviembre de 2024.
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

En cuanto a la oferta, de acuerdo con estimaciones de la Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA, por sus siglas en inglés), la producción habría crecido solo 0,6% anual, lo que significó una adición de 0,6 millones de barriles diarios (mb/d), tras haber aumentado 1,8% en 2023 (+1,9 mb/d). Esto se explica por la caída de la producción de la OPEP (-0,1 mb/d), relacionada con la prolongación de los recortes voluntarios acordados desde 2022 -los cuales se esperaba que desmontaran gradualmente en el segundo semestre del 2024- (Gráfico 2).

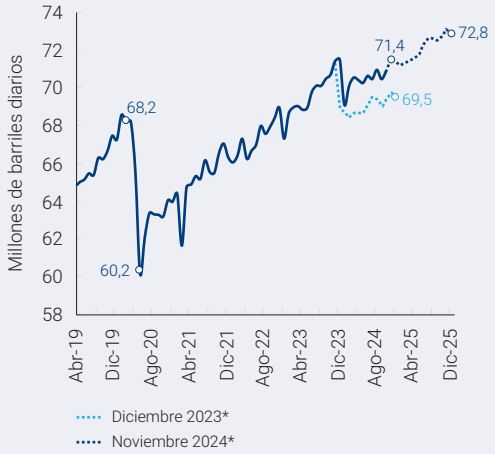
Por su parte, la producción de países fuera de la OPEP, como Brasil, Guyana y Estados Unidos, compensó este impacto, con un incremento de 0,7 mb/d que superó las expectativas previas, que anticipaban una caída en la producción de 0,8 mb/d (Gráfico 3). Estos países, en particular Brasil y Guyana, están consolidándose como actores clave en la producción global, contribuyendo a equilibrar el mercado de crudo. A esto se sumó la desacumulación de los inventarios globales de petróleo para cubrir el desabastecimiento derivado de la baja producción, especialmente durante la primera mitad del año (Gráfico 4).

Por su parte, la demanda global de petróleo aumentó en 1 mb/d en el año, muy por debajo del crecimiento de 2,1 mb/d registrado en 2023, pero superior al incremento de la producción. No obstante, las expectativas de demanda de petróleo para 2024 y 2025 se ajustaron a la baja en reiteradas ocasiones, principalmente ante los obstáculos que enfrentó la economía china para alcanzar sus metas de crecimiento en el año. En este sentido, las expectativas de un desempeño económico menos dinámico al anticipado previamente por parte de China generaron presiones a la baja en los precios del crudo durante el segundo semestre del 2024, considerando que esta economía representa el 15% de la demanda global de crudo.

Gráfico 2
PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO ESPERADA EN PAÍSES DE LA OPEP

* Corresponde a la fecha en que se publicó el pronóstico.
Fuente: EIA.

Gráfico 3
PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO ESPERADA DE PAÍSES NO MIEMBROS DE LA OPEP



* Corresponde a la fecha en que se publicó el pronóstico.
Fuente: EIA.

¿Se alcanzaría una mayor estabilidad en 2025?

Los precios del petróleo se ubicarían en promedio en 75 dpb para la referencia Brent en 2025, con un nivel de cierre cercano a los 72 dpb. Estos niveles serían inferiores al promedio observado en 2024 y serían similares al que se

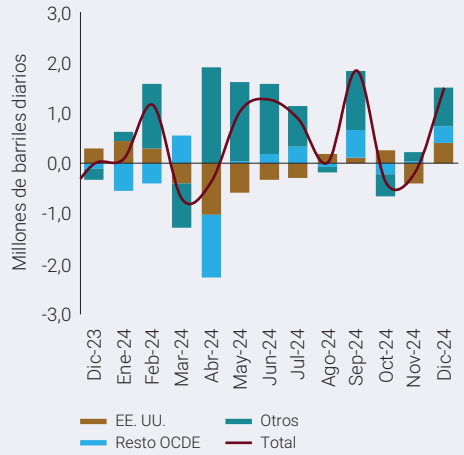
registró durante el último trimestre del año, en línea con la expectativa de mayor crecimiento de la oferta que de la demanda (Gráfico 5). Esta situación también se refleja en el mercado de futuros. Al momento de escribir este informe, los contratos de compra de la referencia Brent contemplan precios inferiores en los próximos 12 meses frente a los que se registraron en el mercado *spot* (73 dpb) (Gráfico 6).

El principal factor que redundaría en la disminución en los precios del petróleo, desde el lado de la oferta, es el levantamiento de los recortes de producción para los países miembros de la OPEP a partir de enero de 2025, que llevaría a la organización a aportar el 21% del aumento de la producción total, de acuerdo con estimaciones de la EIA. Junto a lo anterior, el crecimiento de la oferta global de crudo por parte de Estados Unidos, Canadá y Guyana podría facilitar la recuperación gradual de los niveles de inventarios, especialmente durante la segunda mitad del 2025 (Gráfico 7).

Por su parte, desde el lado de la demanda, las dificultades de China[1] para lograr sus metas de crecimiento motivaron ajustes a la baja en las expectativas de demanda de petróleo en reiteradas ocasiones. Por ende, si el dinamismo de su demanda interna se mantiene débil, esto podrá seguir impactando negativamente los precios del crudo.

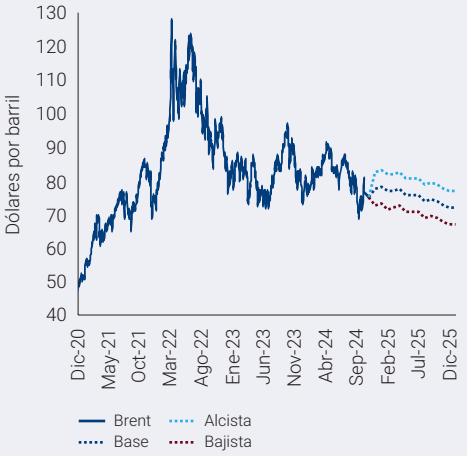
Además, posibles cambios en las políticas fiscales y monetarias orientadas a controlar la inflación podrían influir negativamente en el consumo energético. En este contexto, la continuidad de la flexibilización de las condiciones financieras globales será crucial para estimular la inversión y el consumo, especialmente en economías como China y Europa que aún enfrentan desafíos significativos para reactivar su ritmo de crecimiento (ver Capítulo I. Contexto Externo).

Gráfico 4
VARIACIÓN DE LOS INVENTARIOS DE CRUDO*



* Valores positivos indican una desacumulación de inventarios.
Fuente: EIA.

Gráfico 5
PRONÓSTICO PRECIO DE REFERENCIA BRENT DEL BARRIL DE PETRÓLEO

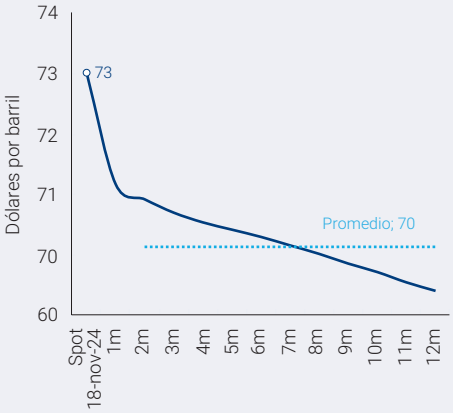


Cálculos Corficolombiana.
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

Ahora bien, existen diversos factores que podrían impulsar los precios de petróleo al alza desde el lado de la oferta. Por un lado, no se descarta que la OPEP prolongue o implemente restricciones adicionales a su producción en el caso de surgir nuevos riesgos para la demanda global.

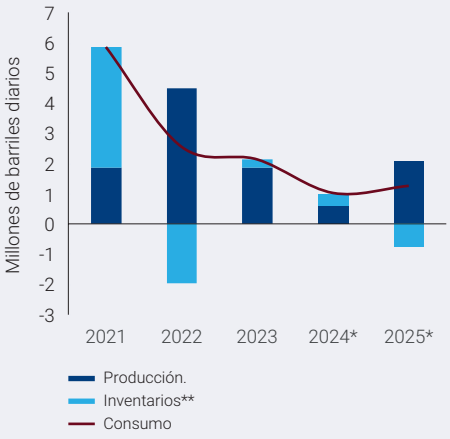
[1] *Que abarca el 15% de la demanda global por crudo.*

Gráfico 6
PRECIO DEL BRENT Y CURVA DE FUTUROS A 12 MESES



Fuente: *Refinitiv Eikon*.

Gráfico 7
CAMBIO EN LA OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL DE PETRÓLEO



* Pronóstico a partir de noviembre de 2024.
** Valores positivos indican una desacumulación de inventarios
Cálculos: Corficolombiana.
Fuente: EIA.

Asimismo, la estabilidad de la oferta depende de que las tensiones geopolíticas, especialmente en Oriente Medio, no se intensifiquen. Aunque la economía global ha demostrado una mayor capacidad para adaptarse a la persistencia de los conflictos geopolíticos, la posibilidad de ataques en la región sigue siendo un factor que podría afectar temporalmente los precios, tal como se observó en 2024.

Por el lado de la demanda, la implementación de estímulos a la actividad económica de Estados Unidos por parte del nuevo gobierno de Donald Trump podría impulsar una fase de crecimiento más robusto en la actividad productiva, lo que favorecería el consumo de energía y, por ende, la demanda de petróleo.

De este modo, los precios del petróleo a cierre de 2025 (72 dpb) se ubicarían en niveles inferiores a los que se observaron en los últimos tres años. Aunque la caída en los precios del petróleo en 2025 sería menor a la registrada en años críticos como 2009, 2015 o 2020, esta tendría efectos negativos sobre la economía colombiana. De un lado, una disminución en los precios del crudo impactaría negativamente las exportaciones, reduciendo los ingresos por ventas externas de nuestro principal producto de exportación.

Asimismo, afectaría las finanzas públicas, disminuyendo los ingresos del Gobierno provenientes de la renta petrolera y los dividendos de Ecopetrol. Finalmente, las regalías, que son clave para la inversión en regiones productoras, también se verían reducidas.

RECUADRO I.2. ¿REBROTE INFLACIONARIO EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LATAM?

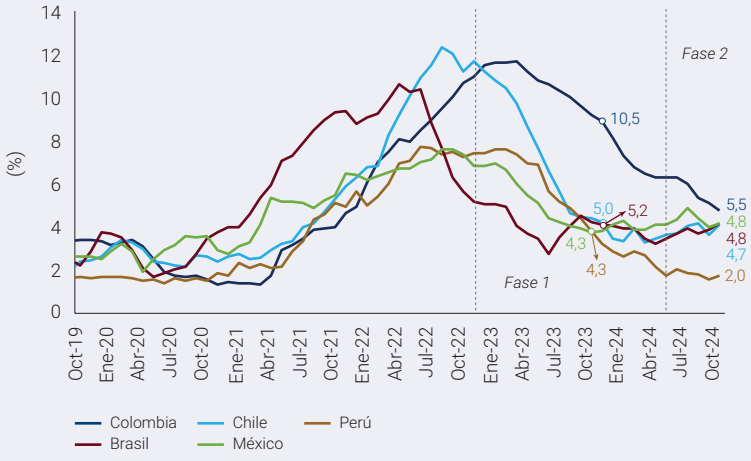
Alejandra Gacha

En los últimos tres años, la inflación en Latinoamérica ha experimentado fluctuaciones notables. A inicios de 2021, el promedio en los cinco países analizados (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) era de 3,2%[1] y posteriormente fue aumentando de forma relativamente sincronizada hasta alcanzar un máximo de 10,2% en junio de 2022 debido al alza en los componentes volátiles de la inflación en un contexto de tensiones geopolíticas que afectaron las cadenas de suministro globales. Chile tuvo el pico inflacionario más alto, de 14,1% en agosto de 2022, seguido de Colombia (13,3% en marzo de 2023) y Brasil (12,1% en abril de 2022). Por su parte, Perú y México registraron sus tasas más altas de inflación en un solo dígito: 8,8% en junio de 2022 y 8,7% en agosto de 2022, respectivamente.

Posteriormente comenzó un proceso de ajuste que llevó la inflación promedio en los países analizados a 5,1% al cierre de 2023, aunque de forma heterogénea. Cuando Colombia alcanzó su pico de inflación en marzo de ese año, los otros países habían iniciado el proceso desinflacionario entre 3 y 9 meses antes. Durante 2024, se han observado tendencias diversas en la región. Mientras Brasil, México y Chile tienen síntomas de un rebrote inflacionario principalmente por el alza en los componentes volátiles, en Perú la inflación se mantiene estable y en Colombia sigue desacelerándose impulsada principalmente por alimentos.

Analizamos las tendencias del proceso desinflacionario en la región dividiéndolo en dos fases (Gráfico 1); i) desaceleración en 2023 y dificultad para alcanzar los niveles previos a la pandemia y ii) resurgimiento de presiones en los componentes volátiles en 2024. En 2025 esperamos que se mantenga el proceso desinflacionario en la región, si bien existen riesgos al alza, consideramos que son moderados y no afectarán la trayectoria desinflacionaria.

Gráfico 1
INFLACIÓN EN PAÍSES DE LATAM



Cálculos Corficolombiana
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

[1] *Promedio simple de la inflación de Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.*

El proceso desinflacionario de 2023

El año 2023 estuvo marcado por una corrección a la baja en los precios internacionales de alimentos y energía, a pesar de que los conflictos geopolíticos que los generaron no se resolvieron. Esto permitió una disminución de la inflación en la región, que pasó de un promedio de 9,6% en enero de 2023 a 5,1% en diciembre del mismo año (Tabla 1). Brasil y México ajustaron de manera más rápida los altos niveles de inflación alcanzados en 2022 debido a correcciones en los precios de bienes y de combustibles, respectivamente. Por su parte, el proceso de desinflación en Colombia no sólo inició de forma rezagada respecto a otros países, sino que fue más lento debido a varios factores: i) los efectos de la depreciación del peso colombiano a finales de 2022 y comienzos de 2023 sobre los precios de alimentos y bienes transables; ii) la persistencia de los efectos del Paro Nacional de 2021 sobre algunos alimentos[2]; iii) los ajustes del precio de la gasolina desde finales de 2022 y durante 2023 para cerrar la brecha respecto al precio internacional; y iv) el auge del consumo interno, que fue más fuerte que en los otros países y generó presiones inflacionarias adicionales.

Lo anterior explica en gran medida las diferencias en las respuestas de política monetaria por parte de los bancos centrales de la región. En Brasil, Chile y Perú empezaron a reducir la tasa de política monetaria en 3T23, mientras que Colombia realizó su primer recorte en diciembre del mismo año[3]. México recortó su tasa de interés por primera vez en marzo de 2024.

Tabla 1
CORRECCIÓN EN LOS PRECIOS EN PAÍSES DE LAC5

	Colombia	Chile	Perú	Brasil	México
Pico inflacionario (%)	13,3 (mar-23)	14,1 (ago-22)	8,8 (jun-22)	12,1 (abr-22)	8,7 (ago-22)
Inflación mínima (%)	5,4 (jul-24)	3,7 (mar-24)	1,8 (sep-24)	3,2 (jun-23)	4,3 (oct-23)
Corrección en los precios (pps)	7,9	10,4	7	8,9	4,4
Cantidad de meses para la corrección	19	19	28	14	14

Cálculos Corficolombiana.
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

Si bien el aumento de las tasas de interés por parte de los bancos centrales moderó las presiones inflacionarias por el lado de la demanda, la inflación en los países analizados aún está por encima de su nivel prepandemia y del objetivo de los bancos centrales. En promedio, la inflación en la muestra de países ha sido de 4,5% en

2 *Banco de la República (2023). Informe de política monetaria - abril 2023.*

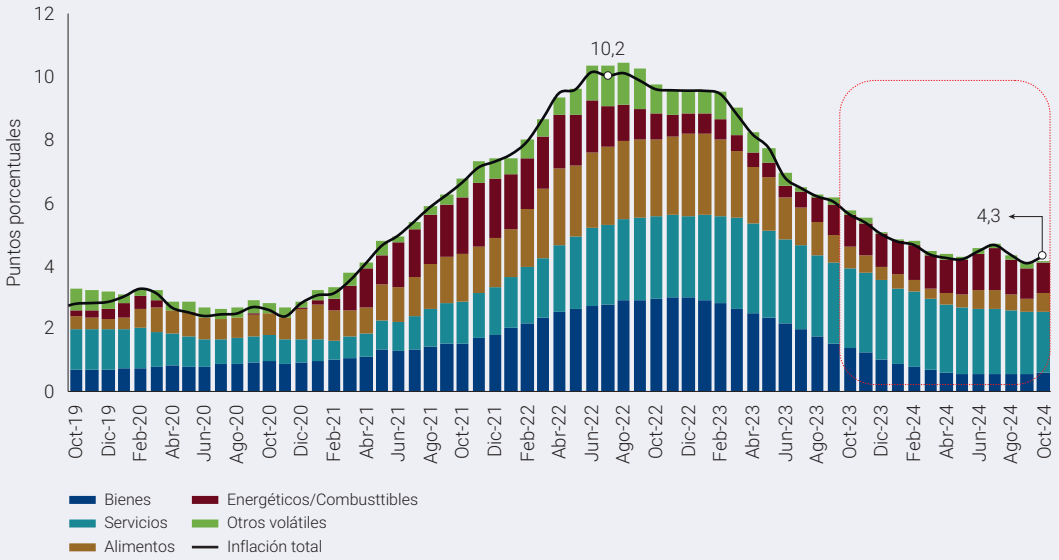
3 *El primer recorte del Banco de la República en diciembre de 2023 fue de 25 pbs.*

lo corrido de 2024, es decir, 1,4 puntos porcentuales superior a la de 2019 (3,1%). Ahora bien, si se excluye a Colombia del promedio, la inflación ha sido de 3,9% en el mismo periodo, 0,9 p.p. superior a la de 2019 (3,0%).

El diferencial entre la inflación actual y su nivel prepandemia está relacionado principalmente con el fenómeno de indexación de servicios registrado desde el año pasado, el cual ha limitado la velocidad de la desinflación. Cuando los servicios están indexados, su dinámica inflacionaria se vuelve altamente inercial, lo que significa que son menos sensibles a factores de mercado o de política monetaria. Su persistencia se debe a los efectos de segunda vuelta de la inflación. A medida que se corrigieron los precios de los componentes volátiles, la inflación de servicios -el componente de mayor peso en las canastas del IPC en los países analizados, con 40,1% en promedio- aumentó y presionó al alza la inflación total. En efecto, el aporte de los servicios a la inflación total ha sido en promedio de 2,1 puntos porcentuales (p.p.) en 2024, mientras que en 2019 su aporte era de 1,3 p.p. Esto significa que los servicios explican el 61,5% del diferencial de inflación actual respecto a su nivel prepandemia, que asciende a 1,3 p.p. (promedio 4,4% en 2024 frente a 3,1% en 2019).

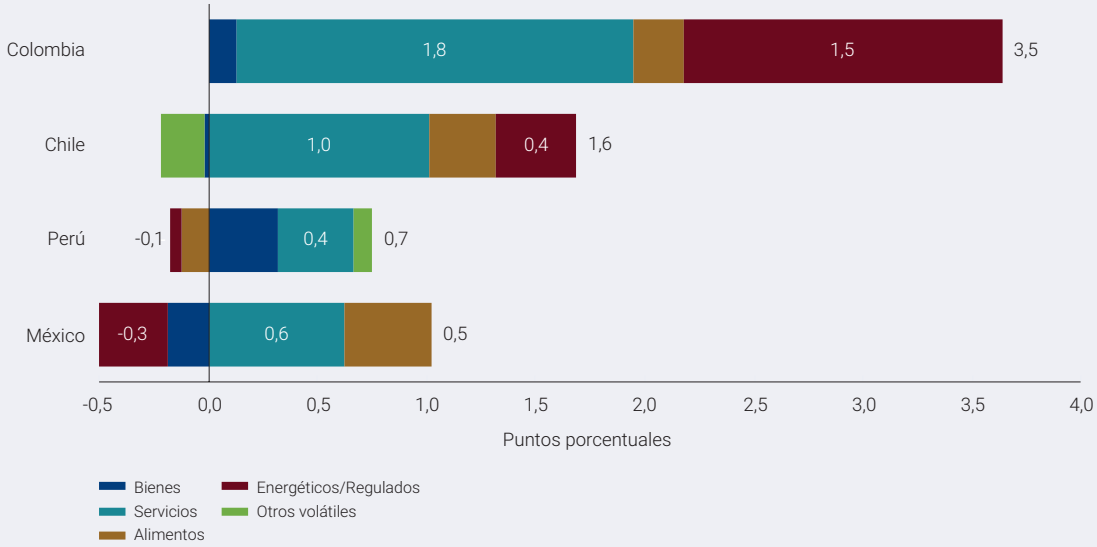
Es importante señalar que, más allá de la tendencia general en la región, cada país tiene particularidades en su inflación que podrían afectar las dinámicas de los precios en el futuro. Por ejemplo, en Colombia y Chile la inflación de los arriendos se ha mantenido en niveles altos, mientras que en Perú los servicios de transporte, educación y suministro de agua han sido los principales factores que han impedido una mayor disminución de la inflación.

Gráfico 2
APORTE A LA INFLACIÓN LAC5



Cálculos Corficolombiana
Fuente: DANE, Bancos centrales de cada país.

Gráfico 3
DIFERENCIA DE INFLACIÓN FRENTE A NIVELES PREPANDEMIA*



* Promedio simple de inflación anual de enero 2018 a diciembre 2019 en comparación con la inflación promedio en 2024.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE, Bancos centrales de cada país.

Pausas en la desinflación en 2024

El proceso desinflacionario ha enfrentado riesgos en 2024, aunque la mayoría de ellos son transitorios y no deberían amenazar la normalización de la política monetaria. Además de las presiones en el sector de servicios, han surgido nuevas presiones en los precios de alimentos y energía, principalmente debido a fenómenos coyunturales y transitorios.

Los precios se han visto afectados por fenómenos climáticos como "El Niño" en Colombia y Perú, sequías extremas en México -que han llevado al país a su peor crisis hídrica en tres años- e inundaciones en Rio Grande do Sul, la principal región agrícola del sur de Brasil. Estos eventos redujeron la oferta de alimentos al dañar los cultivos y elevaron los precios de la electricidad debido a los bajos niveles de los embalses. En México, la contribución de alimentos y energía a la inflación aumentó de 0,8 p.p. a finales de 2023 a 1,8 p.p. en octubre de 2024. En Brasil, la contribución de alimentos pasó de -0,1 p.p. a 1,1 p.p. en el mismo período.

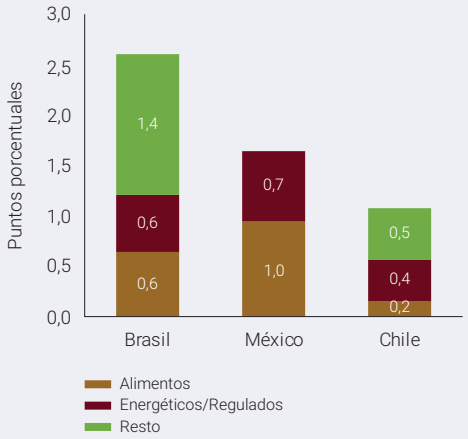
No obstante, estas presiones en los precios de los componentes volátiles tuvieron un carácter transitorio en México; en julio el país alcanzó su pico inflacionario en lo corrido de 2024 (5,6%) para posteriormente retomar una senda desinflacionaria (4,8% en octubre) a raíz de un alivio en las presiones de los precios de los alimentos y la energía.

Además, la actualización de precios y tarifas, que se mantuvieron bajas durante la pandemia para aliviar el gasto de los hogares, también ha influido. En Chile, el fin del congelamiento de tarifas eléctricas, vigente desde 2019 llevará a un ajuste del 57% en los precios de la electricidad, con ajustes graduales en julio y octubre de 2024 y enero de 2025, lo que podría impactar la inflación total en 145 puntos básicos para junio de 2025. Adicionalmente, la depreciación acumulada del peso chileno durante el primer semestre del año ha generado presiones al alza leves en la inflación de bienes.

Por su parte, la inflación en Brasil ha tenido presiones al alza por el lado de demanda debido a una economía más resiliente de lo esperado, aumentos en las expectativas de inflación, un mercado laboral fuerte y presiones por el aumento en el gasto fiscal, sumado a presiones en los componentes volátiles por fenómenos climáticos, lo que ha generado que la inflación haya aumentado 0,3 p.p. en lo corrido del año (4,5% en enero vs 4,8% en octubre).

En Colombia, los ajustes al alza en los precios de la gasolina durante 2023 elevaron el galón de $10.167 a $14.564 para reducir la brecha con el precio internacional y eliminar subsidios del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). Para 2024, el Ministerio de Hacienda y los transportadores acordaron incrementos en el precio del diésel de $800 pesos, del cual la mitad ocurrió en septiembre y la otra mitad en diciembre; los ajustes de 2025 quedaron de definirse posteriormente, aunque vemos poco probable que haya aumentos adicionales, pues los precios de los combustibles en el país ya están mucho más alineados con los precios internacionales, dada la caída de estos últimos desde septiembre.

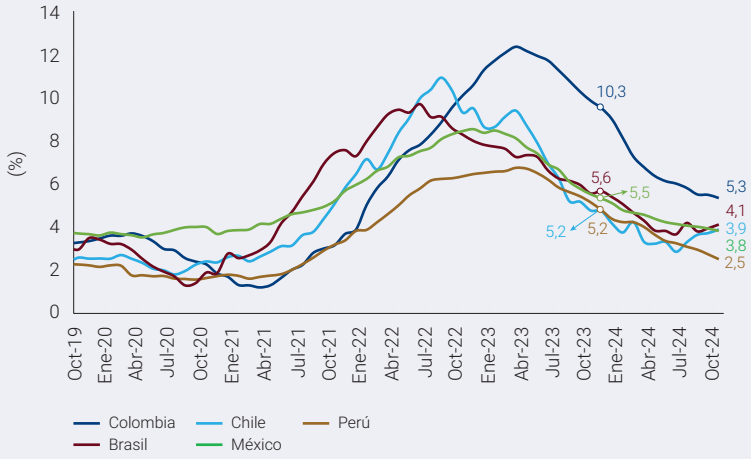
Gráfico 4
AUMENTO EN LOS APORTES A LA INFLACIÓN DESDE SU MÍNIMO EN EL PROCESO DESINFLACIONARIO



* La inflación mínima de Chile en el proceso desinflacionario fue en mar-24, en México en oct-23, en Brasil en jun-23 y para Colombia y Perú no se incluyen datos ya que la menor inflación se alcanzó en oct-24 y sep-24 respectivamente.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE, bancos centrales de cada país.

La inflación núcleo, que excluye alimentos y energía, ha continuado su senda desinflacionaria aunque de manera más lenta a la observada en 2023 y con un ligero repunte en Chile (3,3% en jun-24 a 3,9% en oct-24) que responde a presiones sobre el tipo de cambio. A pesar de la disminución en la velocidad de la desinflación, aún es prematuro concluir que estamos viendo un resurgimiento de presiones inflacionarias por demanda. Esto indica que el rebrote inflacionario que se ha observado en los últimos meses responde a factores volátiles y coyunturales más que a choques de demanda que puedan afectar la trayectoria de la inflación a largo plazo.

Gráfico 5
INFLACIÓN NÚCLEO LAC5

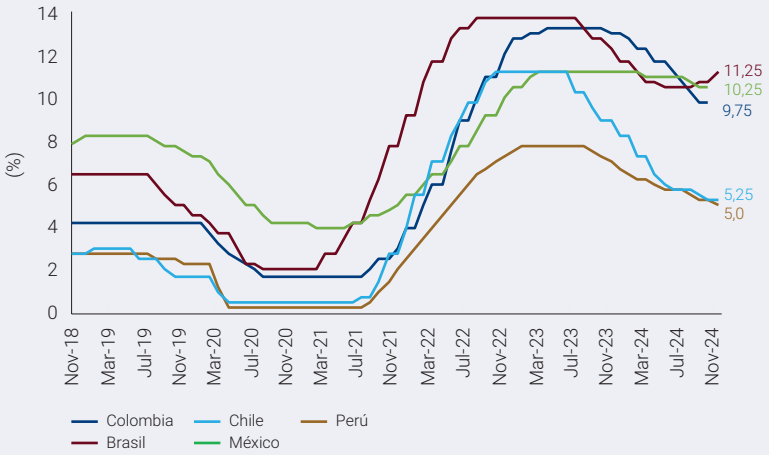


Fuente: *Refinitiv Eikon*.

Respuestas de política monetaria heterogéneas

En este contexto, las diferencias en las dinámicas inflacionarias entre países de la región han generado respuestas heterogéneas por parte de los bancos centrales (Gráfico 6). Chile y Perú han ajustado sus tasas a niveles cercanos a la tasa neutral[4] (5,25% y 5,00% respectivamente), en concordancia con una desaceleración de la inflación más rápida en comparación con otros países, mientras que, en México y Colombia la tasa de política monetaria continúa en niveles altos (10,25% y 9,75% respectivamente). Por último, Brasil es un caso atípico en la región, ya que el Banco Central de Brasil decidió aumentar la tasa de interés de política monetaria en sus reuniones de septiembre y noviembre de 2024 llevándola a 11,25% ante la incertidumbre de la política fiscal, un tipo de cambio más depreciado y una economía más resiliente.

Gráfico 6
TASA DE POLÍTICA MONETARIA PAÍSES LAC5



Fuente: *Refinitiv Eikon*.

En Colombia, aunque no ha habido un rebrote inflacionario en lo corrido del año, se tiene una inflación más alta que el resto de los países de la región, 5,4% vs 4,1%[5], lo que ha dificultado el anclaje de las expectativas inflacionarias y ha motivado una postura cautelosa por parte de la mayoría de la Junta Directiva del Banco de la República. El ciclo de

[4] *1,0% para Chile y 1,2% para Perú. Tomado de Banco Central de Chile (2023). Informe de política monetaria diciembre 2023. Ledesma, Pérez y Rojas (2023). Estimaciones recientes de la Tasa Neutral de Interés en el Perú.*

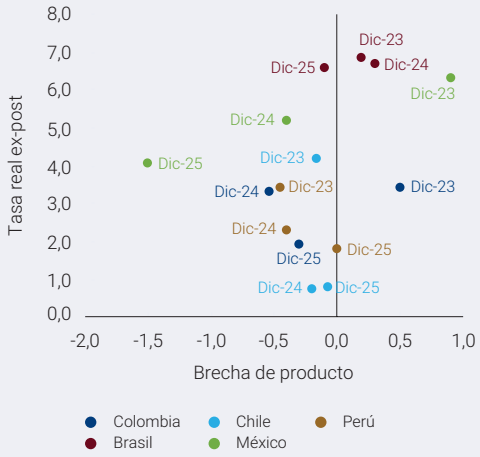
[5] *Promedio de inflación de Brasil, México, Chile y Perú en octubre de 2024.*

inflación en Colombia se encuentra rezagado respecto al de sus pares en la región, y se espera que el ajuste a la baja continúe en los próximos meses.

Ahora bien, la tasa de política monetaria mantiene una estrecha relación con la brecha de producto; si la brecha de producto es negativa, la economía está produciendo por debajo de su capacidad, lo que justifica una política monetaria expansiva, por el contrario, si la brecha de producto es positiva, la economía produce por encima de su capacidad, lo que genera presiones inflacionarias que se podrían desestimular por medio de una política monetaria contractiva.

Al comparar la relación entre estas dos variables (Gráfico 7), vemos que Brasil es el único país de la región con una brecha de producto positiva a fin de 2024 (0,3%), lo cual es coherente con una tasa de interés real ex post[6] contractiva. Por su parte, México, Chile y Perú han ampliado sus brechas de producto entre el 2023 y el 2024, en línea con tasas de interés reales ex post menos contractivas. Colombia es el caso atípico de la región, ya que la brecha de producto se ha vuelto más negativa- incluso es la más negativa en la región- pero la tasa de interés real ex post se ha mantenido en un nivel contractivo. Por último, es importante mencionar que en 2025 se espera que Colombia, Perú y Chile estén cerca a cerrar su brecha negativa de producto, lo que se traduce en un mayor desempeño de la economía que podría generar algunas presiones al alza por demanda en la inflación total.

Gráfico 7
BRECHA DE PRODUCTO VS. TASA DE INTERÉS REAL EX POST



* Los datos para Perú fueron estimados por medio de un filtro HP.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Banco Central de Chile, Banxico, Banco de la República, Banco Central de Brasil, *Refinitv Eikon*.

¿Está en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en 2025?

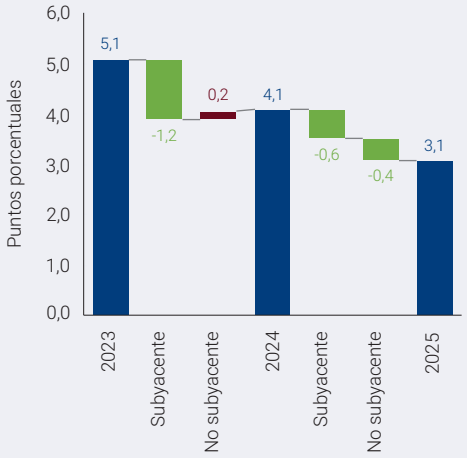
Si bien las decisiones de política monetaria son independientes, entender las dinámicas inflacionarias regionales es útil para la toma de decisiones, ya que muchos choques inflacionarios pueden ser comunes, como lo demuestra su evolución desde 2021. En particular, se deben monitorear otros riesgos inflacionarios en la región para el 2025, la posible materialización de fenómenos climáticos que afecten los precios de los alimentos y la energía, la persistencia de conflictos que afectan las cadenas de suministro (como los del canal de Suez), la expectativa de depreciación de las monedas locales ante un dólar más

[4] *TPM real ex post = TPM nominal - inflación de los últimos 12 meses.*

fuerte por el inicio del mandato presidencial de Donald Trump en EE.UU, el incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales y, los todavía ajustes tarifarios pendientes de la pandemia, que podrían imprimir presiones al alza para la inflación durante el próximo año.

No obstante, los riesgos al alza en la inflación son moderados y el proceso desinflacionario continuará en la región durante 2025, asimismo el componente subyacente o núcleo de la inflación seguirá liderando la reducción de la inflación (Gráfico 8), evidenciando que los rebrotes inflacionarios en la región observados en 2024 estuvieron impulsados principalmente por los componentes volátiles de la inflación y no por factores de demanda y que en 2025 no se espera un repunte de estos.

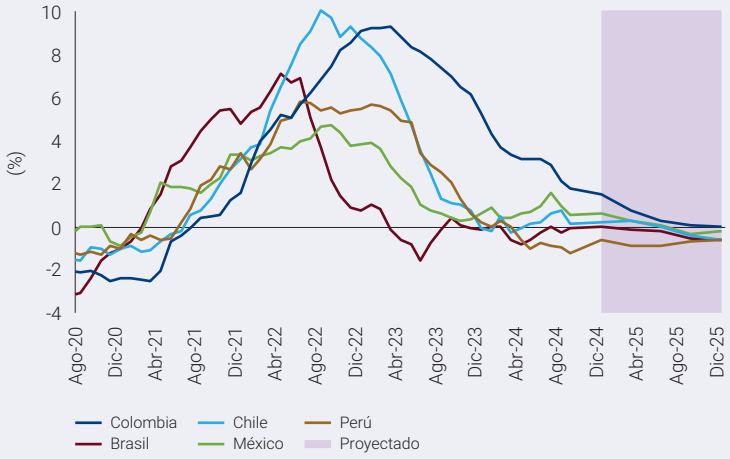
Gráfico 8
CAMBIO EN APORTES A LA INFLACIÓN LAC4*



* LAC4: Chile, Colombia, México y Perú. No se incluye Brasil debido a que el Banco Central de Brasil no publica pronósticos de inflación con esta desagregación. Los datos corresponden a un promedio simple de los aportes de los cuatro países analizados.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Banco Central de Chile, Banxico, Banco de la República, *Refinitv Eikon*.

Ahora bien, aunque la trayectoria del proceso desinflacionario en la región ha tenido particularidades en cada país como vimos anteriormente, esperamos que la inflación de los cinco países analizados se ubique dentro del rango meta de inflación para cierre de 2025, lo que da cuenta de la última etapa del proceso desinflacionario y la efectividad de los bancos centrales en conducir la inflación a su nivel objetivo.

Gráfico 9
DIFERENCIA ENTRE INFLACIÓN Y LÍMITE SUPERIOR DEL RANGO META*



* El límite superior del rango meta es 4,5% en Brasil, 4% en Colombia, Chile y México y 3% en Perú.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: *Refinitiv Eikon*. Latin Focus.

II. ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL: ¿LUZ AL FINAL DEL TUNEL?

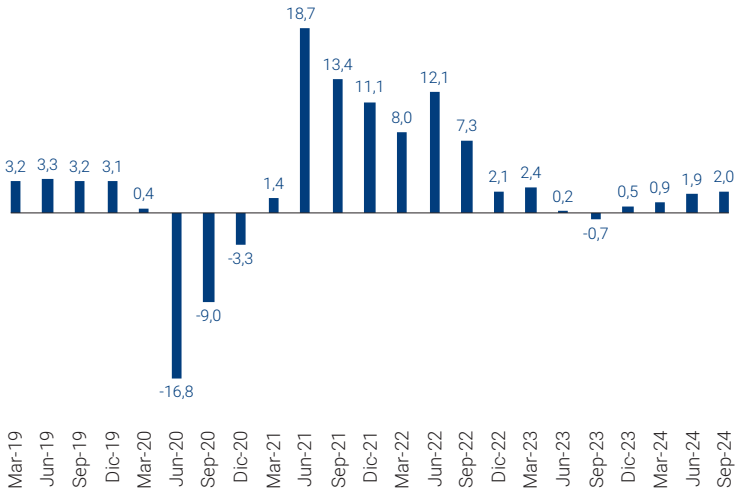
Julio Romero A.
Nicolás Cruz

Balance 2024: recuperación a paso lento

La economía colombiana registró una recuperación lenta y heterogénea en 2024, alcanzando un crecimiento anual de 1,6% en los primeros tres trimestres del año, frente al 0,6% observado en 2023. La demanda interna mostró un mejor desempeño gracias a un repunte moderado del consumo privado y una recuperación débil de la inversión, la cual sigue rezagada frente a sus niveles prepandemia y se encuentra por debajo de los registros de 2022. Por su parte, el gasto del gobierno se desaceleró, mientras que la balanza comercial contribuyó positivamente al crecimiento de la economía, en un contexto externo que favoreció las exportaciones, mientras que las importaciones crecieron a un ritmo lento, en línea con la dinámica de la demanda interna. Vale la pena señalar que la actividad económica tocó fondo en el tercer trimestre de 2023 con una contracción anual de 0,7%, y desde entonces ha consolidado cuatro trimestres de crecimientos anuales positivos (Gráfico 1).

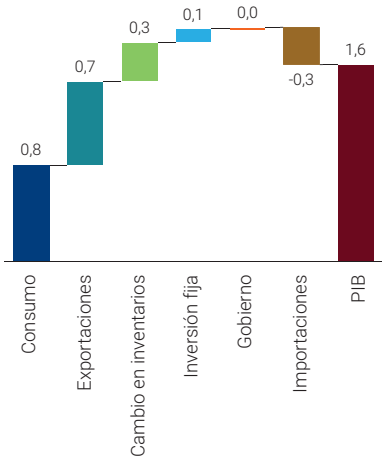
En particular, la demanda interna registró una expansión anual de 1,0% en los primeros tres trimestres de 2024, explicada por un crecimiento de 1,5% en la formación bruta de capital (0,5% en la inversión fija), sumado al aumento de 1,0% en el consumo privado y un 0,6% en el gasto del gobierno. Lo anterior permitió un aporte positivo de la balanza comercial, pues las importaciones crecieron solo 1,4%, mientras que las exportaciones se expandieron 4,8%. De esta forma, los mayores aportes al crecimiento económico acumulado hasta septiembre los generaron, en su orden, el consumo privado, las exportaciones, el cambio en los inventarios, la inversión fija, y el gasto del gobierno, mientras que las importaciones restaron 0,3 puntos porcentuales (p.p.) (Grafico 2).

Gráfico 1
PIB DE COLOMBIA 2019-2024*
(Variación anual, %)



* Serie desestacionalizada.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Gráfico 2
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB AÑO CORRIDO HASTA 3T23 *(p.p.)*



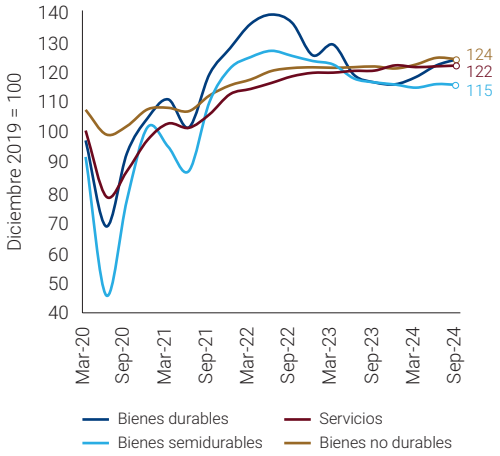
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Una de las noticias positivas de 2024 fue que el consumo de los hogares retomó su senda positiva de crecimiento, luego de haberse contraído durante tres trimestres consecutivos (de 3T23 a 1T24), de manera que volvió a ser el principal motor de la economía colombiana. Entre enero y septiembre de 2024, su crecimiento anual se aceleró a 1,0%, desde 0,8% en 2023, y acumuló un aumento de 18% frente a sus niveles prepandemia. Este desempeño estuvo impulsado principalmente por el gasto en servicios y, en menor medida, en bienes no durables y durables (Gráfico 3). En particular, los rubros con mayores aportes al incremento del consumo privado en lo corrido del año hasta el tercer trimestre fueron, en su orden, entretenimiento, alimentos, salud, alojamiento y muebles; en contraste, las mayores reducciones estuvieron en restaurantes, prendas de vestir, transporte y bebidas alcohólicas.

No obstante, la dinámica del consumo de servicios se moderó, después de la notable expansión que tuvo entre 2021 y 2023, en línea con la evolución de estos sectores dentro del PIB (ver Recuadro III.3. El azar impulsa el entretenimiento y el crecimiento en este informe). En particular, el gasto en servicios como restaurantes y hoteles, que

representan el 9% del consumo total de los hogares, ha permanecido en terreno negativo durante lo que va del año, afectado por el aumento en los costos. Por el lado positivo, sectores como recreación y cultura siguen registrando crecimientos elevados.

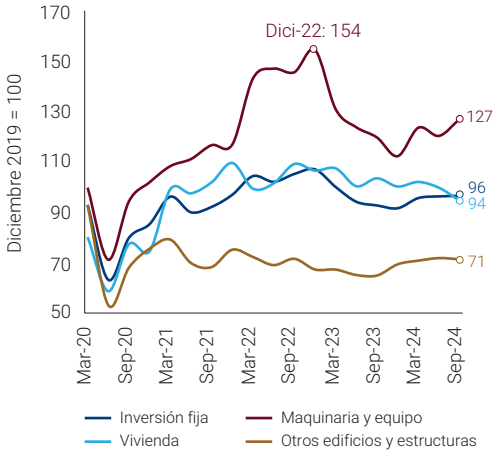
Gráfico 3
CONSUMO POR DURABILIDAD EN NIVELES



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Por su parte, el mejor desempeño del gasto en bienes durables estuvo en línea con el crecimiento anual promedio del 8% en las ventas minoristas de productos relacionados con telecomunicaciones y electrodomésticos entre enero y septiembre de 2024. El aumento de los ingresos reales de los hogares ante la desaceleración de la inflación, la reducción de las tasas de interés y la resiliencia del mercado laboral -que se deterioró mucho menos de lo que esperábamos- fueron claves para que el gasto en bienes revirtiera la tendencia negativa de los trimestres previos. A esto se sumó la relativa estabilidad del tipo de cambio en los primeros cinco meses del año, lo que contribuyó a mejorar la confianza de los consumidores.

Gráfico 4
INVERSIÓN POR COMPONENTES EN NIVELES



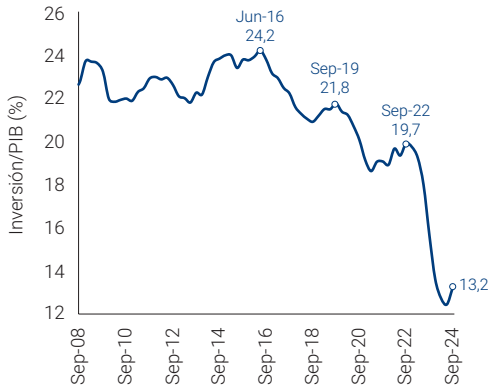
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Con respecto a la inversión, las noticias fueron parcialmente positivas en 2024. La formación bruta de capital mostró signos de recuperación en los últimos trimestres, pero continuó rezagada frente a los niveles prepandemia y los alcanzados hasta el primer semestre de 2022, de manera que sigue siendo un riesgo para el crecimiento potencial del país. En lo corrido del año hasta septiembre, la inversión se expandió 1,5% anual, impulsada por la acumulación de inventarios y un aumento de 0,5% en la formación bruta de capital fijo. El componente de infraestructura creció 8,5%, contrarrestando la caída de 4,7% en vivienda y de 0,9% en maquinaria y equipo. Solo en el tercer trimestre, la inversión fija creció 4,0% anual, impulsada por un crecimiento de 10,0% de obras civiles que contribuyó a consolidar la tendencia de recuperación en la inversión total. No obstante, sus niveles se encuentran 3,8% por debajo de los registrados en el cuarto trimestre de 2019, con un rezago del 28,6% en obras civiles (Gráfico 4).

De esta forma, la tasa de inversión disminuyó a 13,2% del PIB en el año móvil finalizado en septiembre de 2024, lo que implica una caída de 11 puntos del PIB respecto a su nivel de 2016 y de siete puntos respecto al de 2022. Este desplome ha sido resultado de los tres choques que sufrió la inversión en la economía colombiana durante

la última década. El primero tuvo lugar entre 2016 y 2018, cuando la relación inversión/PIB cayó de 24,2% a 20,9%, debido principalmente al impacto negativo de los menores precios del petróleo sobre el sector de hidrocarburos. El segundo fue provocado por la pandemia, impulsando una caída de más de 3 puntos del PIB en esa relación, de 21,8% en 2019 a 18,6% en 2021. El tercero y más fuerte de estos episodios empezó en 2022, llevando la tasa de inversión 19,7% del PIB en 2022 a su nivel actual de 13,2% del PIB. **Es importante notar que, a diferencia de los dos eventos anteriores, el choque actual en contra de la inversión y el crecimiento económico tiene un origen idiosincrático (Gráfico 5)**.

Gráfico 5
TASA DE INVERSIÓN TOTAL EN COLOMBIA*



* Año móvil. Precios corrientes.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Dado que el comportamiento de la inversión depende directamente de la dinámica de sectores intensivos en bienes de capital, no sorprende que desde 2022 ha estado estrechamente relacionado con la evolución de la industria manufacturera y la construcción. Al desagregar el crecimiento de la economía colombiana por sectores, se observa que, aunque en 2023 la desaceleración afectó a todas las actividades económicas, la industria manufacturera (-3,6% anual) y la construcción (-4,1% anual) fueron los sectores más impactados, mostrando importantes contracciones en su valor agregado. En lo corrido de 2024, ambos sectores han experimentado un crecimiento conjunto del 0,6%, consistente con la ligera recuperación observada en la inversión fija (ver Capítulo III de Análisis Sectorial).

El pobre desempeño de la inversión ha ocurrido en un contexto de: i) costos financieros que siguen siendo altos, pues a pesar de los recortes en la tasa de interés del Banco de la República, la prima de riesgo país se ha mantenido elevada ante las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal; ii) persistente incertidumbre regulatoria en sectores como infraestructura, vivienda, energía e hidrocarburos, lo que se refleja en el deterioro en la confianza del sector empresarial; y iii) una tarifa del impuesto de renta corporativa, que es la más alta de los países OCDE (35% tarifa de renta).

Por su parte, **el gasto del gobierno se desaceleró significativamente**, con una expansión de apenas 0,6% en lo corrido del año hasta septiembre. Durante el tercer trimestre de 2024, registró una contracción

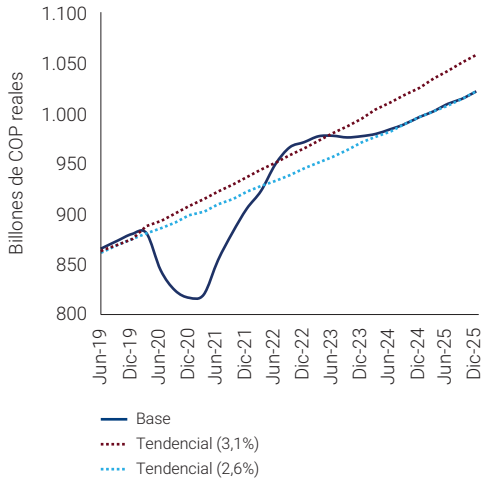
anual del 5,1%, la más pronunciada desde principios de 2023 y la segunda más fuerte desde 2005. A diferencia de 2023, cuando el crecimiento económico estuvo altamente influenciado por la dinámica del gasto público, en lo transcurrido de 2024 el aporte del sector al crecimiento ha sido prácticamente nulo. Este comportamiento está estrechamente relacionado con la baja ejecución presupuestal del Gobierno Nacional. Entre enero y octubre de 2024, se ejecutó solo el 60% del Presupuesto General de la Nación (PGN) -medido como obligaciones frente a apropiaciones, excluyendo deuda-, cifra considerablemente inferior al 70,4% que, en promedio, se ha observado históricamente durante el mismo periodo.

Proyectamos que la economía crecería 2,5% anual en el cuarto trimestre de 2024. En términos generales, el crecimiento será impulsado por la demanda interna, con un consumo que continuará acelerándose y una recuperación gradual de la inversión. Sin embargo, el gasto del gobierno seguirá limitando su contribución a la dinámica económica, en línea con los recortes realizados en el Presupuesto General de la Nación para cumplir con la Regla Fiscal. En el ámbito externo, las importaciones seguirán creciendo, impulsadas por la mayor demanda interna. En cambio, las exportaciones continuarán su tendencia a la baja, debido a una producción de petróleo estable y una reducción en la producción de carbón.

Si bien estimamos que la recuperación continuó en el último trimestre del año, la economía colombiana parece estar convergiendo a tasas de crecimiento inferiores a las que registraba en los años previos a la pandemia e insuficientes para superar los retos de reducción de pobreza y generación de empleo del país. Insistimos en la necesidad urgente de un plan de reactivación que priorice la inversión, la semilla del crecimiento futuro, a través de medidas enfocadas en sectores intensivos en capital y estratégicos para mejorar la competitividad del país, como infraestructura, vivienda, energía y varios subsectores manufactureros.

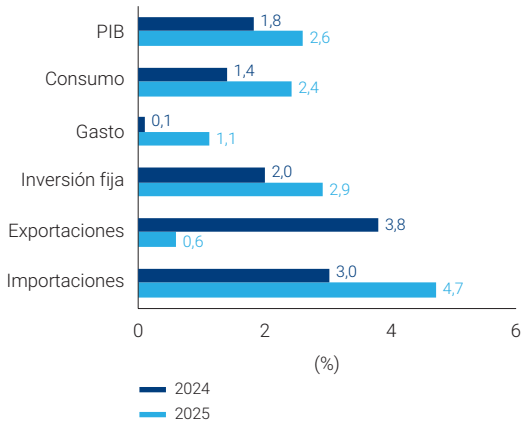
Para todo 2024, proyectamos un crecimiento de 1,8%, superior al 1,0% que preveíamos hace un año, de manera que la actividad económica cerrará el año por debajo de su tendencia pre-pandemia

Gráfico 6
PIB ANUALIZADO OBSERVADO, PROYECTADO Y TENDENCIAL PRE-PANDEMIA



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Gráfico 7
PRONÓSTICO DE CRECIMIENTO POR COMPONENTES DE DEMANDA



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

(Gráfico 6). En efecto, la aceleración de la demanda interna y el buen desempeño de las exportaciones superaron nuestras expectativas iniciales, mientras que el gasto el gobierno se desaceleró más de lo previsto. Es importante destacar la pérdida estructural de crecimiento económico que enfrenta Colombia tras la pandemia. Actualmente, la actividad económica está por debajo del nivel que habría tenido con un crecimiento anual de 3,1% como el que registraba antes de la pandemia, y consistente con una tendencia de crecimiento anual de 2,6% (ver Recuadro III.2. En riesgo la semilla del crecimiento: un enfoque sectorial).

Perspectivas 2025: convergiendo a un menor crecimiento de largo plazo

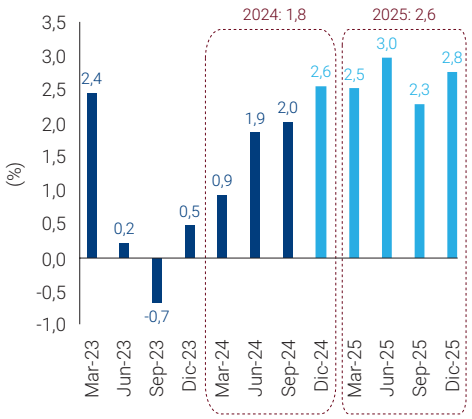
Bajo el panorama actual, anticipamos que 2025 será un año de transición, donde la economía colombiana enfrentará retos significativos para consolidar su recuperación. Aunque se espera que continúe la moderación en las condiciones financieras y un entorno externo más estable, persisten factores estructurales como la debilidad de la inversión y la incertidumbre regulatoria que afecta la confianza empresarial. Además, la prima de riesgo país de Colombia se mantendrá por encima de la de sus pares en América Latina, lo que continuaría limitando la reducción de las tasas de interés de largo plazo (ver Capítulo VIII de Mercado de Deuda en este informe).

Proyectamos que la economía colombiana experimentará una aceleración en su crecimiento, alcanzando un 2,6% en 2025, impulsada por la expansión tanto del consumo privado como de la inversión, aunque con una contribución más reducida del gasto público y las exportaciones (Gráfico 7). Nuestras estimaciones sugieren que el crecimiento anual superará el 2,5% a partir del segundo trimestre de 2025. Si bien se espera una aceleración en los primeros trimestres, en el tercer trimestre se prevé una moderación del crecimiento, en línea con la dinámica del gasto público y el comportamiento de las exportaciones (Gráfico 8).

Las condiciones financieras serán más favorables el próximo año, gracias a los recortes acumulados de la tasa de política monetaria,

lo que debería impulsar un mayor apalancamiento de los hogares y reflejarse en una mejora gradual en la colocación de créditos (ver Capítulo IV. Sector financiero). Además, la consolidación gradual del proceso desinflacionario contribuirá a un aumento progresivo del poder adquisitivo de los hogares (ver Capítulo V. Inflación y política monetaria). La resiliencia del mercado laboral seguiría soportando el dinamismo del consumo, con una tasa de desempleo que, en promedio, esperamos sea de 10,3% en 2025, frente al 10,6% de 2024, gracias al mejor desempeño de sectores económicos intensivos en mano de obra en 2025 como la industria, el comercio y la construcción.

Gráfico 8
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB*

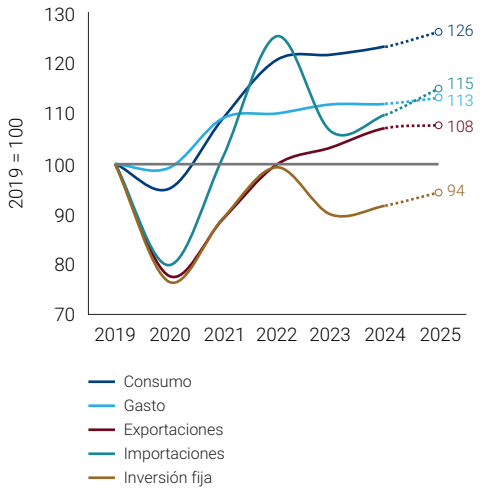


* Serie desestacionalizada.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Las remesas seguirán siendo una fuente importante de ingresos para los hogares, especialmente aquellos de menores recursos. La economía de Estados Unidos, principal origen de las transferencias hacia Colombia mantendría un crecimiento superior al 2% en 2025, y su mercado laboral será favorable para los inmigrantes, a pesar de las posibles implicaciones de las políticas antimigratorias del presidente Trump. Así, proyectamos que las remesas aumenten a 13 mil millones de dólares en 2025, favorecidas además por la depreciación del peso colombiano en 2025, estimada en 6% (ver Recuadro II.1. Caracterización y perspectivas del auge de remesas en Colombia y Capítulo VI. Mercado cambiario y cuentas externas). En conjunto, **estimamos que el consumo crecerá un 2,4% en 2025**.

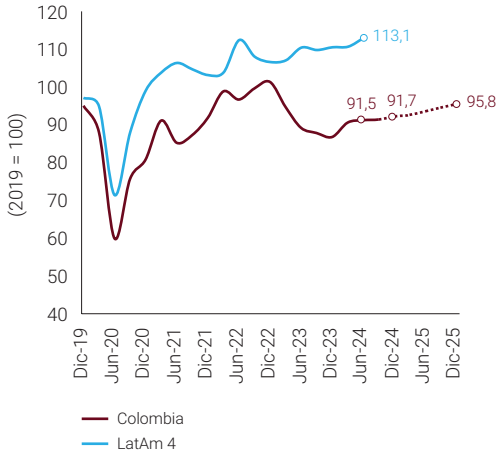
Por su parte, la inversión seguirá recuperándose de forma lenta, favorecida por el crecimiento de la formación bruta de capital fijo y una contribución positiva de la variación en los inventarios. Sin embargo, los niveles de inversión permanecerán un 4% por debajo de los registrados antes de la pandemia, lo que sigue representando un riesgo para el crecimiento de la economía en el largo plazo (ver Recuadro III.2. En riesgo la semilla del crecimiento: un enfoque sectorial). En cuanto a la inversión fija, proyectamos una expansión del 2,9% para el próximo año, impulsada principalmente por los componentes de obras civiles y maquinaria y equipo. Aunque la formación bruta de capital fijo superará ligeramente los niveles prepandemia, su participación en el PIB se mantendrá en uno de los niveles más bajos de los últimos cinco años.

Gráfico 9
PIB DE COLOMBIA POR COMPONENTES DE DEMANDA



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Gráfico 10
ÍNDICE DE INVERSIÓN FIJA LATAM 4*
(2019 =100)



* LatAm 4: México, Brasil, Chile y Perú.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: *Refinitv.*

En particular, la inversión relacionada con obras civiles estará impulsada por el gasto de los gobiernos regionales y locales, así como por el inicio de varios proyectos 5G y la construcción de vías terciarias a través del programa Caminos Comunitarios para la Paz. Por otro lado, el componente de edificaciones residenciales seguirá viéndose afectado por el deterioro de la confianza en el sector de vivienda. Medidas del gobierno, como la reducción de los recursos destinados al programa de subsidio de vivienda Mi Casa Ya, junto con las políticas proteccionistas sobre los insumos para la construcción, impactarán negativamente el inicio de proyectos de Vivienda de Interés Social (VIS) y generarán presiones adicionales sobre los costos del sector. En contraste, anticipamos un repunte de la inversión en maquinaria y equipo, cuya recuperación comenzó a evidenciarse en el tercer trimestre de 2024, en un contexto en el que la industria registraría crecimientos positivos y el dinamismo del consumo privado presionaría un mayor uso de la capacidad instalada.

De esta manera, el consumo privado se mantendrá en niveles elevados, superando a los demás componentes de la demanda, mientras que la inversión continuará sin recuperar su nivel prepandemia, consolidándose como el componente más rezagado de la economía colombiana (Gráfico 9).

Es importante destacar que, tras el impacto de la pandemia, la economía colombiana experimentó una caída considerable en sus niveles de inversión, similar a lo sucedido en la región. Sin embargo, el país sufrió una caída mucho mayor que sus pares regionales, rezagándose cerca de un 40% en comparación con los niveles prepandemia. Posteriormente, se inició un proceso de recuperación que permitió reducir la brecha hacia principios de 2022. No obstante, desde el segundo semestre de ese año, Colombia enfrentó un choque negativo en la confianza que detuvo el proceso de recuperación y provocó incluso un retroceso del 13% respecto a los niveles prepandemia. En este contexto, la relación inversión/PIB de Colombia se encuentra rezagada un 22% frente a los niveles de sus países latinoamericanos (Gráfico 10).

En materia de gasto público, anticipamos una leve aceleración del crecimiento de 0,1% en 2024 a 1,1% en 2025. Esto estaría en línea con una mayor ejecución del presupuesto en el tercer año de la administración de Gustavo Petro.

Finalmente, se espera que el aporte del sector externo siga siendo negativo en 2025, debido a que las importaciones acelerarían su crecimiento a 4,7%, impulsadas por un aumento de las compras externas de bienes de capital y de bienes de consumo, el cual sería compensado en parte por la depreciación del peso colombiano. En cuanto a las exportaciones, proyectamos una desaceleración, con un crecimiento estimado del 0,6% en 2025, debido a la estabilidad en las ventas externas de petróleo, una producción de carbón en niveles bajos y términos de intercambio menos favorables que los de 2024. Esto último se debe a precios del petróleo más bajos en 2025 en comparación con el año anterior (ver Recuadro I.1. Precios del petróleo: entre los temores de oferta y la débil demanda).

Balance de riesgos

La economía colombiana enfrenta riesgos significativos que podrían comprometer su crecimiento en 2025. En el ámbito interno, persisten desafíos fiscales relacionados con la necesidad de recortes del gasto para cumplir la Regla Fiscal, dado el menor recaudo tributario que se

Tabla 1
CRECIMIENTO Y CONTRIBUCIÓN AL PIB SEGÚN LA PERSPECTIVA DELA DEMANDA

	Crecimiento (%)			Contribución (p.p.)		
Variable	2023	2024	2025	2023	2024	2025
PIB	**0,6**	**1,8**	**2,6**	**0,6**	**1,8**	**2,6**
Consumo	0,8	1,4	2,4	0,6	1,0	1,8
Gasto	1,6	0,1	1,1	0,2	0,0	0,2
Inversión fija	-9,5	6,7	12,2	-1,8	1,2	2,1
Inventarios	-	-	-	-3,3	-0,3	-0,5
Exportaciones	3,4	3,8	0,6	0,7	0,7	0,1
Importaciones	-15,0	3,0	4,7	4,2	-0,7	-1,1

Cálculos: Corficolombiana.
Fuente: DANE.

viene registrando; además, las discusiones en torno a la reforma al Sistema General de Participaciones (SGP) continuarán pesando en contra de la prima de riesgo país, el mercado de deuda y la tasa de cambio. A esto se suman los riesgos en el sector energético, donde el desabastecimiento de gas y energía podría limitar la actividad productiva y aumentar los costos para los hogares y las empresas (ver Recuadro III.1. Impactos macroeconómicos del potencial desbalance en los mercados de gas y energía eléctrica en el país y Capítulo VI. Situación fiscal). Finalmente, el aumento de conflictos sociales, impulsados por demandas insatisfechas, junto con el incremento de la inseguridad en varias regiones del país, constituyen una amenaza operacional para empresas que están en esos territorios y seguirán limitando una mejora de la confianza empresarial.

Recuadro II.1. Caracterización y perspectivas del auge de remesas en Colombia

Alejandra Gacha
Gabriela Bautista
Julio Romero A.
César Pabón Camacho

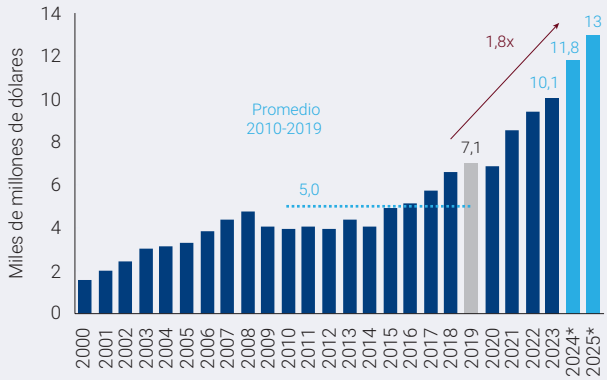
El boom de las remesas hacia Colombia 2021-2024

El flujo de remesas hacia Colombia tuvo una tendencia creciente posterior a la pandemia, alcanzando niveles récord en los últimos años, después de haber caído un 2,5% anual en 2020. En 2023, el país superó por primera vez los 10 mil millones de dólares anuales en remesas, y desde junio de 2024, el flujo mensual superó los mil millones de dólares. Estimamos que las remesas alcanzarán los 11,8 mil millones de dólares en 2024, lo que representaría un crecimiento del 17,1% frente al año anterior. Este nivel sería 1,8 veces el observado en 2019 (Gráfico 1).

Las remesas en pesos colombianos tuvieron un impulso adicional en los últimos cinco años, debido a la depreciación de 21,9% que ha registrado la tasa de cambio USDCOP desde 2019. **Estimamos que este año los ingresos por remesas llegarán a 48,5 billones de pesos, es decir, 2,4 veces los registrados en 2019, llegando a representar cerca de 3% del PIB**. Estos mayores flujos también se reflejaron en el crecimiento del número de personas receptoras, que pasaron de 1,3 millones en 2019 a 2,1 millones en junio de 2024[1].

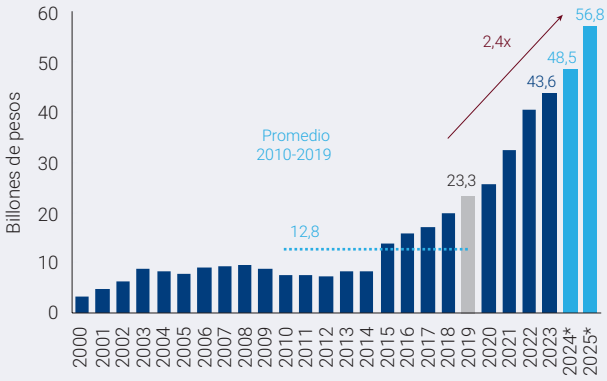
El aumento de las remesas a máximos históricos responde a diversos factores. En primer lugar, refle-

Gráfico 1
INGRESOS DE REMESAS EN MILES DE MILLONES DE DÓLARES



* Proyecciones Corficolombiana.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2
INGRESOS DE REMESAS EN BILLONES DE PESOS COLOMBIANOS



* Proyecciones Corficolombiana.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Banco de la República.

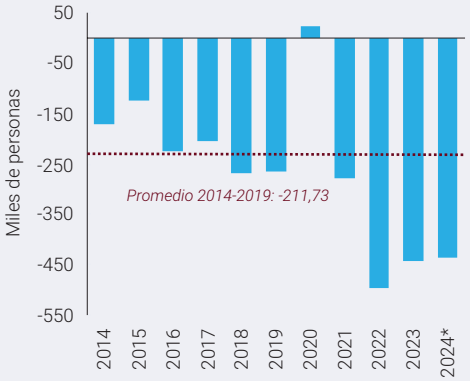
[1] *Cifras del Banco de la República.*

ja la aceleración de la migración de colombianos al exterior en el período posterior a la pandemia. Entre 2021 y 2024, el flujo migratorio aumentó en promedio 5,4% anual (frente al 4,0% que se vio entre 2014 y 2019), al punto que **entre enero y octubre de este año se registró una salida neta de 365 mil colombianos al exterior, es decir, casi 1.200 personas al día o 440 mil al año, equivalente a la población de ciudades intermedias como Neiva o Armenia (Gráfico 3)**.

Vale la pena mencionar que el 67% de las remesas que ingresaron al país en lo corrido de 2024 provinieron de EE. UU. y España, economías que terminarían el año con crecimientos de 2,8% y 2,9%, respectivamente, de acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI). El buen desempeño de estos países se reflejó en su mercado laboral. La tasa de desempleo de EE. UU. se mantuvo cercana a sus mínimos históricos, alrededor del 4,1%, mientras que la de España se ubicó en 11,6%, mínimo desde 2008. Este contexto ha favorecido los ingresos de los migrantes y se ha traducido en un flujo creciente de remesas a sus familias en Colombia. Aunque difíciles de rastrear, algunas de estas transferencias pueden incluir un componente informal que podría estar vinculado a actividades ilícitas.

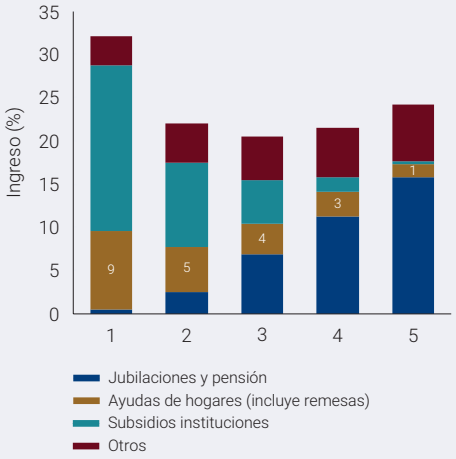
El buen desempeño de las remesas ha favorecido especialmente a la población de menores ingresos en Colombia, al punto que las remesas representaron en 2023 el 9% y el 5% de los ingresos totales de los quintiles 1 y 2 de la distribución de ingresos, lo que representa la tercera mayor fuente de ingresos para estos quintiles (Gráfico 4). Al ser un ingreso adicional para los hogares más vulnerables, las remesas contribuyen a reducir la desigualdad de ingresos; en particular, el 46% del total de remesas recibidas en 2023 fue para el quintil 1 (Gráfico 5), aunque el quintil 5 de la distribución es el segundo que más recibió remesas ese año. Sumado a lo anterior, la literatura establece que además de contribuir al sostenimiento del hogar, las remesas se destinan a otros propósitos como la educación, inversión en vivienda y consumo de la familia (Banco de la República, 2024), ilustrando la capacidad de dinamizar el consumo de los hogares, especialmente, los de menores ingresos.

Gráfico 3
SALIDA NETA DE COLOMBIANOS AL EXTERIOR



* Se asume que en noviembre y diciembre de 2024 la salida neta de colombianos es igual al promedio observado entre enero y octubre de 2024.
Fuente: Migración Colombia.

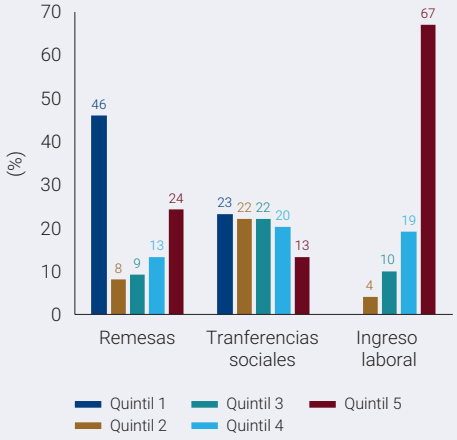
Gráfico 4
DISTRIBUCIÓN DE LOS INGRESOS POR QUINTIL DE INGRESO SIN CONSIDERAR LOS INGRESOS LABORALES 2023



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: GEIH -DANE.

Es importante mencionar que el aumento de las remesas tras la pandemia fue una tendencia generalizada en América Latina y el Caribe; de hecho, entre 2019 y 2024 se registró un menor crecimiento en Colombia (42,2%) que en la región (60,4%) (Gráfico 6). Sin embargo, el auge de las remesas en Colombia durante la última década si ha sido más fuerte que en el promedio de LatAm, al punto que los flujos por este concepto pasaron de representar el 1,1% del PIB en 2014 a 2,8% del PIB en 2023, por encima del promedio regional, aunque por debajo de México (Gráfico 7). Actualmente, las remesas hacia Colombia representan el 70% de la cuenta de transferencias corrientes en la balanza de pagos y el 12,2% del total de los ingresos de la cuenta corriente. Esto las posiciona como la segunda mayor fuente de divisas para el país, después del petróleo.

Gráfico 5
DISTRIBUCIÓN DE LOS INGRESOS POR QUINTIL DE INGRESO 2023

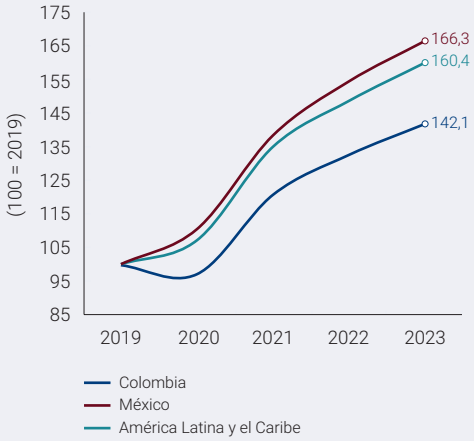


Cálculos Corficolombiana.
Fuente: GEIH -DANE.

¿Seguirá el impulso en 2025?

Estimamos que los flujos de remesas hacia Colombia crecerán un 10% en 2025, hasta un nuevo máximo histórico de 13 mil millones de dólares, equivalente a 56,6 billones de pesos o 3,1% del PIB. Con este crecimiento, las remesas podrían convertirse en la principal fuente de divisas para el país. Este ritmo de crecimiento favorable, aunque menor al observado en 2024, estará impulsado principalmente por el dinamismo de las economías de EE. UU. y España, que representan el 67% de las remesas que recibe Colombia y en 2025 crecerían 2,2% y 2,1%[2], respectivamente. Lo anterior mantendría unas condiciones laborales favorables para los migrantes y respaldaría un nuevo aumento del envío de remesas a Colombia.

Gráfico 6
EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE REMESAS EN DÓLARES

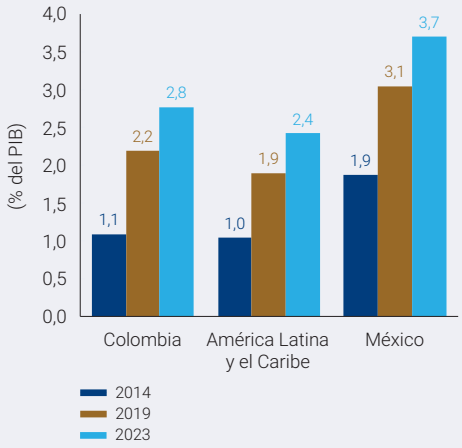


Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Banco Mundial.

La importancia creciente de las remesas para la economía colombiana se evidencia en que en 2024 fueron, después de las exportaciones de combustibles y productos de industrias extractivas, la segunda mayor fuente de ingresos de divisas en la cuenta corriente (Gráfico 8). De hecho, al comparar con las ventas externas por producto, las remesas solo son superadas actualmente por

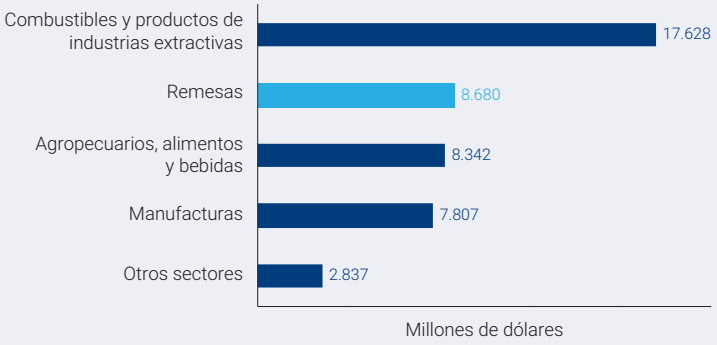
[2] *Proyecciones del World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional. Edición: octubre de 2024.*

Gráfico 7
REMESAS RECIBIDAS COMO PORCENTAJE DEL PIB



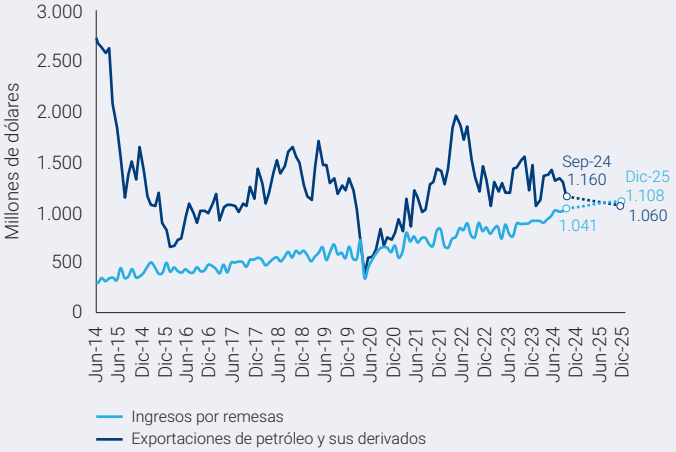
Fuente: Banco Mundial.

Gráfico 8
INGRESOS POR REMESAS VS INGRESOS DE PRINCIPALES GRUPOS DE EXPORTACIÓN AÑO CORRIDO 2024*



* Cifras enero a septiembre de 2024.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE, Banco de la República.

Gráfico 9
EXPORTACIONES PETROLERAS VS INGRESOS POR REMESAS



Proyecciones Corficolombiana.
Fuente: DANE, Banco de la República.

las exportaciones de petróleo crudo[3]; sin embargo, si estas últimas mantienen la tendencia decreciente de los últimos meses[4], estimamos que en 2025 serán superadas por los ingresos por remesas (Gráfico 9).

El efecto cambiario también impulsará las remesas en pesos colombianos el próximo año, en la medida que proyectamos una depreciación promedio del tipo de cambio USDCOP de 6,0% en 2025 (ver Capítulo VI. Mercado cambiario y cuentas externas en este informe). Así, estimamos que los ingresos por remesas ascenderían a 56,6 billones de pesos en 2025, lo que representaría el 3,2% del PIB.

No obstante, prevemos que los flujos de remesas desacelerarán su ritmo de crecimiento más allá de 2025. En primer lugar, el impulso migratorio posterior a la pandemia se ha venido moderando gradualmente; mientras

3 *Durante el periodo acumulado de enero a septiembre de 2024, las exportaciones de petróleo crudo alcanzaron los 9.248 millones de dólares, mientras que las remesas registraron un valor de 8.680 millones de dólares*

4 *Entre enero y septiembre de 2024 las exportaciones se contrajeron en promedio un 0,6% anual.*

que en 2022 y 2023 creció en promedio 6,9%, en 2024 lleva un crecimiento promedio de 5,6%. Esperamos que converja a su tendencia histórica en el próximo bienio. Entre tanto, el crecimiento económico del principal país de origen de nuestras remesas, EE. UU., se tiende a desacelerar hacia los niveles de largo plazo, lo que llevaría al dinamismo de las remesas a crecer a un nivel más consistente con la tendencia prepandemia.

Ahora bien, existe una amplia incertidumbre frente al impacto de la segunda presidencia de Donald Trump en EE. UU. Hay consenso en que la reducción de impuestos corporativos y la desregulación -de ser aprobadas en el Congreso- favorecerían la inversión privada y el crecimiento económico; sin embargo, no es claro el efecto de las políticas proteccionistas para la economía estadounidense, pues pueden impulsar la producción de algunos sectores de ese país, pero al mismo tiempo serán inflacionarias y repercutirán en un menor ingreso disponible para los consumidores. Por otra parte, está por verse el efecto de las políticas antimigratorias que pretende Trump, especialmente porque debe pasar por el Congreso[5]. Sin embargo, creemos que su impacto será gradual en los próximos años y no debería cambiar de forma sustancial en el corto plazo los flujos de remesas hacia Colombia. Vale la pena destacar que, durante la primera administración de Trump, la migración de colombianos hacia EE. UU. no disminuyó. En el balance, anticipamos que el nuevo mandato de Trump sería positivo para las remesas hacia Colombia en 2025.

En conclusión, las remesas hacia Colombia seguirán aumentando en 2025, adquiriendo una mayor importancia para la economía y siendo un factor clave para el consumo de los quintiles más bajos de ingreso. Lo anterior en un contexto de condiciones financieras menos restrictivas y recuperación lenta de la demanda, en donde la incertidumbre seguirá limitando un mejor desempeño de la economía (ver Capítulo II: ¿luz al final del túnel? en este informe).

Bibliografía

Banco de la República (2022). Remesas de trabajadores en el exterior aumentan su relevancia macroeconómica en Colombia.

Banco de la República (2024). Evolución reciente de los ingresos externos de remesas hacia Colombia.

Fondo Monetario Internacional (2023). La resiliencia de las remesas.

[5] *El presidente Donald Trump ha mencionado su intención de gravar las remesas procedentes de EE.UU. con una tasa del 10%. Sin embargo, no parece ser una medida prioritaria en la agenda del nuevo gobierno.*

Recuadro II.2. Reactivando la economía con las regiones

Fabián Osorio Quintero
Dino Francisco Córdoba
César Pabón Camacho

Tras dos años consecutivos de sólido crecimiento económico, la economía colombiana se desaceleró en 2023, principalmente debido a una política monetaria contractiva centrada en controlar la inflación y a una fuerte caída en la formación bruta de capital. Este bajo crecimiento resalta la necesidad de una agenda de reactivación ambiciosa y concreta, que dinamice sectores estratégicos capaces de impulsar el resto de la economía. Dado el limitado margen de maniobra del Gobierno Nacional por la delicada situación de las finanzas públicas y la cautelosa política monetaria, son las regiones las llamadas a liderar esta agenda.

Este recuadro analiza los retos y oportunidades para que las regiones impulsen la reactivación. La infraestructura emerge como el motor natural de esta reactivación; de hecho, los planes de desarrollo territorial incluyen ambiciosas propuestas en vivienda e infraestructura, aunque requieren ejecución efectiva y monitoreo constante. Las entidades territoriales también cuentan con herramientas de política con baja ejecución, como el Sistema General de Regalías, obras por impuestos y las Iniciativas Privadas. Para lograr una reactivación efectiva, es esencial aprovechar estos recursos, diversificar el financiamiento y emplear el margen de endeudamiento subnacional bajo una gestión eficiente, en un contexto donde la descentralización resulta esencial para dinamizar las economías regionales.

Este tema cobra relevancia en el contexto del proyecto de ley que busca incrementar los recursos del Sistema General de Participaciones (SGP), el cual supone un riesgo para las finanzas públicas, pero también representa una oportunidad para reflexionar sobre la importancia de la descentralización y la capacidad de las regiones para dinamizar la economía.

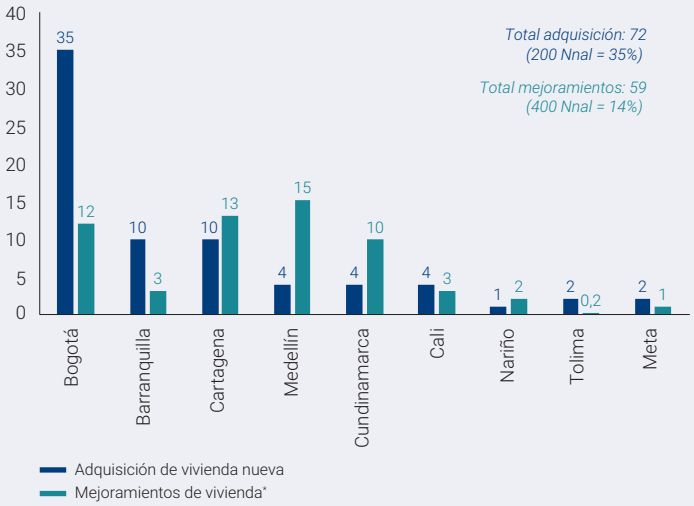
El papel de las regiones en la reactivación económica

En 2023, la economía colombiana creció 0,6%, 6,7 puntos porcentuales (pp) por debajo del registro de 2022. Desde el lado de la demanda, este desempeño se explica principalmente por las fuertes caídas del 25,9% y el 9,5% en la formación bruta de capital total y fijo, respectivamente. La reactivación económica a través de la inversión debe ser una prioridad. Si la inversión no se recupera, el crecimiento potencial del país podría disminuir del 3,0% al 2,5%, según estimaciones nuestras (Ver Recuadro III.2. En riesgo la semilla del crecimiento: Un enfoque sectorial).

La infraestructura es el candidato natural para impulsar esta reactivación económica debido a sus amplios encadenamientos con otros sectores, sus amplios encadenamientos productivos y su capacidad para impulsar

la generación de empleo. Los gobiernos locales han asumido un papel activo en este frente, y una revisión de varios Planes de Desarrollo subnacionales muestra un importante compromiso con el fomento de la vivienda y la infraestructura pública como estrategia de reactivación regional. Para el próximo cuatrienio, las entidades subnacionales proyectan asignar cerca de 118 mil subsidios para adquisición de vivienda, según Camacol (aproximadamente el 60% de la meta del Gobierno nacional), donde las principales ciudades contribuirían con más de 70 mil subsidios. A su vez, se estima la asignación de 59 mil intervenciones de mejoramiento habitacional (Gráfico 1). Entre estos programas destaca "Mi Casa en Bogotá," cuyo objetivo en el Plan de Desarrollo es otorgar 35 mil subsidios de vivienda de interés social, y "Mi Techo Propio" en Barranquilla, que busca beneficiar a 10 mil hogares con soluciones habitacionales.

Gráfico 1
METAS DE SUBSIDIOS PARA VIVIENDA PRINCIPALES CIUDADES (MILES)



* No se refiere a subsidios sino a gestión para construcción y mejoramiento de viviendas.
Fuente: Planes de desarrollo 2024-2027.

En infraestructura, se prevé intervenir más de 39 mil kilómetros de red vial, ejecutar más de 66 proyectos de infraestructura de transporte y desarrollar más de 73 obras públicas (Tabla 1). Entre ellos, se espera avanzar en proyectos de transporte multimodal, como la finalización de la construcción del Metro de Bogotá, el Metro de la 80 en Medellín y el Tren de Cercanías en el Valle del Cauca. La materialización de estos planes depende, principalmente, de una ejecución efectiva y un monitoreo constante.

¿Qué más se puede hacer?

Para enfrentar la caída en la inversión, se requieren medidas más ambiciosas que las establecidas en los Planes de Desarrollo, y las regiones tienen el potencial para implementarlas. La reactivación de la economía dependerá de la colaboración del Gobierno nacional con los gobiernos locales, incluyendo la ampliación de subsidios de vivienda, la realización de obras de infraestructura y la simplificación de trámites y permisos.

Además, las regiones pueden impulsar herramientas efectivas que actualmente presentan baja ejecución. Primero, los recursos del Sistema General de Regalías (SGR) han jugado un papel clave en la última década como política contracíclica, movilizando aproximadamente el 0,7% del PIB anualmente, con un gran impacto

Tabla 1
METAS DE INFRAESTRUCTURA

Departamento/Ciudad	Infraestructura		
	Mejoramiento de malla vial (kms)*	Infraestructura para transporte (proyectos)**	Otras obras públicas (proyectos)***
Antioquia	16.633	5	3
Barranquilla	265	4	9
Bogotá	3.204	12	14
Tolima	1.565	4	3
Cundinamarca	5.640	4	7
Medellín	155	8	8
Meta	4.086	3	10
Nariño	5.500	12	10
Cali	1.650	5	6
Valle	458	9	3
Subtotal regional	39.156	66	73

* Incluye construcción, mejoramiento e intervención de vías.
** Incluye construcción o mejoramiento de puentes, mejoramientos de sistema de transporte masivo, metros, etc.
*** Incluye acueductos, sistemas de transmisión eléctrica, gasoductos, mejoramiento de infraestructura educativa, etc.
Fuente: Planes de desarrollo 2024-2027.

en sectores como infraestructura, vivienda y educación. Para el bienio 2023-2024, el SGR cuenta con recursos por $37,9 billones, pero la ejecución acumulada apenas llega a $23,2 billones (61,1%) con corte a noviembre de 2024. Por ello, es esencial agilizar la ejecución y mejorar la planificación de los proyectos vinculados al SGR. Esta necesidad se agudiza debido a que, según el proyecto de presupuesto para 2025-2026, el presupuesto del SGR podría caer un 0,9%, ubicándose en $30,9 billones, frente a los $31,3 billones aprobados para 2023-2024.

En segundo lugar, el mecanismo de Obras por Impuestos se presenta como una herramienta efectiva para fomentar la participación del sector privado en el desarrollo territorial. Desde su creación, se han movilizado cerca de $2,1 billones en inversión territorial. Aunque la mayor parte de esta inversión se ha destinado al sector educativo, también ha beneficiado a la infraestructura y al transporte. Este año, el cupo se amplió a casi 1 billón de pesos, aunque hasta mayo solo se había ejecutado la mitad. Además, la Iniciativa Privada, dentro de las Alianzas Público-Privadas (APP), es un motor clave para la reactivación económica regional, como lo demuestra el éxito de proyectos de gran escala como la Vía Cesar-Guajira, el HUB Calle 136 y la Vía Láctea. Se espera que la primera ola de proyectos 5G movilice aproximadamente cinco proyectos por un valor de 7,3 billones de pesos.

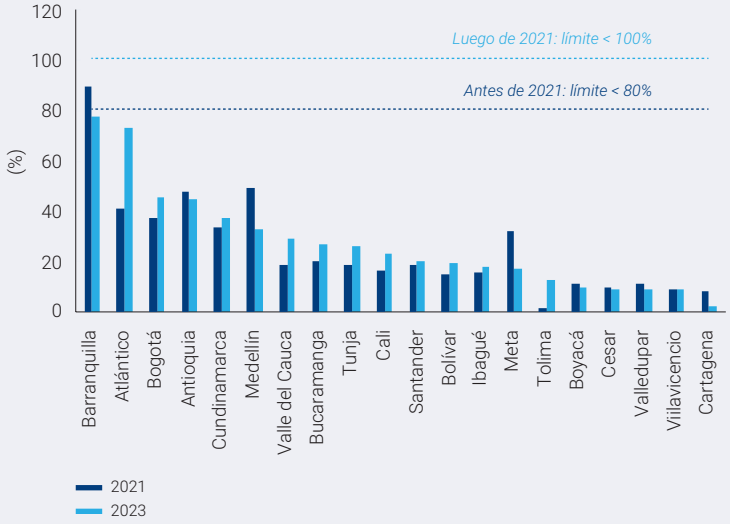
Aunque la reactivación económica es una prioridad, esta coyuntura también ofrece una oportunidad para abordar problemas estructurales en las entidades territoriales de manera responsable con las finanzas

públicas del Gobierno Central. En Colombia, la deuda financiera de los gobiernos subnacionales representa solo el 2,6% del PIB, muy por debajo del 10% promedio de la OCDE. Además, la mayoría de estas entidades tienen espacio fiscal según los límites establecidos por la regla fiscal. En 2023, todas las entidades subnacionales mantenían ratios de deuda sobre ingresos corrientes inferiores al 100%, y la relación de intereses de deuda sobre ahorro operativo era menor al 20%.

Las entidades subnacionales aún enfrentan grandes desafíos en gestión administrativa, lo que hace esencial fortalecer sus capacidades institucionales. Aunque en los últimos años ha habido avances en esta área, como muestra la Medición de Desempeño Municipal del Departamento Nacional de Planeación (DNP) (ver Gráfico 3), sigue siendo necesario mejorar estas capacidades en todos los municipios del país y reducir la brecha existente entre las principales ciudades y el resto de los municipios.

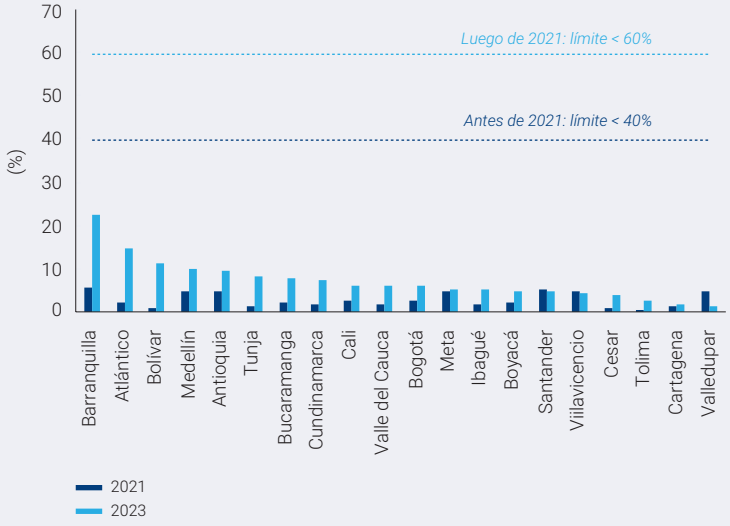
Según los resultados de esta medición, dicha brecha persiste en cada componente de la gestión. En particular, la capacidad de generación de recursos es el área de peor desempeño y donde la diferencia entre ciudades y otros municipios es más amplia. Para 2022, la brecha en el índice de generación de recursos entre las ciudades y el promedio nacional fue de 34 puntos,

Gráfico 2
INDICADOR DE SOSTENIBILIDAD*
(Deuda/Ingresos corrientes)



* Muestra de departamentos que representan el 80% del PIB nacional.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Consolidador de Hacienda e Información Pública (CHIP).

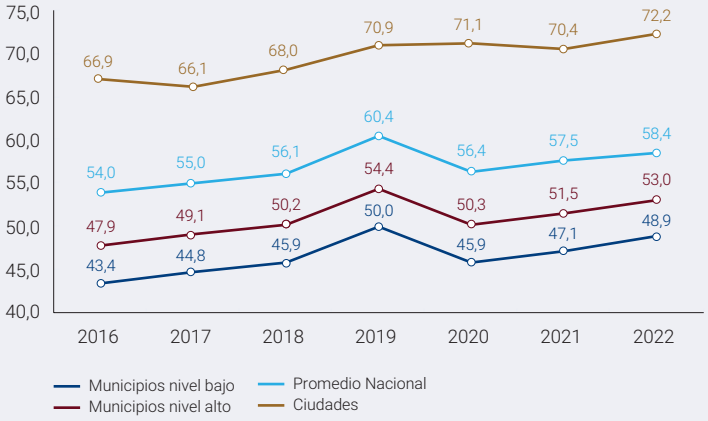
Gráfico 3
INDICADOR DE CAPACIDAD DE PAGO*
(Intereses de deuda/Ahorro operacional)



* Muestra de departamentos que representan el 80% del PIB nacional.
Ahorro operacional = Ingresos corrientes - Gastos de funcionamiento - transferencias corrientes.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Consolidador de Hacienda e Información Pública (CHIP).

superando la brecha del índice general de gestión (19 puntos). Fortalecer las capacidades institucionales de todas las entidades subnacionales es esencial para garantizar una ejecución eficiente de proyectos de inversión y contribuir al crecimiento económico.

Gráfico 4
ÍNDICE MEDICIÓN DE DESEMPEÑO MUNICIPAL EN GESTIÓN



Nota: el Índice de Medición de Desempeño agrupa los municipios de acuerdo con la disponibilidad de recursos financieros y su nivel desarrollo urbano y económico, conformando 5 grupos.
Los municipios de nivel alto corresponden al promedio simple de todos los municipios grupo 1 y grupo 2, mientras los municipios nivel bajo corresponde al promedio simple de los grupos 3,4 y 5.
Fuente: Departamento Nacional de Planeación, (DNP).

Descentralización y reforma del SGP

La reactivación de las regiones está estrechamente vinculada con la descentralización, ya que esta busca fortalecer las capacidades regionales. Recientemente, este tema ha cobrado relevancia debido a la propuesta de reforma del Sistema General de Participaciones (SGP), que busca incrementar gradualmente la transferencia del sistema hasta alcanzar el 39,5% de los Ingresos Corrientes de la Nación (ICN) durante los próximos 12 años, a partir de 2027 (Ver: Editorial Proyecto de Ley del SGP: reactivación y autonomía sí, pero no así).

Sin embargo, aunque mayores recursos son necesarios, no son suficientes para lograr una verdadera descentralización. El mayor desafío radica en la gestión eficaz de los recursos disponibles y en el fortalecimiento de las capacidades institucionales para ejecutar proyectos que impulsen la reactivación regional. Esto se ve especialmente complicado debido a las bajas y heterogéneas capacidades institucionales de las regiones, que limitan la implementación de políticas territoriales de corto y mediano plazo. De hecho, la recientemente publicada Misión de Descentralización[1] (2024) señala que, en los últimos 30 años, las transferencias no han cerrado las brechas territoriales ni mejorado significativamente la capacidad fiscal de los gobiernos locales. El verdadero reto está en optimizar la gestión de recursos como las regalías y fortalecer las capacidades institucionales para impulsar proyectos que contribuyan a la reactivación regional. Parar lograr esto, la Misión señala que se requieren reformas en materia no solo normativas, sino también en el enfoque técnico del modelo de gestión de las entidades territoriales, para lo cual, esta propone una visión basada en objetivos

[1] *Fuente: https://misiondescentralizacion.dnp.gov.co/SiteAssets/Paginas/MMXXIV/Informe%20final%20Misio%CC%81n%20de%20Descentralizacio%CC%81n.pdf*

de desarrollo territorial, social y económico, propios de cada región, en reconocimiento a la heterogeneidad previamente expuesta.

Conclusión

La coyuntura actual ofrece una oportunidad única para la reactivación económica desde las regiones, promoviendo una respuesta rápida, efectiva y coordinada. Las entidades territoriales deben asumir el liderazgo en este proceso, especialmente en sectores tradicionales que, aunque actualmente estancados y con desafíos para la inversión, tienen el potencial de dinamizar una amplia gama de actividades productivas. Aprovechar las herramientas de política disponibles en un entorno de seguridad jurídica y confianza será clave para que la economía colombiana recupere su capacidad productiva de forma sostenida. A mediano plazo, más que un aumento de recursos, será esencial fortalecer las capacidades institucionales para transformar los proyectos en motores de desarrollo tanto regional como nacional.

Recuadro II.3. Colombia: Un país joven en proceso de rápido envejecimiento

Mateo Pardo Ortega
Fabián Osorio Quintero

Colombia enfrentará en las próximas décadas un escenario caracterizado por el aumento de la edad promedio de su población y una eventual disminución en el total de habitantes, principalmente como resultado de la menor tasa de nacimientos y el incremento de la esperanza de vida. Aunque el país sigue siendo relativamente joven, las estimaciones más recientes del DANE (2023) indican que, en las próximas décadas, la población colombiana irá envejeciendo de manera gradual. Esta tendencia llevará al país a acercarse a la estructura demográfica que actualmente presentan varios países desarrollados hacia finales del siglo XXI. El propósito de este recuadro es presentar las tendencias demográficas de Colombia, a la luz del contexto internacional, y señalar los retos y oportunidades que enfrentará el mercado colombiano en los próximos años.

En términos generales, se estima que, aunque la población colombiana alcanzará su máximo en 2051, la población en edad de trabajar[1] comenzará a decrecer a partir de 2040. Este cambio se reflejará en una mayor participación de personas mayores de 60 años, que pasará del 15% al 36% entre 2024 y 2070. Como consecuencia, la edad promedio de la población aumentará, pasando de 34 años en 2024 a 47 años en 2070, siguiendo de cerca el camino que han recorrido Europa y Japón en las últimas cuatro décadas. A la luz de las tendencias observadas en los países desarrollados, se espera que el consumo en Colombia esté cada vez más impulsado por la población en edad de retiro, que presenta una creciente demanda de servicios de salud y productos adaptados a las necesidades de la tercera edad. Este escenario también generará presiones sobre la sostenibilidad macroeconómica y sobre los sistemas de salud y pensiones. Por lo tanto, el mercado colombiano deberá prepararse para ajustarse gradualmente a esta nueva realidad.

Proceso natural de la transición demográfica

El envejecimiento de la población en la mayoría de los países del mundo corresponde a la última fase de la transición demográfica. Hace más de 70 años, Notestein (1945) anticipaba que una drástica disminución de la mortalidad desencadena la transición demográfica, impulsada por avances en salud, seguida de una reducción en la fecundidad. Según Urdinola (2021), la transición demográfica se divide en cuatro fases: i) una etapa pretransicional, caracterizada por alta mortalidad y fecundidad; ii) una fase en la que la mortalidad disminuye

[1] *En este recuadro se tomará la Población en Edad de Trabajar (PET) como la ubicada entre los 15 y los 59 años, contrario a la definición oficial del DANE, que son, en promedio, los mayores de 15 años.*

mientras la fecundidad se mantiene alta, acelerando el crecimiento poblacional; iii) una fase de baja mortalidad y fecundidad media, con un aumento rápido de la población; y iv) un periodo de baja mortalidad y fecundidad, en el que el crecimiento poblacional se estabiliza o incluso disminuye. Actualmente, Colombia se encuentra ingresando en la cuarta fase, que ya es una realidad en los países desarrollados.

Colombia se ha consolidado en la tercera fase del proceso de transición demográfica. La disminución sostenida de la mortalidad durante el siglo XX provocó un incremento considerable de la población en los países en desarrollo (Urdinola, 2021). Por otro lado, las tasas de fecundidad, que se mantuvieron elevadas en la primera mitad del siglo, comenzaron a descender gradualmente en los últimos cincuenta años, consolidando así la tercera etapa del proceso demográfico. En el caso específico de Colombia, las mujeres pasaron de tener, en promedio, 6,2 hijos entre 1965 y 1970, a 1,83 hijos en la década de 2010, una tasa inferior al nivel de reemplazo (CEPAL, 2018). Esta caída en la fecundidad ha sido resultado de diversos factores, como el crecimiento del PIB per cápita, que fortaleció a la clase media, y la expansión de la educación reproductiva (CEPAL, 2023).

Colombia y la región siguen siendo relativamente jóvenes

Tanto Colombia como el resto de Latinoamérica tienen una población relativamente joven. Según datos de la CIA (2024), la edad media en Colombia es de 32,7 años, lo que coloca al país en el puesto 114 de un *ranking* liderado por países como Mónaco (56,9 años) y Japón (49,9 años). Chile es el primer país sudamericano en aparecer en este ranking, con una edad media de 36,9 años, ocupando el puesto 85, mientras que Uruguay, Brasil y Argentina tienen una edad media superior a la de Colombia.

Colombia tiene una de las tasas de dependencia más bajas de la OCDE. La tasa de dependencia aumenta a medida que la población envejece. En 2022, Colombia registró una tasa de dependencia de 16,3, la tercera más baja entre los países de la OCDE, y muy por debajo del 55,4 de Japón y del promedio de 31,3 en la OCDE (DANE (2023) y OCDE (2024)). Específicamente, para Colombia, esto significa que por cada persona en edad de retiro hay seis personas en edad de trabajar, mientras que en un país promedio de la OCDE esa proporción es de 3 a 1, y en Japón de menos de 2 a 1.

El porcentaje de población en edad de retiro en Latinoamérica, incluyendo a Colombia, es considerablemente menor al de los países desarrollados. En 2024, solo el 15% de la población colombiana tiene más de 60 años, una cifra que, aunque ligeramente superior al promedio latinoamericano (13,3%), sigue estando muy por debajo de los porcentajes observados en Norteamérica (23,2%) y Europa (25,9%) (ONU, 2024), cifras que, según el DANE (2023), Colombia alcanzaría en 2050 (Gráfico 1). Japón, por su parte, presenta actualmente una población aún más envejecida, con un 34,6% de personas mayores de 60 años. Esta diferencia en la estructura demográfica influye en los patrones de consumo de estas economías. De hecho, según el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), mientras que en

los próximos cinco años el 30,2% del consumo privado en Latinoamérica será impulsado por personas mayores de 60 años, en Europa Occidental esta cifra alcanzará casi el 60%.

Hacia un envejecimiento paulatino

Uno de los factores que ha caracterizado la actual transformación demográfica en Colombia es la notable caída en los nacimientos, una tendencia que se acentuó tras la pandemia. Según datos del DANE (2024), el número de nacimientos pasó de 669 mil en 2014 a 643 mil en 2019, lo que representa una caída promedio del 0,4% anual. Sin embargo, esta disminución se aceleró durante la pandemia. Entre 2019 y 2023, los nacimientos cayeron a un ritmo promedio anual del 4,6%, y se prevé que en 2024 experimenten una caída aún más pronunciada del 14,3%, alcanzando los 438 mil. Esto implica que en tan solo 10 años los nacimientos han disminuido en una tercera parte, y la tasa de nacimientos ha caído por debajo del 1%. Las estimaciones más recientes del Banco de la República (2024) indican que esta tendencia continuará, con una tasa de nacimientos que se reducirá paulatinamente en las próximas décadas, alcanzando el 0,4% en 2050 y el 0,3% en 2070.

Gráfico 1
PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN MAYOR A 60 AÑOS

Fuente: DANE y ONU.

La población total de Colombia alcanzaría su punto máximo en 2051, mientras que la población en edad de trabajar comenzaría a contraerse a partir de 2040. La tasa de fecundidad en Colombia está por debajo del nivel de reemplazo[2], y esta tendencia se acentuará gradualmente a medida que la tasa de nacimientos siga disminuyendo. Esta situación llevará eventualmente a una caída de la población. Las proyecciones más recientes del DANE (2023)[3] indican que la población colombiana pasará de 52,7 millones en 2024 a un máximo de 57,7 millones en 2051, para luego reducirse a 55,4 millones en 2070. Por otro lado, la población en edad laboral crecerá de 33,3 millones en 2024 a 35,3 millones en 2040, pero luego disminuirá a 28,7 millones en 2070.

La creciente esperanza de vida es otro factor que contribuiría al envejecimiento de la población. Según el Banco Mundial (2022), en 1960 los colombianos vivían, en promedio, 57 años, mientras que el DANE (2023)

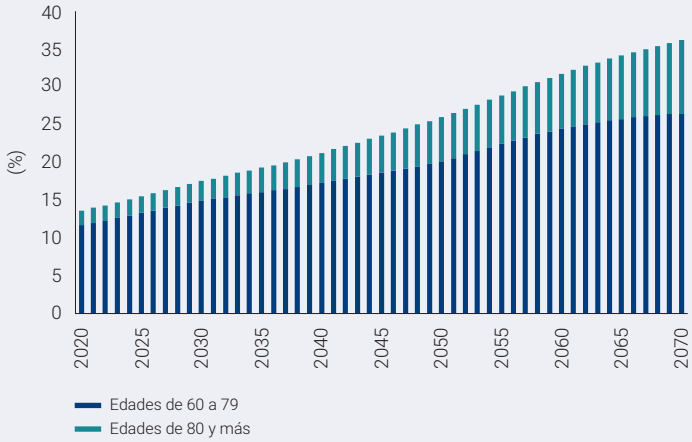
2 *Tasa de fecundidad necesaria para que la población se mantenga sin disminuir en el tiempo (2,1 hijos por mujer) (CEPAL, 2018).*

3 *Inicialmente (en 2018), el DANE anticipaba que la población total se reduciría a partir de 2065.*

estima que la esperanza de vida actual es de 77 años. Entre las razones que explican que los colombianos vivan ahora 20 años más que las generaciones pasadas se incluyen el aumento del PIB per cápita, los avances en las ciencias de la salud, la expansión del autocuidado y una cultura de bienestar más arraigada (CEPAL, 2018). Esta tendencia continuará, y según las proyecciones del DANE (2023), la esperanza de vida alcanzará los 82 años en 2050 y los 85 años en 2070.

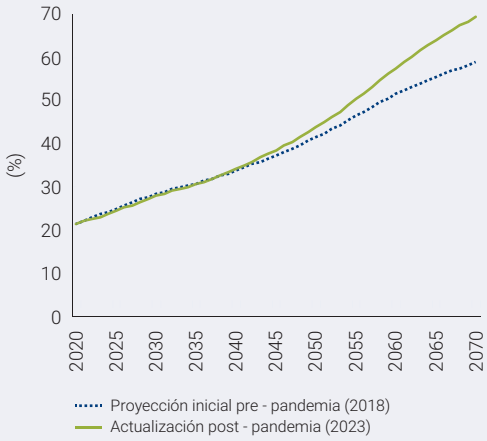
La menor tasa de nacimientos, la mayor esperanza de vida y la eventual caída de la población total provocarán un aumento en la participación de la población en edad de retiro. Según las estimaciones del DANE (2023), el porcentaje de personas mayores de 60 años pasará del 15% en 2024 al 25,9% en 2050 (un porcentaje similar al actual en Europa) y al 36% en 2070 (similar al porcentaje actual en Japón). Además, la población mayor de 80 años crecerá del 2,1% en 2024 al 5,8% en 2050 y al 9,7% en 2070 (Gráfico 2). Estas tendencias, junto con la reducción de la población en edad de trabajar, incrementarán la tasa de dependencia en Colombia. En particular, mientras que actualmente hay 4 personas de entre 15 y 59 años por cada adulto mayor de 60 años, esta relación se reducirá a cerca de 2 a 1 en 2050 y a 3 por cada 2 en 2070. Estas proyecciones reflejan la profunda transformación demográfica que experimentará el país, más rápidamente que lo previsto por el DANE en 2018 (Gráfico 3), lo que traerá consigo tanto retos como oportunidades para la economía colombiana.

Gráfico 2
POBLACIÓN EN EDAD DE RETIRO EN COLOMBIA



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE y ONU.

Gráfico 3
ÍNDICE DE ENVEJECIMIENTO EN COLOMBIA

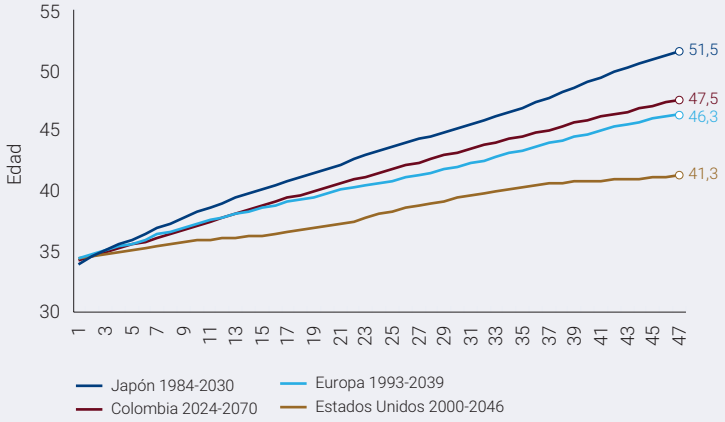


Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

La edad promedio de los colombianos aumentará en los próximos años, siguiendo la tendencia observada en los países desarrollados. Según las proyecciones actualizadas del DANE (2023), se estima que la edad promedio en Colombia pasará de 34 años en 2024 a 47 años en 2070, como resultado del envejecimiento de la población, con un mayor peso de las personas en edad de retiro y una disminución en la tasa de nacimientos. La edad promedio de Colombia es similar a la que tenían Japón en 1984, Europa en 1993 y Estados

Unidos en 2000 (Our World in Data, 2024) (Gráfico 4). Al comparar el proceso de envejecimiento proyectado para Colombia con el de países desarrollados, tomando como punto de partida el momento en que la edad promedio de cada país era de 34 años, se observa que Colombia experimentará un envejecimiento más acelerado que Estados Unidos (que ha sido favorecido por altos flujos de migración (CEPAL, 2018)), similar al de Europa y más lento que el de Japón. En este contexto, resulta relevante estudiar las tendencias de consumo en estos países para anticipar la evolución del consumo.

Gráfico 4
COMPARACIÓN DE SENDAS DE ENVEJECIMIENTO A PARTIR DE LA EDAD PROMEDIO EN AÑOS



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE y Our World in Data.

Tendencias en países desarrollados

En las últimas décadas, se ha observado un aumento en el gasto en salud en los países desarrollados. En particular, el porcentaje del ingreso que los estadounidenses dedican a la salud ha pasado del 20% al 22% en los últimos quince años, siendo este el rubro que más crece, solo por detrás de recreación, impulsada principalmente por la compra de computadores. Por su parte, según la Organización Mundial de la Salud (OMS, 2024), en Japón la economía de la salud ha pasado de representar el 7% del PIB en 2000 al 10,8% en 2021, equivalente a un incremento del 58% en el gasto per cápita en salud. Esta tendencia también se ha observado en países europeos como Italia, Finlandia y Francia, todos ellos con poblaciones altamente envejecidas.

Japón ha sido el país que más ha sentido el impacto del envejecimiento poblacional, y su experiencia ofrece una hoja de ruta para otros países, como Colombia. Japón, que tiene la mayor tasa de dependencia en la OCDE, ha enfrentado los retos derivados del aumento de su población en edad de retiro y de la reducción de la proporción de personas en edad de trabajar. Para abordar este desafío, Japón ha implementado innovaciones tecnológicas en la atención a personas mayores, como la automatización y el uso de robots en el cuidado de la tercera edad. Este enfoque busca mitigar la escasez de trabajadores jóvenes y reducir el impacto del envejecimiento en la productividad y el crecimiento económico.

El consumo en Japón está impulsado por los adultos mayores. El BID (2016) estimó que, en 2016, cerca de la mitad del consumo de los hogares japoneses fue generado por la población mayor de 60 años, lo que refleja el auge de la economía plateada, en la que esta franja etaria juega un papel central. La experiencia japonesa

demuestra que el envejecimiento de la población abre nuevas oportunidades de mercado en sectores como la vivienda, los servicios públicos y la salud, exigiendo soluciones innovadoras que favorezcan la independencia y la calidad de vida de los mayores. La economía plateada ofrece un gran potencial para aquellos agentes que logren atender las particularidades de este grupo poblacional creciente, principalmente a través de bienes y servicios como viviendas con diseños adaptados, prevención y manejo de enfermedades crónicas, e infraestructuras urbanas más accesibles.

Retos para Colombia

El envejecimiento de la población en Colombia plantea importantes desafíos para la sostenibilidad macroeconómica, en la medida en que la población en edad de retiro tiene menores ingresos y contribuyen al desahorro. Según ANIF (2024), el ingreso promedio comienza a disminuir a partir de los 38 años, con una aceleración más pronunciada desde los 60. Además, los colombianos experimentan ahorro negativo desde los 55 años. Para 2021, según Colpensiones (2022), solo el 23% de la población en edad de retiro tenía acceso a algún tipo de pensión, con un monto promedio mensual de 1,5 millones de pesos, equivalente a la mitad de sus ingresos. No obstante, el 56% de este grupo posee vivienda, lo que representa un ingreso implícito promedio de 500 mil pesos mensuales. Este cambio demográfico no solo presiona los sistemas de pensiones y salud, sino que también reduce la población laboral activa, afectando el recaudo tributario y el ahorro, esenciales para sostener la economía.

El segundo reto que plantea el envejecimiento es la necesidad de mayores inversiones que busquen adaptar bienes y servicios a las preferencias del adulto mayor. Según Colpensiones (2022), los adultos mayores destinan más gasto a salud, vivienda, alimentación y servicios de información y comunicaciones, mientras que rubros como vestuario, recreación, restaurantes, y alcohol y tabaco tienen menor peso en su canasta de consumo. Sin embargo, la oferta de bienes y servicios adaptados a sus necesidades sigue siendo insuficiente, según los mismos adultos mayores. En este contexto, y siguiendo las experiencias de países desarrollados, fomentar la economía plateada podría dinamizar sectores como el turismo de bienestar, el desarrollo de tecnologías médicas y la adaptación de productos y servicios orientados a este grupo poblacional.

Finalmente, el envejecimiento plantea diversos retos conectados con la infraestructura, la construcción y la provisión de servicios financieros. El cambio demográfico exige una planificación urbana y territorial adaptada a una población envejecida, con infraestructuras accesibles y viviendas sostenibles que respondan a las necesidades de los adultos mayores. Estas viviendas deberán considerar hogares más pequeños, ser funcionales y tecnológicamente adaptadas. Asimismo, herramientas como la hipoteca inversa, vigente en Colombia desde 2020, pueden complementar las pensiones y transformar activos inmobiliarios en ingresos adicionales, mejorando la calidad de vida de este grupo poblacional. Abordar estos retos es clave para integrar a los adultos mayores como un eje central del desarrollo económico y social del país.

Bibliografía

ANIF (2024). Asamblea general ANIF 50 años.

Banco de la República (2024). Cambios demográficos recientes y envejecimiento poblacional. https://www.banrep.gov.co/es/blog/cambios-demograficos-recientes-envejecimiento-poblacional.

Banco Mundial (2022). Life expectancy at birth. https://data.worldbank.org/indicator/SP.DYN.LE00.IN?/

BID (2016). La Economía Plateada en América Latina y el Caribe. https://publications.iadb.org/es/publications/spanish/viewer/La-economia-plateada-en-America-Latina-y-el-Caribe-El-envejecimiento-como-oportunidad-para-la-innovacion-el-emprendimiento-y-la-inclusion.pdf.

CEPAL (2018). Envejecimiento, personas mayores y Agenda 2030 para el desarrollo sostenible: Perspectiva regional y de derechos humanos. https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/431e4d95-46d9-4de6-a0a6-d41b1cb7d0b9/content.

CEPAL (2023). El impacto socioeconómico del cambio demográfico: análisis comparativo entre América Latina y el Caribe y la República de Corea. https://www.cepal.org/es/enfoques/impacto-socioeconomico-cambio-demografico-analisis-comparativo-america-latina-caribe-la.

CIA (2024). Country Comparisons - Median age. https://www.cia.gov/the-world-factbook/field/median-age/country-comparison/.

Colpensiones (2022). Revolución Silver - El poder de una generación. https://www.colpensiones.gov.co/info/rpm/media/Flash_Report_Estudio_Silvereconomia.pdf.

DANE (2018). Proyecciones de población. Pre - covid.

DANE (2023). Proyecciones de población. Actualización post - covid.

DANE (2024). Estadísticas vitales.

Notestein, F. (1945). Population - The Long View. Food for the World. University of Chicago.

OCDE (2024). Old - age dependency ratio. https://www.oecd.org/en/data/indicators/old-age-dependency-ratio.html?oecdcontrol-00b22b2429-var3=2022.

OMS (2024). Global Health Expenditure Database. https://apps.who.int/nha/database/Select/Indicators/en.
ONU (2024). World Population Prospects. https://population.un.org/wpp/.

Our World in Data (2024). Median age. https://ourworldindata.org/grapher/median-age?tab=table&time=earliest.2100.

Urdinola, P. (2021). Demografía Colombiana: En preparación para la era del envejecimiento. Descifrar el futuro - La economía colombiana en los próximos diez años. Fedesarrollo.

PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO SECTORIAL EN COLOMBIA

Sector	2023 (%)	2024 (%)	2025 (%)	Cambio 2024 vs 2025	Participación PIB 2024 (%) *
Agropecuario	1,4	8,2	3,1	↓	6,3
Minas y canteras	2,7	-3,8	-1,2	↑	3,7
Industrias manufactureras	-3,6	-2,3	1,2	↑	11,1
Electricidad, gas y agua	2,1	2,2	1,5	↓	3,0
Construcción	-4,1	2,3	3,4	↑	4,3
Edificaciones	0,0	-2,2	0,8	↑	2,2
Obras civiles	-12,3	12,7	7,5	↓	1,2
Comercio	-2,8	0,5	3,2	↑	17,0
Comercio al por mayor y menor	-2,7	2,6	3,8	↑	8,7
Transporte y almacenamiento	-0,9	1,3	3,5	↑	4,8
Alojamiento y restaurantes	-5,3	-5,3	0,9	↑	3,5
Información y comunicaciones	1,5	-0,6	3,6	↑	3,1
Actividades financieras	7,9	1,7	5,9	↑	5,1
Actividades inmobiliarias	1,9	1,9	2,1	↑	8,8
Actividades profesionales	0,6	0,5	3,1	↑	6,9
Administración pública	3,8	3,7	1,6	↓	15,8
Entretenimiento	7,0	10,2	6,8	↓	4,4
PIB	0,6	1,8	2,6	↑	100,0

*Tres primeros trimestres del año

III. ANÁLISIS SECTORIAL: UNA RECUPERACIÓN HETEROGÉNEA

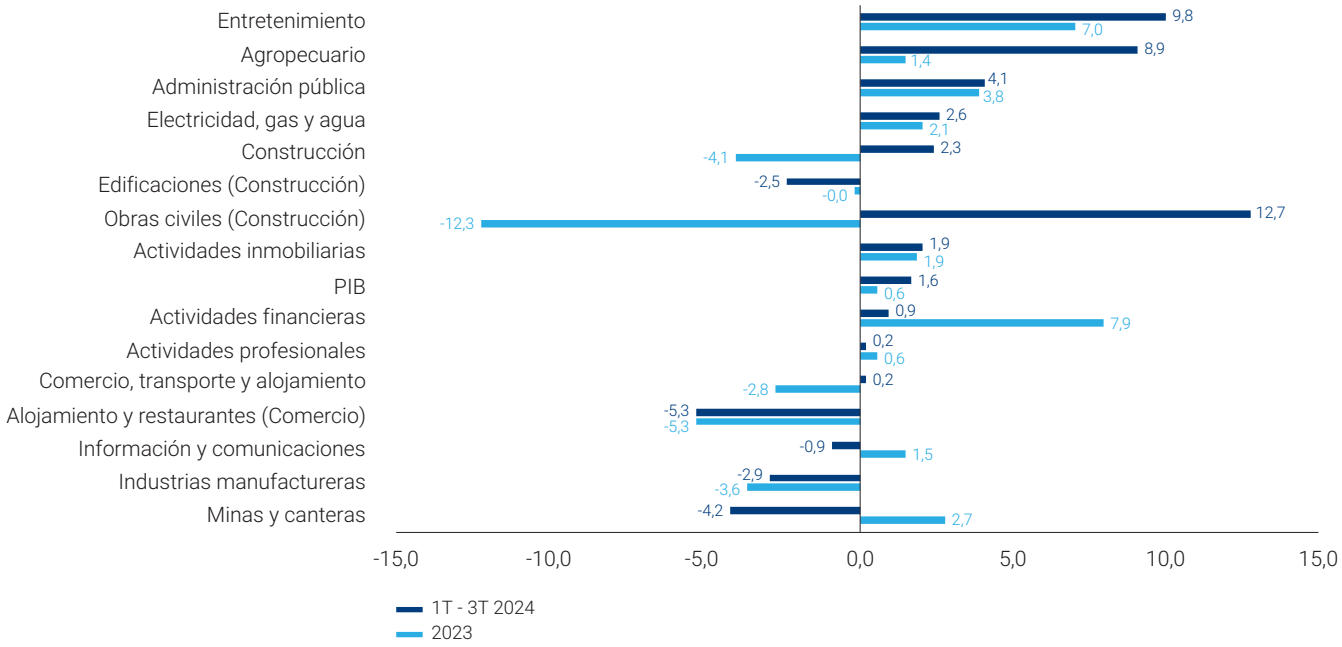
Fabián Osorio Quintero
Andrés Felipe Gallego
Nicolás Cruz
Dino Francisco Córdoba

En lo corrido del 2024 a tercer trimestre, la economía colombiana ha crecido un 1,6% anual (Gráfico 1), casi tres veces el bajo registro de 2023 (0,6%) y dejando atrás los riesgos de estanflación. Esta recuperación ha sido impulsada por un entorno macroeconómico más favorable, caracterizado por una disminución de la inflación, una caída en las tasas de interés, condiciones climáticas favorables para la producción agropecuaria y una mayor confianza, en comparación con 2023. Sin embargo, persisten factores que limitan una reactivación más acelerada, como los bloqueos mineros, la incertidumbre económica y política relacionada con los potenciales impactos de las reformas en curso en el Congreso de la República, y una situación fiscal desafiante, entre otros.

Los sectores que han impulsado esta reactivación han sido la rama de entretenimiento, el agropecuario y la administración pública, con crecimientos de 9,8%, 8,9% y 4,1% (Gráfico 1), respectivamente, contribuyendo en conjunto con 1,6 puntos porcentuales (pp) al crecimiento. Esta dinámica se ha asociado principalmente con el auge de los juegos de azar en línea (Ver Recuadro III.3. El azar impulsa el entretenimiento y el crecimiento), la mejora de las condiciones climáticas y el aumento del ingreso real, resultado de la menor inflación. En contraste, sectores como la minería, la industria manufacturera y la información y comunicaciones han experimentado caídas del 4,2%, 2,9% y 0,9% (Gráfico 1), respectivamente, restando 0,5pp al crecimiento. Los bloqueos a la producción minera y los altos costos de insumos para la industria han explicado este comportamiento.

Finalmente, por subsectores, se destacan las obras civiles, que han crecido un 12,7% en lo corrido del año, mientras que las edificaciones

Gráfico 1
CRECIMIENTO ANUAL POR SECTORES 2023 Y AÑO CORRIDO 2024 (%)



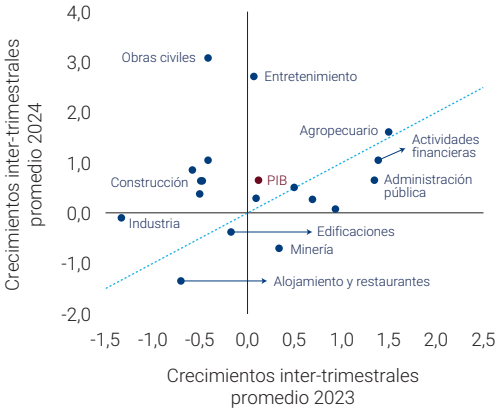
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

y los sectores de alojamiento y restaurantes han registrado caídas de 2,5% y 5,3%, respectivamente.

Para 2024 esperamos que la economía colombiana crezca 1,8%, lo que representa un incremento de 1,2pp con respecto al registro de 2023. Esta dinámica estaría explicada principalmente por el comportamiento del sector agropecuario, la rama de entretenimiento y la administración pública, que crecerían 10,2%, 8,2% y 3,7%, respectivamente, contribuyendo en conjunto con 1,5pp al crecimiento. En contraste, la minería, la industria manufacturera y el sector de información y comunicaciones caerían 3,8%, 2,3% y 0,6%, respectivamente, contribuyendo con -0,4pp al crecimiento. Cabe destacar que la rama de comercio y la construcción, que estuvieron en terreno negativo en 2023 (-2,8% y -4,1%, respectivamente), se recuperarían en 2024, mostrando crecimientos de 0,5% y 2,3%, respectivamente.

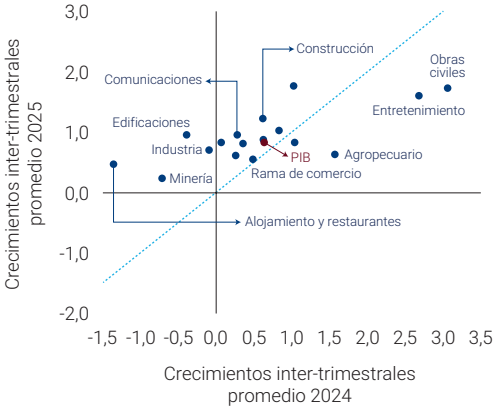
En 2025, la economía colombiana crecería 2,6%, dado un contexto caracterizado por la inflación convergiendo al rango meta, una política monetaria menos restrictiva y una mayor confianza tanto de

Gráfico 2
CRECIMIENTO INTER-TRIMESTRAL PROMEDIO DE 2023 Y 2024 (%)



Nota: Corresponde al promedio del crecimientointer-trimestral de los cuatro trimestres del año. Los sectores situados por encima de la línea punteada registrarían un mayor crecimiento inter-trimestral que el periodo anterior.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Gráfico 3
CRECIMIENTO INTER-TRIMESTRAL PROMEDIO DE 2024 Y 2025 (%)



Nota: Corresponde al promedio del crecimientointer-trimestral de los cuatro trimestres del año. Los sectores situados por encima de la línea punteada registrarían un mayor crecimiento inter-trimestral que el periodo anterior.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

los consumidores como de los empresarios. De esta manera, con la excepción de las minas y canteras, los sectores de la economía se ubicarían en terreno positivo. Los sectores que más contribuirían al crecimiento en 2025 serían la rama de entretenimiento, las actividades financieras y la rama de comercio, con crecimientos de 6,8%, 5,9% y 3,2%, respectivamente, lo que aportaría un total de 1,2pp al crecimiento. Es importante destacar que, aunque se prevé una aceleración tanto de la industria manufacturera (de -2,3% en 2024 a 1,2% en 2025) como de la construcción (de 2,3% en 2024 a 3,4% en 2025), lo que estaría alineado con un mayor crecimiento de la inversión fija, consideramos que la semilla del crecimiento se mantendría en riesgo (Ver Recuadro III.2. En riesgo la semilla del crecimiento: un enfoque sectorial).

La aceleración prevista en 2024 y 2025 es consistente con un aumento gradual del crecimiento inter-trimestral del PIB. En particular, el escenario para 2024 es consistente con crecimientos inter-trimestrales promedio de 0,6% (Gráfico 2), superior al promedio de 0,1% observado en 2023 e inferior al promedio de 0,9% registrado entre 2005 y 2023. Los sectores que más crecerían inter-trimestralmente serían las obras civiles (3,1%), la rama de entretenimiento (2,7%) y el sector agropecuario (1,6%). Por su parte, el escenario de 2025 está alineado con una variación inter-trimestral promedio de 0,8%, 0,2pp superior al previsto para 2024 (Gráfico 3). Las actividades financieras y las obras civiles serían los sectores que más crecerían inter-trimestralmente (1,7%).

A continuación, presentamos con mayor detalle las dinámicas que han caracterizado la evolución de cada sector en lo corrido de 2024, así como las proyecciones de crecimiento para este año y el siguiente.

Actividades primarias

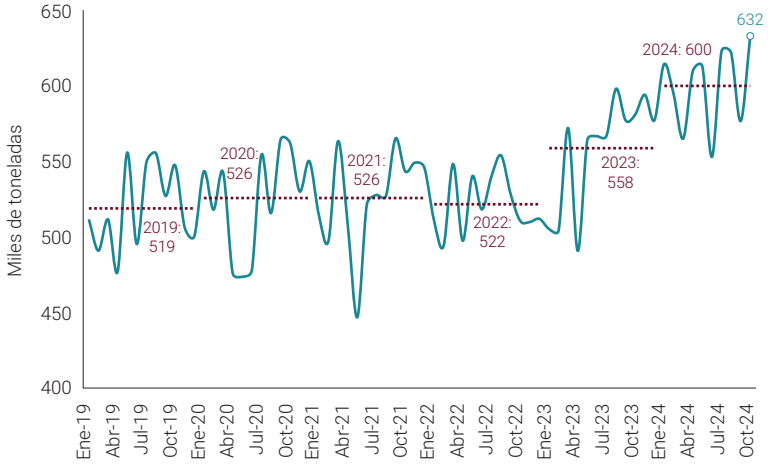
Sector agropecuario

El sector agropecuario se ha consolidado como uno de los principales motores de la actividad económica en 2024. Durante los primeros nueve meses del año, el sector registró una expansión del 8,9%, al-

canzando un crecimiento de 10,5% en el tercer trimestre, su mejor desempeño en los últimos 18 años. Este crecimiento ha sido impulsado por la disminución de costos de los insumos agropecuarios y por condiciones climáticas favorables en comparación con 2023. En particular, el fenómeno de El Niño ha resultado ser menos intenso y prolongado de lo que se anticipaba a comienzos de año. Esto ha favorecido un desempeño sobresaliente en subsectores estratégicos, como el cultivo de café y los cultivos agrícolas, que han crecido en lo corrido del año 16,9% y 9,9%, respectivamente. En particular, el nivel de abastecimiento, que se había mantenido relativamente constante entre 2019 y 2022, ha crecido 8,6% en lo corrido de 2024 a octubre (Gráfico 4).

La producción de café ha mostrado una recuperación significativa en 2024, alcanzando los 10,4 millones de sacos en lo corrido del año. Además, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, en diciembre la producción superaría los 13 millones al cierre del periodo, por encima de los 11,7 millones registrados en promedio entre 2006 y 2023. Esta dinámica se ha explicado principalmente por condiciones climáticas favorables, que, junto con la renovación de 72.000 hectáreas de cafetales, incrementaron la productividad de la actividad, generando un crecimiento anual promedio de 18% en

Gráfico 4
ABASTECIMIENTO EN TONELADAS

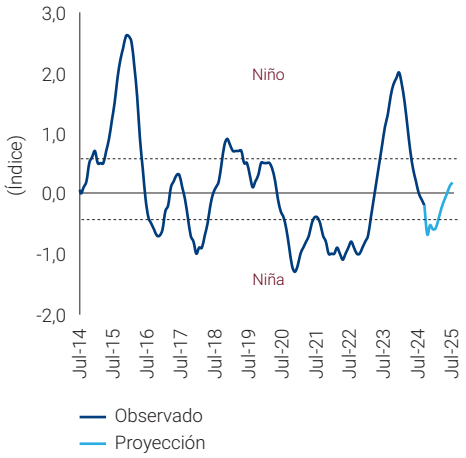


Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

la producción de café en lo que va de 2024. Este buen desempeño en la producción se complementó con factores externos como el aumento de los precios internacionales y el déficit de producción en Brasil, posicionando a Colombia como una alternativa competitiva y de alta calidad en el mercado internacional.

El sector agropecuario crecería 8,2% en 2024, consolidándose como el sector con el segundo mayor crecimiento en este año. En primer lugar, según la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica (NOAA, en inglés), el fenómeno de La Niña sería de baja intensidad (Gráfico 5). Además, los indicadores líderes del sector a octubre anticipan un buen cierre de año. Entre enero y octubre de 2024, se observa que: 1) el abastecimiento, medido en toneladas, ha aumentado un 8,9%; 2) la producción de café ha crecido un 18%; y 3) el sacrificio de ganado vacuno ha registrado un incremento promedio del 3% (ver Bitácora sectorial: agropecuario).

Gráfico 5
OCEAN NIÑO INDEX (ONI) - OBSERVADO Y PROYECTADO



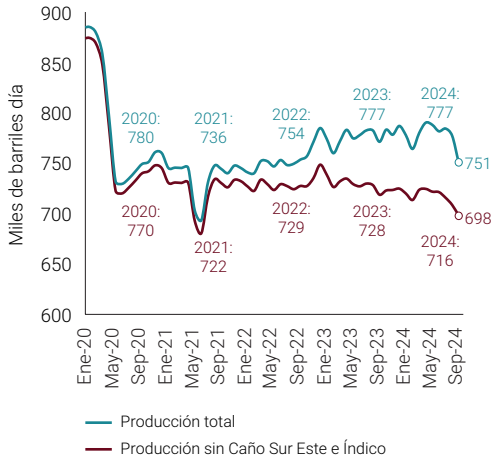
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: NOAA.

Para 2025 proyectamos una desaceleración en la dinámica del sector agropecuario, con un crecimiento anual estimado de 3,1%. Este desempeño estará influenciado por condiciones climáticas relativamente estables, derivadas de un fenómeno de La Niña de baja intensidad y corta duración, por la estabilidad en los costos de los insumos agrícolas y por una base de comparación estadística desfavorable. En efecto, aunque la desaceleración es rápida, cabe destacar que este escenario se daría tras registrar en 2024 el mejor año de dinamismo productivo de las últimas dos décadas. Sin embargo, persisten riesgos relevantes, como posibles condiciones climáticas adversas, un aumento de costos debido a la intensificación de conflictos geopolíticos, y la incertidumbre política y económica que podría impactar las decisiones de inversión en el sector.

Minas y canteras

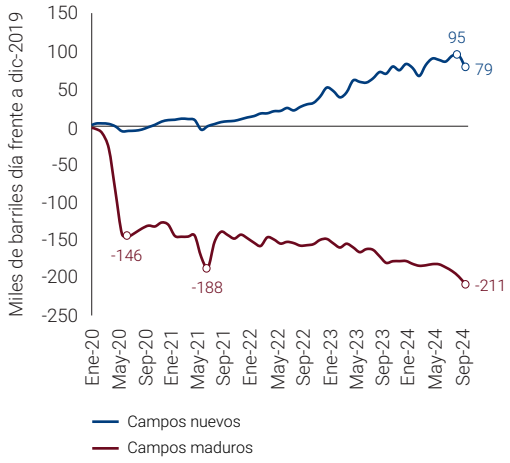
En los primeros tres trimestres de 2024, la minería registró una caída anual del 4,2%, alcanzando una cifra de -7,3% en el tercer trimestre, consolidándose como el sector que ha tenido el peor desempeño reciente en la economía colombiana. Esto se debió principalmente a un bajo nivel de producción de carbón, que disminuyó un 11,1% en

Gráfico 6
PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO TOTAL VS. PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO SIN CAÑO SUR ESTE E ÍNDICO



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos.

Gráfico 7
CAMBIO EN LA PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO FRENTE A 2019 POR TIPO DE CAMPO*



* Los campos nuevos se refieren a aquellos que empezaron a producir crudo desde 2017, los campos maduros contaban con producción antes de dicho año.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos.

lo corrido del año, en medio de bloqueos en minas y líneas férreas de las empresas del subsector. Asimismo, la producción de metales metalíferos, especialmente de oro, contribuyó negativamente a la variación del sector, al disminuir en 9% en el mismo periodo.

Entre tanto, el subsector de hidrocarburos, que representa el 70% del sector de minas y canteras, mostró un leve incremento del 0,2% frente al mismo periodo de 2023. Por un lado, la extracción de petróleo creció también un 0,2%, alcanzando en abril su mayor nivel de producción en el periodo postpandemia, con 790 mil barriles diarios, impulsada por la actividad de pocos campos petroleros (Caño Sur Este e Índico) (Gráfico 6). No obstante, durante el segundo semestre del año, la actividad petrolera mostró una mayor debilidad debido a la continua declinación en los pozos maduros y a la baja contribución de los nuevos pozos (Gráfico 7). Por su parte, la producción comercializada de gas cayó un 8,5%, acumulando en septiembre 19 meses consecutivos de disminuciones anuales.

El sector caería 3,8% en 2024, contribuyendo con -0,1 pp al crecimiento. En lo que resta del año, el sector de minas y canteras experimentaría una dinámica similar al tercer trimestre, marcada por la persistencia de bloqueos en las líneas férreas del sector carbonífero, una continua disminución en la producción de gas y un menor aporte positivo de la extracción petrolera, cuya producción habría alcanzado su pico en el primer semestre. Esto último se explicaría principalmente por el menor crecimiento de los campos Caño Sur Este e Índico. De esta manera, el sector mantendría una brecha de 15,4% frente a 2019, manteniéndose como uno de los dos sectores rezagados frente a prepandemia.

Para el 2025, anticipamos una nueva disminución en el nivel de actividad del sector de minas y canteras, cuyo valor agregado disminuiría en 1,2%. Por un lado, la producción petrolera entraría en una fase decreciente debido a la desaceleración del ritmo de crecimiento en la extracción de campos nuevos, insuficiente para compensar la declinación natural de los pozos maduros. A esto se suma la caída continua en la producción comercializada de gas, reflejo de la menor declaración de reservas en el país. En contraste, la producción de carbón podría mostrar una recuperación, condicionada a la resolu-

ción de los problemas de orden público, aunque su aporte positivo sería insuficiente para contrarrestar la debilidad del subsector de hidrocarburos. Por último, aunque se estima una caída anual, el valor agregado del sector comenzaría a crecer inter-trimestralmente en la segunda mitad del año, iniciando su senda de recuperación.

El escenario del sector se enmarca en un panorama institucional y de política energética desafiante, con impactos significativos tanto para el sector de hidrocarburos como para el carbonífero. Las decisiones del gobierno nacional en materia impositiva y normativa han generado incertidumbre en los agentes del sector, limitando la inversión y el desarrollo de nuevos proyectos. Este entorno, junto con los problemas estructurales y operativos que enfrenta la industria, plantea riesgos importantes para la sostenibilidad de la actividad minera y energética en el largo plazo.

Actividades secundarias

Industria manufacturera

La industria manufacturera completó seis trimestres consecutivos con caídas anuales en el tercer trimestre de 2024. En lo corrido del año, el sector ha experimentado una caída del 2,9% anual, lo que lo convierte en el segundo de peor desempeño, después de la minería. No obstante, es importante destacar que la caída anual del sector se ha moderado, pasando del -4,7% en el primer trimestre a -0,9% en el tercero, periodo en el cual se registró un crecimiento inter-trimestral de 0,2%. Según la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta (EOIC) de la ANDI, este comportamiento se ha explicado principalmente por una débil demanda, la volatilidad del tipo de cambio y los altos costos de los insumos.

La dinámica del sector ha sido principalmente influenciada por los subsectores de productos refinados del petróleo, químicos y plásticos (-3,5%) y la elaboración de alimentos y bebidas (-2,6%), los cuales explican cerca del 68% de la caída del sector. En particular, actividades como la elaboración de productos procesados (-6,7%), la producción de productos lácteos (-5,8%), la elaboración de aceites

(-10,5%), la fabricación de productos minerales no metálicos (-7,9%) y la refinación de petróleo (-3,7%) han sido las más afectadas. Asimismo, en el subsector metalúrgico se destaca la fuerte contracción en la fabricación de vehículos automotores (-13,1%), consecuencia principal del cierre de operaciones de la empresa General Motors.

Para todo el año se prevé una caída del 2,3%, consolidándose como el sector que más contribuye negativamente al crecimiento económico. Las altas tasas de interés, la incertidumbre económica del país y la baja demanda en sectores como la construcción han sido factores que han incidido en una caída inter-trimestral promedio del 0,1%.

Para 2025, se espera que la industria manufacturera retorne a terreno positivo, con un crecimiento del 1,2%. Aunque el sector seguiría siendo el segundo con el crecimiento más bajo, después de minería, la dinámica inter-trimestral proyectada es positiva (0,7% en promedio), ligeramente superior a la observada en los últimos veinte años (0,6%), lo que refleja la reactivación del sector. Este comportamiento estaría alineado con la mejora prevista en la inversión en maquinaria y equipo, así como con las mejores perspectivas de inversión en los próximos 12 meses, según la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República. Además, la reducción de la inflación y las tasas de interés favorecería una mayor dinamización de otras actividades económicas (como la construcción) y del gasto de los hogares, lo que impulsaría la reactivación de la demanda por productos manufactureros.

Construcción

Tras haber caído 4,1% en 2023, el sector de la construcción ha registrado un desempeño positivo a lo largo de 2024, con un crecimiento anual del 2,3% acumulado hasta el tercer trimestre. Este avance ha sido impulsado principalmente por el subsector de obras civiles, que, tras cuatro años consecutivos de contracciones, ha mostrado un repunte significativo con tasas de crecimiento de dos dígitos. En contraste, el subsector de edificaciones ha limitado un mejor desempeño del sector, registrando caídas anuales en todos los trimestres del año.

La construcción se aceleraría en 2024 y 2025. En 2024 el sector crecería 2,3%, 6,4pp por encima del registro de 2023 y consistente con crecimientos inter-trimestrales promedio de 0,6% (frente a -0,5% en 2023). Este dinamismo estaría jalonado por el subsector de obras civiles, que continuaría liderando el crecimiento del sector, mientras que el subsector de edificaciones mantendría bajos niveles de actividad. Para 2025, las perspectivas son más alentadoras, con una aceleración del crecimiento a 3,4% (consistente con crecimientos inter-trimestrales promedio de 1,2%), impulsada por un sólido desempeño de las obras civiles y una recuperación del subsector de edificaciones, especialmente hacia el segundo semestre del año.

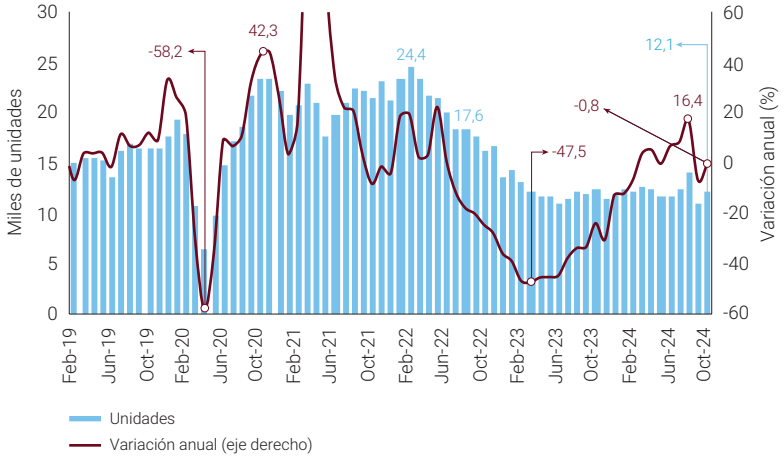
Construcción - Edificaciones

El subsector de construcción de edificaciones se contrajo 2,5% durante lo corrido del año al tercer trimestre, en un contexto marcado por una disminución del 3% en el área causada, es decir, el área efectivamente construida. Este menor avance constructivo estuvo jalonado principalmente por la caída en la construcción de vivienda (-3,5%), mientras que la reducción en la edificación de inmuebles no residenciales fue menos profunda (-1,3%).

La caída en las ventas y lanzamientos de vivienda durante 2023 ha sido un factor clave en el desempeño negativo del subsector en 2024, debido al rezago entre el periodo de comercialización y el inicio de las obras. Aunque en lo corrido de 2024 los indicadores de ventas han mostrado una mejora relativa frente al año anterior, aún están lejos de los niveles alcanzados dos años atrás (Gráfico 8). En consecuencia, las iniciaciones de vivienda nueva han continuado en terreno negativo, impactando negativamente el valor agregado del segmento de edificaciones residenciales (Gráfico 9).

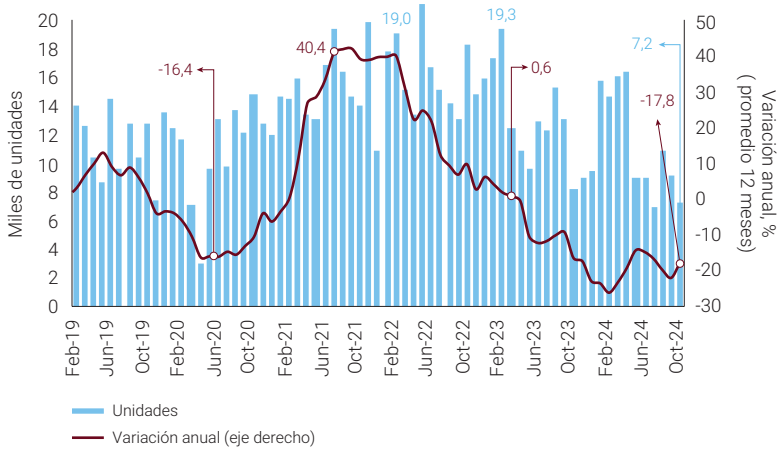
Por otro lado, las edificaciones no residenciales, que en 2023 ayudaron a evitar una contracción en el subsector de edificaciones gracias a su buen desempeño, han mostrado un deterioro en su actividad durante 2024. La menor construcción de hospitales, edificaciones destinadas a la educación y espacios comerciales ha añadido presiones negativas adicionales sobre el subsector.

Gráfico 8
VENTAS DE VIVIENDA NUEVA



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Camacol.

Gráfico 9
INICIACIONES DE VIVIENDA NUEVA



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Camacol.

La construcción de edificaciones caería 2,2% en 2024, consistente con una caída inter-trimestral prevista de 0,5% en el último trimestre del año. Si bien las ventas de vivienda volvieron a terreno positivo, las iniciaciones siguen cayendo, reflejando el bajo nivel de nuevas obras. De hecho, las iniciaciones han sido menores que las culminaciones en el último año, lo que ha mantenido el índice de reposición, que

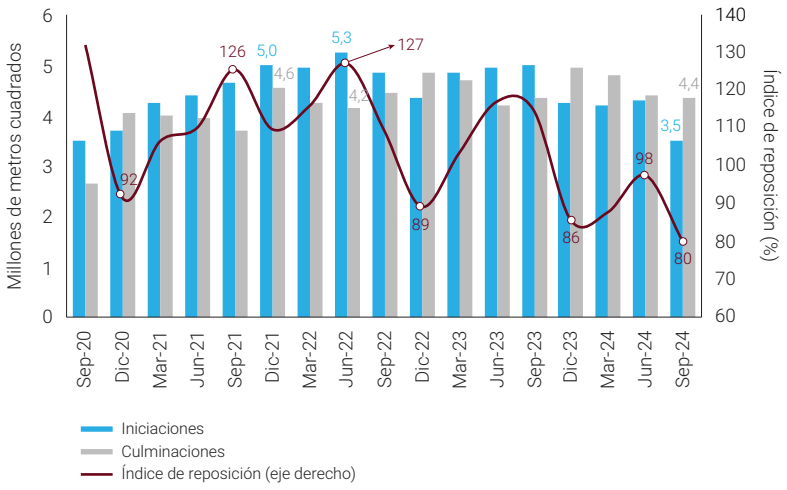
mide el porcentaje de construcciones culminadas que se reemplazan con nuevas obras, por debajo del 100% (Gráfico 10). De esta manera, el valor agregado de edificaciones se ubicaría 15,3% por debajo del registro prepandemia, lo que muestra la necesidad de reactivar este sector.

Para 2025, proyectamos una leve recuperación en el subsector de edificaciones, con un crecimiento estimado para su valor agregado de 0,8%. Esta mejora se concentraría principalmente hacia el cierre del año, toda vez que las edificaciones caerían 1,3% en la primera mitad de 2025. Factores como el aumento en la disposición a comprar vivienda, mejores perspectivas en los costos de construcción y menores tasas de interés hipotecarias, que han alcanzado mínimos históricos descontando la tasa de política monetaria, impulsarían un mayor dinamismo en el mercado de vivienda hacia la segunda mitad de 2025. Este efecto se reflejaría con cierto rezago en la actividad constructiva del subsector.

No obstante, persisten riesgos que podrían afectar el crecimiento del sector el próximo año. Por un lado, la reducción de los recursos destinados al programa de subsidio de vivienda Mi Casa Ya, propuesta

Gráfico 10

INICIACIONES Y CULMINACIONES DE CONSTRUCCIÓN DE EDIFICACIONES



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

por el Gobierno para 2025, podría disminuir la confianza en el sector de vivienda, lo que afectaría negativamente la comercialización en el segmento VIS. Además, las medidas comerciales proteccionistas sobre los insumos de construcción, como la recientemente anunciada para el acero, generarían presiones adicionales sobre los costos del sector. Con todo lo anterior, el sector se mantendría un 1,5% por debajo de los niveles de 2022 y un 14,6% por debajo de los niveles de 2019.

La reactivación del sector podría ser más acelerada si el Gobierno nacional junto con las regiones implementan políticas para impulsar el sector. En particular, para impulsar el sector se recomienda establecer las siguientes medidas: i) incrementar el número de subsidios para vivienda de interés social (VIS); ii) aumentar el Loan to Income (LTI) para viviendas No VIS, lo que permitiría a los hogares destinar una mayor proporción de sus ingresos al acceso a créditos hipotecarios, reduciendo su dependencia del arriendo; iii) extender la preasignación de subsidios para viviendas VIS; y iv) subsidiar la adquisición de viviendas sostenibles. Por su parte, las administraciones regionales deben adoptar un enfoque más ambicioso en la asignación de subsidios, trabajando de manera coordinada con el Gobierno nacional y las cajas de compensación para centralizarlos.

Obras civiles

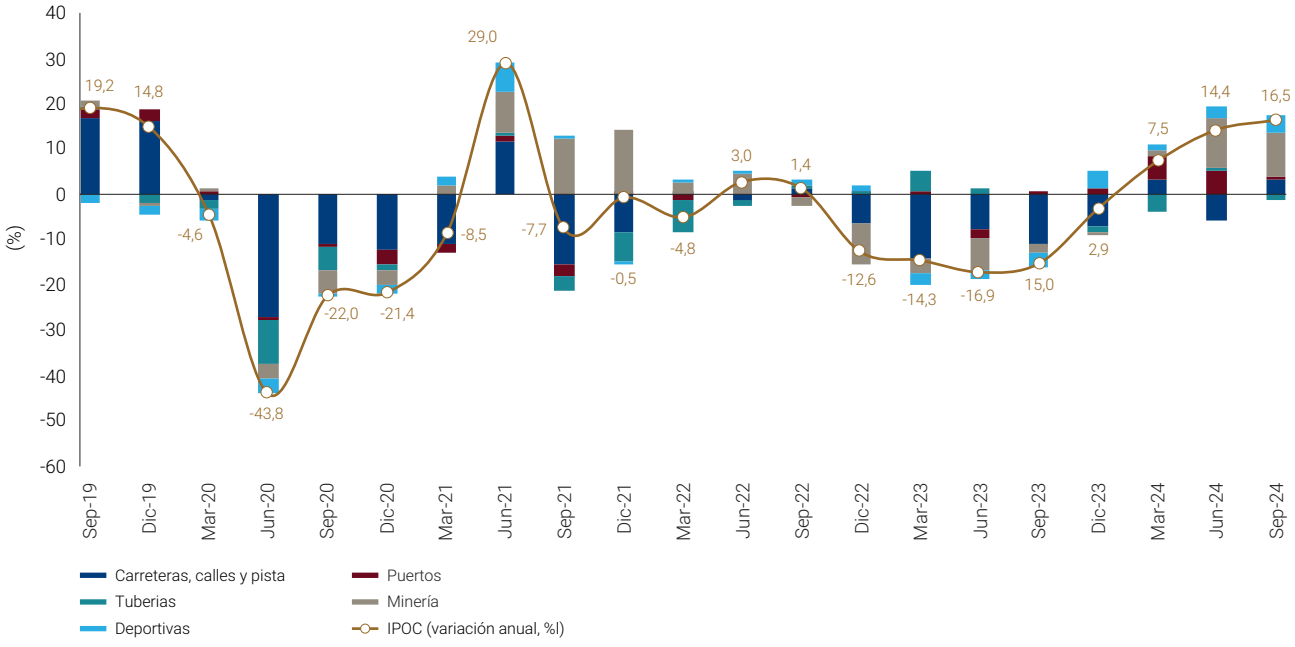
Tras contraerse cuatro años consecutivos, el valor agregado de la construcción de infraestructura ha aumentado en lo corrido de 2024 a tercer trimestre, expandiéndose 12,7%. La reactivación del sector ha estado explicada por los crecimientos en los componentes de puertos (53,6%), minas y plantas industriales (52,7%) y carreteras y puentes (1,0%) explicando un 90% de la expansión del subsector en lo corrido del año (Gráfico 11). No obstante, pese a este repunte, el valor agregado de obras civiles se ubica en un nivel 35% inferior al observado en el cuarto trimestre de 2019.

Para 2024 proyectamos que el subsector crecería 12,7%, como resultado del avance en proyectos en el sector de acueductos, obras en centrales eléctricas, rellenos sanitarios, infraestructura militar, plazas de mercado y vías interurbanas y portuarias. Entre las principales

obras se destacan: i) la primera línea del metro con un avance de obra del 42% a corte de octubre; ii) Puerto Antioquia con un avance del 70% a octubre; iii) avances de la segunda fase de Hidroituango; iv) obras en el relleno sanitario La Pradera (repotenciación del vaso Altair y construcción del vaso La Piñuela); v) el Regiotram de Occidente con un avance del 20%; y vi) el inicio de un proyecto y vi) avances previstos en proyectos 5G.

Se proyecta que la construcción de carreteras aumente su contribución a la reactivación de obras civiles en los próximos trimestres, a medida que los proyectos 5G relevan a los 4G. La contribución de los proyectos 4G al crecimiento del PIB es cada vez más marginal. En lo corrido del año a tercer trimestre se ha observado una caída del 38% en los montos de ejecución de estos proyectos, como resultado de la finalización de la etapa de construcción de 13 proyectos, un avance de obra superior al 90% en seis obras y un avance agregado de 86%. Por otro lado, en el tercer trimestre del año inició la construcción del proyecto 5G, corredor Cali-Palmira, que a corte octubre cuenta con

Gráfico 11
CONSTRUCCIÓN DE OBRAS CIVILES (IPOC)*



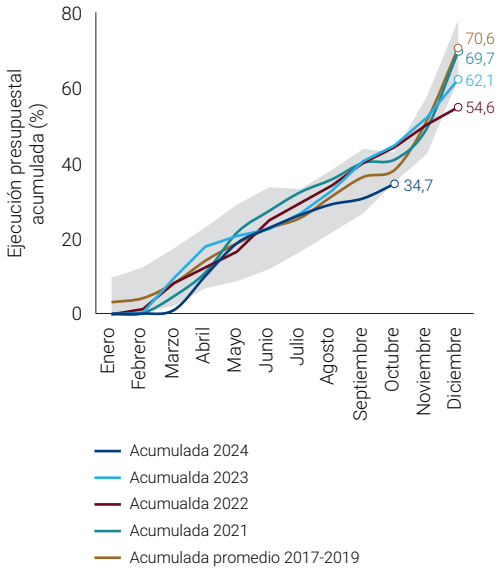
* Desde 1T2022 son precios constantes.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

un avance del 18,75%. Además, otros 5 proyectos carreteros presentaron cierre financiero a inicios del tercer trimestre del año y se espera que inicien su etapa de construcción en 2025. No obstante, los 4 proyectos aeroportuarios, sumado al proyecto fluvial del canal del dique y el proyecto férreo Dorada-Chiriguana continúan estancados en su proceso de cierre financiero.

Para 2025 esperamos que el valor agregado de las obras civiles crezca 7,5%, que sería impulsado principalmente por la construcción de proyectos carreteros y el avance del metro de Bogotá. En detalle, se espera que la reducción tanto de las tasas interés como de los costos de construcción favorezcan el cierre financiero de los proyectos de infraestructura 5G restantes, así como el inicio de aquellos que están en fase de pre-construcción. Las principales obras que impulsarán la dinámica del sector serán: 1) el inicio de la construcción de 5 carretas 5G: APP Nueva Malla vial del Valle del Cauca, Troncales del Magdalena 1 y 2, Acceso Norte Fase II Y ALO Sur- Avenida Longitudinal de Occidental, 2) el avance en las obras de la Primera Línea del Metro de Bogotá, el Metro de Medellín y el Regiotram de occidente, 3) el desarrollo de proyectos del Instituto de Desarrollo Urbano (IDU) y Transmilenio y 4) la continuidad del programa Caminos comunitarios para la paz por parte del Gobierno Nacional.

Aunque se espera un dinamismo para el subsector en los próximos años, existen riesgos latentes que podrían limitar su recuperación en el corto plazo. En particular, la producción de concreto pre-mezclado para obras civiles registra una contracción de -5,1% en los primeros tres trimestres del año. Adicionalmente, la ejecución presupuestal en inversión del Instituto Nacional de Vías (INVIAS) evidencia una ejecución de 35% a octubre, 10 p.p. por debajo del acumulado de 2022 y 2023 para el mismo periodo de tiempo (Gráfico 12). Para garantizar la reactivación de las obras civiles es necesaria una estrategia focalizada en aumentar la inversión pública y privada, agilizar los procesos de ejecución y garantizar la sostenibilidad de los proyectos (Ver Recuadro III.2. En riesgo la semilla del crecimiento: un enfoque sectorial).

Gráfico 12
EJECUCIÓN PRESUPUESTAL EN INVERSIÓN DEL INVIAS



Nota: Área gris representa el rango mínimo y máximo de la ejecución por mes entre 2017 y 2019.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

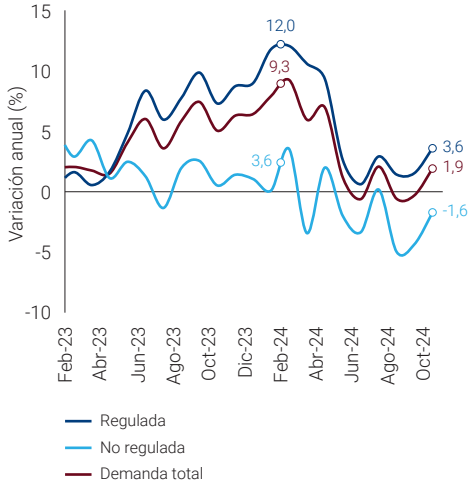
Actividades terciarias - servicios

Energía, gas y agua

El sector de Energía, Gas y Agua (EGA) creció un 2,6% anual en los primeros tres trimestres de 2024, impulsado por el buen desempeño del subsector de generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica, especialmente durante el primer trimestre. El fenómeno de El Niño, que se extendió desde finales de 2023 hasta abril de 2024, incrementó la demanda de energía regulada, compuesta principalmente por hogares (Gráfico 13). Este aumento en el consumo de energía, particularmente en las regiones Caribe y Valle, fue respaldado por un crecimiento en la generación de energía eléctrica.

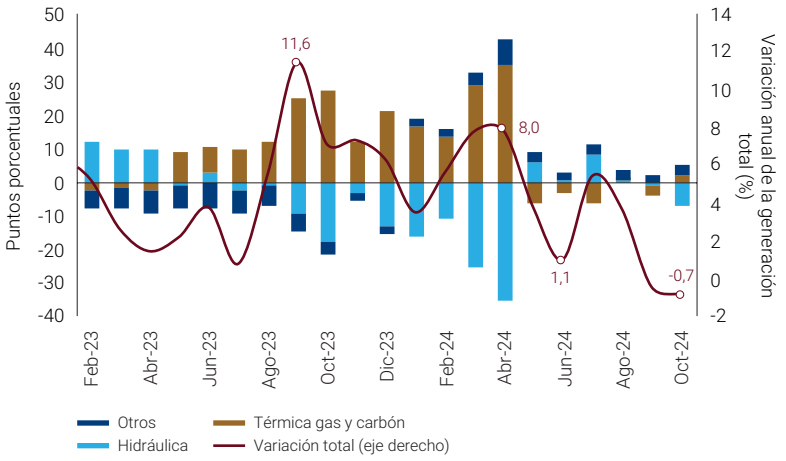
Esta coyuntura, caracterizada por bajos niveles de lluvia en Colombia y un deterioro significativo de los embalses, que alcanzaron mínimos históricos desde 1992, obligó a la generación térmica a respaldar el aumento en la demanda de energía durante el primer semestre del año (Gráfico 14). Sin embargo, con el fin del fenómeno de El Niño, tanto la demanda como la generación de energía comenzaron a desacelerarse. Como resultado, el valor agregado del sector pasó de

Gráfico 13
DEMANDA DE ENERGÍA POR SEGMENTO



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: XM.

Gráfico 14
CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN ANUAL DE LA GENERACIÓN DE ENERGÍA POR FUENTE



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: XM.

un crecimiento anual del 4,7% en el primer trimestre a solo un 0,9% en el tercer trimestre.

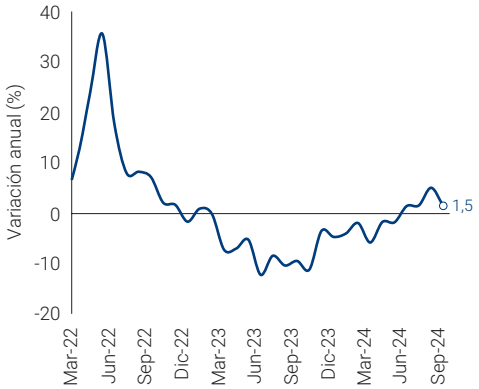
Se estima que el valor agregado del sector aumentará un 2,2% en 2024. En lo que queda del año, el sector de EGA mantendría un crecimiento moderado debido a la desaceleración en la demanda de energía, en contraste con los incrementos sostenidos observados al cierre de 2023. Este crecimiento, que estaría alineado con variaciones inter-trimestrales por debajo del promedio (0,3% vs 0,6%), llevaría a que el valor agregado del sector se ubique 11,1% por encima del registro prepandemia.

En 2025, el sector mostraría un menor dinamismo, con un crecimiento estimado del 1,5%, afectado principalmente por el efecto base derivado de los altos incrementos en la demanda de energía durante el fenómeno de El Niño en el primer semestre de 2024. Durante este periodo, tanto el consumo como la generación de energía registrarían crecimientos anuales moderados. Sin embargo, a partir del tercer trimestre, el sector aceleraría su ritmo de expansión, impulsado por mayores aportes de la demanda no regulada, principalmente desde los sectores productivos. En particular, el mejor desempeño de la industria manufacturera, que representa cerca del 30% de esta demanda, contribuiría a un mayor dinamismo del sector a lo largo del año.

Comercio

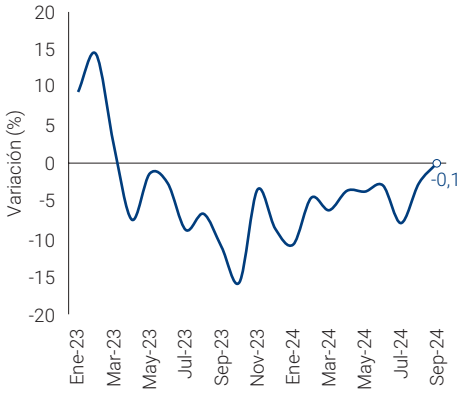
Tras decrecer 2,8% en 2023, la rama de comercio ha crecido 0,2% anual en los primeros tres trimestres de 2024, alcanzando un 1,2% en el tercer trimestre. Este resultado ha estado impulsado principalmente por la recuperación del subsector de comercio al por mayor y al por menor (2,1%), contrarrestado por la caída en alojamiento y restaurantes (-5,3%). En particular, tras acumular quince meses consecutivos con contracciones anuales, las ventas reales minoristas volvieron a terreno positivo en el mes de junio (Gráfico 15). Esto ha estado explicado por unas condiciones monetarias menos restrictivas, frente a las de 2023, y una recuperación de la confianza del consumidor, que ha favorecido variaciones anuales positivas del valor agregado

Gráfico 15
VENTAS REALES MINORISTAS
(Variación anual)



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Gráfico 16
INGRESOS REALES DE ALOJAMIENTO
(Variación anual, desestacionalizado)



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

durante el segundo y el tercer trimestre de 2024 de dicho subsector. El subsector de alojamiento y restaurantes ha contribuido negativamente a la actividad de la rama de comercio. De acuerdo con el DANE, pese al fortalecimiento del consumo real de los hogares (que ha crecido 1,2% en el año corrido) y la reducción tanto en la inflación como en las tasas de interés de consumo, el valor agregado de este subsector se ha contraído 5,3%, dinámica consistente con una caída de los ingresos reales del subsector durante los nueve primeros meses del año. Este desempeño se ha visto reflejado en una menor tasa de ocupación hotelera a nivel nacional y en las principales regiones, la cual se ha ubicado en promedio 2,0pp por debajo de la observada en el mismo periodo de 2023. A su vez, es importante destacar que, desde hace unos años, el gasto de los hogares en alojamiento y restaurantes ha perdido participación sobre el gasto total, pasando de representar el 11,5% en 2019 al 9,3% en lo corrido de 2024.

Esperamos que la rama del comercio crezca 0,5% en 2024. Esto sería consistente con un buen dinamismo del comercio al por mayor y al por menor (2,6%), el cual, junto con el subsector de transporte y almacenamiento (1,3%), contribuirían positivamente al crecimiento del sector. No obstante, el subsector de alojamiento y restaurantes, el cual representa cerca del 21,6% de la rama de comercio y 3,7% del PIB, continuaría en terreno contractivo (-5,3%), a pesar del impulso generado por concepto de la COP 16 realizada en el mes de octubre, que llevaría a un crecimiento inter-trimestral de 1,3% en el cuarto trimestre de 2024.

En 2025, esperamos que la rama de comercio se acelere, registrando un crecimiento de 3,2%. Esto estaría alineado con el fortalecimiento de la demanda privada de los hogares, que se reflejaría en un aumento de su consumo en 2,4%, en el marco de una política monetaria menos restrictiva y una inflación anual que se situará por debajo de la registrada en 2024. En particular, el comercio al por mayor y al por menor crecería 3,8%, seguido de cerca por transporte y almacenamiento (3,5%). En contraste, aunque esperamos que el subsector de alojamiento y restaurantes retorne a terreno positivo (0,9%), la actividad seguiría enfrentando desafíos que le impedirían retornar sus niveles de actividad a la tendencia pre-pandemia. Puntualmente, el retorno

de la sobretasa de energía[1] para el sector hotelero generará presiones sobre el precio de estos servicios, desincentivando su demanda.

Actividades financieras

Las actividades financieras y de seguros crecerían 1,7% en 2024 y 5,9% en 2025. Durante 2024, la actividad de intermediación entre el fondeo y la cartera de créditos no ha tenido un buen comportamiento. Si bien creemos que no va a continuar deteriorándose la dinámica crediticia, solamente a partir del segundo o tercer trimestre de 2025 va a darse un aporte importante de este rubro para el PIB. Mientras tanto, los aportes relacionados con la administración de activos han estado y seguirán estando muy relacionados con el resto de la economía, sin mayor diferenciación. Al cierre del tercer trimestre de 2024, la participación por rubros dentro del PIB financiero fue 31% intermediación, 19% comisiones, 17% auxiliares y 32% seguros. La explicación detallada de la dinámica del crédito en 2024 junto con nuestras expectativas de 2025 se encuentra en el capítulo 4 de este informe (Ver Capítulo IV. Luz al final del túnel financiero).

Con esto en mente, recordamos que, durante 2024, el desempeño del valor agregado del sector fue soportado principalmente por la actividad de seguros. En 2025 creemos que esta actividad va a mantenerse en niveles similares a los de 2024, por lo que el aporte al sector no va a ser tan importante en 2025, año durante el cual la actividad de intermediación financiera es la llamada a tomar el liderazgo a nivel de su aporte al sector.

Administración pública

El sector de administración pública, educación y salud ha sido uno de los motores clave del crecimiento económico. Desde 2023, la administración pública se ha destacado como uno de los principales sectores que ha impulsado la economía colombiana, registrando la

[1] *Ver Artículo 96 de la Ley 2277 de 2022: https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=199883*

mayor contribución y compensando la debilidad observada en otros sectores durante ese año. Esta dinámica ha continuado hasta el tercer trimestre de 2024, con un crecimiento del valor agregado del sector del 4,1%. Este resultado se debe principalmente al aumento en la vinculación de personal en el sector docente y la rama judicial, así como a la mayor demanda de servicios de salud.

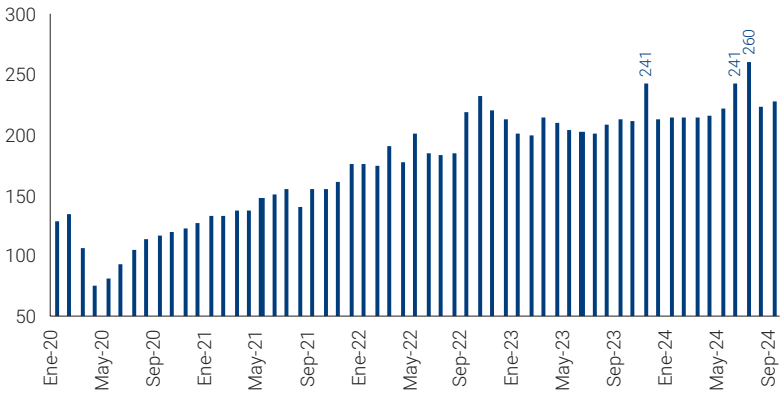
Se espera que el valor agregado de la administración pública crezca un 3,7% en 2024, consolidándose como el sector con la mayor contribución al crecimiento del PIB de ese año (0,6 puntos porcentuales). Este desempeño se explicaría principalmente por el aumento en la contratación de funcionarios públicos y la mayor demanda de servicios de salud. Sin embargo, para 2025, anticipamos una desaceleración al 1,6%, asociada principalmente a los ajustes fiscales que el Gobierno deberá implementar debido a la desafiante situación de las finanzas públicas, lo que se debería verse reflejado en un menor ritmo de contratación de personal en el sector público.

Entretenimiento

En lo corrido del año, con corte al tercer trimestre de 2024, las actividades artísticas y de entretenimiento han sido una fuente importante de crecimiento de la economía colombiana. Puntualmente, el valor agregado del sector ha crecido 9,8% durante este periodo, consolidándose como la tercera rama que más ha aportado al crecimiento económico (0,4pp). Más aún, el sector se ha acelerado durante el año, pasando de registros de 4,4% en 1T-2024 a 16,1% en 3T-2024. Estos resultados son explicados por el creciente dinamismo que desde hace 5 años vienen registrando este tipo de actividades (Ver Recuadro III.3. El azar impulsa el entretenimiento y el crecimiento), especialmente los juegos de azar, cuyo dinamismo se profundizó en junio y julio por cuenta de importantes eventos deportivos, lo que situó a los niveles de actividad en puntos históricamente altos (Gráfico 17).

Esperamos que la dinámica positiva del sector se mantenga en lo que resta del año, con un crecimiento proyectado del 10,2% para 2024, contribuyendo con 0,4 pp al crecimiento total de la economía colombiana. De esta manera, la rama de entretenimiento se posicio-

Gráfico 17
ÍNDICE DE SEGUIMIENTO A LA ECONOMÍA - RAMA DE ENTRETENIMIENTO *(Serie desestacionalizada, índices con año de referencia 2015)*



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

naría como el sector con mayor crecimiento económico en 2024, y la tercera con mayor contribución a la expansión del PIB, solo superadas por el sector agropecuario y la administración pública.

Para 2025, esperamos que la rama de entretenimiento crezca 6,8%, manteniéndose como el sector con mayor crecimiento económico, como consecuencia de la continuación prevista en el dinamismo en juegos de azar en línea y de entretenimiento en vivo. De esta manera, se prevé que el valor agregado de la actividad al final de 2025 duplicaría el registrado en el último trimestre de 2019, lo que resalta la necesidad de aprovechar de manera sostenible este dinamismo sobresaliente (Ver Recuadro III.3. El azar impulsa el entretenimiento y el crecimiento). Ahora bien, existen factores de riesgo que podrían frenar parcialmente la dinámica de esta actividad, como la eventual aprobación de la Ley de Financiamiento, la cual en su artículo 13 elimina la exención del pago de IVA de la cual son sujetos actualmente los juegos de azar operados por internet.

Otros sectores

Los demás sectores de la economía colombiana han mostrado un comportamiento heterogéneo en los últimos trimestres, desde cifras

negativas en información y comunicaciones a crecimientos estables en actividades inmobiliarias.

El valor agregado de información y comunicaciones ha caído un 0,9% en lo corrido del año hasta el tercer trimestre. Tras el dinamismo observado en el sector después de la pandemia, impulsado por la mayor competencia en servicios de internet y telefonía móvil, este sector se desaceleró notablemente, alcanzando su punto más bajo en el primer trimestre de 2024 (-1,8%). Aunque ha mostrado señales de recuperación desde esa fuerte caída, esta tendencia no será suficiente para que el desempeño anual sea positivo en promedio. En detalle, esperamos que esta actividad registre una caída de 0,6% en 2024, principalmente como resultado de la disminución de las actividades relacionadas con la edición y producción de contenido audiovisual, aunque parcialmente contrarrestado por la demanda de servicios de telecomunicaciones. Para 2025, anticipamos que la recuperación iniciada en el segundo semestre de 2024 continuará, lo que llevará al sector a crecer un 3,6%, lo que implica un crecimiento inter-trimestral promedio de 0,8%. De este modo, el valor agregado de información y comunicaciones en 2025 sería un 28,7% mayor al registrado en 2019, ubicándose como el tercer sector con el mejor desempeño acumulado desde la pandemia, después de entretenimiento y actividades financieras.

Las actividades profesionales han crecido apenas 0,2% en los primeros tres trimestres de 2024, en línea con un bajo ritmo en la contratación de actividades de servicios administrativos y de apoyo (-0,9%), explicado principalmente por una menor demanda de alquiler de vehículos y de maquinaria para construcción e hidrocarburos. Se espera una recuperación en los próximos trimestres a medida que la economía colombiana se acelera. En el cuarto trimestre de 2024, se anticipa un crecimiento del 1,1% en el valor agregado de los servicios profesionales, lo que llevaría al sector a registrar un crecimiento total de 0,5% durante el año. Esta tendencia se consolidaría en 2025, año en el que se proyecta un crecimiento de 3,1% para el sector.

Tras la pandemia, las actividades inmobiliarias han mantenido un comportamiento relativamente estable, con crecimientos trimestrales

promedio de 0,5% y variaciones anuales cercanas al 2%. En lo que va de 2024, el sector ha crecido un 1,9%, y se espera que continúe con este ritmo en lo que resta del año. Para 2025, se prevé que el sector mantenga la tendencia inter-trimestral observada en los últimos períodos (0,5%), lo que llevaría a un crecimiento de 2,1% en el año.

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL VALOR AGREGADO POR SECTOR

Gráfico 18
AGROPECUARIO

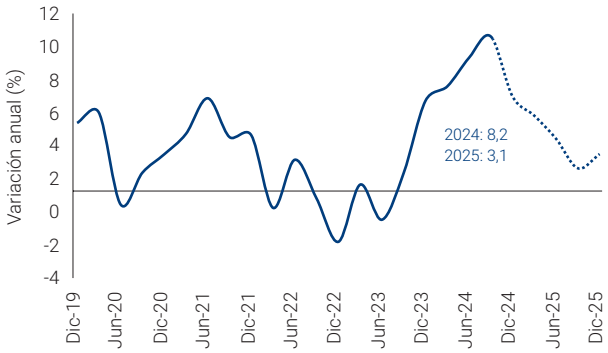


Gráfico 19
MINAS Y CANTERAS

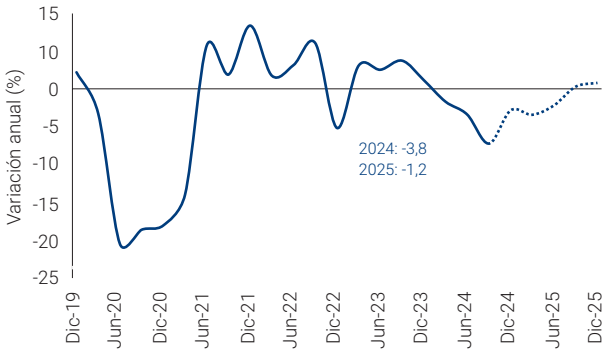


Gráfico 20
INDUSTRIA

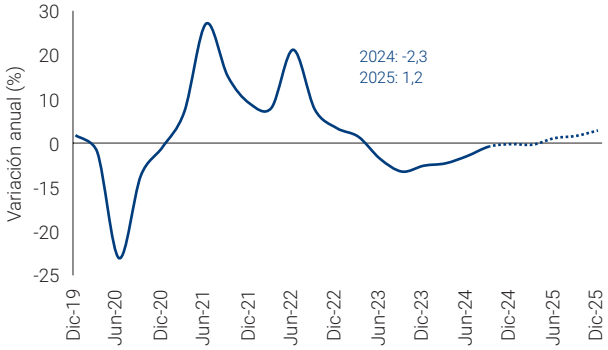


Gráfico 21
CONSTRUCCIÓN

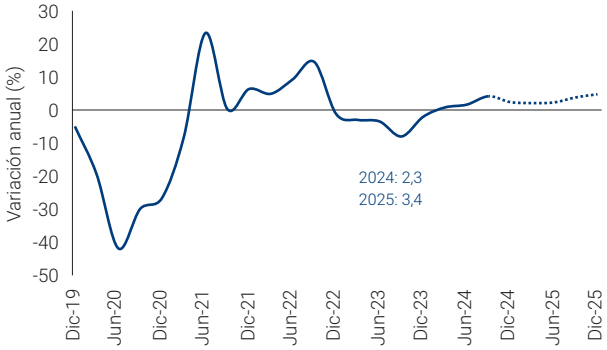
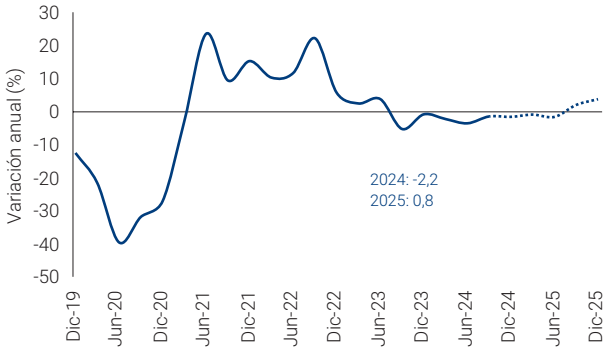
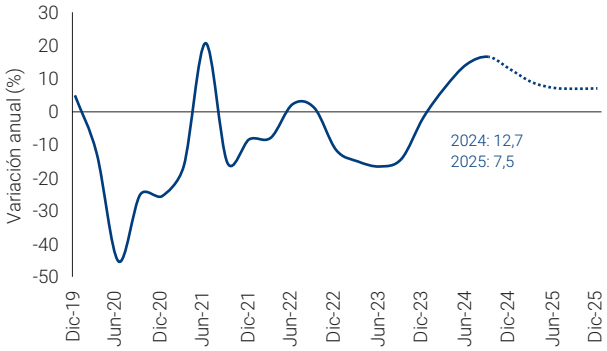


Gráfico 22
EDIFICACIONES



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Gráfico 23
OBRAS CIVILES



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL VALOR AGREGADO POR SECTOR

Gráfico 24
ENERGÍA, GAS Y AGUA

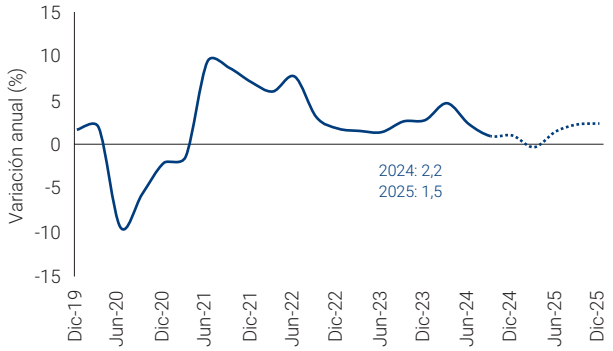


Gráfico 25
RAMA DE COMERCIO Y ALOJAMIENTO Y RESTAURANTES

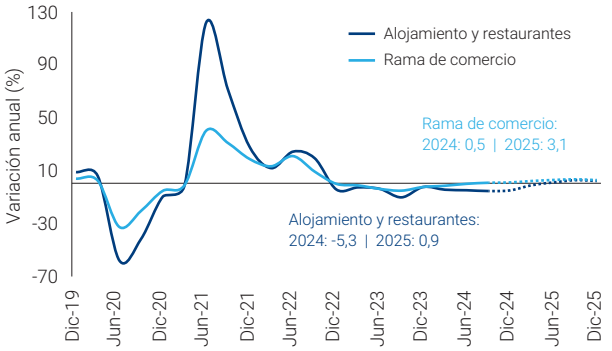


Gráfico 26
ACTIVIDADES FINANCIERAS

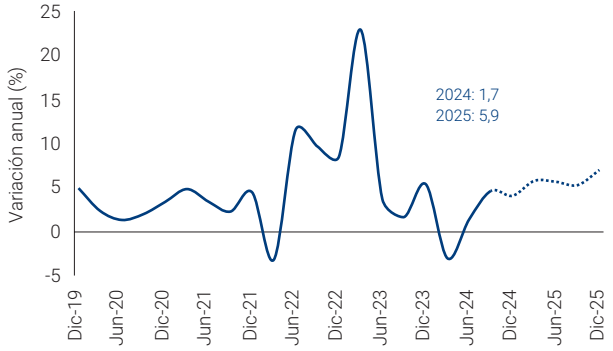


Gráfico 27
RAMA DE ENTRETENIMIENTO

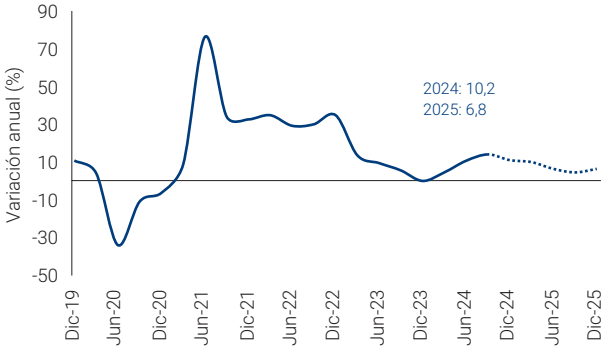
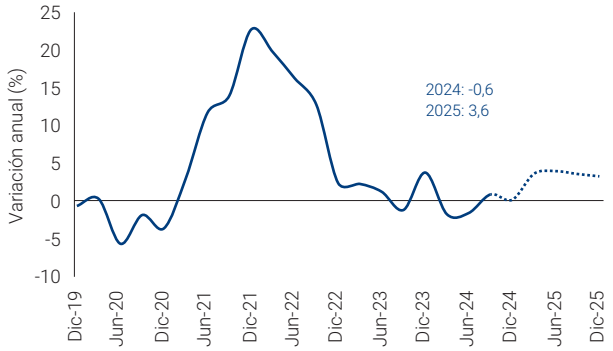
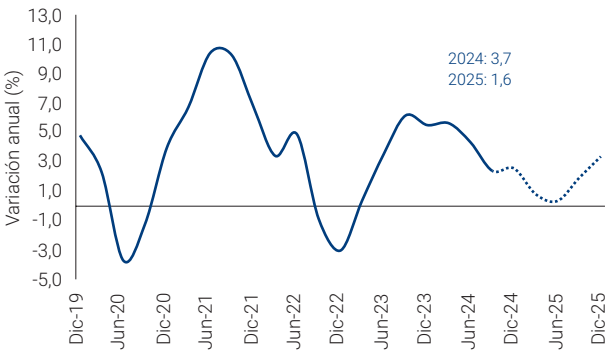


Gráfico 28
INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Gráfico 29
ADMINISTRACIÓN PÚBLICA



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Recuadro III.1. Impactos macroeconómicos del potencial desbalance en los mercados de gas y energía eléctrica en el país

Fabián Osorio Quintero
Andrés Felipe Gallego

A lo largo de 2024 se han encendido las alarmas sobre potenciales escenarios de importación de gas natural para cubrir la demanda no térmica y de racionamiento de energía eléctrica en Colombia para los próximos años. La creciente demanda interna por estos recursos podría superar la oferta local, generando tensiones en el suministro energético del país.

En el caso del gas, las reservas probadas han caído sustancialmente en los últimos doce años, sin claros horizontes para la reversión de esta tendencia. Por su parte, aunque el riesgo es menor en el sector eléctrico, factores como los retrasos en los proyectos de infraestructura energética y la alta dependencia del sistema a condiciones hidrológicas no permiten afirmar con seguridad que la futura demanda de electricidad del país está completamente cubierta. El objetivo de este recuadro es describir estos escenarios de desbalance en el mercado de gas y de desabastecimiento en la energía eléctrica, estimando impactos macroeconómicos de su potencial materialización.

Por un lado, los desbalances generados por la continua caída de la producción local y el aumento de la demanda de gas llevarían a importar este hidrocarburo para consumo de hogares, comercios e industrias. Por cada 10% de participación del gas importado sobre el suministro total (excluyendo el sector termoeléctrico), las tarifas del servicio de gas aumentarían en un 4,2% con un efecto de 0,04 pps en la inflación. De esta manera, bajo un escenario de demanda media, las tarifas de gas aumentarían en 0,7%, 4,7% y 11,8% en 2026, 2027, 2028, respectivamente, ante la creciente necesidad de importar gas para consumo esencial.

Por otro lado, un escenario de racionamiento reduciría el PIB nacional. De hecho, bajo el racionamiento de 1992, el crecimiento del PIB fue menor en 1,0 pps respecto al crecimiento sin cortes de energía, con un costo estimado de 5.200 millones de pesos de 2024 por cada hora de racionamiento, afectando principalmente a los sectores de industria, servicios públicos, minería, entretenimiento y telecomunicaciones. No obstante, aún con un escenario de alta demanda y oferta crítica, la probabilidad de un racionamiento severo como el de 1992 es baja. En este caso, con el fin de minimizar el impacto sobre la actividad productiva, un eventual racionamiento sería de hasta 3 horas en la madrugada durante los meses más críticos, lo que tendría un impacto económico anual de entre 0,1 y 0,2 pps del PIB.

Desbalance en el mercado de gas

El escenario retador que enfrentaría el mercado de gas ha sido advertido desde hace varios años por los expertos en energía. La insuficiente inversión en exploración y producción de gas es uno de los factores que ha

llevado a que las reservas probadas de este hidrocarburo en el país hayan disminuido constantemente desde 2011, pasando de un factor de reservas/producción de 13,9 años en 2011 a 6,1 años en 2023. Además, la negativa del Gobierno de no firmar nuevos contratos de exploración de hidrocarburos ha limitado la capacidad de aumentar el nivel de nuevos descubrimientos de gas en el país.

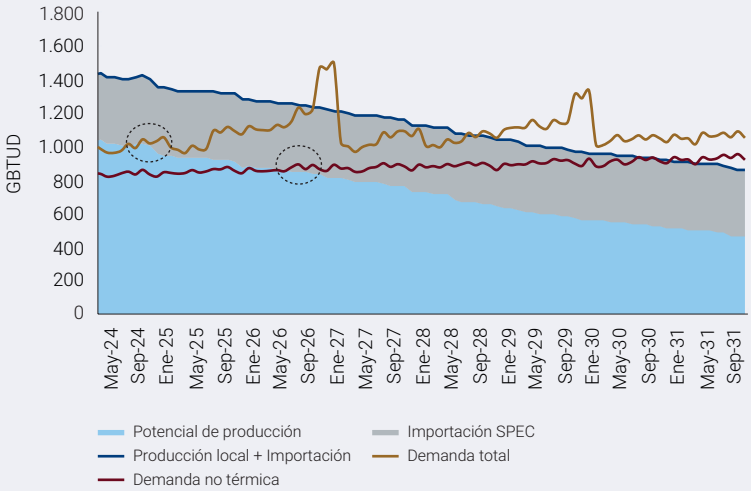
En línea con lo anterior, en septiembre de 2024 la producción comercializada de gas completó 11 meses consecutivos con caídas anuales, disminuyendo en promedio 7,5% anual cada mes. Hacia delante, el Ministerio de Minas y Energía proyecta que el potencial de producción de gas natural en el país se reducirá a una tasa promedio anual del 10% hasta 2029. Al mismo tiempo, la Unidad de Planeación Minero-Energética (UPME) estima que la demanda total de gas en Colombia aumentará en promedio un 2,4% anual durante el mismo período.

Ante la caída en la extracción local de gas, según proyecciones del Ministerio de Minas y la UPME, a partir de noviembre de 2024 la demanda local por este hidrocarburo superaría la producción en el país, aunque solamente afectaría la demanda de las generadoras térmicas de energía eléctrica. Sin embargo, el país cuenta con la Sociedad Portuaria El Cayao (SPEC) desde 2016, una planta regasificadora ubicada en el Caribe colombiano, que permite la importación de gas. Esta planta tiene una capacidad de regasificación de 450 millones de pies cúbicos diarios, lo que equivale aproximadamente al 30% de la producción nacional en 2024. Desde hace varios años, Colombia ha importado gas a través de SPEC, aunque este mecanismo se ha utilizado exclusivamente para respaldar la generación de energía térmica, permitiéndole al sector eléctrico responder de manera satisfactoria en periodos de estrés climático, como el reciente fenómeno de El Niño.

Gracias al respaldo de SPEC, a pesar de la disminución en la producción, la importación podría cubrir la demanda térmica de gas (en el escenario medio de la UPME) hasta julio de 2026 (Gráfico 1). A partir de ese mes, la producción local sería insuficiente para satisfacer la demanda no térmica, es decir, la correspondiente a hogares, industria y comercio, según las cifras de la UPME.

La menor capacidad de abastecimiento de gas podría tener importantes efectos sobre la economía colombiana. La reducción en la disponibilidad de gas podría

Gráfico 1
BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA DE GAS NATURAL EN COLOMBIA



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Unidad de Planeación Minero Energética, (UPME) y Ministerio de Minas y Energía.

generar racionamientos en su suministro. Aunque los hogares y la generación térmica de energía eléctrica serían los últimos en verse afectados, el sector industrial podría ser más vulnerable a estas restricciones. Un claro ejemplo de ello fue la Resolución 40444 de 2024 del Ministerio de Minas, que estableció un orden de prioridad para el suministro de gas durante el mantenimiento de la planta SPEC, priorizando los sectores mencionados anteriormente.

Dado que a partir de agosto de 2026 la demanda no térmica superaría la producción local, las importaciones de gas serían necesarias para garantizar el suministro a los hogares, comercios e industrias, pero aún no se cuenta con la regulación que habilite la comercialización de gas importado. Aunque las importaciones de gas desde Cartagena a través del SPEC se han utilizado exclusivamente para la generación de energía, este mecanismo sería el más factible para abastecer de gas a los hogares. Para ello, además de la habilitación de la comercialización del gas importado, es necesaria la entrada en operación de la bidireccionalidad del gasoducto Barranquilla-Ballena.

No obstante, según la UPME, el gas importado desde Cartagena tiene un costo entre un 65% y un 132% más alto que el gas extraído en el país. En este contexto, las facturas de los hogares podrían experimentar un aumento en el componente de generación[1] (en el caso donde se utilice gas importado para el suministro residencial). Un incremento de 99%[2] en el costo de este componente generaría un aumento en las facturas de gas de 0,7% en 2026, 4,7% en 2027 y 11,8% en 2028, correspondientes a un desbalance entre la demanda no térmica y el potencial de producción de 1,7%, 11,1% y 28,3%, respectivamente. Así, el impacto sobre la inflación total sería de 0,01 pps en 2026, 0,05 pps en 2027 y 0,12 pps en 2028. En general, por cada 10% de participación del gas importado sobre el suministro total (excluyendo el sector termoeléctrico), las tarifas aumentarían en 4,2%, con un efecto inflacionario de 0,04 pps.

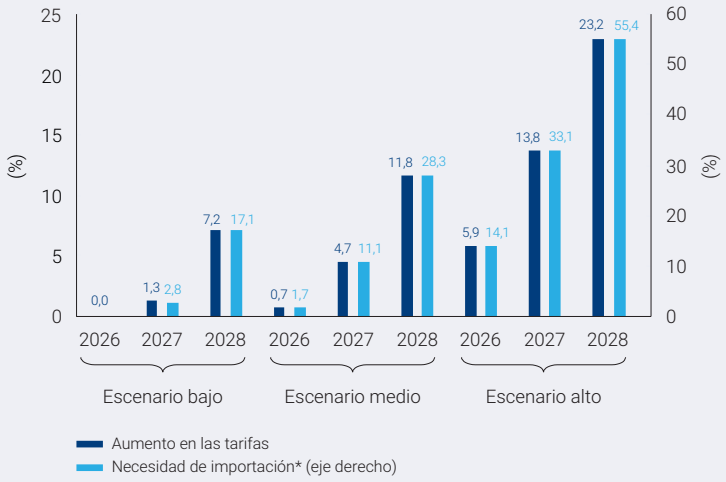
En adición, al tomar los escenarios bajo y alto de demanda no térmica elaborados por la UPME, se encontró que el desbalance generaría necesidades de importación del 0%, 2,8% y 17,1% de la demanda en 2026, 2027 y 2028 en el escenario bajo, respectivamente; y de 14,1%, 33,1% y 55,4% en 2026, 2027 y 2028 en el escenario alto, respectivamente. Las tarifas experimentarían un incremento de 0%, 1,3% y 7,2% en 2026, 2027 y 2028 en el escenario bajo, respectivamente; y de 5,9%, 13,8% y 23,2% en 2026, 2027 y 2028 en el escenario alto, respectivamente (Gráfico 2). Así, el impacto sobre la inflación total en el escenario bajo sería de 0 pps en 2026, 0,01 pps en 2027 y de 0,07 pps en 2028, mientras en el escenario alto serían de 0,06 pps en 2026, 0,14 pps en

[1] *Las facturas de gas se componen, en promedio, de un 42% de la generación (costo de la producción de gas), un 25% de transporte (costo de transportar el gas desde el punto de producción hasta las redes de distribución) y el resto de distribución y comercialización (costos de distribución a hogares y costos administrativos).*

[2] *Para este ejercicio se tomó un aumento en el componente de generación de 99%, resultado de promediar el mayor costo (65% y 132%) del gas importado.*

2027 y de 0,24 pps en 2028. Estos cálculos no incluyen las presiones que se podrían presentar en los otros componentes que afectan el precio del servicio, por lo que el impacto final sobre los consumidores podría ser aún mayor.

Gráfico 2
AUMENTO PROMEDIO EN LA FACTURA DE GAS SEGÚN NECESIDAD DE IMPORTACIÓN



* Con respecto a la demanda no térmica.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE, UPME, Vanti, EPM, Gases del Caribe y Gases del Occidente.

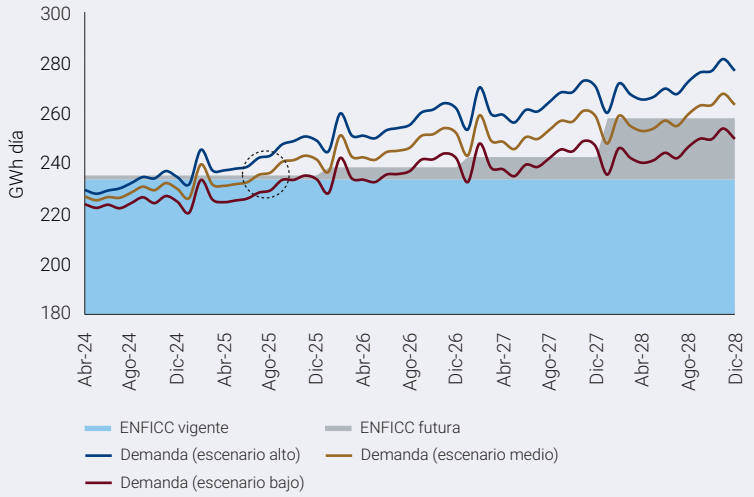
Crecientes presiones en la generación eléctrica

En el sector eléctrico, los retrasos en proyectos de infraestructura, especialmente aquellos relacionados con la generación y transmisión de Fuentes No Convencionales de Energías Renovables (FNCER), junto con la alta dependencia de fuentes hidroeléctricas vulnerables a fenómenos climáticos extremos, como El Niño, generan riesgos de cara a la confiabilidad en el suministro de energía. Además, la última subasta de obligación de energía en firme, diseñada para garantizar la oferta futura de electricidad, asignó el 99% a las FNCER, dejando un margen mínimo para la generación térmica y limitando la capacidad del sistema eléctrico de responder con fuentes no dependientes de las condiciones climáticas.

La UPME proyecta que la demanda local de electricidad aumentará en promedio un 3,1% en el escenario medio. A diferencia del gas de producción nacional, no se anticipa una disminución en la oferta de energía, sino que la Energía Firme para el Cargo por Confiabilidad (ENFICC) será insuficiente en los próximos años. La ENFICC representa la cantidad de energía que el sistema puede garantizar de forma continua, incluso en condiciones críticas, como periodos de baja hidrología. Según cifras de XM y la UPME, la demanda de electricidad en el país superará la ENFICC a partir de julio de 2025 (Gráfico 3). Si bien esta situación no implica necesariamente un desabastecimiento, refleja que la capacidad de generación no sería suficiente para cubrir la demanda en un escenario climático complejo, como el que se ha experimentado en 2024 debido al fenómeno de El Niño.

Los efectos económicos de un desbalance en la oferta de energía eléctrica serían significativos para el crecimiento económico. A diferencia del gas, la capacidad de importación de electricidad es muy limitada, lo que reduce el margen para aumentar la oferta local a corto plazo. En este contexto, si la demanda supera la capacidad de generación de energía eléctrica, el país enfrentaría apagones programados y restricciones en el suministro de electricidad en varios sectores.

Gráfico 3
BALANCE DE OFERTA EN FIRME Y DEMANDA DE ENERGÍA ELÉCTRICA EN COLOMBIA



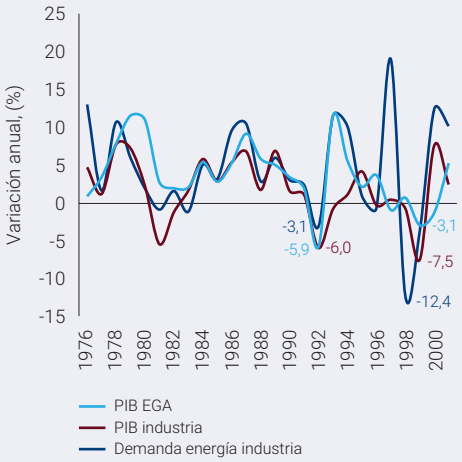
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Unidad de Planeación Minero Energética, (UPME) y XM.

Para cuantificar el efecto del racionamiento de 1992 como un indicador del costo de enfrentar un escenario similar en los próximos años, se tomó la matriz de oferta-utilización de los años 1991 y 1992. En ella, se identificó el cambio en el consumo intermedio de las 60 subramas de la economía, específicamente en los sectores de energía y gas.

De estas subramas, 51 presentaron caídas en el consumo intermedio de energía y gas en 1992. Al separar las subramas más dependientes del uso de energía eléctrica para su producción (participación de la energía mayor al 5% de sus insumos) (22 subramas)[4] y aquellas menos dependientes del uso de energía (participación de la energía menor o igual al 5% de sus insumos)

Desde el apagón de 1992[3], Colombia no ha experimentado racionamientos programados de energía eléctrica, siendo el país con el menor número de racionamientos o grandes apagones en América Latina desde dicho año. En el Gráfico 4 se muestra que, en ese año, la demanda de energía del sector industrial se redujo en un 3,1%. En paralelo al menor uso de energía, el valor agregado de la industria disminuyó un 6% y el PIB del sector de suministro de energía, gas y agua (EGA) cayó un 5,9%.

Gráfico 4
EVOLUCIÓN DE LA DEMANDA DE ENERGÍA, PIB DE INDUSTRIA Y PIB DE EGA ENTRE 1976 Y 2001



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DNP y DANE.

[3] *El racionamiento de 1992 se dio entre el 2 de marzo de 1992 al 7 de febrero de 1993. Fue inicialmente pensado para horas de la tarde, pero se extendió a más horas del día, especialmente en la noche. Para mitad de año, los cortes alcanzaron hasta 9 horas en Bogotá, 10 en la Costa Caribe y 18 en San Andrés.*

[4] *De las 22 ramas, el 52% pertenecían al sector industrial, 9% al sector de servicios públicos, 9% a minería y las demás ramas pertenecían a sectores como educación, entretenimiento, actividades inmobiliarias, actividades profesionales, salud, telecomunicaciones y turismo.*

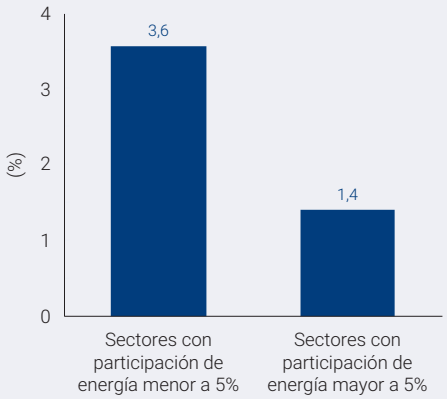
(38 subramas), se observa que el crecimiento promedio del valor agregado en los sectores del primer grupo fue del 1,4% en 1992, mientras que el crecimiento promedio en el segundo grupo fue del 3,6% (Gráfico 5). Esta diferencia resultó en un crecimiento del valor agregado total 1,0 pps por debajo del crecimiento en ausencia de racionamiento[5].

Este impacto económico sería equivalente a un costo de 5.200 millones de pesos por hora a precios de 2024. Para estimar este costo se tomó: i) el número de días donde el país tuvo cortes de energía eléctrica (desde el 2 de marzo de 1992 al 7 de febrero de 1993); ii) el número de horas al día con cortes de energía, tomando el caso de Bogotá, que llegaban a ser de 9 horas (especialmente en la tarde y noche) y iii) el PIB acumulado de 3T2023 a 2T2024. Cabe resaltar que este costo representa una cota inferior de lo que podría representar un racionamiento similar en los próximos años dado el mayor uso y dependencia de la energía eléctrica en la actividad productiva.

No obstante, la necesidad de un racionamiento de la magnitud que se dio en 1992 sería baja, incluso bajo un escenario de generación de energía eléctrica limitada por factores como fenómenos climáticos (baja hidrología), problemas técnicos u operativos en las instalaciones y/o gestión inadecuada y deficiente planeación de los recursos hídricos.

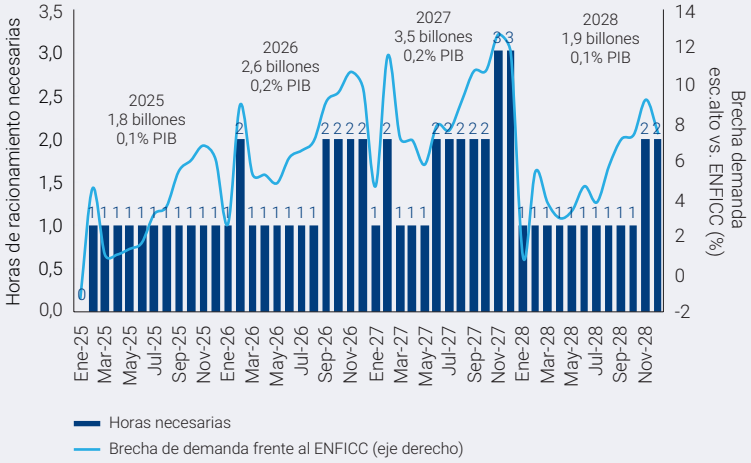
De hecho, asumiendo que la máxima capacidad de generación de energía

Gráfico 5
PROMEDIO DEL CRECIMIENTO DEL PIB SECTORIAL EN 1992 SEGÚN RELEVANCIA DE LA ENERGÍA EN LOS INSUMOS



Elaboración Corficolombiana.
Fuente: DNP y DANE.

Gráfico 6
HORAS DE RACIONAMIENTO AL DÍA NECESARIAS PARA REDUCIR LA DEMANDA DE ENERGÍA A LOS NIVELES DEL ENFICC



Nota: los racionamientos de una hora serían de 3 am a 4 am; los racionamientos de dos horas serían de 3 am a 5 am; los racionamientos de tres horas serían de 2 am a 5 am.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: XM y UPME.

[5] *El valor agregado total en 1992 aumentó 3,1%. Si los sectores más dependientes del uso de energía eléctrica hubieran crecido 3,6%, el valor agregado total habría aumentado en 4,1%.*

eléctrica sea la ENFICC, junto con el escenario de alta demanda de energía de la UPME, estimamos que los racionamientos necesarios para reducir la demanda de energía a los niveles del ENFICC serían de máximo 3 horas en su momento más crítico (finales de 2027). Teniendo en cuenta que el horario con el menor consumo de energía se da entre las 2 am y 5 am, el corte programado de energía se daría en esta franja con el fin de minimizar el efecto sobre la actividad productiva. Así pues, tomando como referencia el costo del apagón de 1992, calculamos que el impacto económico de esta medida estaría entre 0,1 pps y 0,2 pps del PIB (Gráfico 6).

Conclusión

Escenarios de desbalances en los mercados de gas y energía eléctrica podrían tener importantes efectos negativos sobre la economía colombiana y el bienestar de los hogares. En particular, se estima que cada 10% de gas importado para consumo de hogares eleva las tarifas en un 4,2%, con un efecto de 0,04 pps a la inflación total. Bajo un escenario de demanda media, las tarifas de gas aumentarían en 0,7%, 4,7% y 11,8% en 2026, 2027, 2028, respectivamente, ante la creciente necesidad de importar gas para consumo esencial. Por otro lado, el racionamiento de 1992 tuvo un impacto negativo del PIB de 1,0 pps, con un costo de 5.200 millones por hora de corte (a precios de 2024) impactando a la industria, servicios y minería. En caso de que se presente un escenario de alta demanda y oferta limitada, un eventual racionamiento sería de hasta 3 horas en la madrugada durante los meses más críticos, lo que tendría un impacto económico de entre 0,1 y 0,2 pps del PIB cada año, un escenario menos severo que el registrado en 1992.

Ante este panorama, es crucial tomar medidas urgentes para garantizar el suministro energético en el mediano y largo plazo. Entre las acciones necesarias se incluyen la reactivación de nuevos contratos de exploración de gas, la agilización de trámites, licencias y consultas previas, especialmente en proyectos de transmisión, la habilitación de la comercialización del gas importado para atender la demanda esencial, así como la ampliación de la capacidad térmica como respaldo para el sistema energético del país. Además, se debe priorizar la entrada en operación del proyecto Sirius (anteriormente conocido como Uchuva), que se estima comenzará a producir gas en 2029, lo cual sería fundamental para fortalecer la oferta de gas en los próximos años.

Recuadro III.2. En riesgo la semilla del crecimiento: un enfoque sectorial

Fabián Osorio Quintero
Nicolás Cruz

La evolución de la actividad económica tras la pandemia ha estado jalonada por un fortalecimiento del consumo privado, mientras que la inversión fija, que representa los activos fijos necesarios para aumentar la capacidad de productiva, ha experimentado un retroceso importante. En particular, excluyendo la pandemia, en 2023 la inversión fija registró su mayor contracción en las últimas dos décadas. Actualmente, este componente del PIB, desde la perspectiva de la demanda, se encuentra un 3,8% por debajo de los niveles observados en el cuarto trimestre de 2019, siendo el único que aún no recupera los valores prepandemia. Este escenario plantea dudas sobre el crecimiento económico de mediano plazo. Según nuestras estimaciones, de persistir esta tendencia en la inversión fija, el crecimiento potencial de la economía podría disminuir del 3% al 2,5%.

El objetivo de este recuadro es caracterizar la inversión fija desde un punto de vista sectorial, mostrando su evolución e identificando posibles medidas que podrían impulsar una reactivación económica, lo cual garantizaría un crecimiento económico sostenido en el mediano plazo. Al respecto se encuentra que la inversión fija está compuesta principalmente por bienes de la industria manufacturera y la construcción, sectores que, en conjunto, también han mostrado un retroceso reciente y se encuentran rezagados frente a prepandemia. Por lo tanto, la recuperación de la inversión fija, clave para un mayor crecimiento de mediano plazo, requiere necesariamente de medidas que favorezcan la reactivación de estos dos sectores, reconocidos por sus elevados multiplicadores económicos y de empleo.

La reactivación de la industria manufacturera y la construcción requiere una estrategia integral que combine una mayor inversión pública con estímulos al sector privado. Además, esta estrategia debe desarrollarse en un escenario de sostenibilidad macroeconómica, caracterizado por bajas tasas de interés, menor inflación y mayor confianza en el país hacia el largo plazo. Solo de esta manera es posible garantizar una tasa de inversión fija capaz de sostener un crecimiento económico superior al 3%.

El retroceso de la inversión fija

En 2023, la inversión fija[1] registró su peor desempeño de las últimas dos décadas, excluyendo la pandemia. Tras haber crecido a tasas de dos dígitos en 2021 y 2022, impulsada principalmente por variaciones superiores

[1] *Este componente se distribuye en cinco tipos de activos, destacándose por su mayor participación (en 2023) la maquinaria y equipo (46%), otros edificios y estructuras (27%) y la vivienda (21%).*

al 20% anual en el componente de maquinaria y equipo, la inversión fija sufrió una caída del 9,5% en 2023. Más aún, en el cuarto trimestre de 2023, la inversión fija presentó su mayor contracción en 18 años (-14,9%), excluyendo el periodo de la pandemia. Este bajo desempeño reflejó una situación compleja en la toma de decisiones del sector privado, que representa el 88% de la inversión fija total. La combinación de mayores costos de financiamiento, aumento de la carga tributaria y una creciente incertidumbre sobre el futuro político y económico del país generó un deterioro de la confianza empresarial. Como resultado, la inversión fija privada se contrajo un 14%, en contraste con una expansión del 5% en la inversión pública[2].

La caída de la inversión fija en 2023 fue principalmente explicada por el componente de maquinaria y equipo, que registró una contracción del 17,6%. Este retroceso se debió a las condiciones financieras restrictivas que encarecieron el financiamiento para las empresas, desincentivando así la adquisición de bienes de capital. Además, la incertidumbre económica y política generó desconfianza entre los inversionistas, dificultando la planificación a largo plazo necesaria para este tipo de inversiones. Por otro lado, la inversión destinada a otros edificios y estructuras presentó una contracción anual de 4,8% en 2023, atribuida a la desaceleración en la ejecución de los proyectos de infraestructura 4G, el bajo ritmo de avance de la obra pública y los altos costos que enfrenta el sector. Finalmente, la inversión en vivienda se contrajo un 1,2% anual, en línea con la caída en las ventas de viviendas y los altos costos en el sector de la construcción, a lo que se sumaron los cambios en los programas y políticas de vivienda, que generaron incertidumbre y frenaron la actividad en el sector.

Aunque en lo corrido de 2024 la inversión fija ha mostrado señales de recuperación, aún se mantiene rezagada frente a los niveles prepandemia. Al cierre del tercer trimestre de 2024, la inversión fija creció un modesto 0,5%, impulsada por un aumento del 8,5% en obras civiles, avance que fue parcialmente contrarrestado por una caída del 4,7% en vivienda. Solo en el tercer trimestre, la inversión fija creció un 4,1%, impulsada por el crecimiento del 10% en obras civiles, consolidando así la tendencia de recuperación. No obstante, sus niveles aún se mantienen un 3,8% por debajo de los registrados en el cuarto trimestre de 2019, con un rezago del 28,6% en obras civiles.

Caracterización sectorial de la inversión

La inversión fija está compuesta principalmente de bienes y servicios provenientes de los sectores de industria manufacturera y la construcción. A través de las matrices de oferta-utilización del DANE[3], es posible identificar la correspondencia entre la producción de cada sector y su contribución a la inversión. El gráfico 1 muestra

[2] *Estimaciones a partir de las Cuentas Nacionales Trimestrales por Sector Institucional del DANE.*

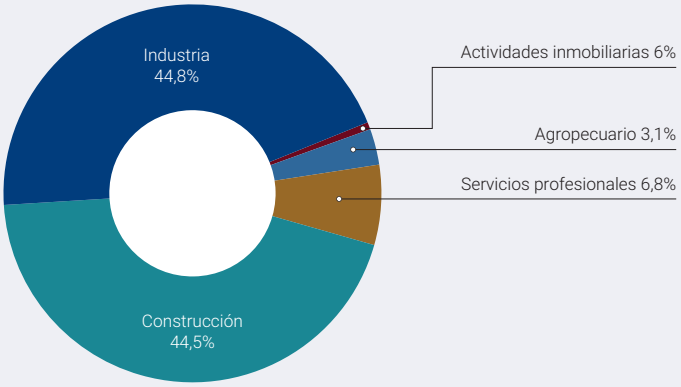
[3] *Los datos corresponden a la matriz de Oferta- Utilización del DANE para el año 2022.*

que la industria manufacturera y la construcción representan concentran el 89% de los bienes y servicios relacionados con la inversión fija. Por otro lado, con una participación menor, se encuentran sectores como los servicios profesionales, el agropecuario y las actividades inmobiliarias. En detalle, la industria manufacturera se encuentra asociada, principalmente, con el componente de maquinaria y equipo, mientras que la construcción está relacionada con vivienda y otros edificios y estructuras.

El bajo desempeño de la inversión desde 2022 ha estado alineado con la evolución de la industria manufacturera y la construcción (Gráfico 2). En efecto, al analizar la evolución de la economía colombiana por sectores, se encuentra que, aunque en 2023 la desaceleración impactó a todas las actividades de la economía, la industria manufacturera (-3,6% anual) y la construcción (-4,1% anual) estuvieron entre los sectores más golpeados, registrando importantes contracciones en sus niveles de valor agregado (Tabla 1). Por su parte, en lo corrido del 2024 la industria y la construcción han crecido, en conjunto, 0,6%, en línea con la leve recuperación de la inversión fija. Esto resulta especialmente relevante dado que ambos sectores representan cerca del 16% del PIB nacional y generan aproximadamente 4,0 millones de empleos, lo que equivale al 17,4% del empleo total en el país.

Factores como los altos costos de insumos, la política monetaria contractiva y la incertidumbre política han afectado la evolución de la construcción y la industria manufacturera. En primer lugar, el bajo crecimiento reciente del sector construcción se ha asociado con los elevados costos de los materiales, las altas tasas de interés, las modificaciones en los criterios de focalización del programa

Gráfico 1
PARTICIPACIÓN SECTORIAL EN LA PRODUCCIÓN DE BIENES DE CAPITAL FIJO

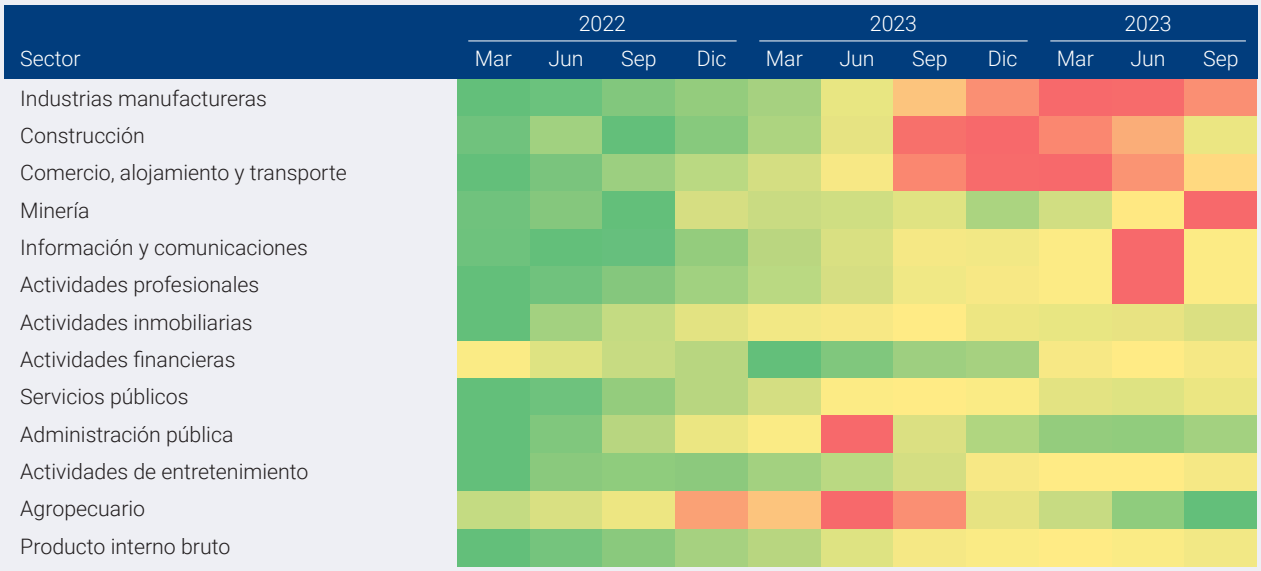


Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Gráfico 2
INVERSIÓN FIJA Y VALOR AGREGADO DE LA INDUSTRIA Y LA CONSTRUCCIÓN *(Cuarto trimestre de 2019 = 100)*

Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Tabla 1
EVOLUCIÓN DEL PIB SECTORIAL
(Promedio móvil 4 trimestres, variación a/a)



Nota: La intensidad del color refleja la distancia del crecimiento anual observado por el sector frente a su promedio histórico. Mayor intensidad del color verde implica una mayor diferencia positiva.
Elaboración Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Mi Casa YA, la desaceleración en los cronogramas de ejecución de los proyectos 4G y el retraso en el inicio del cronograma de las 5G. En segundo lugar, la actividad industrial ha enfrentado un deterioro significativo, reflejado en la disminución de la utilización de la capacidad instalada, una caída en los volúmenes de pedidos, un aumento en el nivel de inventarios y un deterioro en el clima de los negocios. Esto ha sido explicado por el alza en los costos de insumos, las altas tasas de financiamiento y un ambiente de incertidumbre nacional, producto de la discusión de diversas reformas en el ámbito legislativo[4].

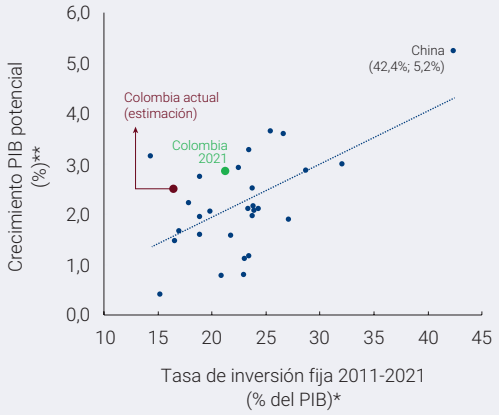
La importancia de reactivar la industria y la construcción

Reactivar la inversión, especialmente a través del fortalecimiento de la construcción y la industria manufacturera, garantizaría un crecimiento económico sostenido a mediano plazo. Si bien la actividad económica ha

[4] *Según la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta (EOIC) de la ANDI de diciembre de 2023, los principales obstáculos que enfrentaron los industriales en el desarrollo de su actividad fueron en su orden: la falta de demanda; costo y suministro de materias primas; volatilidad de tasa de cambio; infraestructura y costos logísticos; incertidumbre por las reformas; costos financieros; inflación; estrategias agresivas de precios y comercialización; rentabilidad; incertidumbre económica; problemas asociados con la mano de obra e inseguridad.*

mostrado una reciente aceleración (del 0,6% en 2023 al 1,6% en lo corrido de 2024), la inversión fija sigue presentando un comportamiento débil (0,5% en lo corrido de 2024). Consolidar una recuperación sostenida de la inversión fija en cifras positivas es clave, ya que constituye un pilar del crecimiento económico sostenido a mediano plazo. Si los bajos niveles de inversión persisten, el crecimiento potencial del país podría disminuir del 3,0% al 2,5%, según nuestras estimaciones (Gráfica 3). Esto comprometería la sostenibilidad macroeconómica y fiscal, además de la capacidad de generar empleo y reducir la pobreza de manera sostenible.

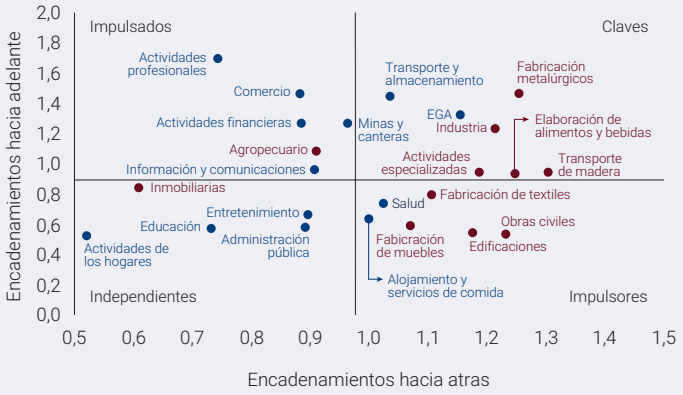
Gráfico 3
RELACIÓN PIB POTENCIAL E INVERSIÓN
(Países emergentes)



* Tasa de inversión fija promedio para el periodo 2011-2021.
** Cálculos del Banco Mundial para 2021.
Nota: Un crecimiento de 3,5% permite duplicar el ingreso per cápita en 27 años mientras que bajo un crecimiento de 2,5% se necesitarían 46 años.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Banco Mundial y FMI.

La evolución favorable de la industria manufacturera y la construcción no solo impulsaría la inversión fija, sino que también dinamizaría otras actividades económicas. Según el Índice Rasmussen-Hirschman[5], que clasifica los sectores económicos según su capacidad para dinamizar la actividad productiva, la industria manufacturera es un sector clave, mientras que la construcción de edificaciones y obras civiles son impulsores (Gráfico 4). Esto significa que, al producir bienes o servicios, estos sectores requieren insumos, materias primas o servicios de otras actividades económicas, lo que genera un mayor crecimiento en sus proveedores. En el caso de la industria manufacturera, por su rol clave, también presenta fuertes encadenamientos hacia adelante, lo que implica que un mejor desempeño de la economía en general tiene un impacto positivo en su evolución.

Gráfico 4
ÍNDICE RASMUSSEN - HIRSCHMAN DE LA PRODUCCIÓN COLOMBIANA

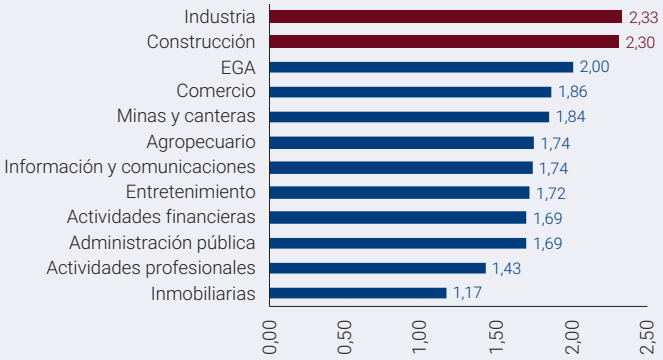


Elaboración Corficolombiana.
Fuente: DANE, a partir de la matriz Insumo-Producto del DANE del año 2019.

[5] *El índice de Rasmussen-Hirschman clasifica como sectores clave aquellos que presentan altos encadenamientos hacia adelante y hacia atrás. Los sectores impulsores son los que tienen altos encadenamientos hacia atrás, mientras que los sectores impulsados son importantes proveedores para otras actividades, con altos encadenamientos hacia adelante. Por último, los sectores independientes se caracterizan por su escasa vinculación con el resto de la economía.*

Los efectos multiplicadores de la construcción y la industria manufacturera son los más altos en la economía colombiana. A través de la matriz insumo- producto del DANE, es posible calcular los efectos multiplicadores de las doce ramas de la economía. Como se observa en el gráfico 5, los multiplicadores de estos sectores son los más elevados, de modo que cada peso invertido en estas actividades genera 2,3 pesos adicionales en la producción total. En particular, el impulso a la construcción dinamiza 36 sectores productivos, principalmente dentro de la industria manufacturera, que representan el 59% del total. Además, cada incremento de un billón de pesos en la demanda de la construcción genera más de 60,000 empleos. Estos datos demuestran que fomentar la reactivación de la industria manufacturera y la construcción no solo contribuiría a la recuperación de la inversión fija, sino que también sería la mejor estrategia para reactivar la economía colombiana.

Gráfico 5
MULTIPLICADORES DE LA PRODUCCIÓN COLOMBIANA



Elaboración Corficolombiana
Fuente: DANE.

Reactivando la inversión a través de políticas sectoriales

La recuperación prevista de la inversión fija en 2024 y 2025 es insuficiente para consolidar un crecimiento sostenido a mediano plazo. En los próximos trimestres, la inversión fija se situaría en terreno positivo, creciendo 2,0% en 2024 y acelerándose hacia 2,9% en 2025, impulsada por un mayor dinamismo en otras edificaciones y estructuras, así como por la recuperación de la maquinaria y equipo (Ver Capítulo II. Actividad local en este informe). Sin embargo, a pesar de estos crecimientos, la tasa de inversión se mantendría en 17,2% del PIB, una cifra insuficiente para garantizar un crecimiento sostenido a mediano plazo. Recuperar la tasa de inversión fija de 2022 (20% del PIB) requerirá un crecimiento significativamente superior al del PIB en los próximos años, lo cual exige medidas contundentes e inmediatas para reactivar sectores estratégicos como la industria y la construcción.

La reactivación de las edificaciones requiere de decisiones firmes tanto del Gobierno nacional como de las regiones. Aunque la reducción de los costos de los insumos y la implementación del Pacto por el Crédito, que busca un crecimiento del 28% en los desembolsos para compra de vivienda en los próximos 18 meses, principalmente gracias a menores tasas de interés, han promovido la dinámica del sector, existen riesgos latentes que impiden garantizar que la reactivación esté asegurada (Ver capítulo 3: Análisis sectorial).

La reactivación del sector de obras civiles requiere una estrategia focalizada en aumentar la inversión pública y privada, agilizar los procesos de ejecución y garantizar la sostenibilidad de los proyectos. En primer lugar, es

fundamental desbloquear las obras públicas del Invías, del programa de concesiones 4G y de las administraciones locales que están paralizadas. Además, es crucial capitalizar los avances en la estructuración y licitación de los proyectos 5G, a la vez que se amplía el portafolio de asociaciones público-privadas (APP) mediante la continuidad del Plan Maestro de Transporte Intermodal (PMTI), que plantea una inversión cercana a los 240 billones de pesos en los próximos 30 años. Paralelamente, se debe priorizar la modernización de la infraestructura de transporte, energía y telecomunicaciones, alineando los proyectos con los objetivos de conectividad regional y competitividad económica. Esto debe ir acompañado de mecanismos de financiamiento innovadores, como la potenciación del mecanismo de obras por impuestos o por regalías, así como la búsqueda de otras fuentes en el mercado de capitales. Finalmente, es esencial fortalecer la institucionalidad ya establecida, que ha generado confianza entre los inversionistas nacionales e internacionales en las últimas décadas. Un entorno estable y predecible facilita la disposición de invertir en proyectos de infraestructura a largo plazo.

Por último, fomentar la industria requiere una articulación entre estímulos al sector privado y políticas que aumenten la competitividad del país. En primer lugar, es necesario revisar la estructura tributaria y excesiva carga regulatoria para disminuir las cargas que desincentivan la inversión y el empleo formal, al tiempo que se diversifican los mercados de exportación mediante tratados comerciales estratégicos. En segundo lugar, es importante reforzar la infraestructura vial, portuaria y tecnológica del país, lo que reduciría los costos logísticos. Además, es clave fomentar la adopción de tecnologías avanzadas y la digitalización, apoyando a las pequeñas y medianas empresas con líneas de crédito especializadas y subsidios para la innovación. Estas medidas, combinadas con una estabilidad macroeconómica caracterizada por bajos niveles de inflación y tasas de interés competitivas, permitirán revitalizar el sector y potenciar su papel como motor del crecimiento económico.

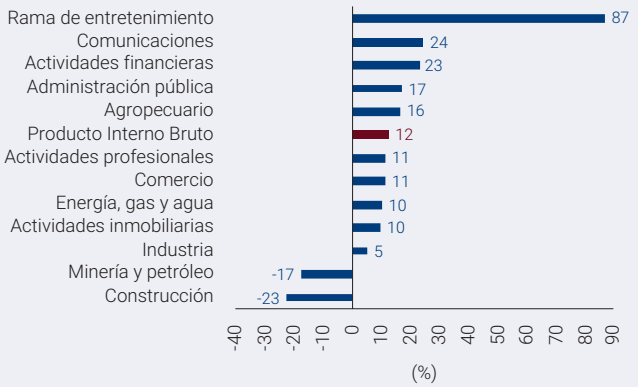
En conclusión, para recuperar la inversión fija en Colombia y garantizar un crecimiento económico sostenido, es esencial reactivar los sectores clave de la industria manufacturera y la construcción. Estos sectores no solo representan una parte significativa de la inversión fija, sino que también generan altos efectos multiplicadores, dinamizando otras actividades económicas y promoviendo la creación de empleo. La estrategia debe centrarse en la implementación de políticas públicas y privadas que fomenten la inversión en infraestructura y maquinaria, reduzcan los costos de financiamiento, y fortalezcan la confianza empresarial. Solo con un impulso a la industria y la construcción será posible aumentar la tasa de inversión, lo que permitirá mantener un crecimiento económico robusto y sostenible en el mediano plazo.

Recuadro III.3. El azar impulsa el entretenimiento y el crecimiento

Fabian Osorio Quintero
Dino Francisco Córdoba

Tras la pandemia, la rama de entretenimiento[1] ha crecido siete veces más rápido que el PIB, consolidándose como una de las principales fuentes de crecimiento de la economía colombiana (Gráfico 1). En efecto, el valor agregado de este sector en el tercer trimestre de 2024 es un 87% mayor al registrado en el cuarto trimestre de 2019, superando el 12% de crecimiento del PIB total en el mismo período. Como resultado, el sector ha alcanzado recientemente un peso comparable superior al de construcción, la minería y los servicios públicos. El objetivo principal de este recuadro es analizar la evolución del sector y explorar las razones detrás de este dinamismo.

Gráfico 1
CRECIMIENTO DEL VALOR AGREGADO 4T-2019 VS. 3T 2024



Cálculos Corficolombiana
Fuente: DANE.

Contrario a la percepción de que son los conciertos y actividades artísticas las que han generado este impulso, encontramos que la dinámica del sector ha sido impulsada principalmente por el auge en los juegos de azar, que ha crecido cerca de 53% anualmente, y cuya actividad, por sí sola, puede haber superado el tamaño de subsectores como las obras civiles y el carbón. Este crecimiento se ha visto favorecido principalmente por importantes avances en la regulación, que han permitido la entrada de grandes compañías al mercado y una mayor trazabilidad de la información. Aunque en menor medida, otras actividades del sector, como el entretenimiento en vivo y los eventos deportivos, también han mostrado un desempeño superior al promedio de la economía.

La evolución del sector también se refleja en las tendencias de consumo. Los hogares colombianos han incrementado el porcentaje de sus ingresos destinado a recreación y cultura, especialmente en juegos de azar. Este comportamiento sigue la tendencia internacional de mayor gasto en ocio, como la registrada en Estados Unidos.

---

[1] *El nombre completo del sector (la rama de entretenimiento) en las cuentas nacionales trimestrales del DANE es Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación y otras actividades de servicios; Actividades de los hogares individuales en calidad de empleadores; actividades no diferenciadas de los hogares individuales como productores de bienes y servicios para uso propio.*

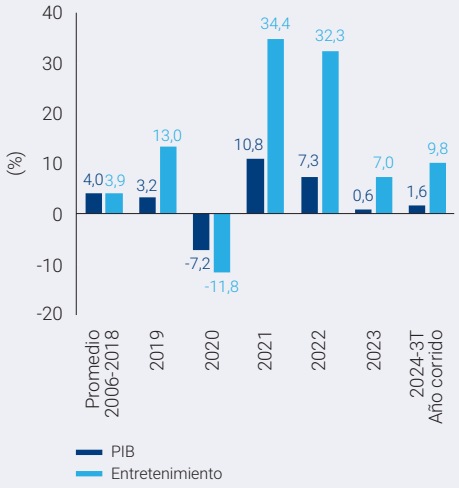
Consideramos que el país debe aprovechar las oportunidades que ofrece este auge, principalmente fomentando las inversiones en el sector y ampliando la información estadística disponible. Asimismo, la mejor manera de transformar el dinamismo del sector en un impulso sostenible para la economía en el mediano plazo es mediante el fortalecimiento del marco jurídico y un tratamiento tributario equitativo para los juegos de azar. Esto favorecería una mayor formalización, aumentaría la contribución a la consolidación fiscal y proporcionaría herramientas para mitigar las externalidades negativas asociadas al incremento del gasto en los juegos de azar.

Sector con altos crecimientos

En los últimos años, el sector de entretenimiento ha registrado tasas de crecimiento superiores a las de la economía colombiana en su conjunto (Gráfico 2). En efecto, el valor agregado de este sector en el tercer trimestre de 2024 es un 87% mayor al registrado en el cuarto trimestre de 2019, superando el 12% de crecimiento del PIB total en el mismo período y más de tres veces superior a la segunda actividad que más ha crecido. En 2019, el valor agregado de este sector aumentó un 13%, una cifra cuatro veces mayor que el crecimiento del PIB nacional. Tras la pandemia, el sector mostró una rápida recuperación (34,4% en 2021 y 32,2% en 2022), posicionándose como la rama de mayor crecimiento en esos años. Para 2023, la rama de entretenimiento creció 7,0%, doce veces más que la economía colombiana, posicionándose como la segunda actividad con mayor aporte al PIB. Por último, en lo corrido del año con corte al tercer trimestre de 2024 la rama de entretenimiento creció 9,8%, presentando la tercera mayor contribución (0,4pp) al crecimiento económico.

De esta forma, el sector ha incrementado su participación dentro del aparato productivo nacional, alcanzando a la construcción y superando a sectores tradicionales como los de petróleo y minería, así como el de energía, gas y agua (EGA). Entre 2005 y 2018 el valor agregado del sector representó en promedio un 2,4% del PIB, mientras que la participación del sector en la economía alcanzó un 4,4% en lo corrido de 2024 con corte al tercer trimestre (Gráfico 3), nivel mayor al del sector de la construcción (4,3%). Asimismo,

Gráfico 2
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB Y EL SECTOR DE ENTRETENIMIENTO



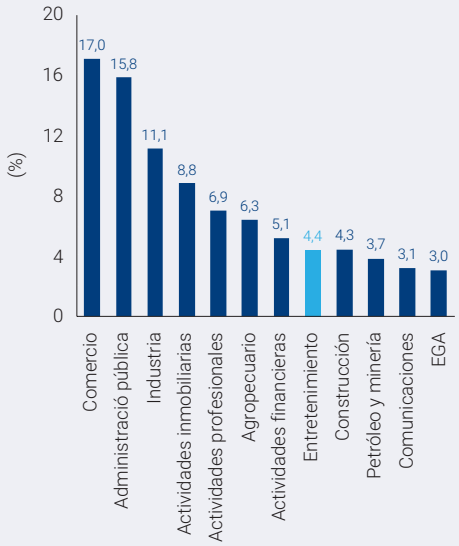
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Gráfico 3
PARTICIPACIÓN DE LA RAMA DE ENTRETENIMIENTO EN EL PIB TOTAL

Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

el sector superó en participación al de minería y petróleo (3,7%) y al de EGA (Gráfico 4).

Gráfico 4
PARTICIPACIÓN SECTORIAL EN EL PIB DE 2024-3T AÑO CORRIDO



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

¿Qué está detrás del dinamismo de este sector?

El crecimiento del sector ha estado explicado por el dinamismo en las actividades artísticas y de entretenimiento. Según las cuentas nacionales trimestrales del DANE, la rama de entretenimiento está compuesta por las actividades artísticas y de entretenimiento[2] (84% del total) y las actividades de los hogares como empleadores[3] (16% del total). Frente a prepandemia, las actividades artísticas y de entretenimiento han crecido 129%, seis veces la variación registrada en las actividades de los hogares como empleadores.

Una mayor desagregación muestra que el dinamismo del sector ha estado explicado principalmente por el auge de los juegos de azar. Para ello, se usó como referencia las cuentas nacionales anuales del DANE, que, aunque tienen mayor rezago (última información a 2022), ofrecen un análisis más detallado de la oferta y producción del sector. Se encuentra que la producción real de los juegos de azar ha crecido 450% entre 2018 y 2022, equivalente a un crecimiento anualizado de 53%. Este dinamismo elevó la participación de los juegos de azar en la producción del sector, pasando del 19% en 2018 al 44% en 2022 (Gráfico 5), equivalente a una participación cercana al 2% en el PIB, superior al observado en obras civiles (1,1%) o carbón (0,7%). Este dinamismo se ha reflejado en los mayores aportes de Coljuegos a la Administradora de Recursos del Sistema General de Seguridad Social en Salud (ADRES), que aumentaron de $0,34 billones en 2018 a $0,78 billones en 2023. Adicionalmente, según datos de la DIAN, los ingresos brutos de los juegos de azar pasaron de 3,1 billones de pesos en 2018 a 10,7 billones de pesos (ajustados a valores constantes de 2018) en 2023.

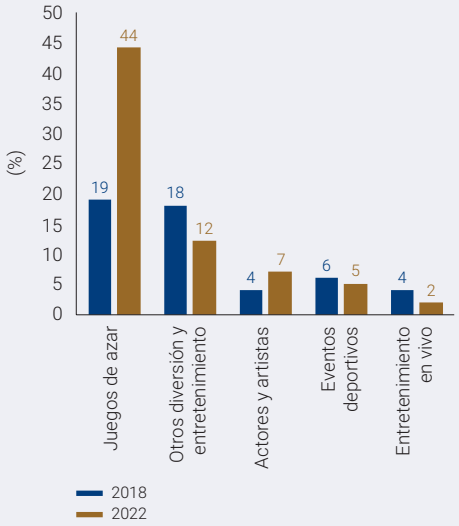
---

2 *De acuerdo con la clasificación CIIU Revisión 4 adaptada para Colombia, este subsector incluye: i) actividades creativas, artísticas y de entretenimiento; ii) actividades de bibliotecas, archivos, museos y otras actividades culturales; iii) actividades de juegos de azar y apuestas; iv) Actividades deportivas y actividades recreativas y de esparcimiento; v) Actividades de asociaciones; vi) Otras actividades de servicios personales; vii) Mantenimiento y reparación de computadores, efectos personales y enseres domésticos.*

3 *De acuerdo con la clasificación CIIU Revisión 4 adaptada para Colombia, este subsector incluye: i) Actividades de los hogares individuales como empleadores de personal doméstico; ii) Actividades no diferenciadas de los hogares individuales como productores de bienes y servicios para uso propio.*

El crecimiento acelerado de los juegos de azar respondió en parte a la implementación de regulaciones que normativizaron su operación. En efecto, a través del artículo 93 de la Ley 1753 de 2015, se incorporó una definición específica sobre los juegos de azar novedosos, incluyendo aquellos operados en línea, y se establecieron los requisitos para su operación. Esta normativa otorgó a Coljuegos la facultad de concesionar la operación de juegos de azar en línea y de establecer los criterios técnicos para ello. Así, mientras en los primeros años solo cinco compañías operaban bajo esta regulación, para 2019 se había autorizado a dieciocho empresas, ampliando el mercado y dinamizando los ingresos del sector. Este cambio ha impulsado la penetración de las apuestas en línea, que, según datos de Statista, aumentaron del 1,8% en 2017 al 4,0% en 2023. Asimismo, esta regulación también permitió mejorar la trazabilidad de la información del sector, impactando positivamente las cifras de dinámica productiva de las actividades de entretenimiento.

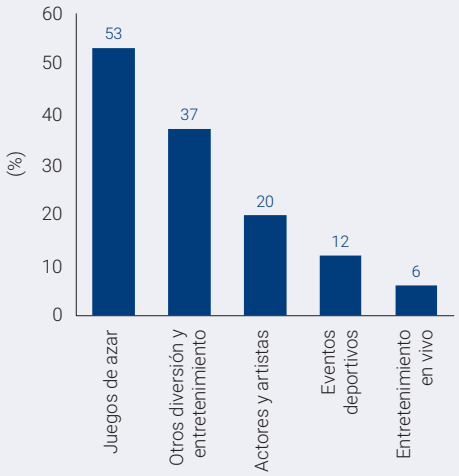
Gráfico 5
PARTICIPACIÓN DENTRO DE LA RAMA DE ENTRETENIMIENTO *(2018 y 2022)*



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Aunque en menor medida, las otras actividades de entretenimiento han registrado crecimientos superiores al promedio de la economía. Después de juegos de azar, la actividad con mayor dinamismo fue servicios de actores y artistas (37% anualizado entre 2018 y 2022), impulsado por los beneficios introducidos en la Ley 2010 de 2019, que eximió del impuesto de renta por siete años a ciertas empresas de la economía naranja. Por su parte, las actividades de entretenimiento en vivo también mostraron un importante dinamismo (6% anualizado entre 2018 y 2022), apalancado principalmente en una mayor asistencia a conciertos. Según datos del Portal Único de Espectáculos Públicos de las Artes Escénicas (PULEP), los ingresos estimados por boletería en espectáculos públicos de artes escénicas pasaron de $310 mil millones en 2018 a $1,53 billones en 2023[4]. Este crecimiento ha ido de la mano con el aumento en el número de eventos en Bogotá D.C., ciudad que concentra el 42,1% del valor

Gráfico 6
CRECIMIENTO ANUALIZADO ENTRE 2018 Y 2022



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

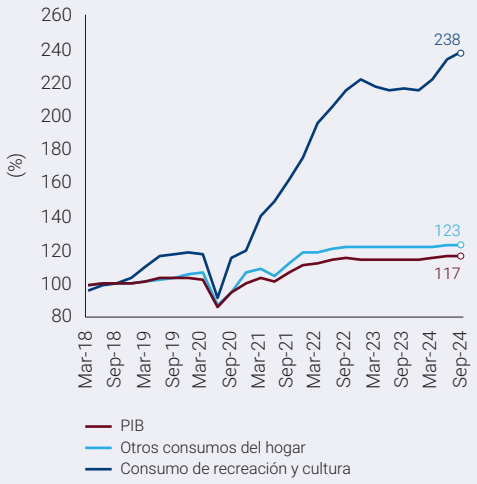
[4] *La ley 1493 de 2011 establece una contribución parafiscal del 10% sobre el valor de la boletaría de los espectáculos públicos de las artes escénicas. A partir de este recaudo se estiman los ingresos por boletería de los eventos públicos de artes escénicas realizados en el país.*

agregado del sector de entretenimiento. La apertura de importantes centros de eventos, como el Movistar Arena y el Coliseo Medplus, ha impulsado la realización de espectáculos en vivo, aumentando de 67 en 2019 a más de 100 en 2023.

¿Qué nos dicen las cifras de demanda?

Las cifras de gasto de los hogares reflejan tanto el dinamismo del sector de entretenimiento como el crecimiento en el consumo de juegos de azar. Según datos del DANE, el gasto en estos bienes se ha intensificado notablemente en los últimos años. En el segundo trimestre de 2024, el gasto real de los hogares colombianos en recreación y cultura era un 138% superior al de 2010, mientras que el aumento en otros rubros de consumo fue de apenas un 23% en el mismo periodo (ver Gráfico 7). Asimismo, el gasto de los hogares en juegos de azar aumentó un 194% entre 2018 y 2022, en línea con la tendencia de crecimiento en esta actividad descrita anteriormente.

Gráfico 7
EVOLUCIÓN DEL CONSUMO DEL HOGAR EN RECREACIÓN Y CULTURA *(2018 = 100)*

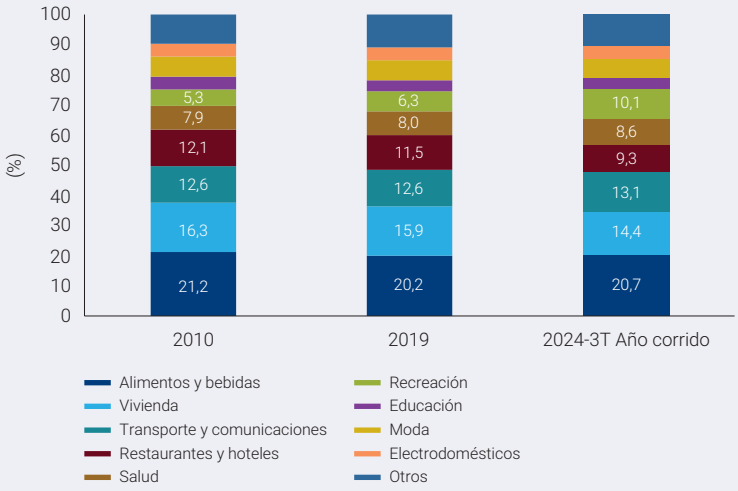


Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Actualmente, los hogares colombianos destinan un mayor porcentaje de su presupuesto a recreación y entretenimiento. Mientras que en 2010 el rubro de recreación y cultura representaba aproximadamente el 5,3% del consumo total de los hogares, en lo corrido del 2024, con corte al tercer trimestre esta proporción alcanzó el 10,1%, impulsada principalmente por el gasto en juegos de azar (ver Gráfico 8).

El aumento del gasto en ocio en Colombia ha seguido las tendencias internacionales. En particular, los hogares estadounidenses, al igual que los colombianos, han incrementado su consumo en servicios de recreación. Según datos de la Reserva Federal, en 2023 el gasto real en recreación en Estados Unidos fue un 110% superior al de 2007, mientras que el aumento en otros rubros de consumo fue del 33% en

Gráfico 8
COMPOSICIÓN DEL CONSUMO DE LOS HOGARES

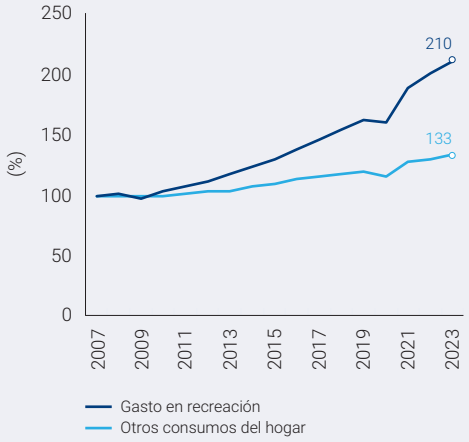


Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DANE.

el mismo período (ver Gráfico 8). Esto derivó en un crecimiento de la participación del consumo real de los hogares estadounidenses en recreación, que pasó del 7,3% en 2007 al 11,1% en 2023 (ver Gráfico 9).

Sin embargo, a diferencia de Colombia, los juegos de azar han desempeñado un papel menor en esta tendencia. En Estados Unidos, la compra de equipos de audio y video ha sido la actividad más dinámica dentro del sector de recreación, con un crecimiento del 255% entre 2007 y 2023. Como resultado, este componente pasó de representar el 21% del consumo de los hogares en recreación en 2007 al 36% en 2023 (ver Gráfico 10). En contraste, el gasto real en juegos de azar aumentó solo un 32% en el mismo periodo, reduciendo su participación dentro del gasto en recreación del 16% al 9%.

Gráfico 9
GASTO CONSUMO REAL DE LOS HOGARES EN ESTADOS UNIDOS *(2007 = 100)*

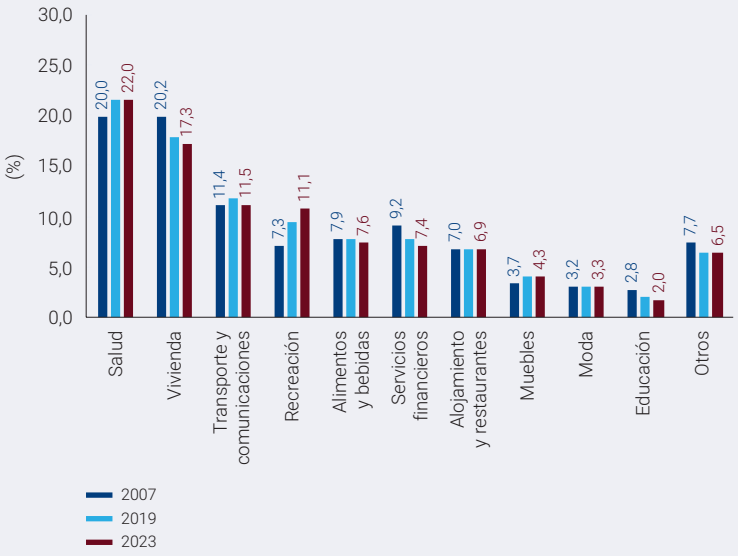


Cálculos Corficolombiana.
Fuente: FRED.

¿Cómo aprovechar este auge?

El país debe aprovechar las oportunidades y enfrentar los desafíos asociados al dinamismo del sector de entretenimiento. En primer lugar, dado el creciente protagonismo de esta actividad, es importante que el DANE y otros centros de producción estadística amplíen la información disponible sobre el sector. De esta manera, las autoridades de política contarían con herramientas más sólidas para diseñar e implementar medidas orientadas a fortalecer el desempeño del sector en el mediano plazo. En segundo lugar, es esencial aprovechar el momento favorable del sector mediante una agenda estratégica que posicione al país como referente internacional en entretenimiento. Esto requiere una mayor inversión público-privada en infraestructura competitiva, que garantice la capacidad instalada necesaria para la realización de espectáculos en vivo, capaces de atraer tanto a audiencias nacionales como internacionales.

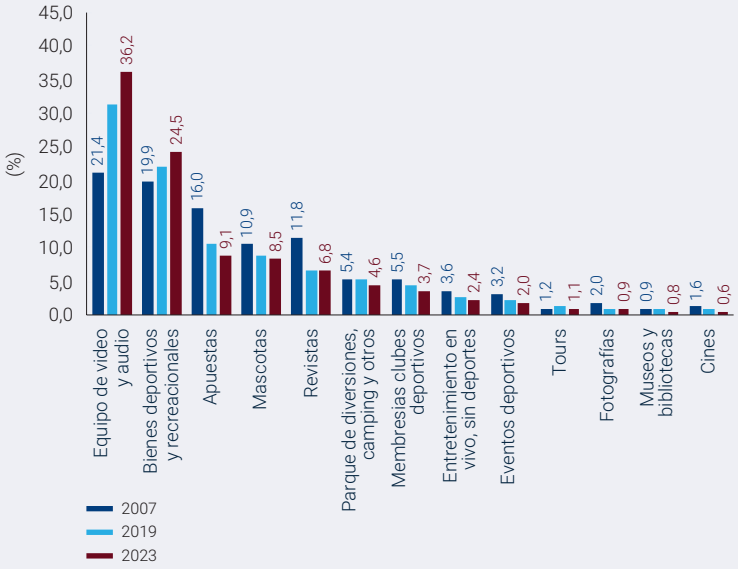
Gráfico 10
COMPOSICIÓN DEL CONSUMO REAL DE LOS HOGARES EN ESTADOS UNIDOS



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: FRED.

Para aprovechar el dinamismo del sector de manera sostenible a mediano plazo es fundamental continuar fortaleciendo el marco regulatorio de los juegos de azar en línea, promoviendo una mayor formalización y buscando un tratamiento tributario similar al de las otras actividades económicas. En línea con el principio de equidad horizontal, es importante que este tipo de apuestas reciban un tratamiento tributario semejante al de los demás actores del mercado y sean sujetos de IVA, dado que actualmente están exentos del pago de este impuesto. La mayor contribución a las finanzas públicas adquiere mayor relevancia en la medida en que pueden surgir externalidades negativas, como la ludopatía, que afecten tanto la salud pública como la sostenibilidad financiera de los hogares. En Brasil, por ejemplo, se evidenció que el 20% de las transferencias de un programa de asistencia social fueron destinadas por la población vulnerable a juegos de azar; además, algunas personas han recurrido a bancos digitales para solicitar préstamos a altas tasas de interés con el fin de financiar su consumo en apuestas en línea[5]. En este contexto, es importante destacar que la propuesta del Gobierno Nacional en la Ley de Financiamiento avanza en la dirección correcta. Sin embargo, surgen dudas sobre si la forma en que se propone gravar la actividad con IVA es realmente la más adecuada, especialmente considerando la regulación vigente.

Gráfico 11
COMPOSICIÓN DEL CONSUMO DE LOS HOGARES EN RECREACIÓN EN ESTADOS UNIDOS



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: FRED.

Conclusión

La rama de entretenimiento ha ganado relevancia en los últimos años debido a su dinamismo y contribución al crecimiento del PIB. En este análisis se presentó una visión detallada, tanto desde la oferta como desde la demanda, identificando que el crecimiento de este sector ha sido impulsado principalmente por el auge de los juegos de azar, en especial de las apuestas en línea. Los hogares colombianos destinan un gasto cada

[5] https://www.bloomberg.com/news/features/2024-11-13/brazil-welfare-checks-help-fuel-gambling-spree-government-intervention?srnd=homepage-americas&sref=vuYGislZ

vez mayor a esta actividad, mientras un número creciente de empresas amplía su oferta de servicios en el sector. Se observa que otras actividades artísticas, de entretenimiento y recreación también han mostrado un crecimiento superior al del PIB. Este incremento en el gasto en ocio se alinea, además, con una tendencia internacional. Finalmente, se concluye que existen oportunidades de política para capitalizar el potencial de este crecimiento, bien sea con el fortalecimiento de la infraestructura para la atención de actividades de entretenimiento o con la mayor promoción de internacional de Colombia como un referente de la región en este frente. Además, es clave implementar un diseño impositivo que permita corregir las externalidades negativas del efecto de excesos de juegos de azar y ayude a sortear la difícil situación fiscal del país.

IV. LUZ AL FINAL DEL TÚNEL FINANCIERO: FIN DEL AJUSTE DEL SISTEMA FINANCIERO

Jaime Cardenas
Andrés Duarte
Catalina Figueroa
Daniel Monroy

A pesar de que, al cierre de septiembre, la cartera comercial presentó su peor indicador de calidad del año (cartera vencida sobre cartera bruta), podemos afirmar que el deterioro de la cartera de créditos, tanto en crecimiento como en calidad, ha llegado a su fin. Si bien el estancamiento del deterioro no implica un inicio inmediato de la recuperación, proyectamos que 2025 será un año de mejora gradual, respaldado por diversos indicadores que apuntan a que en los próximos trimestres el sector superará su reciente mala hora.

Con los resultados acumulados al tercer trimestre de 2024, 29 de los 54 Establecimientos de Crédito (EC) y 12 de los 30 bancos registran pérdidas. No obstante, a nivel agregado, las utilidades anuales de los EC han mostrado un incremento constante desde abril. Además, la calidad de la cartera total se estabilizó durante el año, mientras que las más recientes originaciones de crédito (nuevas cosechas) reflejan una mejora en su calidad crediticia.

En términos de crecimiento, el comportamiento de la cartera de créditos ha sido cada vez menos negativa en términos reales anuales. Paralelamente, las provisiones han dejado de aumentar, lo que ha reducido el costo del crédito (medido como la relación entre provisiones y cartera). Este comportamiento anticipa una recuperación en los márgenes de intermediación ajustados por provisiones y, consecuentemente, un incremento en la rentabilidad del sector.

Con base en este panorama, nuestra expectativa de una recuperación moderada en 2025 se sustenta en un entorno macroeconómico y monetario más favorable, caracterizado por un mayor crecimiento y menores tasas de interés, así como una mejora en la oferta y demanda de crédito.

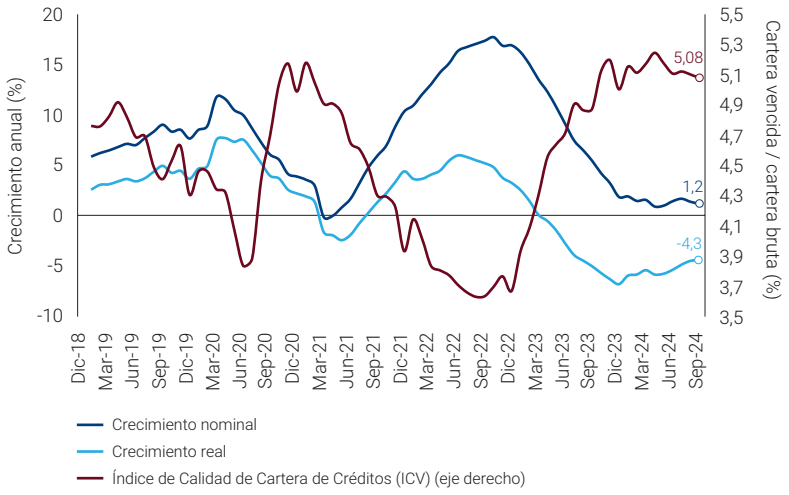
A continuación, presentamos nuestras perspectivas sobre los Establecimientos de Crédito, comenzando con una breve descripción del punto de partida, seguida del análisis de las principales variables del sector, nuestras proyecciones para 2025 y la identificación de los principales riesgos asociados a la recuperación esperada.

¿De dónde venimos?

En términos generales, el crédito experimentó un fuerte crecimiento postpandemia a partir de marzo de 2021, impulsado principalmente por la cartera de consumo. Este aumento coincidió con el repunte de la inflación en Colombia, lo que llevó a la necesidad de adoptar una política monetaria contracíclica para evitar desbalances como el sobreendeudamiento de los hogares.

El pico del crecimiento real de la cartera se alcanzó en junio de 2022, con un incremento interanual del 6,0% (11,9% en la cartera de consumo). Paralelamente, el Banco de la República (BanRep) elevó la Tasa de Política Monetaria (TPM), mientras que la Superintendencia Financiera implementó medidas macro prudenciales y los bancos endurecieron las condiciones de originación de crédito.

Gráfico 1
DESEMPEÑO DE LA CARTERA DE CRÉDITOS



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Superfinanciera de Colombia.

A partir de mediados de 2022, este entorno, sumado a la desaceleración económica en Colombia liderada por la caída en la inversión, comenzó a afectar significativamente la dinámica del crédito. La desaceleración y posterior contracción de la cartera total se intensificaron, cerrando 2023 en niveles negativos no vistos desde inicios de los años 2000. Esta contracción, junto con el deterioro en la calidad de la cartera, impactó los resultados y la rentabilidad de los Establecimientos de Crédito (EC).

Durante 2023, el indicador de calidad de cartera se deterioró del 3,7% al 5,0%, nivel que se mantuvo durante 2024, generando una mayor presión sobre los EC debido al incremento en las provisiones.

Al cierre de 2023, los establecimientos de crédito reportaron utilidades por $8,3 billones, lo que representó una disminución de $7,9 billones frente al año anterior, equivalente a una caída cercana al 50% respecto a las utilidades registradas a finales de 2022. Este deterioro estuvo asociado a la contracción del margen de intermediación ajustado por provisiones, producto del encarecimiento del fondeo y el aumento en las provisiones de la cartera de crédito.

Durante 2024, las utilidades anuales continuaron deteriorándose en los primeros cuatro meses, aunque desde entonces se ha observado una recuperación gradual, reflejada también en la rentabilidad del activo (RoA). En 2023, el RoA cayó de 1,37% a 0,82%. A septiembre de 2024, este indicador se situó en 0,83%, apenas un incremento de 1 punto básico respecto al cierre del año anterior, pero representa una recuperación si se considera que había caído a niveles del 0,75% en abril.

Este contexto posiciona a los establecimientos de crédito en una situación desafiante hacia el cierre de 2024, marcada por restricciones en el crecimiento de la cartera y presión sobre las utilidades del sector financiero. No obstante, consideramos que el periodo de deterioro ha llegado a su fin. Esperamos que el cuarto trimestre de 2024 y el primer trimestre de 2025 marquen un punto de inflexión, tras el cual sea posible hablar de una recuperación sostenida.

Es importante destacar que, aunque los establecimientos de crédito (EC) atraviesan su "mala hora" en el camino hacia la recuperación, la estabilidad financiera del país se ha **mantenido sólida**. Durante todo el periodo de deterioro y este momento de inflexión, la solvencia y liquidez de los EC han superado consistentemente los niveles mínimos requeridos para garantizar la seguridad del sistema financiero.

Al cierre del tercer trimestre de 2024, el indicador de riesgo de liquidez (IRL) de los bancos se situó por encima del 190% (frente a un mínimo requerido de 100%), el Coeficiente de Endeudamiento Financiero Neto (CFEN) para entidades de importancia relativa, alcanzó el 114% (mínimo requerido de 100%), la solvencia total de los bancos fue del 17,3% (por encima del 9,0% exigido), y la cobertura de la cartera vencida (provisiones sobre cartera vencida) superó el 120%, para todas los establecimientos de créditos exceptuando las instituciones oficiales especiales. Estos resultados reflejan la fortaleza del sistema financiero para enfrentar escenarios adversos prolongados, como el experimentado recientemente en el país.

No obstante, en cuanto al cumplimiento de los indicadores de liquidez, preocupa que parte de la mejora en el CFEN derive del acortamiento de los plazos de los créditos en la cartera comercial. Este menor vencimiento promedio responde a una falta de inversión por parte de las empresas, caracterizada por la ausencia de proyectos de largo plazo y un bajo apetito por créditos destinados a la inversión a largo plazo.

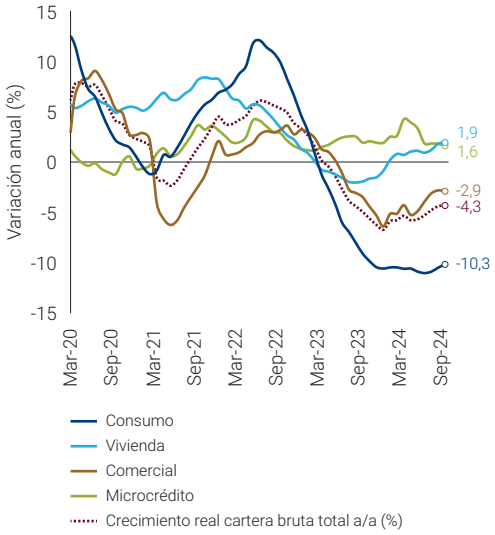
Diagnóstico de las principales variables de los Establecimientos de Crédito

Desde abril de 2023, la cartera bruta ha registrado crecimientos reales negativos, acumulando 18 meses consecutivos de caídas hasta septiembre de 2024, con un promedio de -4,7% en términos reales. Los primeros segmentos en experimentar contracción fueron consumo y vivienda en marzo de 2023, seguidos por la cartera comercial en julio del mismo año. Exceptuando la cartera de microcrédito, que representa apenas el 3% del total, la contracción fue generalizada en los segmentos principales: consumo, vivienda y comercial.

Cabe resaltar que la cartera de consumo fue la más impactada, con una caída del 10,26% en septiembre de 2024.

Al cierre de septiembre, la cartera comercial disminuyó 2,88% a/a (real), decreciendo menos frente a su punto bajo en diciembre de 2023 (-6,38% a/a). Lo anterior como consecuencia de las elevadas tasas de interés, la baja actividad productiva y la caída de la inversión. En cuanto al crecimiento de la cartera de consumo de -10,26% a/a, esta comenzó a desacelerarse en junio de 2022, alcanzando su peor momento en junio de 2024 (-11,13% a/a).

Gráfico 2
CRECIMIENTO REAL DE LA CARTERA BRUTA
(Variación anual %)



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Superfinanciera de Colombia.

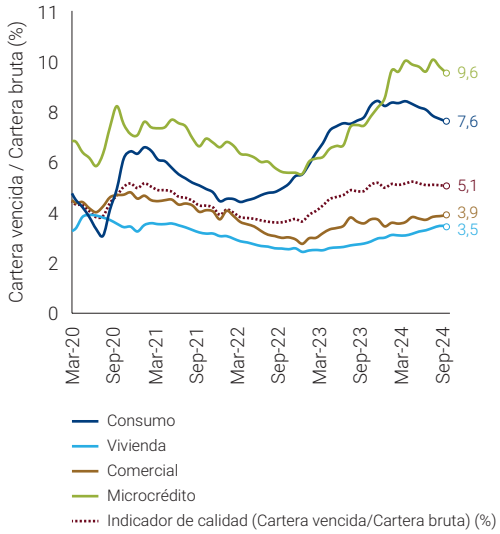
Por su parte, la cartera de vivienda creció 1,92%, recuperándose frente a la contracción de 2,05% registrada en agosto de 2023. Las condiciones financieras más restrictivas, mayores dificultades para cumplir con las obligaciones crediticias, una inflación elevada y los requisitos más estrictos para acceder a nuevos créditos, han venido cediendo y ahora esperamos una mayor recuperación en la medida en que se despliegue el Pacto por el Crédito. A septiembre de 2024, las participaciones sobre la cartera bruta fueron 51,76% comercial, 29,33% consumo, 16,03% vivienda y 2,87% microcrédito.

Desde finales de 2022, la **calidad de la cartera** comenzó a deteriorarse, particularmente en la modalidad de microcrédito y consumo, con un aumento en la morosidad que elevó los gastos en provisiones como consecuencia del mayor riesgo crediticio. Este incremento en provisiones, junto con mayores costos de fondeo y presiones sobre el margen neto de intereses, afectaron la rentabilidad de los Establecimientos de Crédito.

Durante 2024, la cartera vencida en proporción a la cartera bruta se estabilizó alrededor del 5,0%, con una mejora notable en la cartera de consumo, la estabilización del microcrédito por encima del 9,5%, y sin que haya iniciado la recuperación en las carteras de vivienda y comercial.

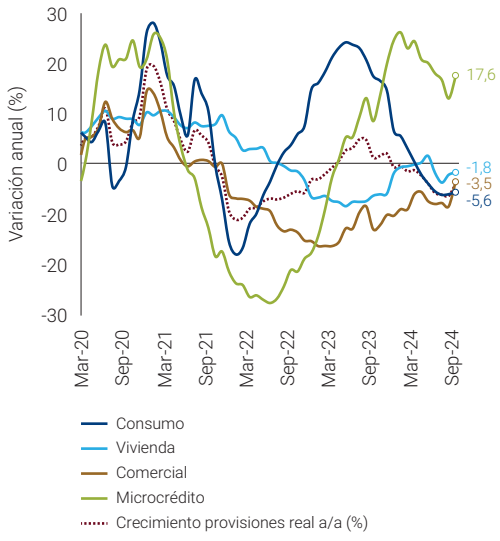
Anotamos que, salvo en la cartera de vivienda, las demás carteras presentan una calidad notablemente peor al incorporar los castigos de cartera, mecanismo que esperamos continúe utilizándose con

Gráfico 3
CALIDAD DE LA CARTERA POR MODALIDAD



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Superfinanciera de Colombia.

Gráfico 4
CRECIMIENTO REAL PROVISIONES
(Variación anual %)



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Superfinanciera de Colombia.

intensidad hasta el primer trimestre de 2025. A septiembre de 2024, el indicador de calidad para la cartera total se ubicó en 5,1%. Al incluir los castigos, el indicador asciende a 11,41% (6,3 p.p. mayor), esto supera la diferencia de 5,3 p.p. registrada al cierre del año pasado.

Asimismo, aunque aún no se puede hablar de recuperación en la calidad, hay elementos para esperar que esta inicie, toda vez que, el indicador de calidad por cosechas de la cartera de consumo, segmento que ha sido el más deteriorado, muestra una evolución favorable en comparación con los niveles observados a finales de 2023 e inicios de 2024.

Junto con la coyuntura de las tasas de interés, el impacto de las **provisiones** ha sido el factor más determinante en el deterioro de la rentabilidad y los resultados de los EC. Asimismo, estas provisiones impactan directamente en el margen neto de intermediación.

Además de la información de morosidad contenida en los indicadores de calidad de la cartera, las provisiones, resultado de aplicar modelos de medición de riesgo crediticio, incluyen un elemento de expectativa sobre el desempeño futuro, por lo que el hecho de que el crecimiento total de las provisiones en septiembre se ubique en -5,6% a/a (levemente positivo en términos nominales), confirma la afirmación de que ya pasó lo peor.

Fondeo, tasas de interés y márgenes de intermediación

Durante 2023 el incremento en el fondeo vía CDT fue 30,2%, mientras que las cuentas de ahorro disminuyeron 4,2%, ubicando la participación dentro de las fuentes de financiamiento en 28,6% para los CDT y 27,9% para las cuentas de ahorro. Durante 2024, se desaceleró el crecimiento de los CDTs a 6,7% (9,2% anualizado), mientras que las cuentas de ahorro aumentaron 3,4% (4,6% anualizado), con lo que las participaciones sobre el fondeo total se ubican en 30,1% para los CDT y 28,4% para las cuentas de ahorro. Lo anterior, en línea con lo esperado durante un año de disminución de tasas de interés.

Creemos que la tasa de política monetaria de BanRep cerrará 2024 en 9,25% y 2025 en 7%, y consecuentemente creemos que va a continuar

la recomposición del fondeo con los CDTs cediendo terreno frente a las cuentas de ahorro. Durante 2025, el fondeo estará presionado por los cambios programados en el CFEN que explicamos más adelante.

Normalemte, tasas de interés más altas se traducen en mayores márgenes de intermediación y viceversa. Tras el ajuste al alza del margen entre diciembre de 2022 y enero de 2023, que pasó del 7,16% al 7,92%, mientras los costos de fondeo aumentaron más de 300 puntos básicos, el margen de intermediación se ha mantenido relativamente estable desde entonces. En este sentido, lo que está afectando los resultados y la rentabilidad no es el margen como tal, sino el efecto de las provisiones (margen ajustado por provisiones).

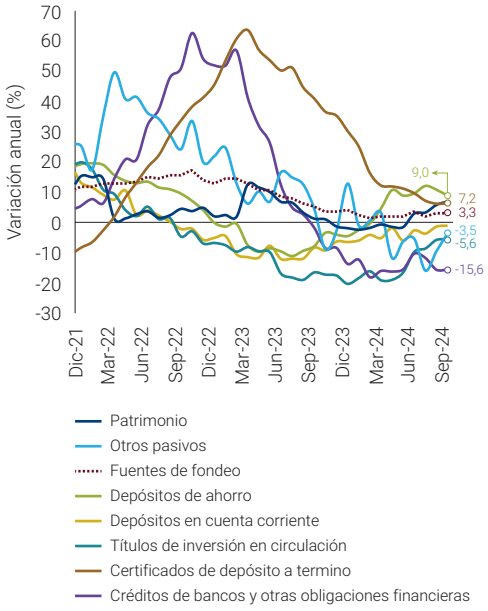
Es así como, la disminución en la TPM de 2,25 p.p. para 2025 no debería afectar tanto al margen de intermediación, pero sí al margen ajustado en la medida en que baje el costo del crédito (provisiones sobre cartera).

La disminución en las tasas de colocación en la cartera de vivienda a mediados de 2024, ubicando las tasas para vivienda nueva VIS y no VIS alrededor del 10% nominal, son una carga negativa sobre los márgenes de la banca, teniendo en cuenta que solamente a partir de noviembre, la tasa de referencia de BanRep se ubicó por debajo (9,75%). Para el logro de márgenes positivos en esta cartera hace falta que la TPM baje mucho más.

Por otra parte, los márgenes en las tasas de la cartera comercial vienen siendo afectados por la disminución en las tasas de usura, luego del cambio de metodología en su cálculo, disminuyendo el aporte de esta cartera a la intermediación, siendo el tipo de crédito del que se obtienen los mayores márgenes. Finalmente, recordemos que la banca comenzó su reducción de tasas de interés desde el segundo trimestre de 2023, mucho antes de que Banco de la República hiciera lo propio (diciembre de 2023), iniciando junto con la disminución de la inflación.

Teniendo en cuenta esto, la recuperación en los márgenes de intermediación requiere tanto de mayores disminuciones en las tasas de

Gráfico 5
CRECIMIENTO NOMINAL DE LAS FUENTES DE FONDEO *(Variación anual %)*



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Superfinanciera de Colombia.

BanRep como de que las tasas de los créditos no bajen al mismo ritmo. En este contexto, esperamos una recuperación lenta en el margen de intermediación.

El ajuste a la baja de las tasas de interés se reflejaría en las tasas de captación y -en menor medida- colocación de los Establecimientos de Crédito y, por consiguiente, en una recuperación estable del margen neto de intereses. En todo caso, para que este margen contribuya significativamente a la rentabilidad, es indispensable que mejore la calidad de la cartera y disminuyan por consiguiente las provisiones.

Perspectiva 2025

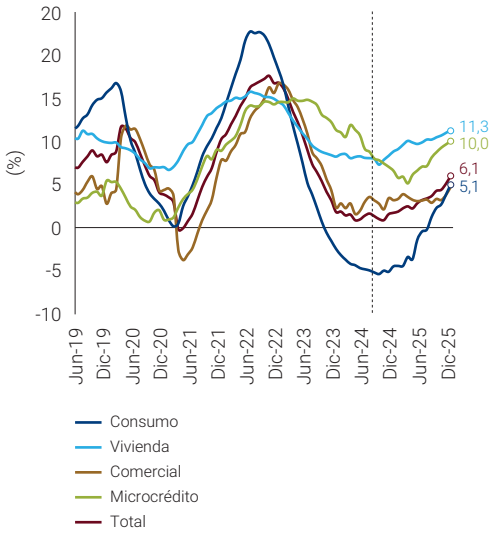
Colombia ha experimentado un ajuste macroeconómico y se espera que continúe la recuperación lenta en su crecimiento, de 1,8% en 2024 a 2,6% en 2025. A lo anterior se suma la disminución esperada en la inflación de aproximadamente 1,5 p.p. y en las tasas de referencia de aproximadamente 2,25 p.p. en 2025 de acuerdo con nuestras estimaciones.

No obstante, el nivel de inversión se mantiene por debajo del promedio histórico, persiste la brecha negativa del producto y la incertidumbre respecto a la situación de empleo para los siguientes años. En consecuencia, somos moderadamente optimistas respecto a la mejora en el entorno de funcionamiento del crédito.

En este contexto, buena parte de la recuperación en la dinámica del crédito dependerá de las posturas en torno a la oferta y la demanda de recursos crediticios, que, de acuerdo con el Reporte de la Situación del Crédito en Colombia con corte a septiembre (Banco de la República, 2024), son positivas, con recuperaciones en la demanda y oferta de créditos, y posturas menos restrictivas en el otorgamiento.

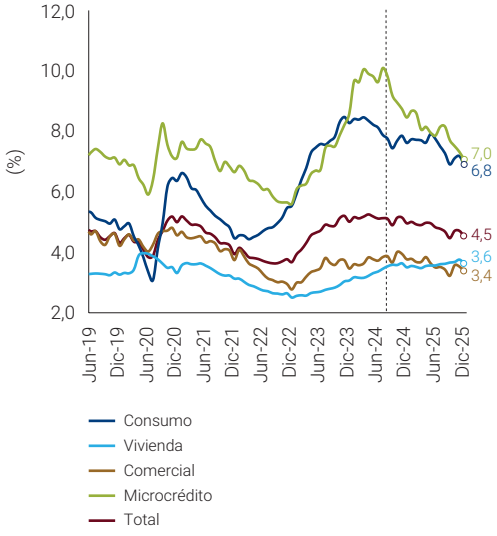
Con el objetivo de fortalecer el sistema financiero, tanto el gobierno como el sector privado han implementado varias medidas, como la reducción de un punto porcentual en los requisitos de encaje para cuentas de ahorro del 8% al 7% y de CDT de menos de 18 meses del 3,5% al 2,5%. Esta medida aumenta la capacidad de otorgamiento de

Gráfico 6
PROYECCIÓN DE LA VARIACIÓN NOMINAL DE LA CARTERA POR MODALIDAD



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Superfinanciera de Colombia.

Gráfico 7
PROYECCIÓN DE LA CALIDAD DE LA CARTERA POR MODALIDAD



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Superfinanciera de Colombia.

crédito del sistema. Adicionalmente, el "Pacto por el Crédito", un plan de desembolsos de crédito por un total de COP 55 billones adicional a lo histórico hacia sectores estratégicos, a ser desembolsados entre septiembre de 2024 y marzo de 2026, afectará positivamente al crecimiento de la cartera, toda vez que se trata de recursos adicionales a la operación normal de la banca.

El efecto de estas medidas, junto con una mejora en la calidad de la cartera, facilitada por menores tasas de interés, repercutirá en la recuperación en los resultados y la rentabilidad de los establecimientos de crédito. En este punto debemos anotar que la recuperación en los resultados y rentabilidad que estamos estimando, es posible en parte, por el hecho de que la reconstitución de las provisiones contra cíclicas se va a postergar con la implementación del Proyecto de Circular Externa 014 de 2024 de la Superintendencia Financiera. De igual manera, recordamos que la utilización de provisiones contra cíclicas durante el periodo de deterioro que los EC están afrontando, impidió un mayor deterioro en los resultados y la rentabilidad de los EC.

Para 2025, anticipamos una recuperación sostenida con un crecimiento nominal anual del 6,1% para la cartera total, impulsada por un mejor entorno macroeconómico y políticas monetarias que estimulen el crédito, especialmente en los sectores de vivienda, manufactura, agropecuario, turismo y la economía popular. La recuperación en la dinámica de la economía y la mejora en condiciones financieras, tasas de interés, deberá permitir la recuperación que estamos proyectando. En esta línea, esperamos que los indicadores de calidad mejoren durante 2025, pasando de 5,0% al cierre de 2024 a 4,5% al cierre de 2025.

El deterioro en el panorama económico y de empleo, contrario a lo que estamos estimando para 2025 se constituye en el principal riesgo para el cumplimiento de nuestras expectativas. A su vez, el encarecimiento del costo del crédito para el país ante un deterioro en el equilibrio fiscal o por otras razones, incidiría negativamente en las condiciones financieras al interior del país, imposibilitando la recuperación planteada en la calidad de la cartera y la dinámica de oferta, y demanda crediticia.

De esta manera, la continuación de la postergación de las decisiones y programas de inversión por parte de los privados se constituye en una fuente de incertidumbre, especialmente para la cartera de créditos comercial, que representa más de la mitad de la cartera total.

Dicho lo anterior, hay muchas más fuentes de incertidumbre por lo que nos limitaremos a mencionar tres, relacionadas con la regulación sobre el sector financiero.

El cambio en la metodología de cálculo de la tasa de usura está llevando a una baja en las tasas de colocación que afecta la recuperación de las carteras de consumo y microcrédito, ya que la menor tasa techo no permite asumir los niveles de riesgo vigentes. Resaltamos esta situación como un impedimento para atender a la "Economía Popular" y al sector agrícola. Adicionalmente, estas disminuciones llegan a ser restrictivas para las MIPYME, limitando inclusive la inclusión financiera. Teniendo en cuenta esto, es difícil que los establecimientos enfocados en consumo presenten una recuperación, debido al reprecio en función a las tasas de usura que no permiten márgenes de intermediación positivos (márgenes de intermediación incluyendo provisiones).

Adicionalmente, para finales de 2024 y 2025, los Establecimientos de Crédito enfrentarán diversos retos operativos. Entre ellos, destaca la adopción del concepto de depósitos operativos para el cálculo del Fondeo Estable Disponible (FED) dentro del Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN)[1], que comenzará a regir con el corte de la información de finales de septiembre de 2025.

[1] *El Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN), adoptado de los acuerdos de Basilea e implementado por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) desde el año 2019, es un indicador que busca que las entidades financieras gestionen adecuadamente su capacidad para responder ante perturbaciones de liquidez, limitando la excesiva dependencia de fuentes inestables de financiación, evitando de esta manera implicaciones sobre la estabilidad financiera, así, el CFEN busca que las entidades internalicen los costos asociados a los desajustes de fondeo, exigiendo que mantengan un perfil de fondeo estable en relación con la composición de sus activos. Desde su entrada en vigor, el CFEN ha incidido en una reducción en las captaciones de corto plazo, y un incremento en la preferencia del uso de bonos para el fondeo.*

En línea con este estándar, la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), a través de la Circular Externa 013 de 2023, introdujo nuevos elementos y ajustes relevantes[2]. Los cambios relacionados con las operaciones interdependientes ya están en vigor, mientras que los reportes sobre depósitos operativos y no operativos serán obligatorios a partir del 30 de septiembre de 2025. Las entidades deberán presentar a la SFC las metodologías para definir y establecer los requisitos aplicables a los depósitos operativos con al menos cuatro meses de anticipación a la fecha prevista para su implementación.

De igual manera, a partir del 1 de diciembre de este año, será obligatorio iniciar la implementación de la gestión del riesgo de tasa de interés del libro bancario. Esto requerirá incorporar esta medida de riesgos en la definición del perfil de riesgo de las entidades, incluyendo métricas, límites y alertas tempranas. No obstante, la escasa información histórica disponible por el momento representa un desafío para la realización de los modelos necesarios.

[2] *i) Adopta el concepto de "depósitos operativos" para depósitos a la vista de clientes mayoristas del sector real, Fondos de inversión Colectiva, y entidades financieras vigiladas. De tal forma que se establece un factor de ponderación diferencial para estos depósitos en el cálculo del CFEN; ii) Se excluye del cálculo del CFEN las operaciones que impliquen la interdependencia entre activos y pasivos; y iii) Se pretende recopilar información desagregada que incluya los rubros de los depósitos operativos y no operativos.*

Recuadro IV.1. El Endeudamiento Corporativo en Colombia, contexto, retos y perspectivas

Jaime Cardenas
Andrés Duarte
Catalina Figueroa
Daniel Monroy

El endeudamiento corporativo en Colombia durante 2024 se desarrolló en un entorno económico complejo, marcado por tasas de interés elevadas, inflación persistente y un crecimiento económico moderado. Este contexto afectó significativamente la dinámica financiera de las empresas, especialmente en sus decisiones de endeudamiento, inversión y gestión operativa. A pesar de las mejoras en algunos indicadores hacia finales del año, los costos de financiamiento siguen siendo un obstáculo para el desarrollo empresarial, y la sostenibilidad financiera se ha convertido en un desafío central para las empresas del sector real.

Este análisis revela que endeudarse en dólares vía mercado de capitales se ha encarecido al cierre de 2024 en comparación con 2023 en los plazos más largos, reflejando un deterioro en el costo de la deuda para empresas como Ecopetrol. Aunque el costo de la deuda corporativa se estabilizó en su punto más alto al cierre del segundo trimestre de 2024, los reportes del tercer trimestre muestran una disminución alentadora. No obstante, el espacio de endeudamiento no es uniforme entre las empresas del sector real colombiano.

El comportamiento de la inflación y las tasas de política monetaria han sido factores clave en la configuración del panorama actual. Desde 2023, la inflación comenzó a ceder y el Banco de la República inició un ciclo de reducción en las tasas de interés (diciembre), buscando aliviar las presiones financieras sobre las empresas y los consumidores. No obstante, estos cambios no han tenido un impacto inmediato en los costos de financiamiento debido a la estructura de las obligaciones crediticias de las empresas y la persistencia de percepciones de riesgo elevado en el mercado. Esto ha generado un desfase entre las políticas monetarias y la recuperación efectiva del sector corporativo, prolongando el periodo de ajuste.

El crecimiento del crédito comercial, que representa más de la mitad de la cartera total en Colombia, se desaceleró notablemente durante 2024 (ver Capítulo IV. Luz al final del túnel financiero: fin del ajuste del sistema financiero). La caída en el crecimiento nominal anual, desde el 7,1% en septiembre de 2023 al 2,8% en septiembre de 2024, refleja tanto una contracción en la demanda de crédito como una mayor cautela por parte de las entidades financieras al otorgarlo. Este comportamiento se ha visto agravado por un deterioro en la calidad de la cartera, medido a través del Indicador de Cartera Vencida (ICV), que pasó del 3,6% al 3,9% en el mismo periodo. Este aumento en el volumen de la cartera vencida evidencia las dificultades que enfrentan las empresas para cumplir con sus obligaciones en un contexto de altos costos financieros y márgenes operativos reducidos.

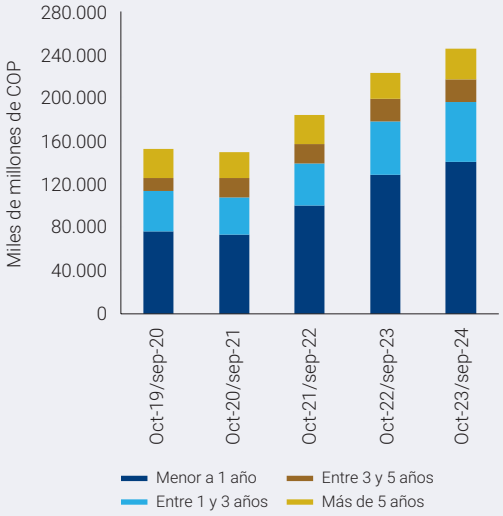
El análisis de los plazos de colocación de los créditos muestra una clara preferencia por el financiamiento a corto plazo. Los créditos con vencimientos menores a un año representan a septiembre de 2024, el 57,5% de los desembolsos totales, en comparación con el 49,7% observado en 2019. En el Gráfico 1, se observa como los desembolsos de los créditos comerciales de menos de un año pasaron de $76,5 a $141,3 billones entre 2019 y 2024. Esta tendencia refleja un enfoque por parte de las empresas en la financiación operativa y de capital de trabajo, mientras tratan de no comprometer recursos para inversión en el largo plazo.

Esta preferencia por el corto plazo también está influenciada por la expectativa de que las tasas de interés continúen disminuyendo, lo que permitiría refinanciar deudas en mejores condiciones en el futuro.

Respecto a la calidad crediticia, esta ha sido otro de los factores determinantes en el panorama actual. Durante 2023 y parte de lo corrido de 2024, se observa un deterioro generalizado en la calidad de la cartera comercial, particularmente en los créditos a largo plazo. Como se puede observar en el Gráfico 2, el indicador de cartera vencida de plazos de más de 12 meses es el que presenta el peor desempeño.

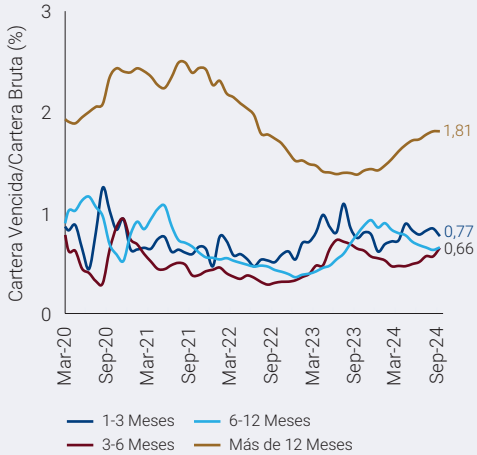
Este deterioro, aunque previsible en un entorno de altos costos, representa un desafío adicional para las empresas al restringir su acceso a financiamiento. No obstante, para septiembre de 2024, algunos indicadores financieros comenzaron a mostrar señales de recuperación, lo que sugiere que la disminución en las tasas de colocación de crédito comercial (Gráfico 3) está empezando a aliviar los costos financieros.

Gráfico 1
PARTICIPACIÓN DE LOS DESEMBOLSOS DE LA CARTERA COMERCIAL POR PLAZOS



Cálculos Corficolombiana
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2
CALIDAD DE LA CARTERA COMERCIAL POR PLAZO



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Superfinanciera de Colombia.

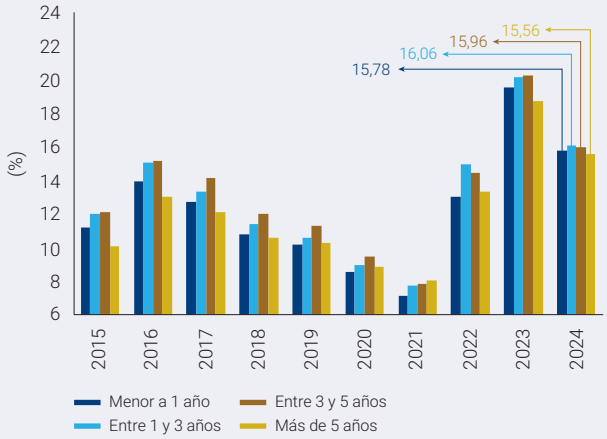
En cuanto al mercado de capitales colombiano, este ha mostrado una notable reactivación en 2024, impulsada por un aumento significativo en las emisiones de deuda. No obstante, la actividad actual todavía se sitúa por debajo del promedio histórico registrado desde 2010. Como lo ilustra el Gráfico 4, el volumen total

emitido en septiembre de 2024 (anualizado) creció un 54,7% respecto al año 2023, impulsado principalmente por colocaciones de empresas líderes del sector real y financiero, como ISA, Gases del Caribe, Banco de Bogotá y Banco Finandina.

Este comportamiento sugiere que comienza a ser oportuna la financiación a mayores plazos en el mercado de capitales. Sin embargo, esta reactivación no ha sido del todo homogénea pues sectores clave como la construcción y el comercio aún enfrentan barreras importantes para acceder a condiciones favorables en el mercado de capitales, debido a sus perfiles de riesgo y a las dificultades específicas de cada industria.

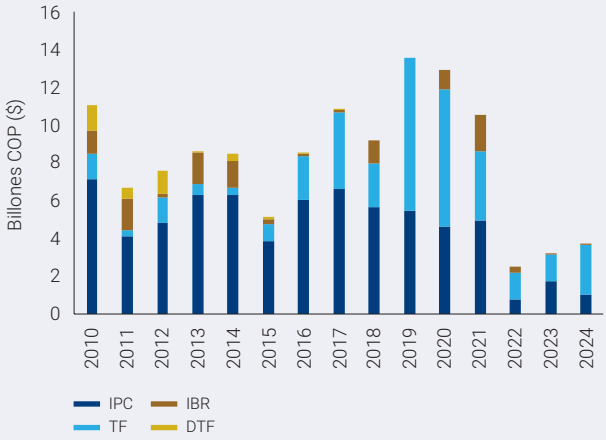
A pesar del crecimiento en las emisiones locales, los costos de financiamiento en el mercado de capitales internacional continúan siendo un desafío para las empresas colombianas. Por ejemplo, los bonos corporativos en dólares de Ecopetrol, con vencimientos en 2045 y 2051, han registrado incrementos de 108 y 94 puntos básicos respectivamente, evidenciando tasas de largo plazo más altas frente a finales de 2023. Este comportamiento se debe principalmente a las percepciones de riesgo país y de emisor, lo que reduce la competitividad de los emisores colombianos frente a sus pares en la región.

Gráfico 3
TASAS DE COLOCACIÓN POR PLAZO - CARTERA COMERCIAL ORDINARIA



Tasas promedio ponderada por periodo. Corte octubre de 2024.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Superfinanciera de Colombia.

Gráfico 4
MONTOS EMITIDOS DE DEUDA CORPORATIVA



Cálculos Corficolombiana. Corte 31 de octubre de 2024.
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El Gráfico 5 muestra un aumento en los rendimientos al vencimiento (YTW) para diferentes duraciones entre el 31 de diciembre de 2023 y el 22 de noviembre de 2024, reflejando un incremento en el costo del financiamiento a medida que se extiende la duración o vencimiento.

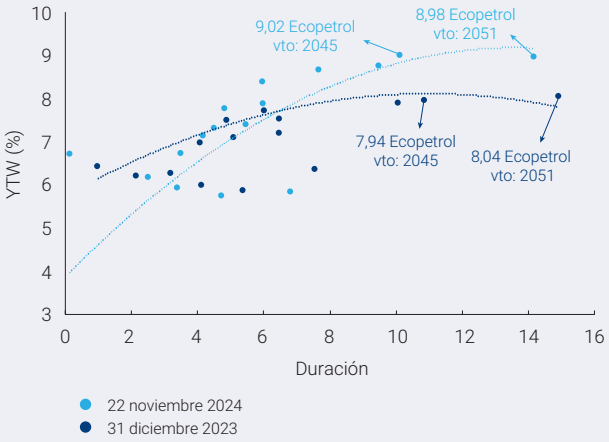
En línea con lo anterior, un análisis comparativo muestra que, para emisores como Ecopetrol e ISA, actualmente el costo promedio de su deuda en libros es más bajo que las tasas de negociación de emisores colombianos en el mercado de bonos denominados en dólares, haciendo poco atractivo refinanciar su deuda a las condi-

ciones actuales. Por el contrario, empresas como GEB, Celsia y Cementos Argos podrían beneficiarse al emitir nueva deuda, ya que sus costos en libros superan las tasas actuales del mercado (Gráfico 6). La comparación entre el valor en libros de la deuda (en dólares) y emitir deuda en el mercado de capitales evidencia el deterioro que ha tenido el costo de la deuda para empresas como Ecopetrol.

El Gráfico 6 presenta una comparación entre el costo promedio de la deuda en libros y la curva de rendimientos de los emisores corporativos colombianos en dólares. Las empresas cuyos puntos se ubican por encima de la curva enfrentan costos de financiamiento más altos, lo que sugiere una oportunidad para emitir deuda en el mercado de capitales y refinanciarse a tasas más competitivas, reduciendo así el costo promedio de su deuda financiera. En contraste, los puntos por debajo de la curva corresponden a empresas con costos de deuda más bajos, lo que indica un menor incentivo para refinanciarse en el mercado.

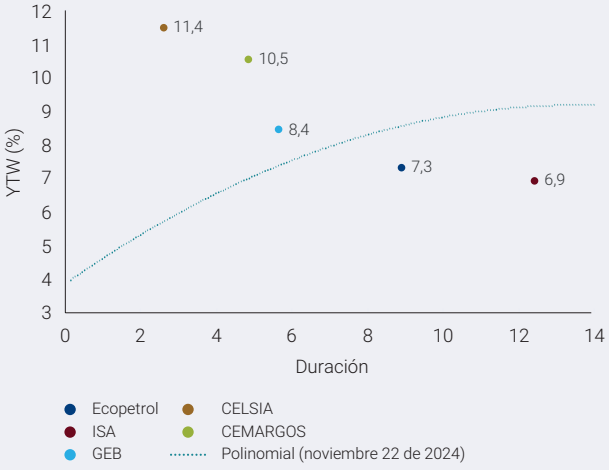
Al comparar la situación de Colombia con la de países como México, Chile y Perú, surgen importantes diferencias en términos de los costos de financiamiento ofrecidos por los establecimientos de crédito y el desempeño crediticio del sector corporativo. Es así, como Colombia enfrenta tasas de interés significativamente más altas para la cartera comercial a plazos de más de un año, lo que pone en desventaja a las empresas colombianas frente a sus competidores regionales (Gráfico 7).

Gráfico 5
EVOLUCIÓN DEUDA CORPORATIVA DENOMINADA EN USD (COLOMBIA)



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

Gráfico 6
DEUDA CORPORATIVA EN LIBROS Y TASAS DE MERCADO EN DÓLARES



Notas a los EE.FF. de los emisores.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

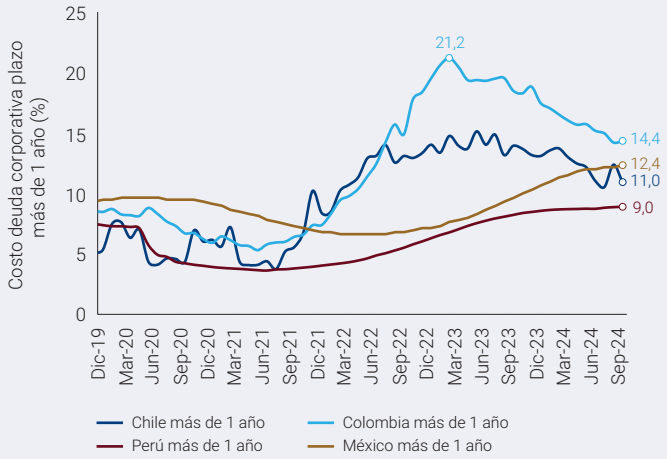
Además, la cobertura de intereses (Gráfico 8) muestra que, relativo a su operación, el pago de los intereses de la deuda se le dificulta más a las empresas colombianas, frente a las empresas de Chile, México y Perú. Continuando con el análisis, vemos que durante el último año las empresas colombianas han perdido solven-

cia, teniendo en cuenta la relación entre deuda financiera relativa a su patrimonio. El Gráfico 9, refleja cómo la relación deuda financiera a Patrimonio ha evolucionado de manera diferenciada en los países analizados, destacando tendencias de mayor endeudamiento en Chile y Colombia hacia 2024, mientras que Perú se mantiene con niveles más conservadores.

Finalmente, el análisis de los indicadores financieros del sector corporativo colombiano revela desafíos adicionales. La prueba ácida (Gráfico 10), un indicador clave de liquidez, muestra una reducción significativa en 2024, evidenciando dificultades para cubrir pasivos corrientes con activos líquidos. Esto aumenta la vulnerabilidad de las empresas ante posibles tensiones financieras y limita su capacidad para enfrentar contingencias.

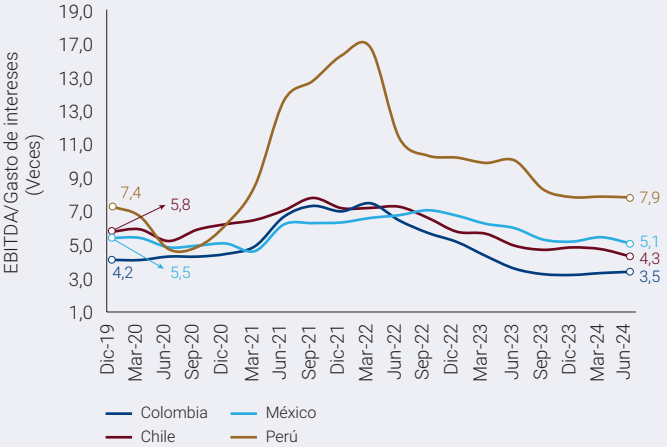
En cuanto al apalancamiento, medido como deuda neta sobre EBITDA (Gráfico 11), este se ha mantenido relativamente estable en su mediana, fluctuando entre el 0,71% y el 0,74% durante los últimos dos años. Sin embargo, esta aparente estabilidad contrasta con el aumento en la proporción de pasivos de corto plazo sobre el total de pasivos (Gráfico 12), el cual se ha incrementado desde el 38,5% al 47,0% según su mediana desde junio de 2023 hasta junio de 2024. Esto ha generado una mayor volatilidad en la estructura de deuda, haciendo que el apalancamiento sea más inestable.

Gráfico 7
COMPORTAMIENTO COSTO DE LA DEUDA BANCARIA CORPORATIVA PLAZO MÁS DE UN AÑO



Tasas promedio por periodo.
Fuente: Colombia, Banco de la República. Chile, Banco Central de Chile. Perú, Banco Central de Reserva del Perú. México, Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

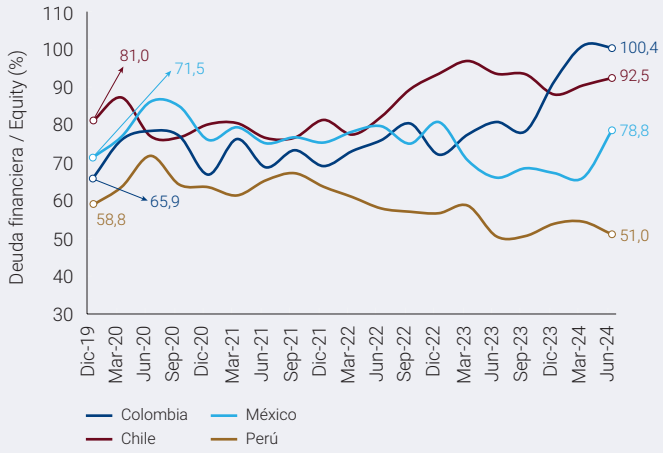
Gráfico 8
COBERTURA DEL GASTO DE INTERESES



Se tomaron 128 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tienen algún instrumento en el mercado de capitales. Corresponde a la mediana de los indicadores de las empresas por país. Información financiera corte trimestral de los últimos doce meses. Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

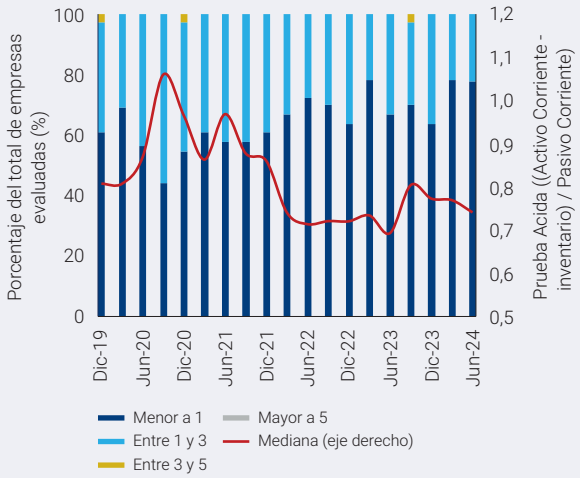
Por otra parte, y habiendo reconocido la estabilidad en la deuda neta sobre EBITDA, debemos anotar que encontramos un aumento en la financiación con proveedores, al revisar el ciclo de conversión de efectivo para las empresas analizadas. El ciclo de conversión de efectivo, que mide el tiempo necesario para convertir los

Gráfico 9
DEUDA FINANCIERA RELATIVA AL PATRIMONIO



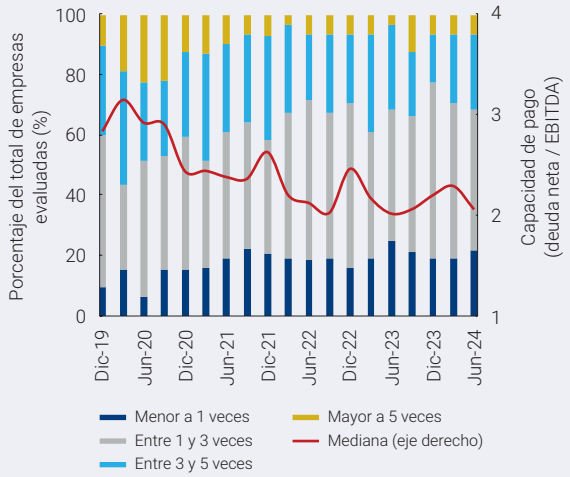
Se tomaron 128 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Corresponde a la mediana de los indicadores de las empresas por país. Información financiera corte trimestral de los últimos doce meses.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

Gráfico 10
EVOLUCIÓN DE LA LIQUIDEZ
(Prueba Ácida)



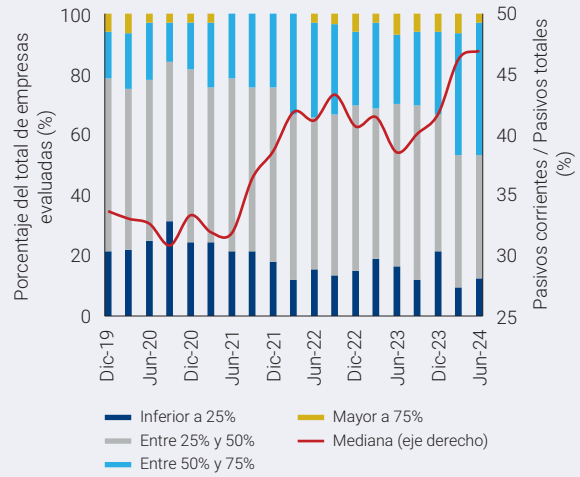
Se tomaron 33 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Información financiera corte trimestral de los últimos doce meses.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

Gráfico 11
CAPACIDAD DE PAGO
(Deuda neta / EBITDA)



Se tomaron 33 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Información financiera corte trimestral de los últimos doce meses.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

Gráfico 12
PASIVOS CORRIENTES RELATIVO A SUS PASIVOS TOTALES



Se tomaron 33 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Información financiera corte trimestral de los últimos doce meses.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

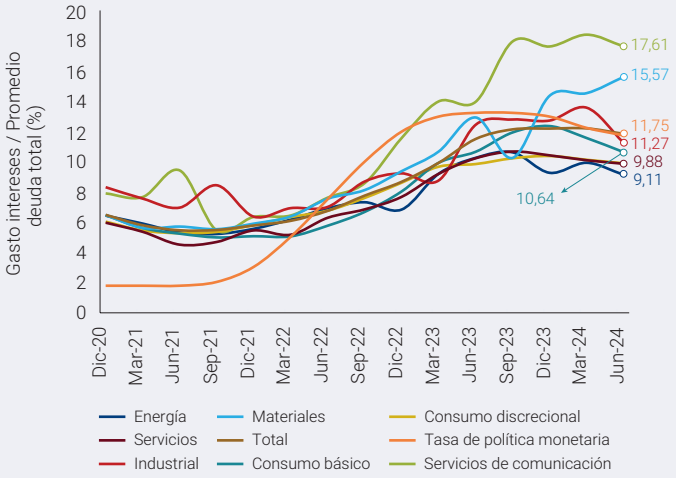
recursos operativos en efectivo disponible, muestra una ligera mejora en 2024. Esto se debe, en parte, a la extensión de los plazos de pago a proveedores, lo que ha permitido a las empresas retener efectivo por más tiempo. No obstante, esta práctica puede generar tensiones en la cadena de suministro, especialmente para las pequeñas y medianas empresas que dependen de pagos oportunos para mantener su operación.

Como conclusión general, el financiamiento a través de bonos corporativos en dólares ha experimentado un encarecimiento, particularmente en los tramos largos de la curva, en comparación con el cierre de 2023. Esto ha dificultado el acceso de las empresas colombianas a este mercado. Empresas como Ecopetrol han enfrentado un deterioro en el costo de su deuda, evidenciado al comparar el valor en libros con las tasas actuales del mercado de capitales. No obstante, tras dos años de incrementos, el costo de la deuda se estabilizó en niveles elevados al cierre del segundo trimestre de 2024, y los reportes financieros del tercer trimestre muestran señales alentadoras, con una leve disminución en los gastos financieros. Finalmente, el análisis del espacio de endeudamiento resalta disparidades significativas entre las empresas del sector real, destacando que Ecopetrol, ISA y ETB necesitan ajustar su deuda a la baja para alinearse con sus niveles históricos.

Optimismo moderado para 2025

Como se observa en el Gráfico 13, al corte de junio, el costo de la deuda se estabilizó en niveles altos, sin evidenciar una mejora significativa. Esto, a pesar de la reducción en las tasas de crédito en Colombia desde el segundo trimestre de 2023 y la disminución de la Tasa de Política Monetaria desde finales del mismo año. Sin embargo, al cierre de este análisis, basado en una muestra de 33 empresas de diversas industrias del sector real con instrumentos en el mercado de capitales y que han reportado resultados financieros del tercer trimestre de 2024, se comienza a notar una reacción positiva en el costo de la deuda corporativa, reflejada en leves disminuciones de los gastos financieros en proporción a la deuda.

Gráfico 13
COSTO DE LA DEUDA IMPLÍCITA: CARGA FINANCIERA RELATIVA A LA DEUDA FINANCIERA



Se tomaron 33 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tengan algún instrumento en el mercado de capitales. Corresponde a la mediana por cada sector. El indicador corresponde a los Gastos por intereses / ((Deuda Financiera T-1 + Deuda Financiera T) /2). Información financiera corte trimestral de los últimos doce meses.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

Es así como en 2025 esperamos que la inflación continúe disminuyendo, al igual que las tasas de política monetaria del Banco de la República, pero con disminuciones mucho menores frente a las que se presentaron en 2024.

Por lo anterior, nos preocupa que en el sector corporativo luego de varios años de tolerar tasas de interés altas, el costo de la deuda no disminuya lo suficiente en 2025 como para incentivar la realización de nuevas inversiones y viabilizar proyectos. Adicionalmente, lo más probable es que la recuperación sea desigual entre sectores. Mientras que industrias como la energía e infraestructura podrían beneficiarse rápidamente de las mejores condiciones de financiamiento, la calidad de la cartera comercial de los sectores de construcción, industria y comercio, seguramente limitarán su acceso a las mejores tasas de interés.

El entorno regulatorio y de inversión desempeñará un papel fundamental en la recuperación del sector corporativo. La implementación de políticas orientadas a fortalecer la confianza de los inversionistas, eliminar barreras de acceso al financiamiento y promover un ambiente competitivo serán clave para garantizar una recuperación sostenida. Entre las acciones prioritarias se encuentran el impulso al mercado de capitales local, la mitigación de las percepciones de riesgo país y el diseño de incentivos que favorezcan la inversión a largo plazo. Estas medidas serán determinantes para consolidar un marco financiero más sólido y atractivo para el desarrollo empresarial.

En conclusión, el endeudamiento corporativo en Colombia durante 2024 ha reflejado las vulnerabilidades del sector ante un entorno de altos costos financieros y una economía en desaceleración. Aunque las señales de mejora hacia finales del año son alentadoras, el camino hacia la sostenibilidad financiera será largo y requerirá un esfuerzo conjunto de empresas, reguladores y mercado de capitales. Las perspectivas para 2025 presentan oportunidades, pero también retos que demandan una respuesta rápida, estratégica y coordinada para garantizar el crecimiento económico y la estabilidad financiera a largo plazo.

Espacio de endeudamiento en empresas del sector real

A continuación, se presenta la Tabla 1 que detalla el espacio financiero de algunas empresas del sector real, basado en su más reciente EBITDA, deuda y caja, frente a sus métricas de endeudamiento promedio desde 2019.

Nota Metodológica

Para la construcción y posterior evaluación del comportamiento de los indicadores de liquidez, capacidad de pago y endeudamiento se utilizó como referencia la información financiera que provee la herramienta de Standard & Poor's - Capital IQ. Se empleó información financiera de 128 empresas colombianas, chilenas, mexicanas y peruanas pertenecientes a diversos sectores, excluyendo el sector financiero, todas ellas con productos financieros listados en el mercado de capitales. Para evaluar la capacidad de pago, los indicadores de liquidez y endeudamiento, se consideraron los siguientes rubros:

Tabla 1
ESPACIO DE ENDEUDAMIENTO EMPRESAS SECTOR REAL COLCAP
*(Denominación COP)**

Empresa	Cobertura de intereses (actual - promedio)	Espacio de endeudamiento actual (%)		Ajuste esperado
		Deuda bruta /EBITDA	Deuda neta /EBITDA	
Ecopetrol	-2,7x	-20,50%	-7,60%	Menor endeudamiento
ISA	-0,3x	-5,90%	-6,00%	Menor endeudamiento
GEB	0,7x	-10,40%	8,10%	Mayor endeudamiento
Cementos Argos	-0,9x	23,80%	57,50%	Mayor endeudamiento
Grupo Argos	0,2x	64,10%	64,30%	Mayor endeudamiento
Celsia	-1,4x	-7,30%	-8,40%	Menor endeudamiento
Promigas	-0,8x	6,70%	4,30%	Mayor endeudamiento
Terpel	-0,1x	59,90%	51,00%	Mayor endeudamiento
ETB	-2,7x	-34,60%	-64,40%	Menor endeudamiento

* En esta tabla establecemos el espacio de endeudamiento de las empresas basados en el nivel de los indicadores promedio de endeudamiento de los últimos cinco años (nos basamos en el indicador de Deuda Neta sobre EBITDA). Calculamos el nivel de endeudamiento que podría tener la empresa hoy (al 2T24) si estuviera endeudada acorde al indicador promedio, la diferencia entre estos valores resulta en el espacio o la falta de espacio para asumir más deuda de acuerdo con la generación actual de EBITDA. Los demás indicadores de endeudamiento consagrados sirven para complementar el análisis.

Cálculos: Corficolombiana.

Fuente: Capital IQ.

- Prueba Acida = Activo Corriente - Inventario / Pasivo Corriente
- Deuda neta = Deuda financiera - Caja - Inversiones de corto plazo - activos financieros mantenidos para compra y venta
- Cobertura de Intereses = EBITDA / Gasto de intereses
- Costo de la Deuda Implícita = Gastos por intereses / ((Deuda Financiera T-1 + Deuda Financiera T) /2)
- EBITDA = Ingresos totales - Costos y gastos operacionales totales + Depreciaciones + Amortizaciones (incluyen los relacionados con goodwill y activos intangibles)
- Capital de trabajo neto = (Total activos corrientes - Caja - Inversiones de corto plazo) - (Total pasivos corrientes - Prestamos a corto plazo - Porción actual deuda a largo plazo)
- Total Activo Corriente e Inventarios
- Gasto de intereses
- Intervalo de defensa = Activos Corrientes / Gastos operativos diarios

Tabla 2
ESTRUCTURA DE CAPITAL, ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ DE COMPAÑÍAS EN COLOMBIA

			D/(D+E)		Deuda Neta/ EBITDA		Prueba Ácida	
Sector	Industria primaria	Compañía	2023	2T-2024	2023	2T-2024	2023	2T-2024
Energía	Petróleo y gas integrados	Ecopetrol S.A.	50,65%	53,77%	1,6x	1,8x	1,3x	1,1x
	Almacenamiento y transporte petróleo y gas	Promioriente SA ESP	27,29%	30,11%	0,5x	0,9x	2,4x	0,5x
Materiales	Acero	Acerías Paz del Río S. A.	23,49%	23,79%	1,7x	1,9x	0,5x	0,4x
	Materiales de construcción	Grupo Argos S.A.	33,91%	27,82%	2,2x	1,5x	0,7x	0,7x
		Cementos Argos S.A.	45,58%	29,24%	2,6x	1,2x	0,6x	0,9x
		Manufacturas de Cemento S.A.		19,18%	0,0x	0,7x	0,0x	0,8x
	Oro	Mineros S.A.	8,67%	7,68%		0,0x	1,3x	0,8x
	Productos y materiales de embalaje papel y plástico	Compañía de Empaques S.A.	50,04%	52,59%	1,6x	1,9x	0,8x	0,7x
	Productos químicos básicos	Enka de Colombia S.A.	16,47%	13,82%	1,7x	0,7x	1,2x	1,5x
Servicios públicos	Empresas de electricidad	CELSIA S.A. E.S.P.	47,78%	50,60%	2,4x	3,1x	0,6x	0,6x
		Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	54,20%	55,42%	3,0x	3,4x	2,2x	2,2x
		Enel Colombia S.A. E.S.P.	41,00%	40,01%	1,3x	1,3x	0,6x	0,6x
	Servicios públicos de gas	Surtidora de Gas del Caribe S.A. E.S.P.	43,69%	44,74%	2,9x	3,4x	1,9x	2,0x
		Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	48,94%	51,13%	4,5x	4,9x	1,2x	0,8x
		Promigas S.A. E.S.P.	60,61%	60,91%	4,1x	4,0x	1,2x	0,9x
		Gas Natural del Oriente S.A., E.S.P.	48,99%	58,95%	2,3x	3,3x	1,7x	1,2x
		Gases de Occidente S.A. E.S.P.	73,58%	75,98%	5,0x	2,3x	1,4x	1,0x
Industrial	Construcción e ingeniería	Construcciones El Condor S.A.	57,21%	59,30%		27,5x	0,8x	1,4x
		Constructora Conconcreto S.A.	35,94%	35,42%	7,1x	13,0x	0,9x	0,7x
		Construcciones Civiles S.A.	17,02%		0,4x	0,0x	2,0x	0,0x
	Empresas comerciales y distribuidores	Primax Colombia S.A.	55,20%	56,72%	2,4x	1,7x	0,4x	0,6x
	Productos de construcción	Tecnoglass Inc.	23,97%	21,62%	0,1x	0,1x	1,4x	1,6x
Consumo masivo	Hipermercados y super centros	Almacenes Éxito S.A.	27,63%	35,27%	0,9x	2,2x	0,4x	0,3x
	Alimentos envasados y carnes	Grupo Nutresa S. A.	44,41%	42,18%	1,7x	1,8x	0,9x	1,0x
		Colombina S.A.	81,42%	84,82%	2,7x	3,4x	0,4x	0,0x
		Mayagüez S.A.	55,80%	57,22%	2,2x	2,6x	0,3x	0,3x
Consumo discrecional	Suministro de gasolina	Organización Terpel S.A.	60,76%	58,23%	2,5x	2,0x	0,8x	0,7x
	Venta al por menor de productos para el hogar	Sodimac Colombia S.A.	48,46%	49,60%	1,7x	2,1x	0,5x	0,4x
Telecomunicaciones	Servicios Integrados de Telecomunicaciones	Empresa Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P.	28,33%	29,80%	1,9x	2,8x	0,7x	0,6x
		UNE EPM Telecomunicaciones S.A.	91,63%	94,65%	2,4x	2,2x	0,4x	0,2x
		Colombia Telecomunicaciones S. A. E.S.P. BIC	61,31%	59,51%	4,5x	4,2x	0,4x	0,3x
	Radiodifusión	Caracol Televisión S.A.	21,85%	36,20%	0,6x	1,7x	0,7x	0,9x
		RCN Televisión S.A.	52,29%	54,14%	4,0x		0,6x	0,5x

La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard (GICS). Los indicadores se obtienen con información finaciera de los últimos 12 meses. Se utiliza el EBITDA ajustado.
Prueba Acida = Activo Corriente / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.
D/(D+E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a libros), Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%). Valores vacios corresponden a datos no disponibles o a valores negativos del patrimonio.
Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago. En el indicador, si el numerador o el denominador es negativo se deja vacio.
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Corte con información financiera a 30 de junio de 2024.

Tabla 3
ESTRUCTURA DE CAPITAL, ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ DE COMPAÑÍAS EN CHILE

			D/(D+E)		Deuda Neta/ EBITDA		Prueba Ácida	
Sector	Industria primaria	Compañía	2023	2T-2024	2023	2T-2024	2023	2T-2024
Energía	Exploración y producción de petróleo y gas	Empresa Nacional del Petróleo	69,07%	66,74%	2,8x	3,3x	0,9x	0,7x
Inmobiliario	Empresas operadoras de bienes raices	Parque Arauco S.A.	46,77%	48,60%	5,3x	5,1x	1,5x	1,3x
		Plaza S.A.	32,79%	31,69%	3,3x	3,3x	1,5x	3,1x
		Cencosud Shopping S.A.	21,80%	21,82%	2,5x	0,0x	1,2x	1,2x
Materiales	Cobre	Corporación Nacional del Cobre de Chile	65,31%	66,84%	4,6x	4,4x	1,1x	1,2x
	Productos químicos especiales	Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	44,95%	47,65%	0,7x	1,2x	1,4x	1,3x
	Productos de papel	Empresas CMPC S.A.	42,41%	41,80%	5,2x	5,7x	0,9x	1,3x
	Acero	CAP S.A.	31,80%	34,76%	1,4x	1,7x	0,7x	0,6x
	Fertilizantes y productos químicos agrícolas	Soquimich Comercial S.A.	6,23%	5,33%			1,8x	1,1x
	Productos y materiales embalaje de papel y plástico	Envases del Pacifico S.A.	17,69%	13,79%	1,0x	1,4x	0,9x	0,8x
Servicios públicos	Empresas de electricidad	Empresa Eléctrica Cochrane SpA.	85,06%	85,07%	3,1x	3,4x	1,1x	1,1x
		Enel Américas S.A.	32,38%	28,02%	2,1x	0,8x	0,5x	1,1x
		Enel Chile S.A.	44,96%	47,70%	3,4x	3,5x	0,8x	1,0x
		Engie Energia Chile S.A.	62,42%	61,79%	5,3x	4,4x	1,1x	1,2x
		Transelec S.A.	67,21%	66,06%	4,4x	4,8x	1,3x	0,4x
	Productores independientes de energía y comerciantes energía	Colbún S.A.	40,67%	39,63%	1,4x	1,6x	2,7x	3,7x
	Servicios de agua	Aguas Andinas S.A.	59,38%	60,81%	3,7x	3,9x	0,7x	0,9x
		Inversiones Aguas Metropolitanas S.A.	52,80%	54,19%	3,8x	3,8x	0,7x	0,9x
	Electricidad Renovable	AES Andes S.A.	65,91%	64,78%	3,9x	3,9x	0,8x	0,9x
Industrial	Transporte Marítimo	Compañía Sud Americana de Vapores S.A.	0,02%	0,02%			5,7x	20,9x
	Transporte ferroviario	Empresa de Los Ferrocarriles del Estado					1,7x	2,3x
	Conglomerado Industrial	AntarChile S.A.	45,52%	45,30%			1,0x	1,0x
	Transporte Áereo	LATAM Airlines Group S.A.	94,06%	93,09%			0,6x	0,6x
Tecnología	Consultoría informática y otros servicios	Sonda S.A.	39,20%	40,41%	2,1x	2,3x	1,2x	1,2x
Consumo masivo	Cerveceras	Compañía Cervecerías Unidas S.A.	50,26%	48,41%	2,1x	2,6x	1,6x	1,5x
	Destiladores y viticultores	Viña Concha y Toro S.A.	39,95%	40,50%	4,6x	3,6x	0,7x	0,6x
	Refrescos y Bebidas No Alcohólicas	Embotelladora Andina S.A.	52,81%	50,72%	1,5x	1,7x	1,1x	1,0x
	Comercio minorista de alimentos	SMU S.A.	57,05%	58,57%	3,8x	4,7x	0,4x	0,3x
	Venta al por menor mercancías de consumo básico	Cencosud S.A.	56,20%	53,24%	3,5x	3,9x	0,3x	0,3x
	Alimentos y carnes envasados	Empresas AquaChile S.A.	7,02%	5,57%			0,7x	1,0x
Consumo discrecional	Venta al por menor de línea amplia	Falabella S.A.	46,91%	45,38%	8,0x	4,1x	2,3x	2,6x
		Ripley Corp S.A.	69,23%	67,92%		58,9x	0,6x	0,6x
	Venta minorista de automóviles	Empresas Copec S.A.	45,51%	45,17%	4,2x	3,4x	1,1x	1,0x
Telecomunicaciones	Servicios integrados de telecomunicaciones	Telefónica Chile S.A.	6,92%	8,78%		0,2x	0,8x	0,8x
	Servicios de telecomunicaciones inalámbricas	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	61,76%	62,20%	3,1x	3,6x	1,0x	0,9x
		Telefonica Moviles Chile S.A.	50,13%	51,25%	4,0x	4,7x	0,9x	0,8x
		Almendral S.A.	59,72%	59,90%	3,1x	3,5x	1,0x	0,9x
	Peliculas y Entretenimiento	Azul Azul S.A.	64,40%	62,07%	3,2x	2,1x	0,5x	0,7x

La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard (GICS). Los indicadores se obtienen con información finaciera de los últimos 12 meses. Se utiliza el EBITDA ajustado.
Prueba Acida = Activo Corriente / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.
D/(D+E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a libros), Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%). Valores vacios corresponden a datos no disponibles o a valores negativos del patrimonio.
Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago. En el indicador, si el numerador o el denominador es negativo se deja vacio.
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Corte con información financiera a 30 de junio de 2024.

Tabla 4
ESTRUCTURA DE CAPITAL, ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ DE COMPAÑÍAS EN MÉXICO

			D/(D+E)		Deuda Neta/ EBITDA		Prueba Ácida	
Sector	Industria primaria	Compañía	2023	2T-2024	2023	2T-2024	2023	2T-2024
Inmobiliario	Empresas operadoras de bienes raíces	Corporación Inmobiliaria Vesta, S.A.B. de C.V.	26,92%	25,58%	2,5x	3,0x	3,7x	3,0x
	Bienes Raices Diversificados	Fibra UNO	39,79%	41,20%	6,9x	7,1x	0,3x	0,4x
Energía	Petróleo y Gas Integrados	Petróleos Mexicanos			5,7x	6,3x	0,4x	0,3x
Materiales	Materiales de construcción	CEMEX, S.A.B. de C.V.	40,26%	38,43%	2,3x	2,1x	0,4x	0,5x
		GCC, S.A.B. de C.V.	22,93%	22,41%			3,8x	3,6x
	Metales preciosos y minerales	Industrias Peñoles, S.A.B. de C.V.	35,00%	35,36%	2,6x	1,8x	1,5x	1,6x
	Metales y minería diversificados	Grupo México, S.A.B. de C.V.	29,95%	28,58%	0,4x	0,3x	4,2x	3,5x
	Productos químicos básicos	Orbia Advance Corporation, S.A.B. de C.V.	61,62%	64,33%	2,9x	4,1x	1,2x	1,0x
		ALPEK, S.A.B. de C.V.	52,55%	52,52%	3,2x	3,6x	0,8x	0,8x
Industrial	Autopistas y vías férreas	Promotora y Operadora de Infraestructura, S.A.B. de C.V.	20,31%	17,49%			3,2x	4,9x
		Red de Carreteras de Occidente, S.A.P.I. de C.V.	86,82%	85,82%	3,3x	3,1x	1,6x	
	Aerolíneas	Grupo Aeroportuario del Sureste, S.A.B. de C.V.	19,18%	18,62%			3,5x	3,9x
		Grupo Aeroportuario del Centro Norte, S.A.B. de C.V.	53,06%	57,58%	1,0x	1,1x	1,7x	0,8x
		Grupo Aeroportuario del Pacífico, S.A.B. de C.V.	65,99%	68,90%	1,7x	1,7x	1,1x	0,7x
	Aerolíneas de pasajeros	Controladora Vuela Compañía de Aviación, S.A.B. de C.V.	93,59%	92,72%	3,9x	3,2x	0,6x	0,5x
	Conglomerados industriales	Grupo Carso, S.A.B. de C.V.	26,31%	29,38%	1,2x	1,7x	1,2x	1,2x
		Alfa S.A.B. de C.V.	76,43%	75,68%	3,4x	3,7x	0,6x	0,8x
Telecomunicaciones	Servicios integrados de telecomunicaciones	Axtel, S.A.B. de C.V.	77,38%	80,53%	3,3x	3,1x	1,2x	1,4x
	Servicios de telecomunicaciones inalámbricas	América Móvil, S.A.B. de C.V.	59,74%	62,71%	1,8x	2,1x	0,6x	0,6x
	Cable y satélite	Megacable Holdings, S.A.B. de C.V.	38,68%	44,06%	1,6x	1,6x	0,5x	0,7x
		Grupo Televisa, S.A.B.	41,57%	44,67%	2,4x	2,3x	1,6x	2,1x
Consumo masivo	Destiladores y viticultores	Becle, S.A.B. de C.V.	31,94%	32,19%	2,8x	2,6x	1,7x	1,5x
	Venta al por menor de mercancías de consumo básico	Wal-Mart de México, S.A.B. de C.V.	27,43%	28,36%	0,4x	0,3x	0,4x	0,4x
	Refrescos y Bebidas No Alcohólicas	Arca Continental, S.A.B. de C.V.	25,59%	24,08%	0,6x	0,5x	0,9x	1,1x
		Coca-Cola FEMSA, S.A.B. de C.V.	35,60%	35,55%	1,0x	0,8x	1,0x	0,9x
		Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V.	38,10%	39,44%	0,5x	1,5x	1,4x	0,9x
	Alimentos envasados y carnes	Gruma, S.A.B. de C.V.	50,65%	50,26%	1,5x	1,3x	0,9x	0,8x
		Grupo Bimbo, S.A.B. de C.V.	55,56%	58,85%	2,3x	2,7x	0,5x	0,6x
		Sigma Alimentos, S.A. de C.V.	73,45%	71,00%	2,2x	2,1x	0,5x	0,8x
	Productos para el hogar	Kimberly-Clark de México, S.A.B. de C.V.	82,55%	83,75%	1,0x	0,8x	1,4x	1,1x
	Venta al por menor de alimentos	Grupo Comercial Chedraui, S.A.B. de C.V.	50,73%	54,71%	1,5x	2,2x	0,4x	0,3x
Consumo discrecional	Venta al por menor de línea amplia	El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V.	22,82%	22,07%	0,4x	0,6x	1,2x	1,2x
	Restaurantes	Alsea, S.A.B. de C.V.	82,75%	87,40%	2,4x	2,7x	0,4x	0,3x
Salud	Productos farmacéuticos	Genomma Lab Internacional, S.A.B. de C.V.	39,79%	37,85%	1,3x	1,5x	1,2x	1,3x
Servicios públicos	Empresas de electricidad	Comisión Federal de Electricidad	55,33%	63,66%	4,3x	6,2x	0,6x	0,7x

La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard (GICS). Los indicadores se obtienen con información finaciera de los últimos 12 meses. Se utiliza el EBITDA ajustado.
Prueba Acida = Activo Corriente / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.
D/(D+E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a libros), Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%). Valores vacios corresponden a datos no disponibles o a valores negativos del patrimonio.
Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago. En el indicador, si el numerador o el denominador es negativo se deja vacio.
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Corte con información financiera a 30 de junio de 2024.

Tabla 5
ESTRUCTURA DE CAPITAL, ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ DE COMPAÑÍAS EN PERÚ

			D/(D+E)		Deuda Neta/ EBITDA		Prueba Ácida	
Sector	Industria primaria	Compañía	2023	2T-2024	2023	2T-2024	2023	2T-2024
Energía	Refinación y comercialización de petróleo y gas	Petróleos del Perú - PETROPERÚ S.A.	79,46%	85,71%			0,1x	0,1x
Inmobiliario	Actividades inmobiliarias diversificadas	Inversiones Centenario S.A.A.	32,68%	32,20%	9,0x	8,1x	0,6x	0,5x
Materiales	Materiales de construcción	Cementos Pacasmayo S.A.A.	57,06%	54,67%	2,9x	2,7x	0,3x	0,3x
		Unacem Corp S.A.A.	48,85%	49,81%	3,6x	3,7x	0,5x	0,4x
	Metales y minería diversificados	Minsur S.A.	35,65%	33,92%	0,9x	0,8x	1,0x	1,1x
		Sociedad Minera El Brocal S.A.A.	15,63%	13,01%			1,0x	1,5x
		Nexa Resources Perú S.A.A.	1,36%	1,45%			1,7x	1,8x
	Oro	Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	18,23%	17,39%	3,0x	1,8x	1,1x	1,1x
	Acero	Corporacion Aceros Arequipa S.A.	48,98%	47,01%	4,6x	3,7x	0,6x	0,6x
		Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	14,47%	16,44%	0,5x	0,5x	0,8x	0,8x
		Southern Peru Copper Corporation - Sucursal del Peru	0,11%	0,05%			1,6x	2,1x
		Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	0,88%	0,76%			2,4x	3,0x
Industrial	Empresas comerciales y distribuidores	Ferreycorp S.A.A.	46,95%	42,03%	2,5x	1,9x	0,5x	0,6x
	Construcción e ingeniería	Aenza S.A.A.	52,53%	57,32%	1,0x	1,8x	0,9x	1,3x
Servicios públicos	Productores independientes y comerciantes de energía	Engie Energía Perú S.A.	34,36%	33,66%	3,2x	3,9x	1,3x	1,3x
	Empresas de electricidad	Pluz Energía Perú S.A.A.	38,19%	38,71%	2,1x	2,3x	0,3x	0,3x
	Energía renovable	Orygen Perú S.A.A.	32,28%		0,8x		0,7x	1,4x
Consumo masivo	Venta al por menor de mercancías de consumo básico	InRetail Perú Corp.	63,35%	64,06%	2,6x	2,7x	0,4x	0,4x
	Alimentos y carnes envasados	Alicorp S.A.A.	63,80%	64,84%	3,0x	2,9x	0,6x	0,5x
		Casa Grande S.A.A.	24,51%	27,96%	1,1x	1,4x	0,7x	0,4x
	Cerveceras	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	8,69%	2,71%			0,4x	0,5x
Telecomunicaciones	Servicios Integrados de Telecomunicaciones	Telefónica del Perú S.A.A.	80,59%	81,61%	4,4x	7,0x	0,2x	0,2x

La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard (GICS). Los indicadores se obtienen con información finaciera de los últimos 12 meses. Se utiliza el EBITDA ajustado.

Prueba Acida = Activo Corriente / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.

D/(D+E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a libros), Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%). Valores vacios corresponden a datos no disponibles o a valores negativos del patrimonio.

Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago. En el indicador, si el numerador o el denominador es negativo se deja vacio.

Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Corte con información financiera a 30 de junio de 2024.

Tabla 6

COLOMBIA: INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO PARA LAS EMPRESAS QUE PERTENECEN AL MSCI COLCAP

	Deuda Total / EBITDA		Deuda Neta / EBITDA		EBITDA/Gasto de Intereses		Deuda Largo Plazo/(Deuda largo plazo + Patrimonio a libros)		Tasa de Tributación	Beta	
										Apalancado*	Desapalancado*
Industría y Empresa	2023	2T-2024	2023	2T-2024	2023	2T-2024	2023	2T-2024	E.A%	31/10/24	31/10/24
Servicios											
CELSIA S.A. E.S.P.	2,7x	3,3x	2,4x	3,1x	2,2x	2,2x	42,0%	41,0%	35,15%	0,56	0,42
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	5,2x	5,5x	4,5x	4,9x	2,6x	2,7x	45,8%	48,2%	15,59%	0,53	0,37
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	3,7x	4,2x	3,0x	3,4x	3,6x	3,5x	52,0%	53,1%	21,84%	0,92	0,64
Promigas S.A. E.S.P.	4,6x	4,4x	4,1x	4,0x	2,2x	2,6x	54,4%	54,2%	25,14%	0,70	0,48
Servicios Financieros											
Bolsa de Valores de Colombia S.A.	0,2x	0,2x			398,2x	806,8x			32,23%	0,36	0,34
Corporación Financiera Colombiana S.A.									38,12%	0,92	0,92
Grupo de Inversiones Suramericana S.A.	2,1x	1,2x	1,4x	1,0x	4,6x	7,6x	18,3%	25,8%	27,45%	1,00	0,82
Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (3-2-4241)	6,4x	6,2x	6,3x	6,1x	1,1x	1,2x	28,6%	28,3%	0,00%		
Materiales											
Grupo Argos S.A.	2,6x	2,0x	2,2x	1,5x	2,6x	3,3x	27,3%	20,6%	34,33%	0,81	0,68
Cementos Argos S.A.	3,0x	2,4x	2,6x	1,2x	2,8x	2,5x	34,8%	19,0%	45,33%	1,27	1,09
Mineros S.A.	0,2x	0,2x		0,0x	20,0x	17,0x	3,1%	2,0%	36,64%	0,67	0,64
Energía											
Canacol Energy Ltd	3,1x	2,9x	2,9x	2,7x	3,9x	3,8x	65,3%	66,6%	81,31%	0,29	0,25
Ecopetrol S.A.	1,8x	2,1x	1,6x	1,8x	8,5x	7,9x	46,5%	49,8%	32,74%	1,10	0,81
Distribución y Retail de Consumo Discrecional											
Organización Terpel S.A.	3,2x	2,5x	2,5x	2,0x	2,5x	3,4x	46,2%	43,3%	34,92%	0,64	0,47
Servicios de Telecomunicación											
Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P.	2,7x	3,0x	1,9x	2,8x	1,8x	1,7x	25,0%	22,5%	22,42%	0,33	0,27

* Beta apalancado se calcula utilizando las variaciones de precios de cierre mensuales. El índice de referencia utilizado para calcular el Beta de las acciones es el índice principal del país al que pertenece la acción. Se utiliza el EBITDA Ajustado.

Para el cálculo de la Tasa de Tributación Efectiva E.A% se utiliza promedio del Gasto por Impuestos de los últimos 20 trimestres con información financiera de los últimos 12 meses / promedio Utilidad antes de impuestos últimos 20 trimestres con información financiera de los últimos 12 meses. El Beta desapalancado = Beta apalancado /1+((1-Tx)*(Deuda/Patrimonio)). Tx = Tasa efectiva de tributación.

Fuente: Refinitiv Eikon y Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Corte betas a corte 31 de octubre de 2024. Corte con información financiera a 30 de junio de 2024.

Tabla 7

CHILE: INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO PARA LAS EMPRESAS QUE PERTENECEN AL S&P CLX IPSA

	Deuda Total / EBITDA		Deuda Neta / EBITDA		EBITDA/Gasto de Intereses		Deuda Largo Plazo/(Deuda largo plazo + Patrimonio a libros)		Tasa de Tributación	Beta	
										Apalancado*	Desapalancado*
Industria y Empresa	2023	2T-2024	2023	2T-2024	2023	2T-2024	2023	2T-2024	E.A%	31/10/24	31/10/24
Servicios de comunciación											
Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	4,1x	4,2x	3,1x	3,6x	6,1x	6,1x	51,5%	51,8%	34,24%	1,07	0,76
Consumo discrecional											
Empresas Copec S.A.	5,2x	4,1x	4,2x	3,4x	3,4x	4,2x	37,2%	36,2%	22,55%	0,82	0,61
Falabella S.A.	9,6x	4,8x	8,0x	4,1x	2,0x	4,0x	36,4%	33,9%	26,96%	1,33	1,00
Ripley Corp S.A.		60,9x		58,9x		0,8x	27,7%	23,2%	25,19%	1,52	1,01
Productos básicos de consumo											
Cencosud S.A.	4,0x	4,2x	3,5x	3,9x	4,7x	4,3x	46,4%	46,0%	38,48%	0,80	0,60
Compañía Cervecerías Unidas S.A.	3,8x	4,7x	2,1x	2,6x	4,6x	3,9x	48,0%	44,3%	25,13%	0,44	0,32
Embotelladora Andina S.A.	2,3x	2,3x	1,5x	1,7x	7,4x	7,4x	51,2%	48,2%	32,60%	0,44	0,33
SMU S.A.	4,2x	5,3x	3,8x	4,7x	4,8x	3,8x	31,5%	29,5%	8,63%	0,96	0,62
Viña Concha y Toro S.A.	5,0x	3,9x	4,6x	3,6x	5,7x	7,1x	27,8%	25,5%	20,75%	0,72	0,54
Industrial											
Compañía Sud Americana de Vapores S.A.									12,49%	0,80	0,80
Tecnologías de la información											
Sonda S.A.	3,3x	3,3x	2,1x	2,3x	3,7x	3,3x	26,3%	25,8%	46,33%	1,00	0,82
Materiales											
CAP S.A.	2,1x	2,4x	1,4x	1,7x	7,9x	6,5x	22,7%	24,3%	34,95%	0,72	0,59
Empresas CMPC S.A.	6,1x	6,4x	5,2x	5,7x	3,6x	3,0x	37,7%	39,2%	31,13%	0,54	0,42
Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	1,4x	2,3x	0,7x	1,2x	25,3x	11,7x	36,6%	37,2%	34,07%	1,03	0,79
Soquimich Comercial S.A.	0,3x	0,3x			92,4x	96,3x			27,92%	0,47	0,45
Bienes raices											
Parque Arauco S.A.	6,8x	6,9x	5,3x	5,1x	3,7x	3,5x	42,1%	42,2%	26,34%	1,06	0,78
Plaza S.A.	3,9x	4,0x	3,3x	3,3x	7,0x	7,6x	31,6%	30,1%	20,93%	1,13	0,91
Cencosud Shopping S.A.	2,7x	0,0x	2,5x	0,0x	134,3x		20,3%	20,5%	22,24%	0,90	0,77
Servicios											
Aguas Andinas S.A.	4,1x	4,3x	3,7x	3,9x	6,5x	6,6x	56,0%	58,9%	21,50%	1,07	0,72
Colbún S.A.	2,7x	2,8x	1,4x	1,6x	10,7x	12,1x	38,2%	37,2%	29,67%	0,71	0,55
Enel Américas S.A.	2,6x	2,1x	2,1x	0,8x	4,2x	4,3x	23,6%	20,7%	37,09%	0,90	0,77
Enel Chile S.A.	4,0x	3,7x	3,4x	3,5x	9,1x	8,7x	38,1%	44,5%	27,87%	0,74	0,55
Engie Energia Chile S.A.	6,0x	5,1x	5,3x	4,4x	3,0x	4,0x	56,6%	56,1%	21,98%	0,85	0,57
Inversiones Aguas Metropolitanas S.A.	4,1x	4,2x	3,8x	3,8x	6,5x	6,8x	49,3%	52,3%	21,72%	1,00	0,70

* Beta apalancado se calcula utilizando las variaciones de precios de cierre mensuales. El índice de referencia utilizado para calcular el Beta de las acciones es el índice principal del país al que pertenece la acción. Se utiliza el EBITDA Ajustado.

Para el cálculo de la Tasa de Tributación Efectiva E.A% se utiliza promedio del Gasto por Impuestos de los últimos 20 trimestres con información financiera de los últimos 12 meses / promedio Utilidad antes de impuestos últimos 20 trimestres con información financiera de los últimos 12 meses. El Beta desapalancado = Beta apalancado /1+((1-Tx)*(Deuda/Patrimonio)). Tx = Tasa efectiva de tributación.

Fuente: Refinitiv Eikon y Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Corte betas a corte 31 de octubre de 2024. Corte con información financiera a 30 de junio de 2024.

Tabla 8

MÉXICO: INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO PARA LAS EMPRESAS QUE PERTENECEN AL S&P BMV IPC

Industria y Empresa	Deuda Total / EBITDA		Deuda Neta / EBITDA		EBITDA/Gasto de Intereses		Deuda Largo Plazo/(Deuda largo plazo + Patrimonio a libros)		Tasa de Tributación	Beta	
	2023	2T-2024	2023	2T-2024	2023	2T-2024	2023	2T-2024	E.A%	Apalancado* 31/10/24	Desapalancado* 31/10/24
Bienes											
Alfa S.A.B. de C.V.	4,3x	4,6x	3,4x	3,7x	3,5x	3,3x	72,5%	74,2%	57,04%	1,22	0,92
Grupo Carso, S.A.B. de C.V.	1,7x	2,1x	1,2x	1,7x	5,2x	4,6x	15,6%	18,8%	21,46%	1,51	1,23
Servicios al consumidor											
Alsea, S.A.B. de C.V.	2,8x	3,0x	2,4x	2,7x	3,4x	3,8x	71,8%	78,7%	31,07%	1,88	1,17
Distribución y venta minorista de bienes de consumo básico											
Grupo Comercial Chedraui, S.A.B. de C.V.	2,1x	2,7x	1,5x	2,2x	7,1x	6,9x	15,1%	14,6%	29,74%	0,58	0,42
Wal-Mart de México, S.A.B. de C.V.	0,8x	0,8x	0,4x	0,3x	12,0x	12,2x			24,86%	0,66	0,54
Servicios Financieros											
Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V.	0,2x	0,2x			149,2x	144,8x			28,75%	0,81	0,78
Gentera, S.A.B. de C.V.									28,33%	1,83	1,83
Alimentos, Bebidas y Tabaco											
Arca Continental, S.A.B. de C.V.	1,1x	1,1x	0,6x	0,5x	11,4x	11,1x	19,9%	22,2%	31,20%	0,52	0,45
Becle, S.A.B. de C.V.	3,7x	3,8x	2,8x	2,6x	6,6x	6,1x	29,2%	27,7%	26,40%	0,67	0,54
Coca-Cola FEMSA, S.A.B. de C.V.	1,7x	1,6x	1,0x	0,7x	6,0x	6,3x	34,8%	33,5%	29,36%	0,65	0,52
Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V.	2,7x	3,1x	0,5x	1,5x	5,7x	3,9x	25,3%	26,5%	31,18%	0,82	0,64
Gruma, S.A.B. de C.V.	1,9x	1,7x	1,5x	1,3x	6,6x	7,8x	37,7%	37,0%	36,21%	0,46	0,35
Grupo Bimbo, S.A.B. de C.V.	2,4x	2,8x	2,3x	2,7x	6,1x	5,1x	47,0%	53,5%	33,85%	0,49	0,35
Productos personales y para el hogar											
Kimberly-Clark de México, S. A. B. de C. V.	2,4x	1,9x	1,0x	0,8x	4,9x	5,5x	79,7%	80,5%	31,95%	0,59	0,38
Seguros											
Quálitas Controladora, S.A.B. de C.V.	0,0x	0,1x							24,20%	0,89	0,87
Materiales											
CEMEX, S.A.B. de C.V.	2,5x	2,3x	2,3x	2,1x	6,7x	6,8x	33,9%	34,4%	41,05%	1,40	1,14
GCC, S.A.B. de C.V.	1,1x	1,1x			18,2x	19,3x	22,0%	21,7%	25,36%	0,91	0,78
Grupo México, S.A.B. de C.V.	1,3x	1,2x	0,4x	0,3x	12,6x	13,2x	28,4%	25,3%	33,16%	1,32	1,11
Industrias Peñoles, S.A.B. de C.V.	3,9x	3,1x	2,6x	1,8x	4,0x	5,4x	31,6%	31,4%	36,96%	0,98	0,80
Orbia Advance Corporation, S.A.B. de C.V.	3,9x	4,7x	2,9x	4,1x	3,8x	2,8x	55,2%	58,5%	40,20%	1,37	0,99
Media y entretenimiento											
Grupo Televisa, S.A.B.	3,7x	3,7x	2,4x	2,3x	3,4x	3,7x	36,8%	42,1%	42,19%	1,58	1,26
Megacable Holdings, S. A. B. de C. V.	1,7x	1,9x	1,6x	1,6x	6,0x	5,4x	30,0%	35,7%	27,91%	0,68	0,52
Productos farmacéuticos, biotecnología y ciencias biológicas											
Genomma Lab Internacional, S.A.B. de C.V.	1,8x	1,8x	1,3x	1,5x	4,2x	4,2x	30,8%	31,4%	39,27%	0,58	0,47
Gestión y Desarrollo Inmobiliario											
Corporación Inmobiliaria Vesta, S.A.B. de C.V.	5,5x	5,0x	2,5x	3,0x	3,7x	4,2x	25,4%	24,1%	24,77%	0,87	0,73
Servicios de Telecomunicaciones											
América Móvil, S.A.B. de C.V.	2,1x	2,4x	1,8x	2,1x	6,8x	6,0x	44,6%	49,2%	33,95%	0,92	0,65
Transporte											
Controladora Vuela Compañía de Aviación, S.A.B. de C.V.	5,1x	4,1x	3,9x	3,2x	3,3x	4,0x	64,1%	52,3%	27,68%	2,22	1,33
Grupo Aeroportuario del Centro Norte, S.A.B. de C.V.	1,3x	1,3x	1,0x	1,1x	6,9x	7,2x	52,0%	57,2%	27,54%	1,48	1,04
Grupo Aeroportuario del Pacífico, S.A.B. de C.V.	2,3x	2,4x	1,7x	1,7x	5,2x	4,7x	61,0%	61,3%	24,34%	1,46	0,96
Grupo Aeroportuario del Sureste, S. A. B. de C. V.	0,7x	0,7x			15,4x	16,3x	17,6%	17,0%	25,31%	1,13	0,99
Promotora y Operadora de Infraestructura, S. A. B. de C. V.	1,3x	1,1x			4,2x	4,6x	18,9%	16,0%	18,12%	0,90	0,78

* Beta apalancado se calcula utilizando las variaciones de precios de cierre mensuales. El índice de referencia utilizado para calcular el Beta de las acciones es el índice principal del país al que pertenece la acción. Se utiliza el EBITDA Ajustado.
Para el cálculo de la Tasa de Tributación Efectiva E.A% se utiliza promedio del Gasto por Impuestos de los últimos 20 trimestres con información financiera de los últimos 12 meses / promedio Utilidad antes de impuestos últimos 20 trimestres con información financiera de los últimos 12 meses. El Beta desapalancado = Beta apalancado /1+((1-Tx)*(Deuda/Patrimonio)). Tx = Tasa efectiva de tributación.
Fuente: Refinitiv Eikon y Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Corte betas a corte 31 de octubre de 2024. Corte con información financiera a 30 de junio de 2024.

Tabla 9

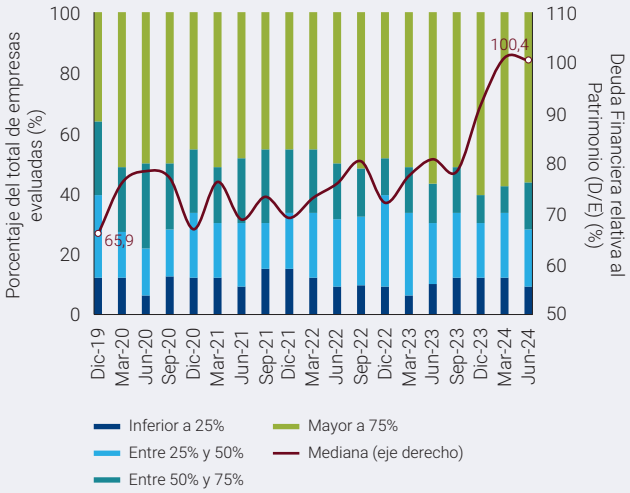
PERÚ: INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO PARA LAS EMPRESAS QUE PERTENECEN AL S&P LIMA GENERAL

	Deuda Total / EBITDA		Deuda Neta / EBITDA		EBITDA/Gasto de Intereses		Deuda Largo Plazo/(Deuda largo plazo + Patrimonio a libros)		Tasa de Tributación	Beta	
Industría y Empresa	2023	2T-2024	2023	2T-2024	2023	2T-2024	2023	2T-2024	E.A%	Apalancado* 31/10/24	Desapalancado* 31/10/24
Bancos											
Banco BBVA Perú, S.A.							28,6%	37,2%	27,30%	0,76	0,54
Intercorp Financial Services Inc.							49,3%	48,5%	24,82%	1,14	0,79
Bienes											
Aenza S.A.A.	2,7x	3,0x	1,0x	1,8x	4,1x	3,5x	40,7%	54,6%	71,97%	0,61	0,53
Ferreycorp S.A.A.	2,8x	2,1x	2,5x	1,9x	8,1x	8,2x	22,0%	19,2%	34,06%	0,86	0,67
Distribución y venta minorista de bienes de consumo básico											
InRetail Perú Corp.	2,9x	3,0x	2,6x	2,7x	5,8x	6,0x	55,0%	52,5%	37,81%	0,65	0,47
Servicios Financieros											
Credicorp Capital Peru S.A.A.									29,17%	-0,06	-0,05
Grupo Bvl S.A.A.	0,7x	0,5x			14,1x	40,1x			28,21%	-0,02	-0,01
Alimentos, Bebidas y Tabaco											
Alicorp S.A.A.	4,3x	3,8x	3,0x	2,9x	3,3x	3,8x	58,0%	55,6%	31,99%	0,60	0,41
Casa Grande S.A.A.	1,1x	1,4x	1,1x	1,4x	9,8x	8,6x	20,5%	21,3%	31,61%	0,83	0,70
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	0,2x	0,1x			70,0x	104,8x			30,75%		
Seguros											
RIMAC Seguros y Reaseguros S.A.	0,2x	0,2x			12,5x	12,7x	1,5%	3,0%	7,15%	0,31	0,30
Materiales											
Cementos Pacasmayo S.A.A.	3,1x	2,9x	2,9x	2,7x	5,0x	5,1x	50,0%	46,6%	32,14%	0,66	0,48
Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	4,3x	2,4x	3,0x	1,8x	1,6x	2,9x	15,6%	14,9%	36,46%	1,29	1,16
Corporacion Aceros Arequipa S.A.	6,0x	4,6x	4,6x	3,7x	2,5x	3,3x	18,4%	18,1%	28,60%	0,40	0,30
Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	0,8x	0,7x	0,5x	0,5x	7,9x	14,8x			33,09%	0,55	0,50
Minsur S.A.	1,2x	1,1x	0,9x	0,8x	14,8x	14,7x	31,5%	27,6%	39,31%	0,89	0,74
Nexa Resources Perú S.A.A.	0,1x	0,0x			18,8x	23,1x			37,44%	1,08	1,07
Panoro Minerals Ltd.									20,79%	1,30	1,30
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	0,0x	0,0x			21,7x	257,3x			40,54%	0,97	0,97
Sociedad Minera El Brocal S.A.A.	0,9x	0,6x			19,8x	28,1x	10,9%	8,0%	45,60%	1,21	1,13
Southern Peru Copper Corporation - Sucursal del Peru	0,0x	0,0x			216,3x	222,1x			35,30%	0,53	0,53
UNACEM Corp S.A.A.	3,8x	3,9x	3,6x	3,7x	5,7x	4,3x	38,3%	34,6%	30,69%	0,90	0,67
Volcan Compañía Minera S.A.A.	3,1x	2,9x	2,8x	2,6x	4,5x	4,4x	63,6%	65,1%	49,57%	1,20	0,89
Gestión y Desarrollo Inmobiliario											
Inversiones Centenario S.A.A.	10,0x	8,6x	9,0x	8,1x	1,3x	1,4x	26,5%	25,8%	33,89%	0,03	0,03
Servicios											
Engie Energía Perú S.A.	3,7x	4,5x	3,2x	3,9x	5,6x	3,3x	31,7%	30,7%	34,22%	0,41	0,33
Orygen Perú S.A.A.	1,2x	0,0x	0,8x		19,9x	21,5x	23,2%	1,1%	28,07%	0,63	0,51
Pluz Energía Perú S.A.A.	2,2x	2,5x	2,1x	2,3x	8,9x	7,9x	23,8%	19,1%	33,19%	0,86	0,68

* Beta apalancado se calcula utilizando las variaciones de precios de cierre mensuales. El índice de referencia utilizado para calcular el Beta de las acciones es el índice principal del país al que pertenece la acción. Se utiliza el EBITDA Ajustado.
Para el cálculo de la Tasa de Tributación Efectiva E.A% se utiliza promedio del Gasto por Impuestos de los últimos 20 trimestres con información financiera de los últimos 12 meses / promedio Utilidad antes de impuestos últimos 20 trimestres con información financiera de los últimos 12 meses. El Beta desapalancado = Beta apalancado /1+((1-Tx)*(Deuda/Patrimonio)). Tx = Tasa efectiva de tributación.
Fuente: Refinitiv Eikon y Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Corte betas a corte 31 de octubre de 2024. Corte con información financiera a 30 de junio de 2024.

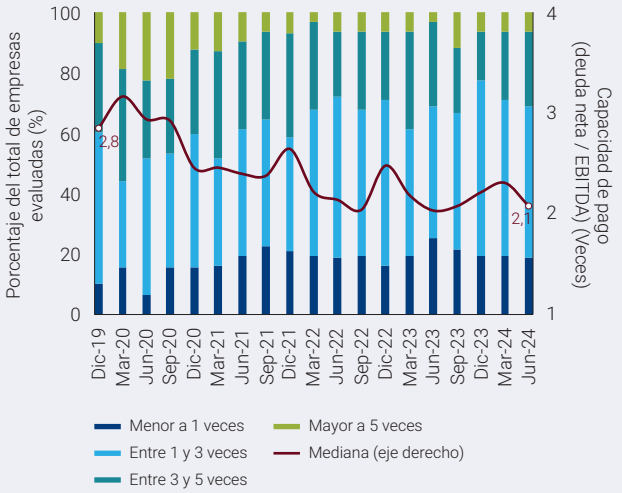
COLOMBIA

Gráfico 14
DEUDA FINANCIERA RELATIVO AL PATRIMONIO *(Colombia)*



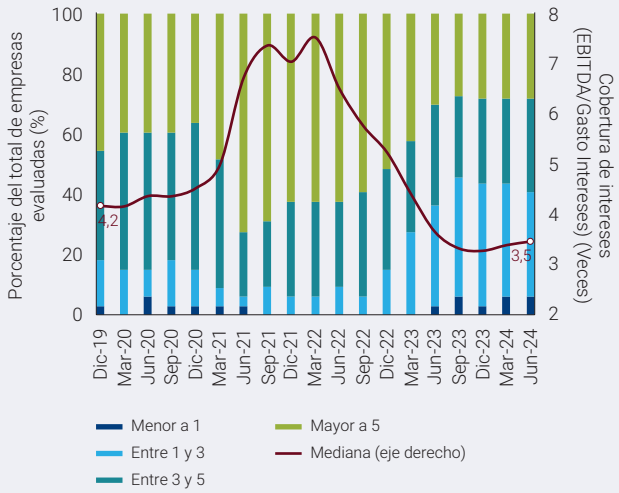
D/E, corresponde a Deuda Financiera/ Patrimonio en libros.
Se tomaron 33 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

Gráfico 15
DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA CAPACIDAD DE PAGO *(Deuda neta/Ebitda) (Colombia)*



Se tomaron 33 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo. Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

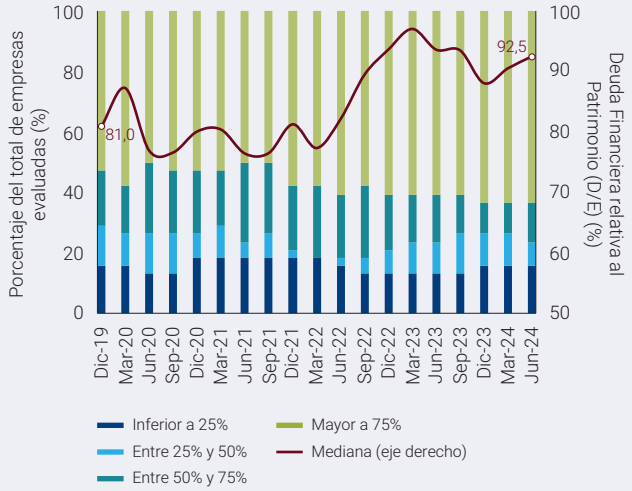
Gráfico 16
DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA COBERTURA DE INTERESES *(Ebitda/Gasto de intereses) (Colombia)*



Se tomaron 33 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

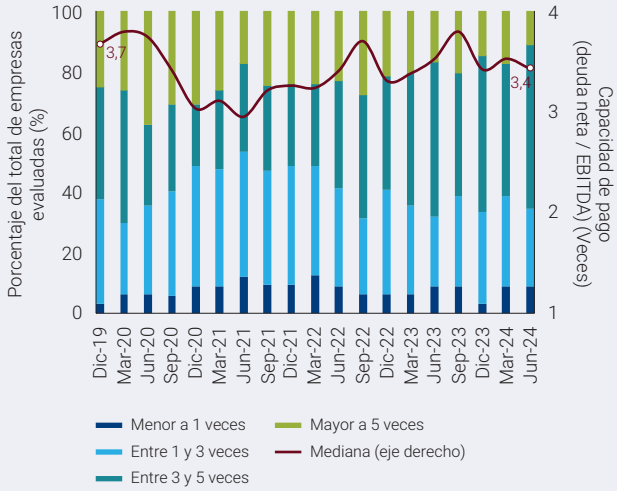
CHILE

Gráfico 17
DEUDA FINANCIERA RELATIVO AL PATRIMONIO *(Chile)*



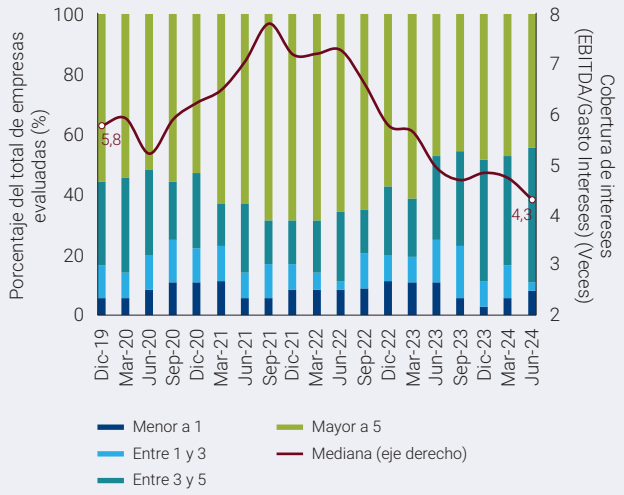
D/E, corresponde a Deuda Financiera/ Patrimonio en libros.
SSe tomaron 38 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

Gráfico 18
DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA CAPACIDAD DE PAGO *(Deuda neta/Ebitda) (Chile)*



Se tomaron 38 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo. Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

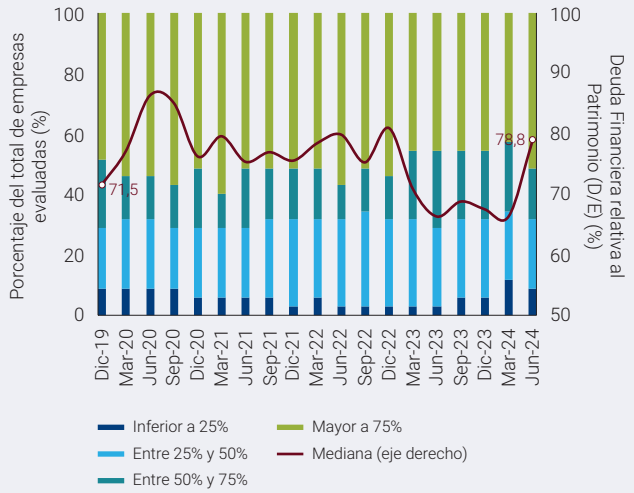
Gráfico 19
DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA COBERTURA DE INTERESES *(Ebitda/Gasto de intereses) (Chile)*



Se tomaron 38 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

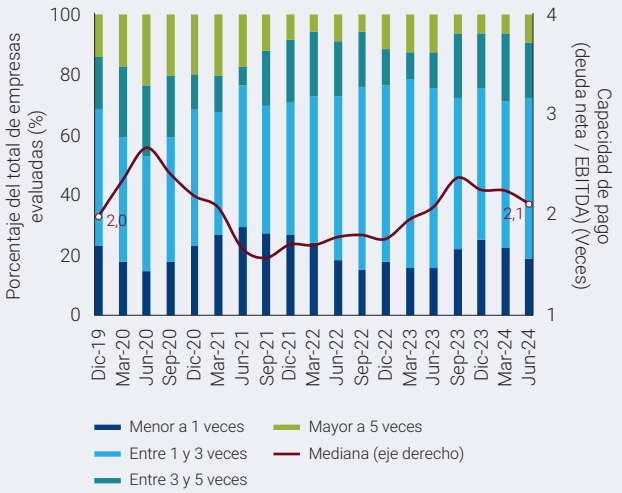
MÉXICO

Gráfico 20
DEUDA FINANCIERA RELATIVO AL PATRIMONIO *(México)*



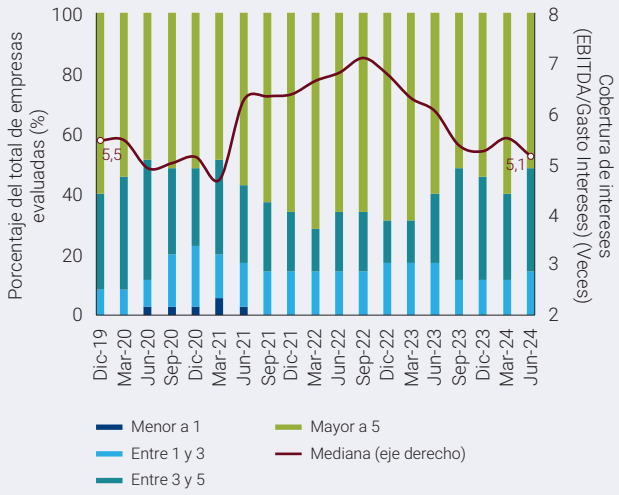
D/E, corresponde a Deuda Financiera/ Patrimonio en libros. Se tomaron 35 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

Gráfico 21
DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA CAPACIDAD DE PAGO *(Deuda neta/Ebitda) (México)*



Se tomaron 35 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo. Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

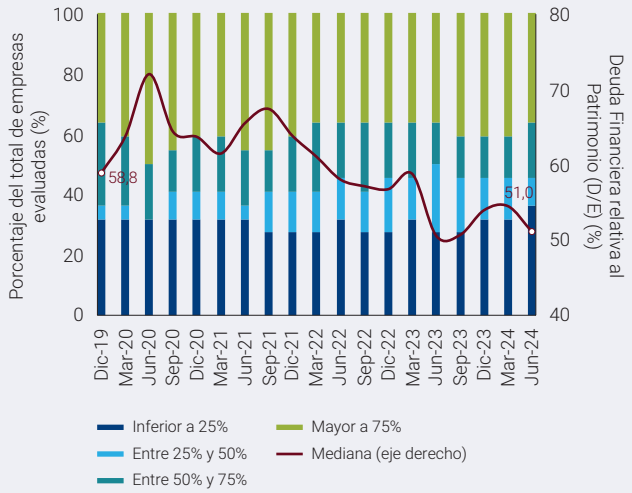
Gráfico 22
DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA COBERTURA DE INTERESES *(Ebitda/Gasto de intereses) (México)*



Se tomaron 35 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

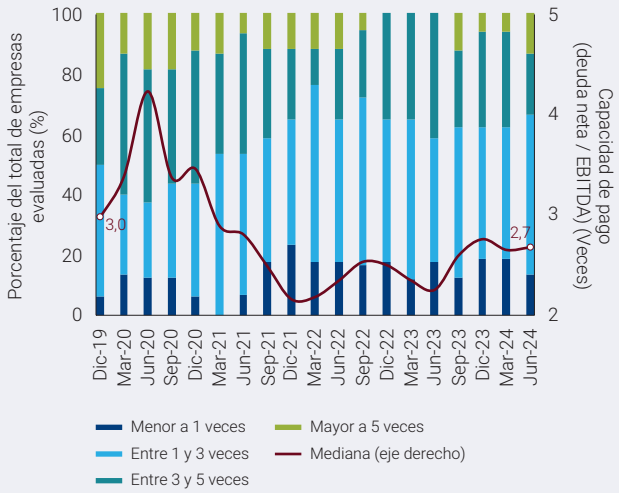
PERÚ

Gráfico 23
DEUDA FINANCIERA RELATIVO AL PATRIMONIO *(Perú)*



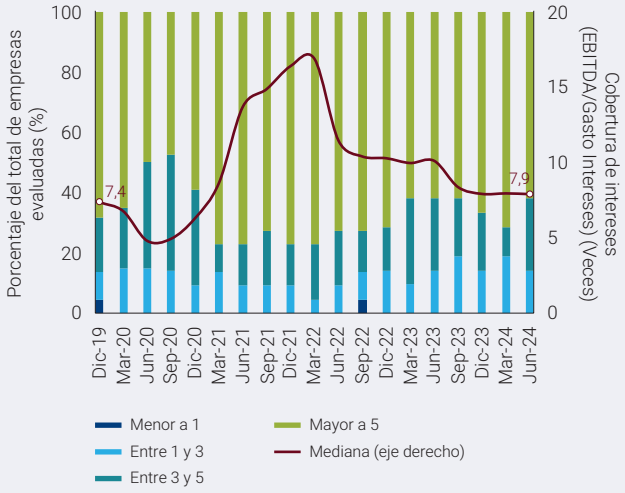
D/E, corresponde a Deuda Financiera/ Patrimonio en libros.
Se tomaron 22 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

Gráfico 24
DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA CAPACIDAD DE PAGO *(Deuda neta/Ebitda) (Perú)*



Se tomaron 22 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo. Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

Gráfico 25
DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA COBERTURA DE INTERESES *(Ebitda/Gasto de intereses) (Perú)*



Se tomaron 22 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Capital IQ.

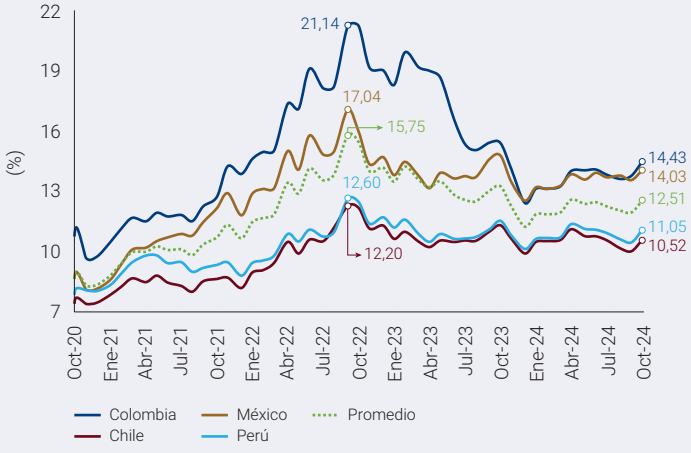
Recuadro IV.2. Rentabilidad esperada del capital propio (Ke) de colombia y pares regionales: actualización a octubre de 2024 y expectativas 2025

Daniel Felipe Monroy Hernández

Posterior a la fuerte tendencia bajista desde 2022, Colombia y sus pares regionales mostraron una nivelación de costos con cambios poco pronunciados durante el 2024. En el último año, se observó una tendencia levemente alcista en la Rentabilidad Esperada del Capital Propio de los países de la Alianza del Pacífico: Colombia, México, Chile y Perú, que incrementó durante el cuarto trimestre del 2023 y se mantuvo lateral en lo corrido del 2024.

Colombia continuó siendo el país con el mayor costo esperado del capital (Ke), **seguido de cerca por México, ambos con un costo estimado superior al 14% en dólares americanos (USD)**. En síntesis, se presentó un leve deterioro en términos anuales, aunque manteniéndose por debajo de los picos registrados en 2022 (Gráfico 1). De acuerdo con nuestra metodología de cálculo para el Ke, obtenemos primero el dato en dólares, y luego agregamos la prima de riesgo cambiario, calculada con el costo de hacer una cobertura cambiaria a 10 años para llegar a un valor en la moneda local respectiva.

Gráfico 1
COSTO ESPERADO DEL CAPITAL EN USD



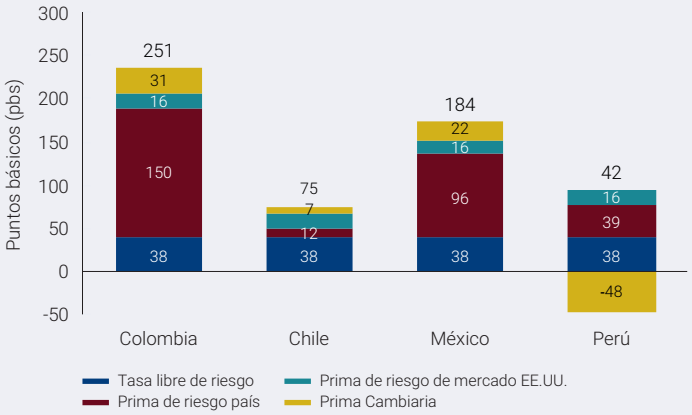
Cálculos Corficolombiana
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

Para Colombia, el aumento en su Ke se explica por la prima de riesgo país, que aportó 150 pbs y en menor medida su prima cambiaria, además del incremento en la tasa de los bonos del tesoro de EE. UU. a 10 años, tasa libre de riesgo en el modelo, que afectó a todos los países analizados por igual. Por su parte, México fue el segundo con mayor aumento, y tal como en Colombia, este se explicó en mayor medida por la variación de su prima de riesgo país (+96 pbs).

De igual manera, los incrementos registrados en Chile y Perú fueron inferiores a los de Colombia y México especialmente en las primas de riesgo país según el Gráfico 2, donde vemos el impacto de cada componente en el costo. Asimismo, las variaciones de las primas de riesgo cambiario fueron menores en estos países, con un aporte negativo en el caso de Perú. Por otra parte, en Colombia, el valor **de los CDS, medida de riesgo país, al corte de octubre del 2024 fue muy similar a los picos registrados en los peores momentos de la pandemia del COVID-19 a inicios del 2020**. Su incremento en 2024 fue el mayor entre los países analizados (Gráfico 3).

Para contextualizar los incrementos en la prima de riesgo país, la incertidumbre en México responde a señales negativas en cuanto a su institucionalidad como la reforma a la justicia, aunque no haya habido cambio en el tipo de gobierno de los cinco años anteriores. Si bien se pueden presentar eventos de alta volatilidad en los mercados de capitales, la dinámica de inversión en México continúa siendo muy favorable. Mientras tanto, en Colombia, al deterioro en la inversión se suma una creciente preocupación en torno a la sostenibilidad fiscal del país.

Gráfico 2
CAMBIOS EN LOS PARÁMETROS DEL COSTO ESPERADO DEL CAPITAL EN MONEDA LOCAL *(Entre dic-2023 y oct-2024)*

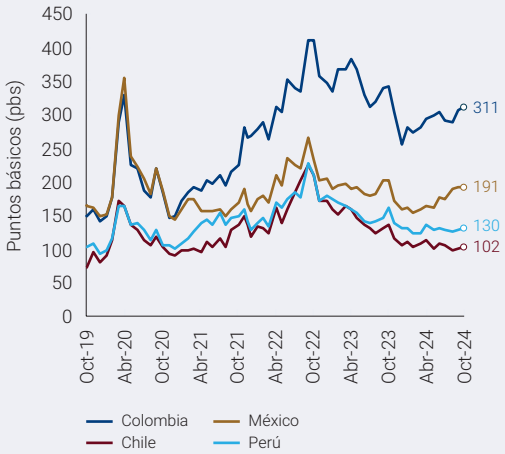


La diferencia entre la suma de las variaciones de los factores y la variación total corresponde al efecto de aplicar la fórmula del Ke.
Cálculos Corficolombiana
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

Como detallamos en el Capítulo VII del presente informe, partimos de que la regla se ha cumplido en lo corrido del 2024, aún si la situación de presupuesto para 2025 genera inquietudes a pesar de los anuncios sobre recortes en el gasto público. Esto se suma a la reforma del Sistema General de Participaciones, que, de aprobarse generaría presión adicional sobre los indicadores fiscales, que siguen de cerca las calificadoras de riesgo.

De este modo, hay anticipación sobre un posible deterioro fiscal, que, si se da, afectaría directamente el Ke de Colombia al alza. Sin embargo, hay señales positivas de estabilización en general dados los menores niveles de inflación y tasas de referencia descendientes en la región de acuerdo con el Banco de Pagos Internacionales (BIS por sus siglas en inglés), aunque las futuras disminuciones en la inflación se perciben como más difíciles por factores idiosincráticos, y es posible que los recortes se desaceleren para 2025.

Gráfico 3
VALOR DEL CREDIT DEFAULT SWAP (CDS) 10Y PARA PAÍSES DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO



Cálculos Corficolombiana
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

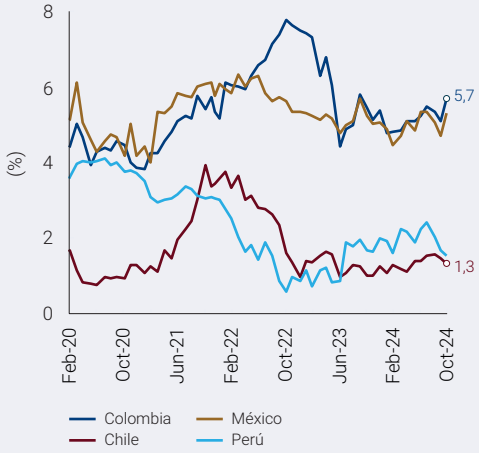
Teniendo en cuenta lo anterior y considerando la metodología de cálculo en dólares que hace comparables los Ke de los diferentes países, no esperamos una disminución en el Ke colombiano durante 2025. Tampoco esperamos una reducción en el costo de las coberturas cambiarias que resulte en una disminución del Ke en pesos. En el

Gráfico 4 mostramos la tendencia donde **Colombia se mantiene en niveles cerca del 5% en los últimos dos años**.

Así las cosas, los inversionistas extranjeros continuarían exigiendo mayores rentabilidades para participar en empresas colombianas y proyectos en nuestro país, lo cual preocupa por la urgencia de incrementar la inversión privada (y pública). No obstante, esto puede resultar atractivo para inversionistas con una tolerancia mayor al riesgo, buscando una rentabilidad superior frente a otras alternativas de inversión.

Para finalizar y contrario a las señales de mayores costos, tanto las primas de riesgo país como el costo de las coberturas podrían disminuir, afectando favorablemente al Ke, en caso de que se presente una política monetaria más expansiva en EE. UU., dadas las posturas esperadas del gobierno entrante.

Gráfico 4
ESTIMACIÓN DE PRIMA CAMBIARIA PARA PAÍSES DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO



Devaluación implícita derivada de nodos *forward* a 10 años.
Cálculos Corficolombiana
Fuente: Precia. Proveedor de Precios.

En nuestro último reporte del costo esperado del capital, compartimos una tabla donde exponemos algunos de los factores que afectaron al Ke de los países analizados. Enlace: https://investigaciones.corfi.com/analisis-financiero/sector-financiero/rentabilidad-esperada-del-capital-propio-ke-mila-primer-semestre-2024/informe_1537003

V. INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: UN MUNDO DE TASAS REALES MÁS ALTAS

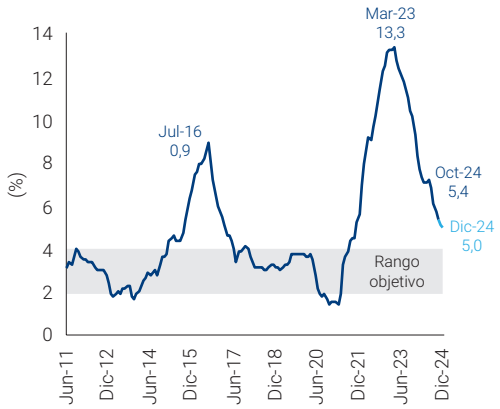
Julio Romero A.

Balance 2024: la inflación bajó más rápido que la tasa de política monetaria

En 2024 se registró uno de los descensos más pronunciados de la inflación desde que existe el esquema de inflación objetivo en Colombia (2001), gracias a aportes desinflacionarios de los cuatro grandes componentes del Índice de Precios al Consumidor (IPC): alimentos, regulados, bienes y servicios. **La inflación anual se desaceleró a 5,4% en octubre, desde 9,3% al cierre de 2023, y proyectamos que terminará el año en 5,0%**, su nivel más bajo en más de tres años, aunque todavía por encima del rango objetivo del Banco de la República - BanRep (Gráfico 1).

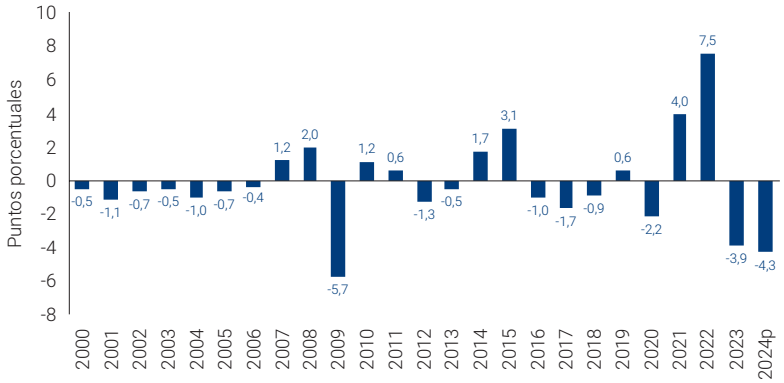
La política monetaria restrictiva adoptada por BanRep, el fin del ajuste de los precios internos de la gasolina y la corrección de buena parte de los choques de oferta de años anteriores llevaron a que el 2024 fuera el año con la segunda mayor desinflación en lo corrido de este siglo (Gráfico 2).

Gráfico 1
INFLACIÓN TOTAL



Fuente: DANE.

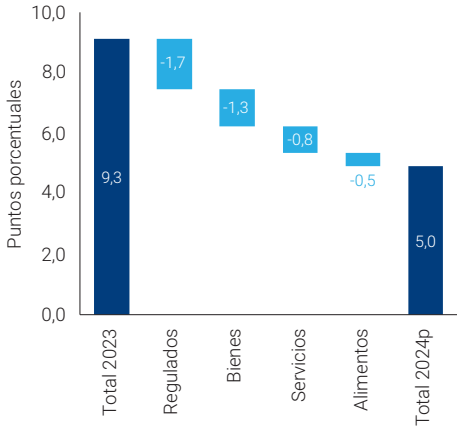
Gráfico 2
CAMBIO ANUAL DE LA INFLACIÓN AL CONSUMIDOR



Fuente: DANE.

El comportamiento de la inflación hasta el tercer trimestre estuvo alineado con la senda que proyectamos hace un año, con una desinflación pronunciada que se detuvo durante el segundo trimestre debido a los efectos transitorios del Fenómeno del Niño sobre los precios de componentes volátiles. Sin embargo, el dato de octubre configuró una importante sorpresa a la baja, con variaciones negativas profundas en alimentos perecederos y energía eléctrica, lo cual nos llevó a revisar nuestro pronóstico para el cierre de año de 5,6% a 5,0%. **De esta forma, la desinflación de 4,3 puntos porcentuales (p.p.) registrada en 2024 estuvo explicada, en su orden, por regulados, bienes, servicios y alimentos (Gráfico 3)**.

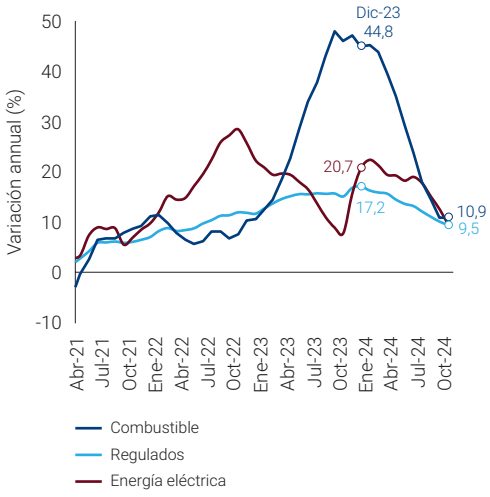
Gráfico 3
APORTES AL CAMBIO EN LA INFLACIÓN EN 2024



Fuente: DANE, estimaciones Corficolombiana.

El componente de regulados moderó su inflación anual de 17,2% en 2023 a 9,5% en octubre de 2024, ubicándose en un dígito por primera vez desde junio de 2022. Dos tercios de ese ajuste responden a que los precios de los combustibles se mantuvieron estables durante la mayor parte del año, luego de los incrementos realizados en 2023 en las tarifas de gasolina para cerrar la brecha con los precios internacionales y detener el incremento de la deuda con el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). Además, los ajustes al precio del diésel que anunció inicialmente el Ministerio de Hacienda, los cuales buscaban aumentar el precio del galón en $2.000 en septiembre y en $4.000 en 2025, terminaron siendo de apenas $800, con la mitad del ajuste en septiembre y la otra mitad en diciembre. El gobierno tuvo que llegar a este acuerdo con el gremio de transportadores para levantar los bloqueos realizados durante el paro nacional de la primera semana de septiembre. Así, la variación anual del IPC de combustibles disminuyó de 44,8% en 2023 a 10,9% en octubre.

Gráfico 4
IPC DE REGULADOS POR PRINCIPALES COMPONENTES

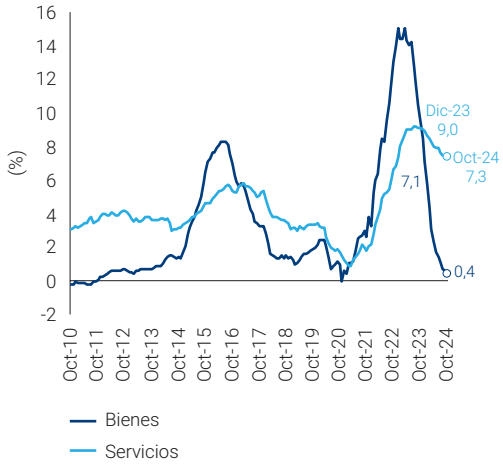


Fuente: DANE.

Por su parte, la energía eléctrica fue responsable de una cuarta parte de la desinflación del grupo de regulados, especialmente en el segundo semestre, al desacelerar su variación anual de 19,1% en junio a 9,5% en octubre. De esta forma, **combustibles y energía eléctrica explicaron, en conjunto, más del 85% del ajuste desinflacionario de regulados en 2024 (Gráfico 4)**.

El IPC de bienes reflejó la débil recuperación del consumo privado en 2024 y la apreciación del peso colombiano en el primer semes-

Gráfico 5
INFLACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS



Fuente: DANE.

Gráfico 6
MEDIDAS DE INFLACIÓN BÁSICA

Fuente: DANE.

tre del año, de manera que su inflación anual disminuyó de 7,1% en 2023 a 0,4% en octubre (Gráfico 5). En particular, los precios de los vehículos registraron variaciones anuales negativas (deflación) durante la mayor parte del año, en un contexto en el que las ventas cayeron 6% anual en el primer semestre, con señales de recuperación a partir de junio.

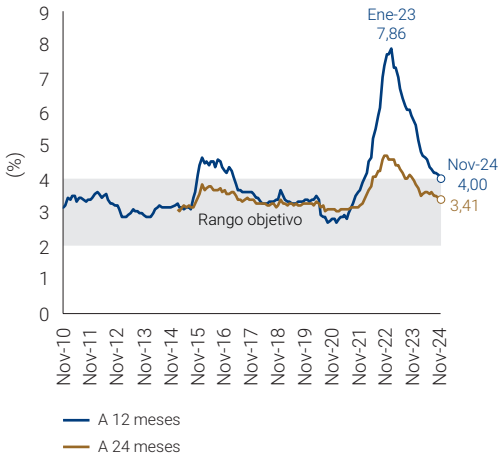
En contraste, **la inflación de servicios fue más persistente de lo que anticipábamos y cedió de forma lenta a partir del segundo trimestre del año**. El proceso de indexación a la inflación del año anterior (9,3% en 2023) fue más fuerte de lo que preveíamos hace un año, especialmente en los arriendos, lo cual evitó una desinflación más pronunciada. De esta forma, **mientras la inflación de servicios descendió de 9,0% en 2023 a 7,3% en octubre**, la de arriendos se ubicó en 7,8%, no muy lejos de los niveles de 8% en los que empezó el año (Gráfico 5).

En alimentos, los efectos transitorios del Fenómeno del Niño sobre el grupo de perecederos y la energía eléctrica afectaron el proceso desinflacionario en el segundo trimestre, pero se diluyeron durante el segundo semestre. En octubre, el IPC de alimentos registró una variación mensual negativa explicada por la caída en el grupo de perecederos, lo que permitió que alimentos fuera el componente que más aportara a la desinflación en este mes. De esta forma, **la inflación de alimentos disminuyó a 1,75% en octubre, desde 5,0% al cierre de 2023**.

En línea con lo anterior, las medidas de inflación básica se desaceleraron de forma importante durante 2024. La inflación sin alimentos pasó de 10,3% en 2023 a 6,3% en octubre, mientras que en el mismo periodo la inflación sin alimentos ni regulados disminuyó de 8,4% a 5,3%, en ambos casos los niveles más bajos desde abril de 2022 (Gráfico 6). Por su parte, **las expectativas de inflación a 12 meses según la mediana en la encuesta de BanRep a analistas disminuyeron de 5,2% en enero a 4,0% en noviembre, mientras que las expectativas a 24 meses se mantuvieron ancladas en la parte superior del rango objetivo de BanRep (Gráfico 7)**.

Bajo este contexto, la política monetaria fue restrictiva durante todo el año, evidenciando la postura cautelosa en el ritmo de recortes de la Tasa de Política Monetaria (TPM) por parte de la mayoría de los integrantes de la Junta del BanRep. El proceso de normalización monetaria empezó en diciembre de 2023 con un recorte de 25 pbs en la TPM -desde un nivel de 13,25%- seguido por uno de igual magnitud en enero de este año. En las reuniones de marzo, abril, junio, julio, septiembre y octubre, la Junta decidió por mayoría recortar en 50 pbs la TPM, priorizando el anclaje de las expectativas de inflación por encima de la necesidad de impulsar con mayor fuerza el crecimiento económico.

Gráfico 7
MEDIANA DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS ANALISTAS



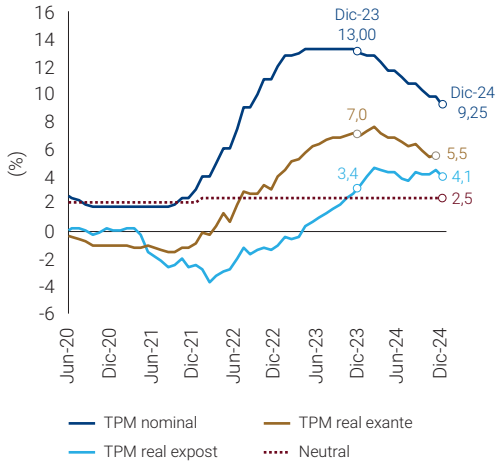
Fuente: BanRep.

Vale la pena señalar que las condiciones macroeconómicas cambiaron de forma importante en el último trimestre del año, reforzando los argumentos de cautela del grupo mayoritario de codirectores. Hasta septiembre, considerábamos que el descenso de la inflación y de sus expectativas era consistente con una reducción más agresiva de la TPM que diera un impulso adicional a sectores de la economía que mantienen una dinámica débil, como industria, construcción y comercio (ver Capítulo II. Actividad local en este informe). Sin embargo, **a partir de octubre se intensificaron algunos de los riesgos que venían argumentando varios codirectores la Junta**.

La incertidumbre por los efectos del cambio de gobierno en Estados Unidos y la expectativa de una postura menos laxa de la Reserva Federal en los próximos meses impulsaron un fortalecimiento global del dólar (ver Capítulo I. Contexto externo en este informe). A lo anterior se sumó la sorpresiva reforma al Sistema General de Participaciones (SGP), que en ausencia de modificaciones generará presiones estructurales negativas para las finanzas públicas. Estos factores se reflejaron en un aumento de la prima de riesgo país y una depreciación del tipo de cambio a los niveles más altos del último año (ver Capítulo VI. Mercado cambiario y cuentas externas en este informe).

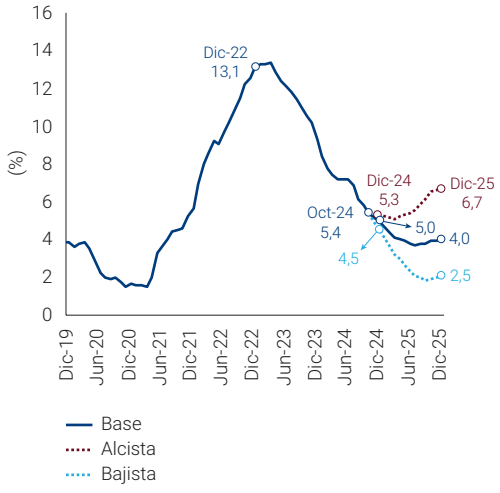
Bajo este contexto, la TPM descendió de 13,0% al inicio de año a 9,75% en octubre y esperamos que, en su última reunión del año, la Junta de BanRep decida por mayoría recortarla nuevamente en 50 pbs, a

Gráfico 8
TASA DE POLÍTICA MONETARIA NOMINAL Y REAL



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: BanRep, DANE.

Gráfico 9
ESCENARIOS DE INFLACIÓN



Estimaciones Corficolombiana.
Fuente: DANE.

9,25%. Así, l**a TPM cerraría el 2024 con una reducción acumulada de 3,75 p.p., inferior a la caída de 4,3 p.p. en la inflación**. De esta forma, tanto la tasa de interés real expost -descontando la inflación- como la tasa real real exante -descontando las expectativas de inflación a 12 meses- se mantuvieron en niveles contractivos durante todo el año (por encima de la tasa real neutral) (Gráfico 8).

Vale la pena señalar que Brasil y México también mantuvieron una postura monetaria contractiva durante 2024, ante los riesgos de rebrotes inflacionarios que, no obstante, están impulsados principalmente por los componentes volátiles. De hecho, el Banco Central de Brasil aumentó su TPM en 25 pbs en septiembre y 50 pbs en noviembre, a 11,25%, mientras que el Banco Central de México ha recortado de forma muy moderada su TPM. (ver "Recuadro I.2. ¿Rebrote inflacionario en los principales países de LatAm?" en este informe). Lo cierto es que la Junta de BanRep parece estar prestando mayor atención que antes a la postura de otros bancos centrales de la región.

Perspectivas 2025: inflación dentro del rango meta y TPM terminal más alta

La inflación aceleró su descenso a finales de 2024 y **anticipamos que seguirá disminuyendo hasta mediados de 2025, alcanzando el mínimo de este ciclo, de 3,6%, para luego acelerarse y cerrar el año en 4,0% (Gráfico 9)**.

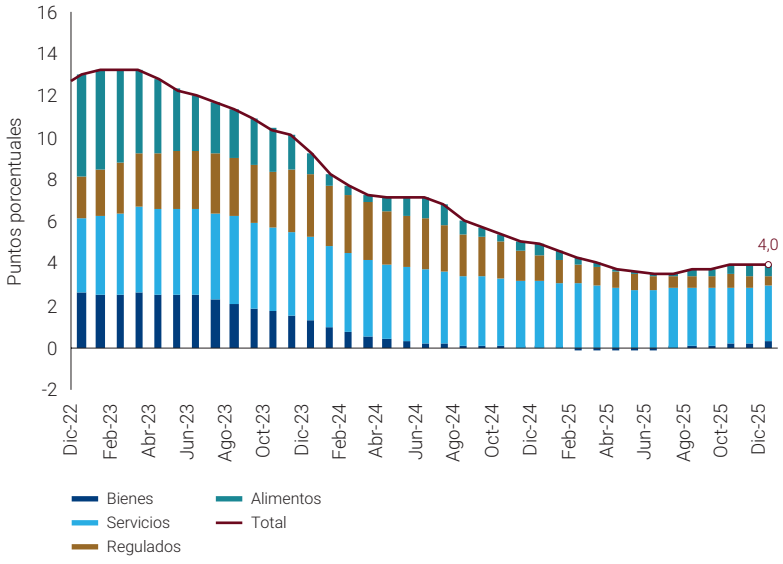
En este sentido, creemos que la Junta de BanRep enfrentará una disyuntiva en sus decisiones de política monetaria el próximo año. **El hecho de que la inflación vuelva a ubicarse dentro del rango meta luego de cuatro años por encima del límite superior, será una muy buena noticia y permitirá que la Junta continúe, e incluso acelere, el ritmo de relajamiento monetario a partir de marzo. Sin embargo, los riesgos de un rebrote inflacionario en el segundo semestre del año, debido al efecto rezagado de la depreciación del peso colombiano sobre la inflación (pass-through), llevarían a que BanRep finalice el ciclo de recortes de la TPM a mediados de año, en un nivel cercano a 7,0%**. Este nuevo nivel terminal de la TPM es

superior al 4,75% que se registraba antes de la pandemia, y refleja los cambios estructurales que sufrió la economía colombiana luego de la pandemia, principalmente el aumento de la prima de riesgo país y de la inflación esperada a largo plazo.

En particular, **el descenso de la inflación se explicaría, en su orden, por las presiones desinflacionarias de regulados, servicios y alimentos, mientras que el grupo de bienes presionaría levemente al alza la inflación en el segundo semestre (Gráfico 10)**.

En el rubro de regulados, combustibles y energía eléctrica seguirán siendo los motores del ajuste; en el primer caso, porque no esperamos cambios relevantes en los precios internos de los combustibles en un contexto de menores precios del petróleo que ha reducido la presión sobre el déficit del FEPC. En el caso de energía eléctrica, nuestro escenario base es que las condiciones climáticas evitarán un aumento de las tarifas (Ver Recuadro sobre abastecimiento energético, en este informe). De esta forma, **proyectamos que la inflación de regulados disminuirá de 6,8% en 2024 a 2,5% en 2025**.

Gráfico 10
APORTES A LA INFLACIÓN ANUAL

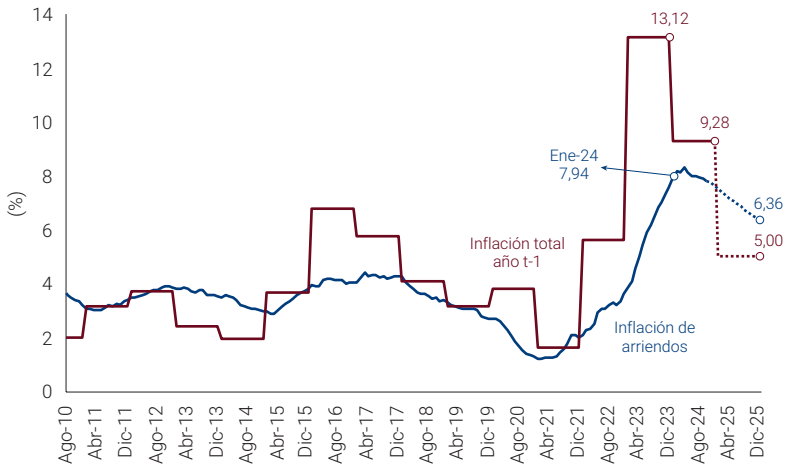


Proyecciones Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Por su parte, el componente de servicios empezará el año con una variación anual cercana a 7,2%, por encima de la inflación de 5,0% que esperamos en 2024, lo cual implica que en 2025 se registrará una "indexación negativa", especialmente relevante para que la inflación de arriendos acelere su descenso (Gráfico 11). A su vez, prevemos que las comidas fuera del hogar seguirán incorporando los efectos del ajuste a la baja en los precios de los alimentos, en un contexto en el que el consumo de los hogares generaría presiones muy moderadas sobre los precios. **Estimamos que la inflación de servicios disminuya de 7,2% en 2024 a 6,7% en 2025**.

Los precios de los alimentos mantendrían una inflación relativamente estable durante 2025, en un contexto de condiciones de abastecimiento favorables. La probabilidad de ocurrencia del Fenómeno de la Niña es de 60% y su mayor impacto se vería entre diciembre de 2024 y febrero de 2025, coincidiendo con la temporada de sequía en buena parte del país. Las proyecciones sugieren que la intensidad del Fenómeno sería moderada, por lo cual no esperamos que haya efectos adversos sobre los precios debido a factores climáticos. En este sentido, **la inflación de alimentos pasaría de 2,6% en 2024 a 2,9% en 2025**.

Gráfico 11
INFLACIÓN DE ARRIENDOS E INDEXACIÓN

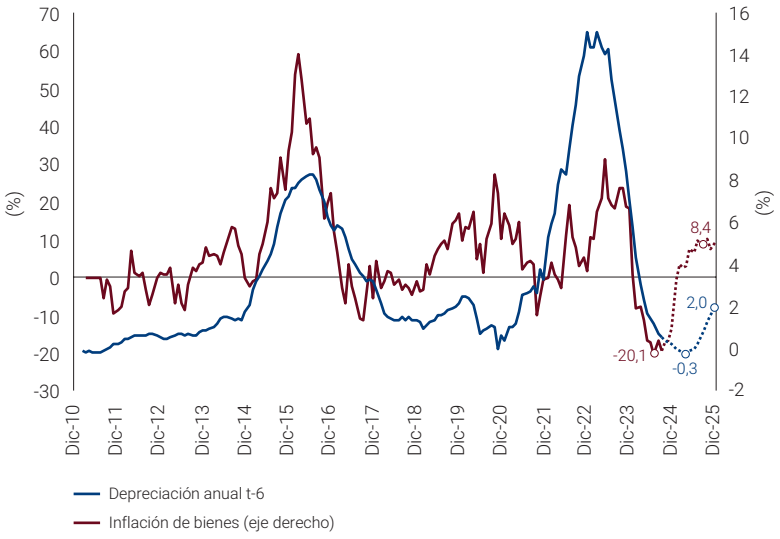


Proyecciones Corficolombiana.
Fuente: DANE.

Como mencionamos previamente, el **IPC de bienes será un factor inflacionario en el segundo semestre de 2025**, como consecuencia del efecto rezagado de la depreciación del peso colombiano y de presiones al alza moderadas por el lado de la demanda. La tasa de cambio USDCOP se depreció cerca de 7% durante octubre y la primera parte de noviembre, en un contexto de mayor aversión al riesgo global y dudas sobre la sostenibilidad fiscal en Colombia (ver Capítulo VI. Mercado cambiario y cuentas externas en este informe). En términos anuales, la depreciación del peso colombiano registraría su punto más alto en el primer trimestre de 2025, lo que generaría presiones al alza sobre los precios de los bienes importados en el segundo semestre del año, dado que el *pass-through* tiene un rezago de aproximadamente 6 meses. Así, **estimamos que la inflación anual de bienes disminuirá de 0,2% en diciembre de 2024 a -0,3% en mayo del próximo año, y luego se acelerará para cerrar el 2025 en 2,0% (Gráfico 12)**.

Bajo este contexto, **anticipamos que en las últimas dos decisiones de la Junta actual de BanRep, en diciembre y enero, se mantendrá en 50 pbs el ritmo de recortes de la TPM, con votaciones que seguirán siendo divididas**. La TPM cerraría el 2024 en 9,25% y en enero se ubicaría en

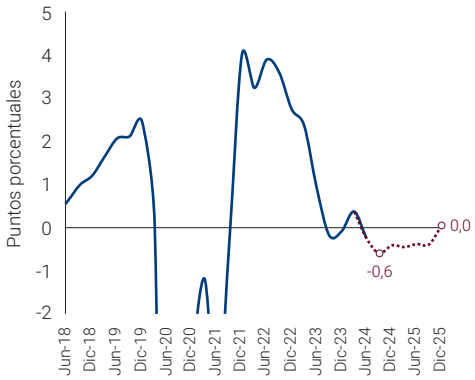
Gráfico 12
INFLACIÓN DE BIENES VS DEPRECIACIÓN ANUAL REZAGADA 6 MESES



Proyecciones Corficolombiana.
Fuente: DANE y BanRep.

8,75%. En febrero 2025, el presidente de la República podrá nombrar a dos nuevos codirectores en la Junta, reemplazando probablemente a dos de los actuales integrantes de postura más conservadora. La primera decisión de tasa de interés de la nueva Junta será en marzo, en un contexto en el que: i) la inflación anual estaría por debajo de 4,5% y con tendencia a la baja; y ii) la brecha del producto se ubicará en niveles levemente negativos (Gráfico 13), reforzando los argumentos a favor de dar un impulso más contundente a la reactivación.

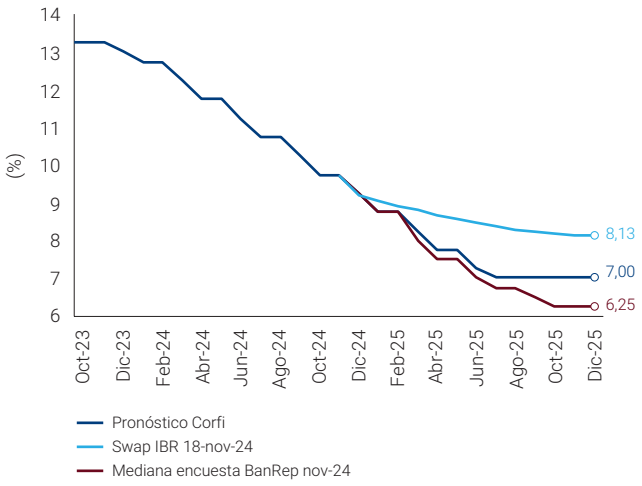
Gráfico 13
BRECHA DEL PRODUCTO OBSERVADA Y ESTIMADA



Estimaciones Corficolombiana.
Fuente: DANE.

De esta forma, **anticipamos que la Junta realizará dos recortes de la TPM de 75 pbs en las reuniones de marzo y abril, a 7,25%**. Este nivel de tasa de interés generará presiones al alza en la tasa de cambio si, como es probable, la Reserva Federal en Estados Unidos reduce sus tipos de interés de forma lenta (ver Capítulo I. Contexto externoen este informe). Por lo anterior, **BanRep terminaría el actual ciclo de normalización monetaria con un recorte de 25 pbs de la TPM en la reunión de junio, llevándola a 7,0%, nivel en el que cerraría el 2025**. Vale la pena señalar que este nivel es superior al 6,25% que espera el consenso de analistas según la encuesta de BanRep de noviembre, pero inferior al 8,0% que se infiere de la curva de swap IBR a 12 meses (Gráfico 14).

Gráfico 14
SENDA ESPERADA DE LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA



Estimaciones Corficolombiana.
Fuente: BanRep, *Eikon Refinitiv*.

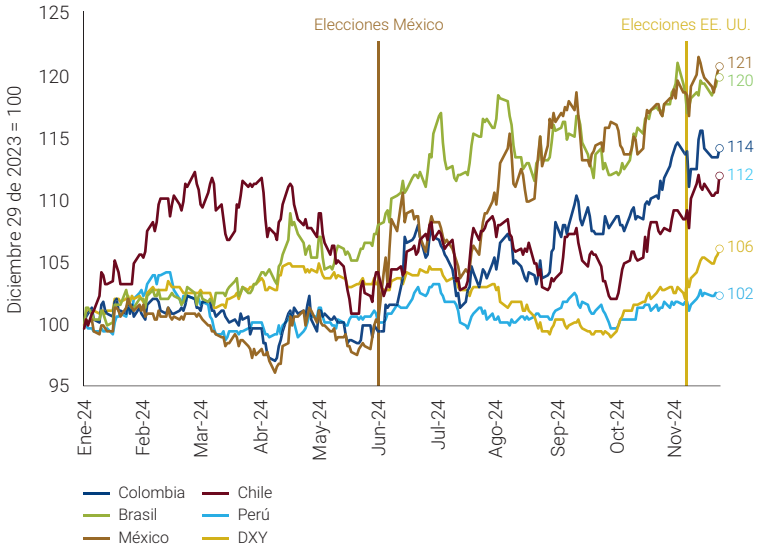
VI. MERCADO CAMBIARIO Y CUENTAS EXTERNAS: ENTRE LAS PRESIONES EXTERNAS Y LA INCERTIDUMBRE FISCAL

Gabriela Bautista Escobar
Julio Romero A.

Balance 2024: de la calma a la tormenta

La tasa de cambio en Colombia tuvo varias etapas en 2024. En los primeros cinco meses, el peso colombiano se apreció 0,3% y osciló en el rango de $3.730 a $3.990. Esto se dio en un entorno externo que favoreció el apetito por riesgo, beneficiando a los activos emergentes, y en medio de precios del barril de petróleo Brent superiores a 80 dólares por barril. Así, la primera parte del año se caracterizó por la fortaleza del peso colombiano y su baja volatilidad, que fue en promedio del 10%, frente al 13% observado en las siguientes dos etapas (Gráfico 1).

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO EN 2024*



* Con corte al 22 de noviembre de 2024.
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

Luego, los resultados de las elecciones presidenciales en México en junio y las sorpresas negativas en los datos del mercado laboral de EE. UU. en el tercer trimestre elevaron la aversión al riesgo global e impulsaron una depreciación fuerte del peso mexicano y, dada su alta correlación, del peso colombiano. De esta forma, el tipo de cambio USDCOP aumentó 156 pesos entre junio y la tercera semana de agosto, que en ese periodo oscilo dentro del canal entre $3.880 y $4.215.

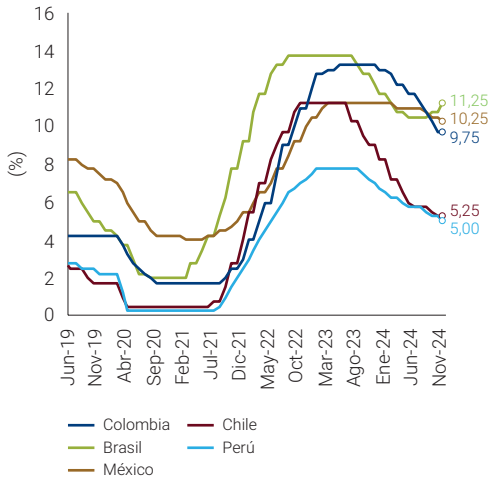
Desde finales de agosto, la incertidumbre alrededor de las elecciones en EE. UU., la caída en los precios del petróleo y la intensificación de las preocupaciones fiscales en Colombia intensificaron la depreciación del peso colombiano. Lo anterior llevó la tasa de cambio USDCOP a cotizarse entre $4.000 y $4.547, y alcanzando su máximo nivel del año en la primera mitad de noviembre.

En la primera etapa, de apreciación y menor volatilidad del tipo de cambio, el contexto externo se caracterizó por: i) apetito por los activos de riesgo, debido a las bajas preocupaciones de un aterrizaje forzoso de la economía estadounidense; ii) optimismo frente al potencial del *nearshoring* que atrajo flujos de inversión a la región, especialmente a México; y iii) precios altos de las materias primas, con un Brent superior a 80 dólares por barril, en medio del conflicto geopolítico en Oriente Medio.

A nivel local, la entrada estacional de divisas para el pago de impuestos de agentes corporativos y los flujos generados por las OPAs de Nutresa sentaron un panorama favorable para el USDCOP en los primeros meses de 2024. Además, la cautela del BanRep en su ciclo de recortes de tasas de interés mantuvo alto el diferencial de tasas de interés a favor de Colombia, lo que favoreció la compra de activos locales mediante la estrategia de *carry trade* (Gráfico 2). Sin embargo, este comportamiento contrastó con el desempeño del mercado de deuda pública.

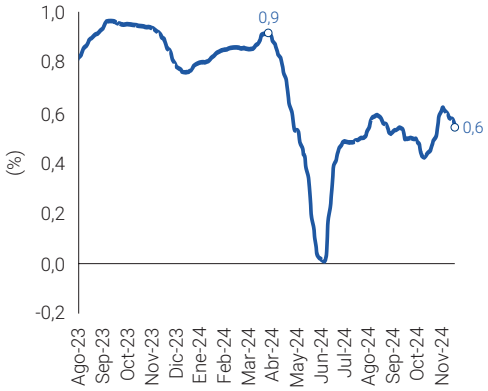
En efecto, el comportamiento del peso colombiano en los primeros cinco meses de 2024 no reflejó el deterioro de los fundamentales macroeconómicos internos que sí reflejaba la prima de riesgo país.

Gráfico 2
TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DE LATAM



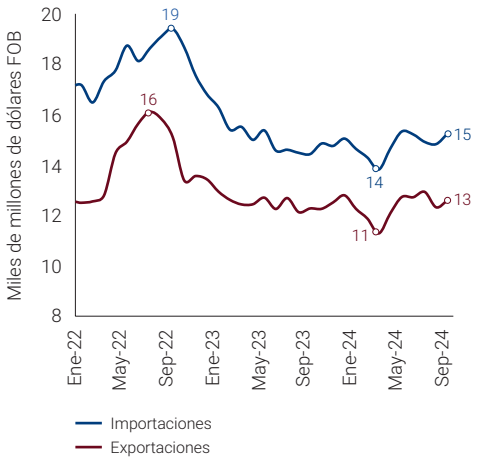
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

Gráfico 3
COEFICIENTE DE CORRELACIÓN ENTRE EL USDCOP Y EL CDS A 5 AÑOS



* Con corte al 22 de noviembre de 2024.
Cálculos Corficolombiana
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

Gráfico 4
EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE MERCANCÍAS*



* Suma trimestre móvil.
Fuente: DANE.

Así pues, hubo un divorcio entre el precio del dólar en Colombia y los CDS a 5 años, los cuales incorporaron los riesgos asociados al deterioro de la situación fiscal. Durante este período, la correlación entre la prima de riesgo y la tasa de cambio llegó a ser nula, rompiendo la relación directa que suelen tener (Gráfico 3).

En paralelo, hubo menores presiones por el déficit en cuenta corriente, que continuó bajo en la primera mitad del año cuando promedió el 1,9% del PIB (frente al promedio histórico de 3,0%). La caída de las importaciones explicó buena parte de este menor déficit, pero reflejó también la débil demanda interna que hubo durante el año (ver Capítulo II. Actividad económica local: ¿luz al final del túnel? en este informe) (Gráfico 4). Además, contribuyó el superávit de la balanza de servicios en el primer trimestre y el amplio flujo de remesas, que en 2024 alcanzó nuevos máximos históricos (ver Recuadro II.1. Caracterización y perspectivas del auge de remesas en Colombia en este informe).

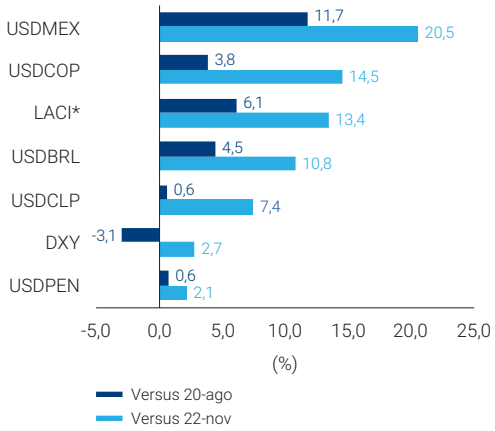
Ahora bien, a partir de junio de 2024 hubo un punto de inflexión para el tipo de cambio. Los factores externos, que inicialmente favorecieron la apreciación, comenzaron a presionar al alza el precio del dólar en Colombia, mientras que los factores internos cobraron más relevancia en el comportamiento de la tasa de cambio. Esto llevó a una etapa de depreciación del peso colombiano frente al dólar, que fue del 4,0% desde junio hasta la tercera semana de agosto, en un cambio de tendencia que respondió a varios elementos externos clave.

El primer factor fue el resultado de las elecciones presidenciales en México. La victoria de Claudia Sheinbaum, del partido Morena, y su coalición de gobierno en el legislativo elevaron la incertidumbre política en ese país; particularmente por la capacidad del gobierno para llevar adelante reformas estructurales, como la reforma al sistema judicial.

Además, no es claro si México logrará cumplir su meta de reducción del déficit en 2025 (del 5,9% al 3,0% del PIB), debido al alto costo fiscal de las medidas anunciadas por Sheinbaum, su renuencia a implementar una reforma fiscal y la expectativa de bajo crecimiento económico.

Esta incertidumbre impulsó una depreciación del 11,7% del peso mexicano frente al dólar entre junio y la segunda mitad de agosto, la cual contagió a otras monedas de la región (Gráfico 5). Vale la pena resaltar que el peso colombiano tiene una correlación alta con el peso mexicano, dada la alta ponderación de México[1] en los portafolios de inversión en LatAm; es decir, ese país lidera el sentimiento inversionista hacia la región y determina la tendencia de monedas como el peso colombiano. De hecho, la tasa de cambio USDCOP fue la más afectada por el aumento del USDMXN, con una depreciación de 3,4% en lo corrido del año hasta finales de agosto. Ahora bien, el comportamiento de las monedas regionales no fue ajeno a la tendencia de las economías emergentes, que durante el tercer trimestre se vieron perjudicadas por la mayor aversión al riesgo global, en medio de temores renovados de recesión en EE. UU. por los malos datos del mercado laboral (ver Capítulo I. Contexto externo: llegando a los nuevos niveles de largo plazo en este informe).

Gráfico 5
DEPRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO VS. AL DÓLAR FRENTE AL 31-MAY-24



* Excluye al peso argentino.
Fuente: *Refinitiv eikon*.

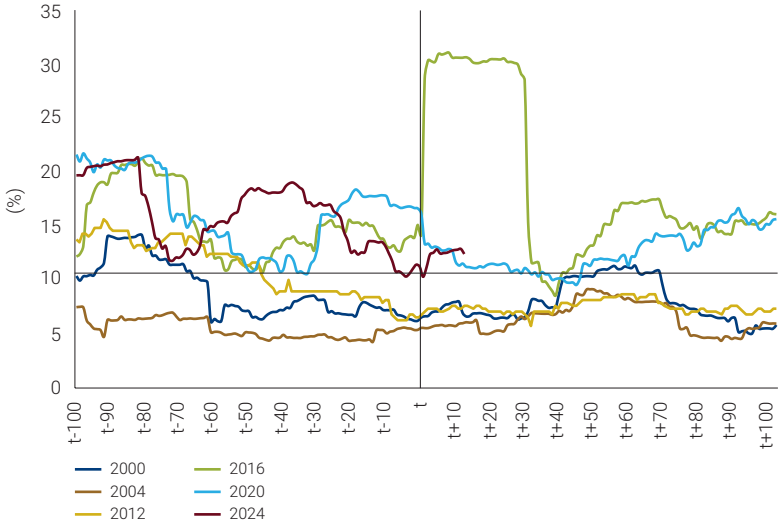
Después de agosto se intensificó la depreciación del peso colombiano (Gráfico 5). El peso mexicano y el peso colombiano, que habían sido las dos monedas más fortalecidas al inicio del año, no solo lideraron la depreciación durante el segundo semestre, sino que también presentaron una volatilidad mayor a la usual en los últimos meses del año. La incertidumbre pre y postelectoral en EE. UU. explicó buena parte de este comportamiento, al ser el peso mexicano la moneda más vulnerable a la política estadounidense por la estrecha relación comercial entre ambos países.

En elecciones anteriores se ha visto un ligero incremento en la volatilidad de esta divisa, que tiende a suavizarse una vez consumada la jornada electoral (Gráficos 6 y 7). Sin embargo, y al igual que en 2016[2], el resultado de las elecciones le sumó volatilidad por la mayor

[1] *Según el índice LACI, que muestra el comportamiento de las monedas latinoamericanas frente al dólar con base en el volumen de operaciones y liquidez de cada moneda, el peso mexicano comparte liderazgo con el real brasilero al representar el 33% del índice.*

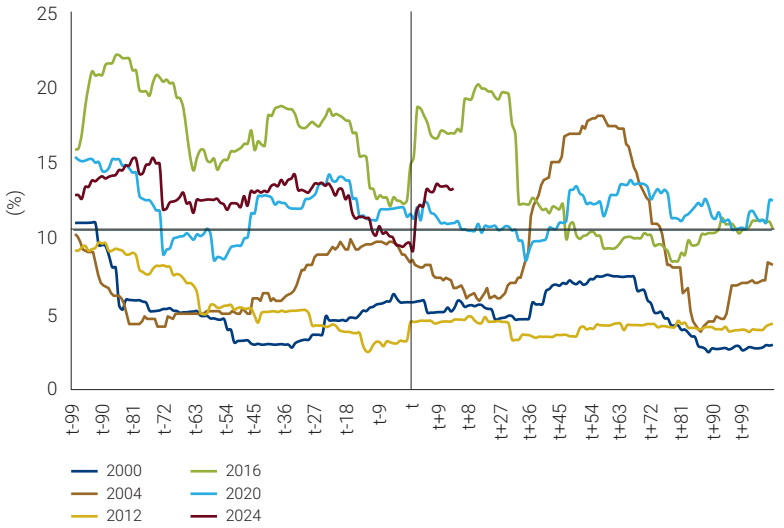
[2] *Año en el que ganó el también hoy presidente electo, Donald J. Trump.*

Gráfico 6
VOLATILIDAD DE LA TASA DE CAMBIO USDMXN EN ÉPOCA ELECTORAL EN EE. UU.



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: *Refinitiv eikon*.

Gráfico 7
VOLATILIDAD DE LA TASA DE CAMBIO USDCOP EN ÉPOCA ELECTORAL EN EE. UU.



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: *Refinitiv eikon*.

aversión al riesgo en contra de los activos mexicanos, debido a la postura proteccionista y anti migratoria de Donald Trump. Esperamos que la volatilidad del peso mexicano y del peso colombiano corrija hacia finales del 2024 o inicios del 2025, pero esperamos que sigan siendo sensibles a pronunciamientos proteccionistas o que puedan impactar el flujo de remesas hacia la región.

Por otra parte, los precios del petróleo Brent disminuyeron en 2024, especialmente en el segundo semestre, desde niveles elevados en 2022-2023 que favorecieron el peso colombiano. Después de haber alcanzado los 91 dólares por barril (dpb) en abril, durante noviembre se cotizó por debajo de los 75 dpb, lo que implica una caída cercana al 19% (Gráfico 8) (ver Recuadro I.1. Precios del petróleo: entre los temores de oferta y la débil demanda en este informe). Las débiles expectativas para la demanda mundial de crudo, especialmente en China y Europa, afectaron negativamente los precios internacionales de este *commodity*, impactando los términos de intercambio de Colombia. Como resultado, la entrada de divisas por exportaciones bajó en el segundo semestre, debilitando aún más al peso colombiano.

Gráfico 8
PRECIOS DEL BARRIL DE PETRÓLEO BRENT

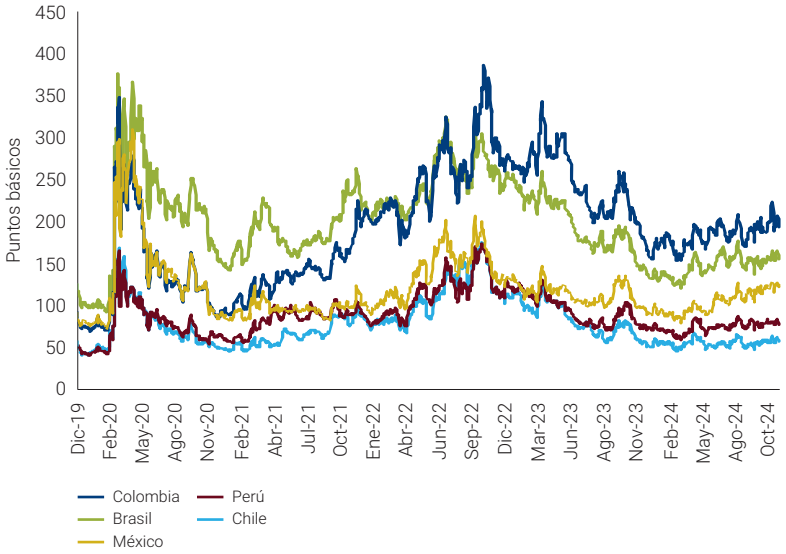
* Con corte al 22 de noviembre de 2024.
Fuente: *Refinitiv eikon*.

En un contexto global más incierto, los fundamentales macroeconómicos locales comenzaron a tener un mayor peso en el comportamiento de la tasa de cambio. La prima de riesgo, medida por el CDS a 5 años, aumentó 48 puntos básicos (pbs), mayor al promedio de 20 pbs que presentaron sus demás pares de LatAm (Gráfico 9). Esto fue resultado del deterioro de las perspectivas fiscales en Colombia, en medio de la caída del recaudo tributario, la necesidad de recortes al gasto del gobierno para cumplir la regla fiscal, y la propuesta de reforma al Sistema General de Participaciones (ver Capítulo VI. Situación fiscal: ajuste pendiente, en este informe).

Luego de las elecciones en EE. UU., el precio del dólar en Colombia corrigió una parte del incremento registrado hasta antes de ese evento, en línea con lo que habíamos anticipado (ver "Depreciación del peso colombiano: entre las presiones externas y la incertidumbre fiscal" en Informe Semanal - Noviembre 05 de 2024). En la tercera semana de noviembre, el tipo de cambio USDCOP se cotizaba alrededor de $4.400, cercano al nivel que esperamos para el cierre del 2024. Dada

Gráfico 9

CDS A 5 AÑOS DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS LATINOAMERICANAS



* Con corte al 22 de noviembre de 2024.
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

la aún elevada volatilidad del peso colombiano, vemos un espacio de corrección adicional al cierre del 2024, pero la incertidumbre por factores internos limitará una corrección mayor de la tasa de cambio (Gráficos 7 y 10). Así las cosas, la tasa de cambio USDCOP cerraría el 2024 alrededor de los $4.380.

Gráfico 10

TIPO DE CAMBIO USDCOP VS ESCENARIO CONTRAFACTUAL CON CDS*

* Refleja cómo hubiera sido la tasa de cambio USDCOP si se hubiera comportado según el CDS a 5 años.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: *Refinitiv eikon*.

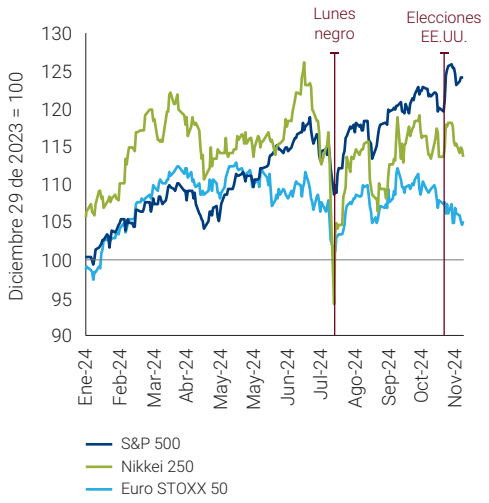
Perspectivas 2025: el dólar seguirá fuerte

Mientras estábamos escribiendo este informe surgieron varios factores que influyeron significativamente en nuestra perspectiva sobre el precio del dólar en Colombia el próximo año y que generan un nivel de incertidumbre superior al habitual sobre los pronósticos.

Por un lado, esperamos una mayor fortaleza del dólar estadounidense a nivel global, tras las elecciones presidenciales en EE. UU. Aunque en los días previos a las elecciones los mercados descontaban la victoria de Donald Trump con una probabilidad cercana al 60%, su ventaja sobre la candidata demócrata, Kamala Harris, fue más amplia y, además, el partido republicano obtuvo la mayoría en ambas cámaras del Congreso.

De esta forma, todo indica que en su segundo gobierno el presidente Trump tendrá mayor gobernabilidad que en su primer mandato. Las implicaciones de este nuevo escenario político son amplias, en la medida que es más probable que se aprueben sus políticas proteccionistas. En todo caso, parece haber consenso entre los analistas de la economía estadounidense de que el segundo mandato de Trump implicará: i) mayor crecimiento económico de EE. UU. en el corto plazo; ii) presiones adicionales de inflación, tasas de interés más altas y condiciones financieras más apretadas; y iii) dólar más fuerte. Las medidas anti-migratorias afectarían a economías de América Latina por ser importantes receptoras de remesas -como México, los países de Centroamérica, y recientemente Colombia (ver Recuadro II.1. Caracterización y perspectivas del auge de remesas en Colombia en este informe)- pero su impacto no será inmediato, sino que tenderá a ser gradual en los próximos años.

Gráfico 11
EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES ACCIONARIOS



Fuente: S&P Capital.

La propuesta de extensión permanente de la Ley de Empleos y Reducción de Impuestos mejoró las perspectivas de crecimiento económico de EE. UU. Esto elevó el optimismo en los mercados, reflejado en un repunte del índice accionario S&P 500, que alcanzó un nuevo máximo histórico superando los 6.000 puntos la semana siguiente a las elecciones (Gráfico 11). Las mejores perspectivas aumentarían la brecha de crecimiento con respecto a otras economías avanzadas, que han tenido dificultades para recuperar una senda de crecimiento sólido tras la pandemia.

La propuesta de imponer aranceles del 60% a China y del 10% a otros países generaría presiones inflacionarias adicionales, complicando el trabajo de la Reserva Federal (Fed) para alcanzar su objetivo de inflación del 2%, incluso si estas tarifas se moderasen en su paso por el Congreso. Estas presiones inflacionarias obligarían a la Fed a realizar un ajuste más gradual de lo previsto en las tasas de interés, manteniendo unas condiciones financieras más restrictivas durante un tiempo prolongado. En este sentido, **esperamos que la Fed reduzca los tipos de interés de los fondos federales en 75 puntos básicos durante 2025, con el riesgo de que el recorte sea aún menor**.

Por otra parte, los precios del petróleo en 2025 serían menores a lo que anticipábamos unos meses atrás, debido a una demanda más débil de China y a una mayor oferta global de crudo (ver Recuadro I.1. Precios del petróleo: entre los temores de oferta y la débil demanda en este informe). En este contexto, precios del petróleo más bajos que los registrados entre 2022 y 2024 impactarían negativamente los términos de intercambio de Colombia, lo que se traduciría en una menor entrada de divisas por exportaciones petroleras y una caída en la inversión extranjera directa (IED) en el sector, que representa el 24% de la IED del país y está estrechamente vinculada al precio del petróleo.

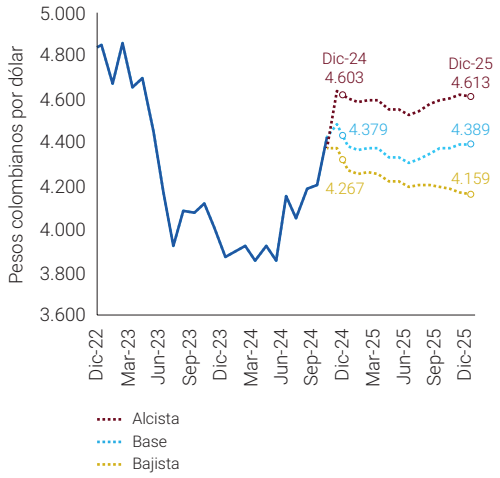
En efecto, los flujos de IED hacia los sectores de minería y petróleo cayeron un 49,8% interanual en el primer semestre del año, contribuyendo con el 58% de la caída de la IED total. Sin embargo, es importante señalar que este retroceso en minería y petróleo se compara con un segundo semestre de 2023 excepcionalmente alto, cuando la IED aumentó un 84,5% anual debido al impacto de la reforma tributaria de 2022. Esta reforma, que incrementó la carga fiscal en sectores como el minero-energético, impulsó un flujo de inversión destinado a cubrir las obligaciones impositivas.

Finalmente, la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas seguirá presente en 2025. Con el monto propuesto del Presupuesto General de la Nación actual, el gobierno necesitará realizar nuevamente un ajuste al gasto para cumplir con la regla fiscal. Además, la propuesta de reforma al Sistema General de Participaciones añade presiones estructurales inesperadas al presupuesto, lo que incrementa la percepción de riesgo entre los inversionistas internacionales. De hecho, la prima de riesgo país medida a través de los CDS a 5 años de Colombia, viene descontando una rebaja en la calificación crediticia, al punto que en lo corrido del año se ubicó, en promedio, 36 pbs por encima de la de Brasil, cuya calificación crediticia es dos niveles inferior a la de Colombia (ver Capítulo VII. Situación fiscal: ajuste pendiente en este informe).

Estos factores nos llevaron a ajustar al alza nuestro pronóstico del tipo de cambio USDCOP para 2025, considerando: i) la mayor fortaleza global del dólar; ii) los precios del Brent en mínimos de tres años, cer-

canos en promedio a los 75 dólares por barril; y iii) la prima de riesgo se mantendría por encima de la de nuestros pares latinoamericanos. Además, la senda esperada de tasa de cambio incorpora el efecto estacional, según el cual en el primer semestre se registra un precio del dólar más bajo que en el segundo.

Gráfico 12
PRONÓSTICO DE LA TASA DE CAMBIO USDCOP



Pronóstico Corficolombiana
Fuente: Setfx.

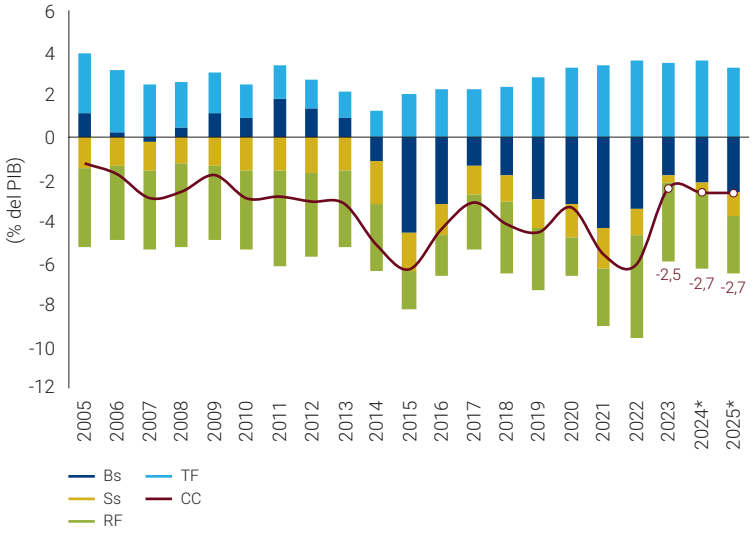
En consecuencia, esperamos que el dólar en Colombia experimente un ligero alivio durante los primeros meses de 2025, debido al mayor flujo estacional de divisas por el pago de impuestos de grandes empresas y la menor volatilidad postelectoral en los activos de la región. Así, el tipo de cambio USDCOP se situaría en promedio en $4.344 durante el primer semestre, aunque con una volatilidad mayor a la que se registró en la primera parte de 2024.

En el segundo semestre se registraría una depreciación de 0,5% que llevaría el tipo de cambio a un promedio de $4.367. Esto supone que el dólar se mantendría en un rango entre $4.150 y $4.650 en 2025, registrando en promedio una depreciación de 6,0% frente a 2024 (Gráfico 12). Es importante señalar que los pronósticos para el próximo año están sujetos a una incertidumbre mayor a la usual debido a los múltiples factores de aversión al riesgo en los mercados financieros. Lo que sí podemos anticipar es que la volatilidad del tipo de cambio será elevada en 2025.

Cuentas externas: déficit en Cuenta Corriente aumentará desde niveles bajos

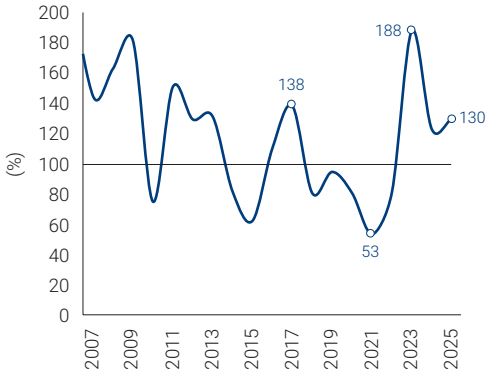
Prevemos que el déficit en cuenta corriente aumentará a 2,7% del PIB en 2024 y 2025, desde 2,5% del PIB en 2023, añadiendo presiones moderadas sobre la tasa de cambio (Gráfico 13). El mayor desbalance comercial de bienes explicaría buena parte de este resultado. De un lado, esperamos un aumento gradual de las importaciones, en un contexto de reactivación lenta del consumo y de la inversión. De otro lado, esperamos que el dinamismo de las exportaciones se vea afectado por los precios del petróleo más bajos frente a los registrados en 2024 (ver Capítulo II. Actividad económica local: ¿luz al final del túnel? y Recuadro I.1. Precios del petróleo: entre los temores de oferta y la débil demanda en este informe).

Gráfico 13
DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE COMO PORCENTAJE DEL PIB



Pronóstico Corficolombiana
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 14
RAZÓN IED SOBRE EL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE



Pronóstico Corficolombiana
Fuente: BanRep.

Este efecto se vería parcialmente compensado por el buen dinamismo de la entrada de remesas, que crecerían un 17% en 2024 y 11% en 2025, de modo que ascenderían a 13 mil millones de dólares, un nuevo máximo histórico. Por su parte, estimamos que la IED representaría el 130% del déficit en cuenta corriente y el 3,8% del PIB, favorecida por flujos de inversión al sector no petrolero, aunque levemente inferior al 142% promedio histórico, que reflejaría la disminución de los flujos de inversión al sector petrolero (Gráfico 14).

VII. SITUACIÓN FISCAL: AJUSTE PENDIENTE

Julio Romero A.
Felipe Esteban Espitia Murcia

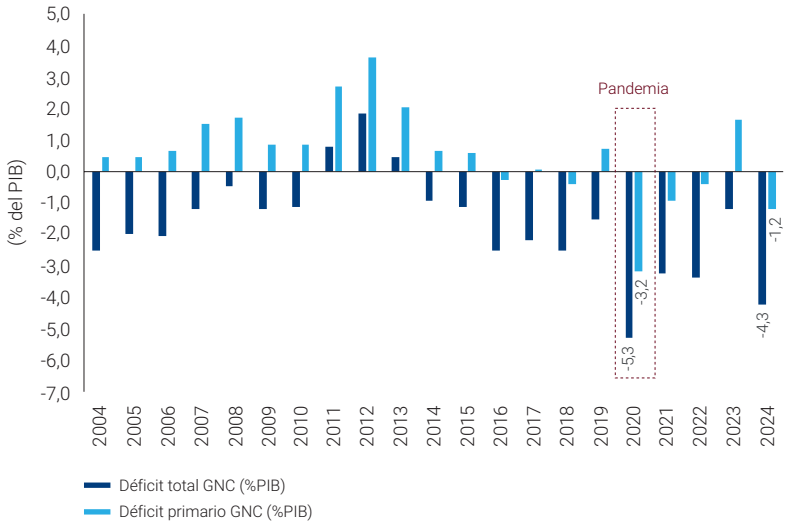
Balance 2024: se cumple al límite la Regla Fiscal

Hace un año advertimos que el Gobierno nacional tendría que hacer un gran esfuerzo para mantener la confianza sobre el manejo responsable de las finanzas públicas, ante la incertidumbre por algunas fuentes de ingreso y los elevados niveles de gasto público cuatro años después de la pandemia (ver "Situación Fiscal" en Informe Anual - Noviembre 29 de 2023). En efecto, el 2024 terminó siendo muy desafiante para las finanzas públicas, en la medida que el recaudo tributario registró una caída histórica que obligó al gobierno a ajustar varias veces su presupuesto de gasto para cumplir la Regla Fiscal.

Entre enero y agosto de este año, el déficit total del Gobierno Nacional Central (GNC) se ubicó en 4,3% del PIB, mientras su déficit primario fue del 1,2% del PIB; ambas cifras son las más altas de los últimos años, exceptuando el año de la pandemia (Gráfico 1). La Regla Fiscal permite un déficit total del GNC de 5,6% del PIB, consistente con un déficit primario de 0,9% del PIB. Para cumplir la Regla, y dada la caída que estimamos del recaudo tributario en 2024, el gasto primario no debería superar los $293,3 billones, el cual resulta inferior en $56,6 billones al previsto en el PGN 2024.

En primer lugar, el recaudo tributario tuvo una variación negativa y muy inferior a la prevista inicialmente en las cuentas fiscales del gobierno. El Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) presentado en junio reconoció que los ingresos tributarios serían más bajos de lo previsto en el plan financiero de comienzos de año y para cumplir la regla fiscal, redujo su proyección del gasto primario en $30,8 billones (ver "Marco Fiscal de Mediano Plazo: al límite de la regla en 2024 y grandes sombras en 2025" en Informe Especial - Junio 17 de 2024). Posterior a la publicación del MFMP el recaudo siguió disminuyendo y con corte a septiembre registraba una caída anual de 8,2% en términos

Gráfico 1
DÉFICIT TOTAL Y PRIMARIO DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL (GNC) COMO PORCENTAJE DEL PIB, CIFRAS ACUMULADAS HASTA AGOSTO DE CADA AÑO



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Ministerio de Hacienda.

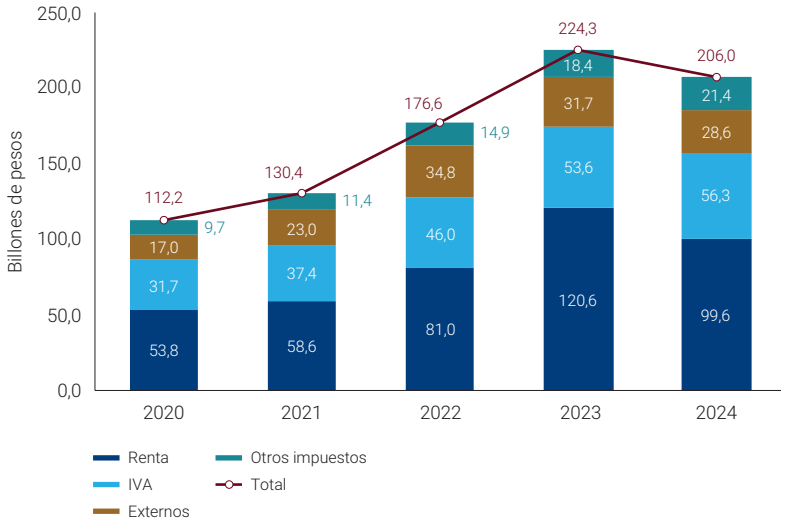
nominales. Este bajo desempeño se explicó por una fuerte caída en el recaudo del impuesto a la renta (17,4%), totalizando $99,6 billones (Gráficos 2 y 3). Además, este desempeño estaría materializando en gran parte los supuestos inciertos que hubo sobre fuentes como el arbitramento de litigios y eficiencia DIAN, además de los fallos de la Corte Constitucional sobre las regalías del sector hidrocarburos y la devolución de saldos a personas naturales y jurídicas.

En materia de gasto, en la ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) sin deuda hasta octubre las obligaciones representaban el 60% de las apropiaciones, que ascendían a $408,9 billones. Esta cifra evidencia la ejecución más baja de los últimos 23 años y se ubica 7 puntos porcentuales (p.p) por debajo del promedio del periodo 2000-2023. Dado el porcentaje de ejecución en los primeros diez meses de este año, estimamos un rezago aproximado de $28,8 billones frente al promedio observado en los años anteriores.

Para lo que resta de 2024, nuestras estimaciones indican que el recaudo tributario bruto tendrá un mejor desempeño y registraría

Gráfico 2

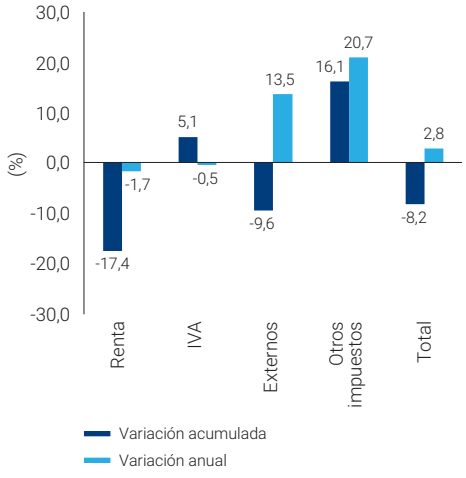
RECAUDO TOTAL Y POR TIPO DE IMPUESTO
ACUMULADO HASTA SEPTIEMBRE



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DIAN.

Gráfico 3

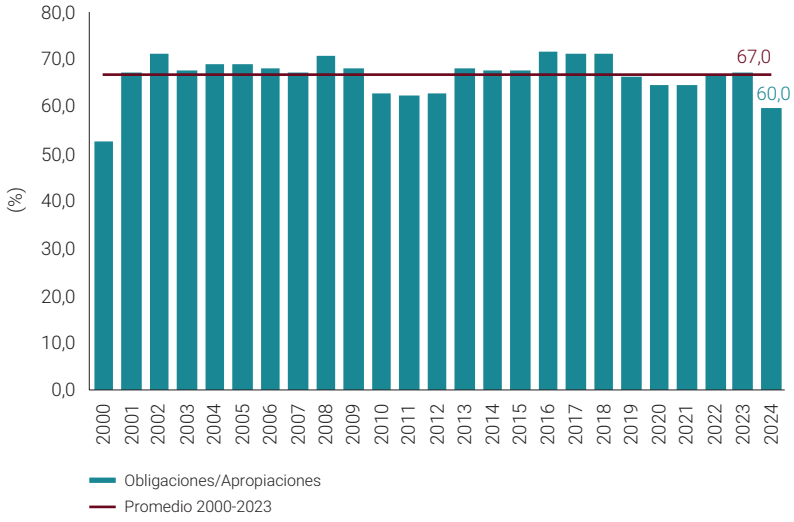
VARIACIÓN ANUAL Y ACUMULADA DEL
RECAUDO TOTAL Y POR TIPO DE IMPUESTO
(Cifras hasta septiembre)



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: DIAN.

Gráfico 4

OBLIGACIONES SOBRE APROPIACIONES DEL PRESUPUESTO
GENERAL SIN DEUDA HASTA OCTUBRE DE CADA AÑO



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Ministerio de Hacienda.

un crecimiento anual de 5% en el último trimestre, si mantiene la tendencia de recuperación registrada en septiembre. Así, los ingresos tributarios brutos ascenderían a $248,3 billones en 2024, lo que supone una caída de 5,5% frente a 2023. Esta estimación es similar a la que hizo el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) en su pronunciamiento No. 13 de noviembre 2024.

Ante el débil desempeño de los ingresos, el gobierno tuvo que anunciar varias veces durante este año que realizaría recortes del gasto para cumplir con la Regla Fiscal. Estos anuncios han generado confusión en el mercado sobre la verdadera magnitud del recorte del gasto necesario para cumplir la Regla Fiscal, por lo que a continuación intentamos explicarlo de forma más clara. Es importante aclarar que el tamaño del ajuste en el gasto depende de los ingresos esperados. En primer lugar, el monto del PGN de 2024, aprobado en octubre de 2023, ascendía a $503 billones y contemplaba como una de sus fuentes de financiación tener ingresos tributarios por $315,9 billones. Posteriormente, cuando el gobierno presentó el Plan Financiero, en febrero, redujo su estimación de ingresos tributarios en $25,6 billones, a $290,3 billones. Luego, en el MFMP presentado en junio revisó nuevamente el monto esperado de ingresos tributarios a $258,6 billones.

Lo anterior llevó a que el gobierno tuviera que anunciar varias veces que recortaría su gasto para cumplir la Regla Fiscal. En el Plan Financiero, el gasto primario disminuyó en $15,3 billones frente al monto del PGN; luego, las cifras del MFMP mostraban un recorte implícito de $30,8 billones adicionales, de los cuales $20 billones fueron por decreto, siendo efectivos únicamente $12 billones según el CARF, ya que $8 billones consistieron en emisión de TES para pagar parte de la deuda con el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). En el MFMP no se especificó cómo recortarían los otros $10,8 billones, por lo que en su momento asumimos que vendrían como una menor ejecución del presupuesto de gasto. Dado que el recaudo tributario siguió cayendo después de la publicación del MFMP, el Ministerio de Hacienda expidió un decreto en la última semana de noviembre recortando el gasto en $28,4 billones, es decir, $8,4 billones adicionales a lo previsto en el MFMP.

Lo anterior implica que, al cierre de este informe, el gobierno había reconocido la necesidad de recortar en $35,7 billones el gasto previsto en el PGN 2024, esto es, los $15,3 billones anunciados en el Plan Financiero, más los $12 billones de recorte efectivo en el decreto posterior al MFMP, más los $8,4 billones adicionales anunciados en noviembre. **Sin embargo, nuestras estimaciones del recaudo tributario para 2024 ($248,3 billones) implican que para cumplir la Regla Fiscal el gasto primario no debería superar los $293,3 billones, el cual resulta inferior en $56,6 billones al previsto en el PGN 2024. Así, estimamos que se requiere un recorte adicional del gasto de $20,9 billones, de los cuales una parte podría materializarse como una subejecución del presupuesto (Tabla 1)**.

De esta forma, el cumplimiento de la Regla Fiscal este año dependerá de que en el cuarto trimestre se mantenga el bajo ritmo de ejecución presupuestal observado hasta septiembre. En particular, en ese periodo debería ejecutarse, como máximo, el 10% del PGN sin deuda de todo el año, una cifra inferior a la registrada en el último trimestre del periodo 2000-2023 (promedio 23,4% y mínimo de 14,5%). **Nuestro escenario base es que el déficit total del GNC será de 5,6% del PIB**

Tabla 1
ESTIMACIONES DEL BALANCE DEL GNC EN 2024

	Billones de pesos				% del PIB			
	PGN	PF	MFMP	CFC	PGN	PF	MFMP	CFC
Ingreso total	**352,4**	**320,4**	**288,7**	**278,5**	**20,8**	**19,1**	**17,1**	**16,4**
Tributarios	315,9	290,3	258,6	248,3	18,6	17,3	15,4	14,7
Otros	36,5	30,1	30,1	30,1	2,2	1,8	1,8	1,8
Gasto total	**426,9**	**409,7**	**383,7**	**373,4**	**25,1**	**24,4**	**22,8**	**22,0**
Primario	350,0	334,7	303,9	293,6	20,6	19,9	18,0	17,2
Intereses	76,9	75,0	79,8	79,8	4,5	4,5	4,7	4,7
Balance GNC	**-74,5**	**-89,3**	**-94,9**	**-94,9**	**-4,4**	**-5,3**	**-5,6**	**-5,6**
Balance primario GNC	2,4	-14,3	-15,1	-15,1	0,2	-0,9	-0,9	-0,9

PGN: Presupuesto General de la Nación
PF: Plan Financiero
MFMP: Marco Fiscal de Mediano Plazo
CFC: Corficolombiana
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Ministerio de Hacienda.

en 2024, logrando cumplir la Regla Fiscal gracias a una combinación entre recorte del gasto y subejecución.

Los desafíos fiscales continuarán en 2025

En 2025 esperamos que la incertidumbre fiscal se mantenga alta, en la medida que el PGN contempla un fuerte aumento del gasto con fuentes de financiación inciertas. Vale la pena señalar que el Congreso rechazó el monto del PGN propuesto por el Gobierno para el próximo año, por $523 billones, llevando a una situación inédita en la que se presentará por decreto. Dentro de las fuentes de financiación del PGN, el Ministerio de Hacienda incluyó: i) $11,8 billones de ingresos dependientes de que el Congreso apruebe el Proyecto de Ley de Financiamiento, lo cual tiene una baja probabilidad; ii) $24,6 billones adicionales por eficiencia en la administración de la DIAN, es decir, $14,6 billones adicionales a los que se incluyeron por este factor en el MFMP; y iii) $4,5 billones por mayores recursos de capital.

Además, el menor recaudo que proyectamos en 2024 implica un punto de partida más bajo para los ingresos fiscales que asume el proyecto de PGN para 2025. **En nuestro escenario base, estimamos que los ingresos del GNC en 2025 serán de $277,2 billones, inferiores en $39,3 billones (2,2% del PIB) a los que se esperan en el PGN**. Esta estimación contempla que la elasticidad entre el recaudo tributario y el PIB nominal retorna en 2025 a sus niveles de largo plazo[1]. De esta forma, los ingresos tributarios distintos a los que se esperan de la Ley de Financiamiento y la gestión de la DIAN serían de $268 billones (Tabla 2). En relación con el proyecto de Ley de Financiamiento, es poco probable que el Congreso apruebe un aumento de la carga tributaria dado el contexto reciente de las discusiones sobre el PGN. Asimismo, consideramos que el próximo año tampoco se materializará la expectativa de mayor recaudo por gestión de la DIAN,

[1] *En el largo plazo, la elasticidad del recaudo al PIB en Colombia es levemente superior a la unidad. Según estimaciones del CARF, en "el recaudo neto de cuotas no-petrolero, dicha elasticidad se ubica en 1,073, y para no-cuotas es de 1,179". Ver "Elasticidades de recaudo tributario al PIB para Colombia" (CARF, abril de 2022). Proyectamos que el PIB nominal crecerá 6,5% en 2025.*

Tabla 2
INGRESOS TOTALES DEL GNC PROYECTADOS EN 2025
(Cifras en billones COP)

	MFMP	PGN	*Diferencia PGN vs. MFMP*	CFC	*Diferencia CFC vs. PGN*
Ingresos tributarios	289,9	316,5	26,6	277,2	-39,3
Adicional por gestión DIAN	14,3	28,9	14,6	9,2	-19,7
Otro recaudo tributario	263,8	275,8	12,0	268,0	-7,8

MFMP: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2024.
PGN: Presupuesto General de la Nación 2025.
Estimaciones Corficolombiana (CFC).
Fuente: CARF.

la cual sería de aproximadamente $9,2 billones, equivalentes al 0,5% del PIB, una cifra más realista con lo observado en años recientes.

Bajo este contexto, y asumiendo que el gobierno decreta el PGN 2025 por un monto de $523 billones, **prevemos que para cumplir el déficit de 4,9% del PIB que permite la Regla Fiscal en 2025, sería necesario realizar un recorte del gasto del GNC de $35,4 billones (2,0% del PIB)**. Ahora bien, si el Congreso aprueba la medida de la Ley de Financiamiento que anticipa el periodo de transición de la Regla Fiscal de 2025 a 2024, el déficit fiscal del GNC podría ser de 5,1% del PIB y otorgaría un margen adicional de gasto de $5,3 billones. En este caso, **el ajuste del gasto necesario para cumplir la Regla sería de $30,1 billones (1,7% del PIB)**.

Esta incertidumbre debería resolverse a comienzos de 2025, cuando el Ministerio de Hacienda presente el Plan Financiero del próximo año. Por lo pronto, nuestro escenario base para 2025 supone un cumplimiento de la Regla Fiscal, pero con retos importantes a solucionar en materia de ingresos, gastos y con la incertidumbre de lo que suceda con la Ley de Financiamiento. **Si no hay un recorte al gasto, el déficit del GNC ascendería a 6,8% del PIB y no se cumpliría la Regla Fiscal (Tabla 3)**.

Vale la pena señalar que, en materia de gasto, nuestro análisis del proyecto de PGN identificó un espacio importante de austeridad que permitiría recortar entre $10,9 y $11,6 billones en gastos de funcionamiento (ver "¿Ley de financiamiento o plan de austeridad en el gasto?" en Informe Semanal - Septiembre 8 de 2024). En todo

Tabla 3
ESTIMACIONES DEL BALANCE DEL GNC EN 2025

	Billones de pesos				% del PIB			
	MFMP	PGN	CFC base	Sin ajuste gasto	MFMP	PGN	CFC base	Sin ajuste gasto
Ingreso total	**312,0**	**343,2**	**303,9**	**303,9**	**17,5**	**19,3**	**16,8**	**16,8**
Tributarios	289,9	316,5	277,2	277,2	16,3	17,8	15,3	15,3
Otros	22,2	26,7	26,7	26,7	1,2	1,5	1,5	1,5
Gasto total	**403,5**	**427,4**	**397,1**	**427,4**	**22,7**	**24,0**	**21,9**	**23,6**
Primario	320,5	344,4	314,1	344,4	18,0	19,3	17,3	19,0
Intereses	83,0	83,0	83,0	83,0	4,7	4,7	4,6	4,6
Balance GNC	**-91,5**	**-84,2**	**-93,3**	**-123,5**	**-5,1**	**-4,7**	**-5,1**	**-6,8**
Balance primario GNC	-8,5	-1,2	-10,2	-40,5	-0,5	-0,1	-0,6	-2,2

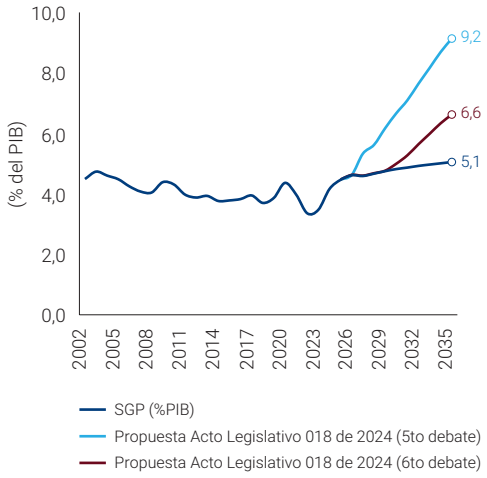
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Ministerio de Hacienda y CARF.

caso, se requerirían recortes adicionales de aproximadamente $20 billones que seguramente recaerán en el componente de inversión en el PGN, limitando nuevamente la capacidad de la política fiscal para reactivar la economía.

Ahora bien, los riesgos sobre las finanzas públicas en 2025 también pasan por: i) los efectos a mediano plazo de la discusión del Acto Legislativo 018 de 2024, que pretende modificar las transferencias al Sistema General de Participaciones (ver "Proyecto de Ley del SGP: reactivación y autonomía de las regiones sí, pero no así" en Informe Semanal - Octubre 20 de 2024), ii) la entrada en vigencia de la Ley 2381 de 2024 sobre el Sistema Pensional, iii) la crisis en el mercado energético y iv) el avance de las reformas al sistema de salud y al mercado laboral.

Es claro que la situación de las finanzas públicas seguirá generando incertidumbre no solo el próximo año sino también en el mediano plazo, afectando el desempeño del mercado de deuda y la tasa de cambio. La reforma a las transferencias al SGP añadió más presión a la situación fiscal y ahora la atención se centrará en la discusión del Proyecto de Ley de Competencias sobre las responsabilidades fiscales que tendrían los entes territoriales. Puntualmente, esta iniciativa, luego de los ajustes realizados en el sexto debate en el Congreso, incrementaría las transferencias al SGP hasta un 6,6%

Gráfico 5
TRANSFERENCIAS AL SISTEMA GENERAL DE PARTICIPACIONES (SGP) *(% del PIB)*

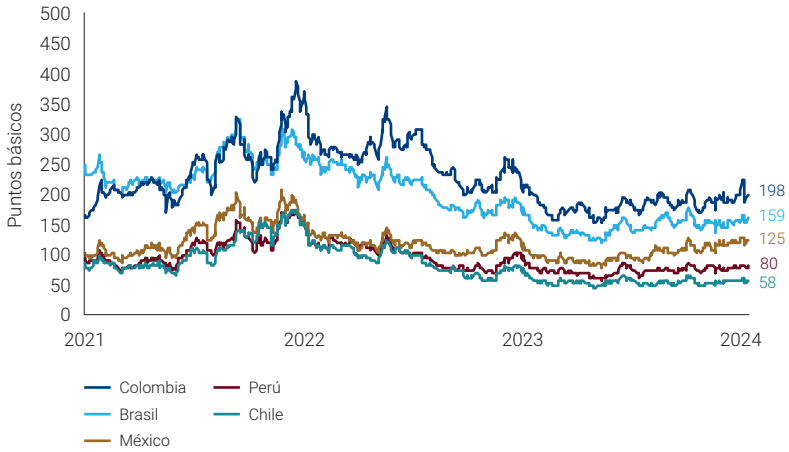


Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Ministerio de Hacienda.

del PIB en 2035, una cierta mejora frente a lo expuesto en el quinto debate, pero generando aún riesgos para el mediano plazo sobre las finanzas públicas (Gráfico 5). Por otra parte, a mediados del próximo año iniciará la aplicación de la Ley 2381 de 2024, que establece un Sistema de Protección Integral para la Vejez, en el cual Colpensiones tiene una mayor responsabilidad operativa y presupuestal, y a mediano plazo requerirá mayores recursos del PGN. De los cuales, según estimaciones del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF), las transferencias del GNC a Colpensiones pasarían en 2025 de 1,3% del PIB sin la reforma hasta un 3,8% del PIB en 2061 con el umbral de 2,3 salarios mínimos aprobados en la reforma.

Al cierre de este informe, el mercado de deuda pública, las primas de riesgo y la tasa de cambio registraban una alta volatilidad, en buena parte asociada con el deterioro del panorama fiscal a corto y mediano plazo (ver Capítulo VI. Mercado cambiario y cuentas externas y Capítulo VIII. Mercado de deuda en este informe). La prima de riesgo país de Colombia indica que los inversionistas descuentan una menor calificación soberana para el país (Gráfico 6), mientras que las principales agencias calificadoras han resaltado los riesgos fiscales mencionados previamente, y señalan que el bajo crecimiento económico en los próximos años es un riesgo que puede materializarse en una nueva rebaja de la calificación soberana.

Gráfico 6
CREDIT DEFAULT SWAP (CDS) A 5 AÑOS



Fuente: *Refinitiv Eikon*.

En enero de este año, Standard & Poor's (S&P) revisó de estable a negativa la perspectiva de la calificación de la deuda de largo plazo en moneda extranjera de Colombia, lo que implica que durante el primer semestre de 2025 podría materializarse una rebaja de BB+ a BB. Por su parte, Fitch Ratings mantiene la calificación de la deuda colombiana en BB+ con perspectiva estable, y ha señalado que los niveles de deuda/PIB del país están dentro del promedio de países con calificación similar, aunque señala riesgos asociados al bajo crecimiento y a la necesidad de ajustes fiscales para evitar un incremento del endeudamiento. Entre tanto, Moody's es la única de estas tres agencias que mantiene a Colombia en la categoría de grado de inversión, con una calificación de Baa2 y perspectiva negativa (Tabla 4). Un eventual anuncio negativo de una de estas agencias sobre la calificación de Colombia, ocasionado por posible incumplimiento de la Regla Fiscal, puede agregar volatilidad a las tasas de interés de los TES y presionar al alza las primas de riesgo y la tasa de cambio.

Tabla 4

CALIFICACIÓN DE RIESGO CREDITICIO DE LA DEUDA EN MONEDA EXTRANJERA Y PERSPECTIVA DE COLOMBIA

Agencia calificadora	Calificación de crédito	Perspectiva	Última fecha de actualización
Standard and Poor's	BB+	Negativa	Enero 18 de 2024
Fitch Ratings	BB+	Estable	Julio 2 de 2021
Moody's	Baa2	Negativa	Junio 27 de 2024

En rojo significa una revisión en la calificación.
En azul significa una revisión a la perspectiva.
Fuente: Standard and Poor's, Fitch Ratings y Moody's.

Recuadro VII.1. Transferencias de Ecopetrol a la nación en 2025

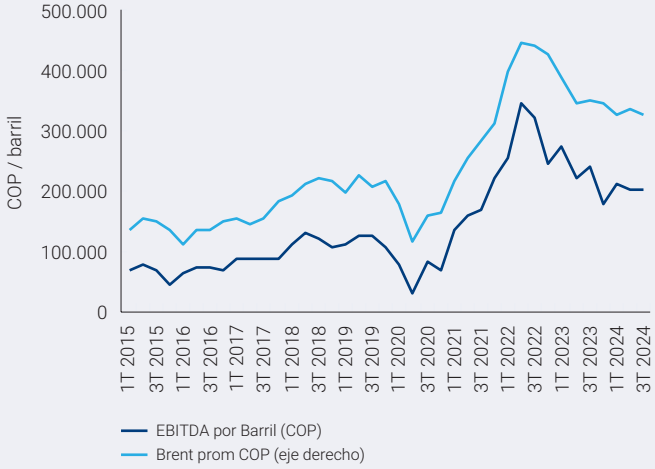
Andrés Duarte Pérez

¿Qué esperamos de Ecopetrol en 2025, luego de un año lleno de publicaciones relacionadas con esta empresa? En este recuadro, explicamos nuestra expectativa sobre el aporte que va a realizar Ecopetrol a la Nación durante 2025 vía impuestos, dividendos y regalías, consistente con el desempeño que estimamos para la compañía en 2024 y 2025, de acuerdo con nuestro escenario base de proyección.

Escenario base de proyección y riesgos

Lo primero es reconocer que, **a nivel operacional, la eficiencia operativa de la compañía se mantiene atada al nivel de los precios del petróleo** (Gráfico 1). Como consecuencia de lo anterior, nuestra proyección del resultado operacional depende principalmente de nuestras proyecciones de precios y cantidades.

Gráfico 1
BRENT (COP) Y EBITDA POR BARRIL



Calculos Corficolombiana.
Fuente: IR Ecopetrol, EIA, BanRep.

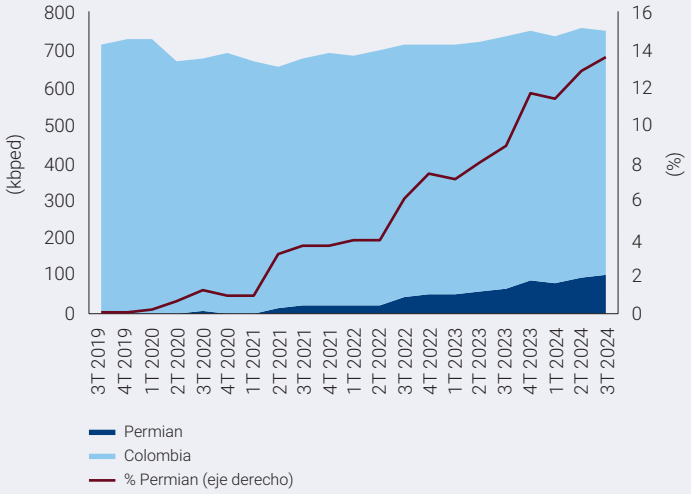
Al cuarto trimestre de 2024 vemos un leve deterioro en la relación de volúmenes y precios, resultando en una disminución de 3,3% en los ingresos del trimestre, ubicando a los ingresos anuales en $132,2 billones, disminuyendo 7,6% respecto a 2023 (Tabla 1). Lo anterior se traduce en un deterioro de 8,0% a/a en el EBITDA[1] del año 2024. Para 2025, en línea con nuestra proyección de variables fundamentales para la compañía, esperamos que este deterioro continúe en un menor grado, disminuyendo 2,4% a/a, con un margen EBITDA de 42,3%, estable respecto a 2024. En nuestro escenario base, el deterioro en la cotización del petróleo y los volúmenes de producción que proyectamos, será parcialmente compensado por la tasa de cambio.

Producción: El mayor riesgo asociado a los volúmenes y precios es la posibilidad de dejar de contar con cerca del 85% de la producción del *Permian* estadounidense, a partir del segundo trimestre de 2025, teniendo en cuenta

[1] *Para este recuadro podemos interpretar al EBITDA como una medida de la caja de la operación de la compañía. Su margen es la razón entre el EBITDA y las ventas.*

que en marzo de 2025 se deberá negociar la continuación, terminación o modificación del negocio conjunto con Occidental Petroleum, de donde proviene esta producción. La producción en cuestión aportó aproximadamente el 10,8% de la producción total de Ecopetrol en 2024 (Gráfico 2). Nuestro escenario base asume la continuación de este negocio conjunto. Asimismo, el deterioro en los márgenes de refinación y por lo tanto el margen EBITDA de refinación *(downstream)* nos preocupa y creemos que no se va a recuperar a partir de los niveles de precio proyectados en 2025. Este deterioro incide negativamente en el margen EBITDA total, pero dicho efecto está incluido en nuestra proyección base.

Gráfico 2
PRODUCCIÓN Y PARTICIPACIÓN DEL *PERMIAN*



Calculos Corficolombiana.
Fuente: Ecopetrol.

Pruebas de deterioro: Otro riesgo que podría implicar una disminución en las utilidades estimadas de 2024 de $14,4 billones es que la empresa realice *impairments* sobre las actividades de *upstream* (exploración y pro-

Tabla 1
VARIABLES FUNDAMENTALES Y FINANCIERA PARA ECOPETROL
(Escenario Base)

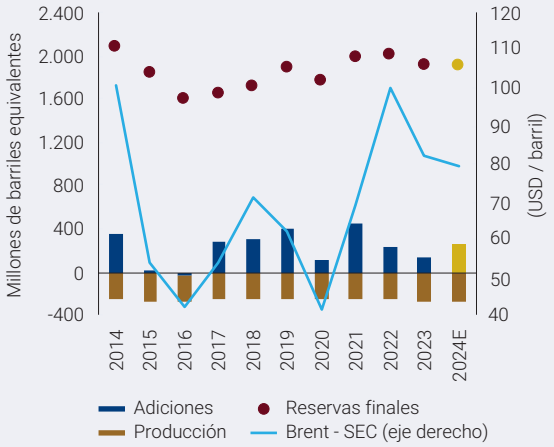
		2023	2024E	2025E
Variables fundamentales (valores promedio)				
Brent	USD/bl	82,5	81,0	75,0
TRM	COP/USD	3.561	4.110	4.355
Producción	kbped *	736,6	751,7	735,0
EE.FF.				
Ingresos	(COP Bill.)	143,1	132,2	128,9
EBITDA	(COP Bill.)	60,7	55,9	54,5
Mgen EBITDA	%	42,4%	42,3%	42,3%
Impuesto de renta (normativo)	%	35,0%	35,0%	35,0%
Impuesto de renta (sobretasa E&P)	%	15,0%	10,0%	5,0%
Utilidad neta	(COP Bill.)	19,06	14,14	13,93
Margen neto	%	13,3%	10,7%	10,8%

* kbped: Miles de barriles de petróleo equivalente diario.
Cálculos: Corficolombiana.
Fuente: BanRep, EIA, IR Ecopetrol.

ducción) y *downstream*. El *impairment* es básicamente un gasto contable para reconocer la pérdida de valor de los activos de una compañía, luego de realizar una prueba de deterioro al final del año. Su efecto resulta en la disminución de las utilidades netas. **Mencionamos esta posibilidad para el upstream por el hecho de que esperamos una disminución en las reservas probadas de la compañía al cierre de 2024, explicadas por la elevada producción, la falta de hallazgos y un leve deterioro en el precio del petróleo utilizado para la certificación de reservas** (-3% a/a para el precio SEC). Estimamos que, para compensar la reducción de reservas asociada con la producción de 2024, el aporte de las extensiones y descubrimientos y el recobro mejorado deberán crecer 53% frente a 2023, lo cual estimamos poco probable (Gráfico 3).

Mientras tanto, basados en el deterioro que durante 2024 tuvo la actividad de refinación ya mencionada y el hecho de que a menores niveles de precio como los estamos esperando en 2025 es menos probable recuperar dichos márgenes, podría llegar a reconocerse un *impairment* en refinación. Asimismo, durante los últimos dos años Ecopetrol realizó devoluciones en el *impairment* de refinación por el orden de $2,5 billones, basado en mejores perspectivas para esta línea de negocio, perspectivas que no parecen mantenerse al cierre de 2024.

Gráfico 3
RESERVAS PROBADAS DE ECOPETROL



Calculos Corficolombiana.
Fuente: Ecopetrol.

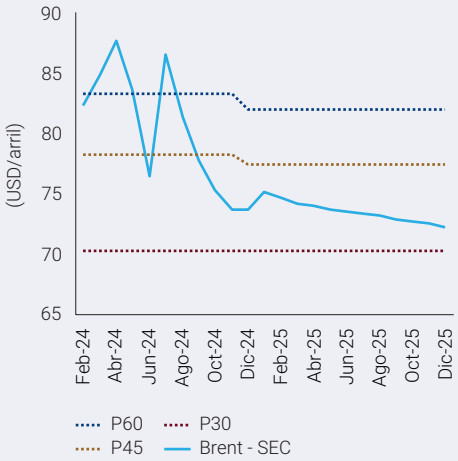
Sobretasa al impuesto de renta: Sabemos que la sobretasa que aplicará a las actividades de exploración y producción de petróleo en 2024 en Colombia es 10% (Ley 2277 de 2022). Nuestros cálculos para los percentiles utilizados para definir la sobretasa de 2025 son USD 70,3 para el percentil 30, USD 78,2 para el percentil 2 y USD 83,3 para el percentil 3 (Gráfico 4). Basados en esto, estimamos que el precio de 2025 (USD 75/barril en promedio) permanecerá entre los percentiles 30 y 45, por lo que la sobretasa a aplicar será 5%. Sin embargo, en caso de que el precio promedio se ubique por debajo de USD 70,3, no se pagaría sobretasa.

Transferencias y transferencias netas de FEPC

Para el cálculo de las transferencias que le va a aportar Ecopetrol a la Nación, nos basamos en el escenario descrito. Es importante recordar el hecho de que hay riesgos que de presentarse podrían resultar en un deterioro en los resultados financieros de Ecopetrol y por ende, en las transferencias que estimamos y describimos a continuación.

Dividendos: Estimamos que el dividendo total a pagar por Ecopetrol en 2025 ascienda a COP $8,8 billones, o $215/acción. Al Gobierno le corresponde $7,8 billones (participación de 88,45%). Este dividendo es el resultado de aplicar la tasa de repartición de utilidades *(payout)* máxima de 60%, de acuerdo con la política vigente, sobre la utilidad neta consolidada que estimamos para el año 2024, de $14,1 billones. Esta transferencia equivale al 0,43% del PIB nominal de 2025. Los $7,8 billones en dividendos para el Gobierno disminuyen 31,2% frente al año anterior ($11,3 billones) y 63,8% frente a los dividendos para el Gobierno en 2023 ($21,6 billones).

Gráfico 4
SOBRETASA EN FUNCIÓN DEL PRECIO PROMEDIO BRENT



Calculos Corficolombiana.
Fuente: EIA.

En el Presupuesto General de la Nación (PGN) de 2025, el Gobierno espera recibir $8,1 billones en dividendos, para lo cual implicaría un *payout* de 64,8% sobre nuestra estimación de utilidad para 2024, lo cual implicaría la repartición de un dividendo extraordinario (*payout* de 4,8% adicional al máximo de 60%). Sin embargo, no vemos una justificación para esperar un dividendo extraordinario por concepto de caja, resultados o el nivel de precios del petróleo, los argumentos que suelen justificar el pago de dividendos extraordinarios.

Regalías: Creemos que el total de regalías en 2025 se ubicará en $9,3 billones, y corresponde al total de compras de petróleo a la ANH y giros en dinero por concepto de gas en Colombia. Este giro sería 2,2% menor al de 2024, y equivale al 0,52% del PIB nominal de 2025.

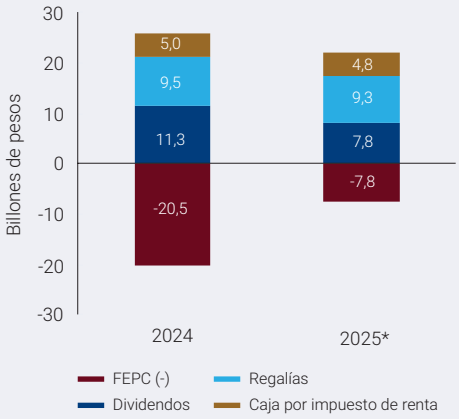
Impuestos: **Calculamos un giro de impuesto de renta de $4,7 billones en 2025, o 0,26% del PIB nominal de 2025, disminuyendo 5,3% frente a 2024**. Nuestra estimación se limita al impuesto de renta pagado por Ecopetrol en Colombia, por lo que calculamos la caja del impuesto de renta para 2025, excluyendo todos los pagos por concepto de impuestos de filiales del exterior. Finalmente, utilizamos una sobretasa de 5% para las actividades de exploración y producción de petróleo, de acuerdo con la ley 2277 de 2022, junto con nuestra proyección de precios del petróleo.

FEPC: Incluimos el pago que debe hacer el Ministerio de Hacienda y Crédito Público a Ecopetrol en 2025, por concepto de la causación de 2024, con lo que calculamos las trasferencias netas. Para 2025 estimamos un monto de $7,8 billones, o 0,43% del PIB, disminuyendo 62% frente al monto causado en 2024. El ajuste realizado sobre los precios de la gasolina en Colombia durante 2023 redujo notablemente la acumulación del FEPC en 2024, por lo que en 2025 se girarán $12,7 billones menos que en 2024.

Transferencias totales y netas de FEPC (Gráfico 5 y Tabla 2): Las transferencias totales que calculamos para 2025 ascienden a $21,8 billones, o 1,22% del PIB, lo que representa una disminución de 15,5% frente al giro de impuestos, dividendos y regalías de Ecopetrol a la Nación en 2024. Se trata de un deterioro considerable, sin embargo, la disminución en el monto a pagar por concepto del FEPC ya descrita, resulta en que las trasferencias netas de FEPC en 2025 aumentan frente a 2024, pasando de $5,4 billones a $14,0 billones (0,78% del PIB), con un incremento de 2,6 veces.

El aporte al Gobierno Nacional que no incluye regalías asciende a $12,6 billones, o 0,70% del PIB, y disminuye 23,0% frente a 2024. Este aporte, neto de FEPC seria $4,8 billones, 0,27% del PIB y aumenta $8,9 billones frente al año anterior ($-4,2 billones).

Gráfico 5
TRANSFERENCIAS DE ECOPETROL A LA NACIÓN



Calculos Corficolombiana.

Tabla 2
TRASFERENCIAS DE ECOPETROL A LA NACIÓN

	2024 COP Bill	2025 * COP Bill.	v a/a
Dividendos	11,3	7,8	-31,2%
Regalías	9,5	9,3	-2,2%
Caja por impuesto de renta	5,0	4,8	-4,3%
Transferencias	25,9	21,9	-15,4%
FEPC (-)	20,5	7,8	-62,0%
Transferencias netas de FEPC	5,4	14,1	162,6%
	% PIB	% PIB	v p.p.
Dividendos	0,68%	0,43%	-0,2%
Regalías	0,57%	0,52%	0,0%
Caja por impuesto de renta	0,30%	0,27%	0,0%
Transferencias	1,54%	1,22%	-0,3%
FEPC (-)	1,22%	0,43%	-0,8%
Transferencias netas de FEPC	0,32%	0,79%	0,5%

* En el PGN 2025 el Gobierno estima recibir $8,1 billones en dividendos.
Cálculos Corficolombiana.

Conclusión

Continúa el deterioro en el aporte de Ecopetrol a la Nación e identificamos varios riesgos que podrían reducir las transferencias que podrá aportar la empresa. Sin embargo, el ajuste a los precios de la gasolina resultó en un incremento en las transferencias netas que estimamos para 2025.

Asimismo, a pesar de la disminución de 15,4% en las transferencias que estimamos en 2025 frente a 2024, el monto de $21,9 billones supera ampliamente el intervalo prometido por la empresa en sus planes estratégicos de largo plazo (entre 13 y 20 billones de pesos).

Teniendo en cuenta la importancia de estos aportes para la estabilidad fiscal del país, la preponderancia del negocio relacionado con hidrocarburos para Ecopetrol, el rol de la compañía para darle seguridad energética a Colombia, etc., es indispensable retomar el camino de la inversión y la exploración de hidrocarburos, que servirán para financiar la transformación que puede hacer la empresa y el país de cara a un futuro fiscalmente viable y con menos emisiones de carbono.

Recuadro VII.2. La neblina fiscal en América Latina: Riesgos y sostenibilidad en juego

Alejandra Gacha
Julio Romero A.

Durante la pandemia del Covid-19, los niveles de deuda pública en los principales países de América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) experimentaron un aumento significativo, pasando de un promedio de 32,1% del PIB en 2019 a 40,0% del PIB en 2020, lo que representa un incremento de 10,1 puntos porcentuales (p.p). Este aumento respondió a la necesidad de enfrentar la emergencia sanitaria y económica generada por la pandemia. Aunque la relación deuda/PIB ha disminuido en los últimos cuatro años, aún se encuentra por encima de los registros prepandemia.

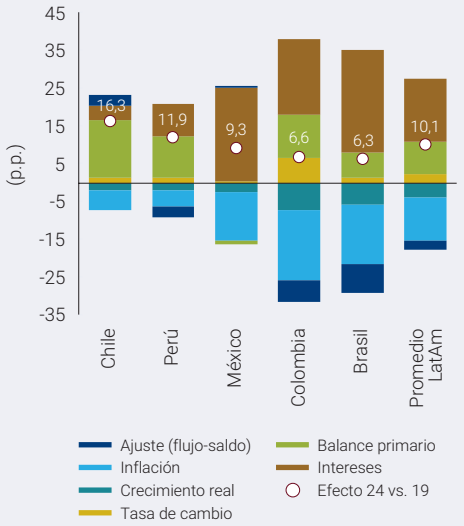
La trayectoria de la deuda pública en la región enfrenta desafíos considerables en un contexto en el que el crecimiento económico proyectado para 2024 y 2025 está convergiendo a tasas inferiores a las observadas antes de la pandemia, mientras que los flujos de capital hacia las economías emergentes enfrentan un contexto complejo por la alta volatilidad en los mercados financieros. Lo anterior aumenta la vulnerabilidad de las economías de la región y puede poner en riesgo su sostenibilidad fiscal.

El deterioro de las finanzas públicas en estos países responde a factores comunes: i) un menor crecimiento económico que ha limitado el recaudo tributario, ii) un gasto primario que se mantiene elevado en comparación con los niveles previos a la pandemia, y iii) un aumento en los costos financieros.

Descomposición del aumento total de la deuda

Entre 2019 y 2024, la deuda total del Gobierno General en LAC5 (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) aumentó, en promedio, 10,1 puntos porcentuales, impulsada principalmente por una mayor carga de intereses con un aporte promedio de 16,7 p.p. (Gráfico 1). Por su parte, el balance primario fue el segundo factor de mayor impacto en el incremento de la deuda durante el periodo (aporte promedio de 8,7 p.p.), reflejando las dificultades para corregir el incremento del gasto durante la pandemia, que tenía carácter transitorio. Por otro lado, el crecimiento económico contribuyó de manera marginal a reducir el total de la deuda en la mayoría de los países (aporte promedio de -3,8 p.p.), salvo en Colombia,

Gráfico 1
DESCOMPOSICIÓN DE LOS CAMBIOS EN LA DEUDA PÚBLICA DEL GOBIERNO GENERAL LAC5 2019 VS. 2024



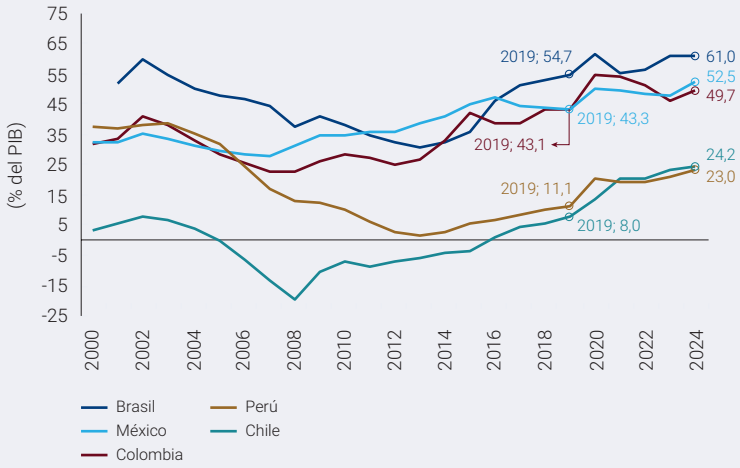
* Se usa la ecuación de descomposición de la deuda de Humman (2023).
** Ajuste (flujo-saldo) corresponde al residuo del modelo.
Cálculo Corficolombiana.
Fuente: WEO, *Refinitiv Eikon*.

donde el dinamismo de la economía en 2021 y 2022 permitió una reducción mayor de la deuda (-7,3 p.p.). Asimismo, Colombia es el único país de la región donde la tasa de cambio ha tenido un impacto significativo en el aumento de la deuda (6,8 p.p frente a un promedio de 1,3 p.p en los otros países de LAC5 sin Colombia). Esto se explica gracias a que el país experimentó la mayor depreciación de la región en 2022, lo cual afectó negativamente su deuda expresada en moneda extranjera, que representa el 34,4% del total.

Al finalizar 2024, se proyecta que Chile y Perú registren la relación deuda/PIB más baja de LAC5 (24,2% y 23,0%, respectivamente)[1], a pesar de que registraron el mayor incremento de este indicador durante el periodo analizado (Gráfico 2). Es importante señalar que el menor crecimiento de la deuda en Colombia y Brasil (6,6 y 6,3 p.p, respectivamente) no se debe a la disciplina fiscal (ajuste del balance primario) o a la menor carga de intereses, sino a la elevada inflación que ha erosionado el valor real de la deuda pública. Este efecto de "licuefacción de la deuda" no es la estrategia óptima de ajuste fiscal.

A continuación, analizamos la evolución de tres elementos fundamentales para la sostenibilidad de la deuda pública: el balance primario, el crecimiento real y la tasa de interés real de la deuda.

Gráfico 2
DEUDA PÚBLICA TOTAL DEL GOBIERNO GENERAL



* Chile tuvo una "deuda negativa" debido a su bajo nivel de endeudamiento, entre el 2005 y el 2015. Esto significó que los activos financieros del gobierno chileno superaron su deuda, lo que se conoce como una posición neta acreedora.
Cálculo Corficolombiana.
Fuente: WEO, FMI (oct-24).

Balances primarios deteriorados

El aumento del gasto primario para hacer frente a la crisis sanitaria de 2020, junto con la caída de los ingresos gubernamentales, provocó un deterioro de los balances primarios en la región. En promedio, el déficit llegó a ser de 5,2% del PIB en 2020 y se corrigió parcialmente en 2021 y 2022, logrando un superávit primario de 0,3% en 2022. Sin embargo, esta corrección se revirtió en 2023, volviendo a un balance deficitario de 0,5% del PIB que se proyecta aumente a 0,9% del PIB en 2024[2].

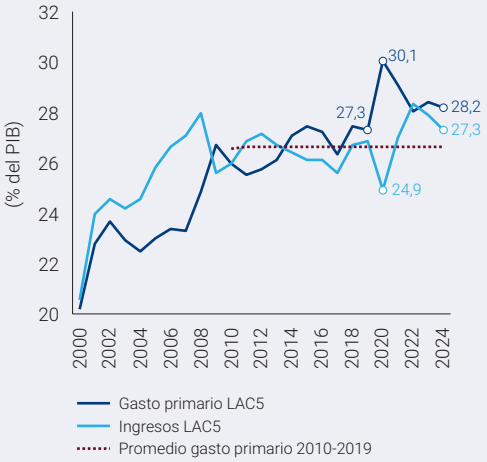
[1] *Proyecciones FMI-WEO (Oct-24).*

[2] *Proyecciones FMI-WEO (Oct-24).*

Cabe destacar que México constituye un caso atípico en la región. Durante la pandemia, el gobierno de López Obrador no implementó medidas extraordinarias de gasto para enfrentar el Covid-19, lo cual evitó un aumento significativo del gasto en ese periodo. A pesar de ello, México no ha estado exento del deterioro fiscal observado en la región durante 2023 y 2024.

La ampliación de los déficits primarios en la región en 2023 y 2024 responde principalmente a dos factores: i) la dificultad para reducir el gasto primario en un contexto de mayores demandas sociales, lo que ha llevado este indicador a ubicarse, en promedio, en 28,2% del PIB actualmente, 1,6 p.p por encima del nivel prepandemia, y ii) una reducción de los ingresos fiscales en un contexto de menor crecimiento económico, lo cual ha afectado especialmente el recaudo en Colombia, Perú y Chile.

Gráfico 3
GASTO PRIMARIO E INGRESO DEL GOBIERNO GENERAL LAC5

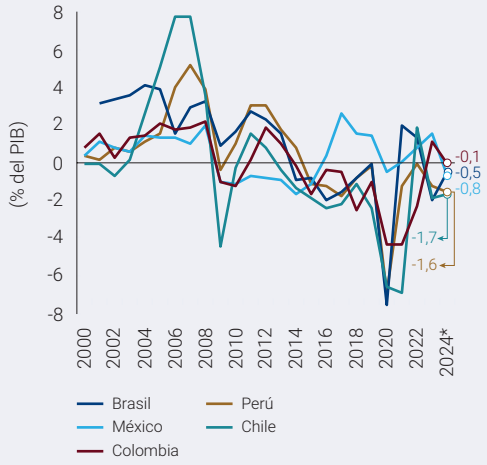


Cálculo Corficolombiana.
Fuente: FMI-WEO (Oct-24).

Bajo crecimiento económico

Después de una sólida recuperación postpandemia en la región, con un crecimiento promedio del 9,3% en 2021 y de 3,7% en 2022, liderado por Colombia (Tabla 1), el ritmo de expansión económica se ha moderado, alcanzando un promedio del 2,3% en 2024[3]. Este año se caracteriza por un crecimiento bajo en un entorno externo complejo (ver capítulo Contexto Externo en este informe), aunque con una notable heterogeneidad entre los países.

Gráfico 4
BALANCE PRIMARIO DEL GOBIERNO GENERAL



* Proyecciones FMI-WEO (Oct-24).
Fuente: FMI-WEO (Oct-24).

Las economías de Perú -que experimentó una contracción en 2023- y Colombia registraron en 2023 y 2024 el menor crecimiento en comparación con sus promedios históricos. Esta desaceleración ha resultado en un aumento de la deuda total como porcentaje del PIB. En contraste, Brasil ha mantenido un crecimiento económico sólido, estimado en 3,0% para 2024, respaldado por una demanda interna resiliente, lo cual ha evitado una ampliación de su nivel de deuda.

[3] *Proyecciones FMI-WEO (Oct-24).*

Tabla 1
CRECIMIENTO REAL (%) LAC5

	Prepandemia (A)	Pandemia	Recuperación postpandemia	Ajuste (B)	Cambio en crecimiento en p.p. (B) - (A)
	2010-2019	2020	2021-2022	2023-2024	
Brasil	1,4	-3,3	3,9	3,0	1,6
Chile	3,3	-6,1	7,0	1,3	-2,0
Colombia	**3,7**	**-7,3**	**9,1**	**1,3**	-2,4
México	2,3	-8,7	4,9	2,6	0,3
Perú	4,5	-11,0	7,9	1,2	-3,3

Cálculos Corficolombiana.
Fuente: WEO.

Con excepción de Brasil, si los países analizados mantuvieran en 2024 y 2025 la tendencia de crecimiento previa a la pandemia (2010-2019), su relación deuda/PIB sería, en promedio 1,6 p.p. más baja en 2024. En otras palabras, el deterioro en la senda de crecimiento está teniendo un impacto negativo en la sostenibilidad fiscal de la región, particularmente en Perú y Colombia, donde, de haberse mantenido la tendencia de crecimiento prepandemia, la deuda actual sería 3,7 y 2,8 p.p más baja, respectivamente (Tabla 2).

Tabla 2
DEUDA DEL GOBIERNO GENERAL VS DEUDA EN ESCENARIO CONTRAFACTUAL
(% del PIB)

	Deuda actual (A)		Deuda escenario contrafactual (B)		(A-B)	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Perú	34,2	35,3	30,5	30,9	3,7	4,4
Colombia	55,8	56,1	53,0	54,6	2,8	1,4
Chile	41,0	41,6	39,4	41,0	1,6	0,6
México	57,7	57,9	57,7	57,4	0,0	0,6
Brasil	87,6	92,0	87,8	91,5	-0,2	0,4
Promedio LatAm	55,3	56,6	53,7	55,1	1,6	1,5

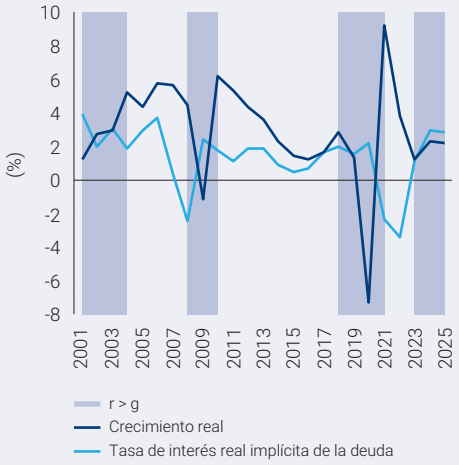
* El escenario contrafactual consiste en imputar el crecimiento promedio observado entre 2010 y 2019 en cada uno de los países al 2023, 2024 y 2025, con el PIB nominal calculado sobre el crecimiento promedio entre 2010-2019 se calcula cuanto seria la relación deuda/PIB.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: FMI-WEO (Oct-24).

Aumento del costo financiero y el efecto "bola de nieve"

Al efecto del menor crecimiento económico sobre la relación deuda/PIB se suma el aumento de la carga de intereses en la región, como resultado del aumento en las tasas de interés del periodo postpandemia. Este fenómeno es descrito en la literatura como el "efecto bola de nieve", en el cual el costo financiero, es decir, la tasa de interés, supera el crecimiento de la economía, generando una espiral en el que la relación deuda/PIB se ve presionada tanto por un aumento en el numerador como por una reducción en el denominador (Merchan y Atienza, 2020).

En los últimos 20 años, este efecto se ha presentado en tres ocasiones: la recesión de 2001, la crisis financiera de 2008 y la emergencia sanitaria de COVID-19 en 2020 (Gráfico 5). Las perspectivas para 2024 y 2025 apuntan a que la tasa de interés real implícita de la deuda en la región será superior al crecimiento real de las economías[4], lo que podría reforzar el efecto bola de nieve.

Gráfico 5
TASA DE INTERÉS REAL IMPLÍCITA DE LA DEUDA VS. CRECIMIENTO REAL DEL PIB LAC5



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: FMI-WEO (Oct-24).

El aumento en el costo de la deuda responde a condiciones financieras más restrictivas en un contexto de tasas de interés que seguirán relativamente altas en 2023 y 2024, así como a un incremento de la incertidumbre a nivel global. Estos factores, junto con la situación particular de cada país, están relacionados con primas de riesgo más altas en comparación con los niveles previos a la pandemia (Gráfico 6). Además, los mayores niveles de deuda que se registran actualmente llevan a que el monto pagado de intereses también aumente. Como resultado, la proporción de los intereses sobre el gasto total del Gobierno General ha aumentado, en promedio, de 8,0% en 2019 a 10,7% en 2024.

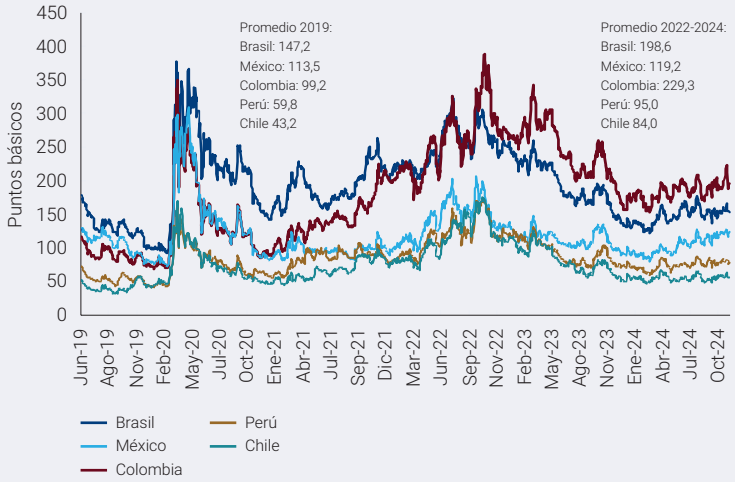
En resumen, la combinación de un crecimiento económico bajo y un mayor costo financiero plantea desafíos significativos para la sostenibilidad de la deuda pública, ejerciendo presión sobre las cuentas fiscales y la sostenibilidad de las finanzas públicas a mediano plazo. Sin una mayor consolidación fiscal y balances primarios superavitarios, será difícil corregir la trayectoria de la deuda en la región.

Esto se refleja en el indicador de sostenibilidad fiscal propuesto por Talvi y Vegh (2000), que establece que la deuda es insostenible si la trayectoria de gastos e ingresos del gobierno viola la restricción presupuestaria

4 *Proyecciones calculadas con datos del WEO - octubre 2024.*

intertemporal, es decir, **cuando el superávit primario permanente no es suficiente para cubrir el pago efectivo de los intereses sobre la deuda pública**. Los resultados del indicador sugieren que, sin ajustes en la política fiscal, la deuda pública en Brasil, Colombia y México sería insostenible para 2025.

Gráfico 6
CDS A 5 AÑOS EN LAC5



Fuente: *Refinitiv Eikon*.

Además, la persistencia de condiciones financieras restrictivas a nivel global constituye un riesgo adicional. La política fiscal de los países de la región enfrentaría una capacidad de respuesta limitada debido a los elevados niveles de deuda, el bajo crecimiento económico y el incremento del efecto "bola de nieve" en la región.

Tabla 3
RESULTADOS INDICADOR DE SOSTENIBILIDAD FISCAL DE TALVI Y VEGH LAC5

Indicador de Talvi y Vegh	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
2002-2008	Insostenible	Insostenible	Insostenible	Insostenible	Insostenible
2009	Insostenible	Sostenible	Sostenible	Insostenible	Insostenible
2010-2019	Insostenible	Sostenible	Sostenible	Insostenible	Sostenible
2020-2022	Sostenible	Sostenible	Sostenible	Sostenible	Sostenible
2023-2025	Insostenible	Sostenible	Insostenible	Insostenible	Sostenible

Las estimaciones a 2025 se hicieron con base en las proyecciones del WEO - octubre 2024.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Talvi y Vegh (2000).

Bibliografía

Merchán Quito, G. y Atienza Montero, P. (2020). Análisis de la dinámica y sostenibilidad de la deuda pública en América Latina. Cuestiones económicas, 30 (2), 1-40.

Talvi, Ernesto y Vegh, Carlos A. and Vegh, Carlos A., Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy (January 2000). NBER Working Paper No. w7499.

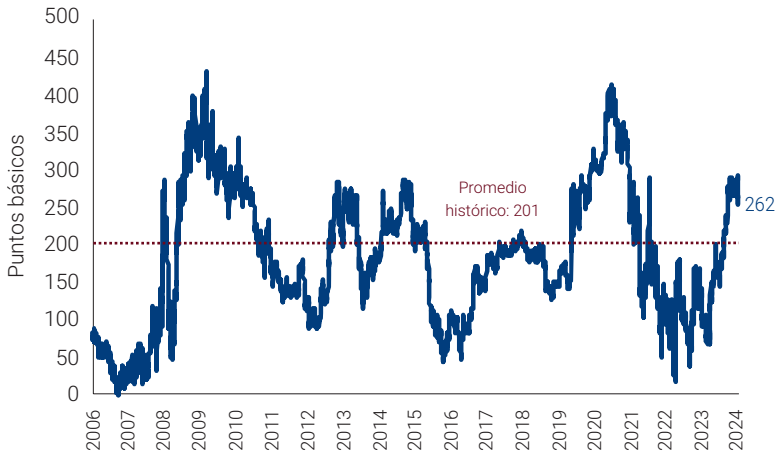
VIII. MERCADO DE DEUDA: LA RECTA FINAL DEL EMPINAMIENTO DE LOS TES

Felipe Esteban Espitia Murcia

Balance 2024: todos los caminos condujeron al empinamiento

Para este año esperábamos que la pendiente de la curva de los TES, medida a través del diferencial de tasas de los títulos a plazo a 2 y 10 años, se empinara. Los principales factores que explicaban este comportamiento de la pendiente de la curva se asociaban a los recortes en la tasa de interés de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y del Banco de la República (BanRep), las operaciones de manejo de deuda por parte del Ministerio de Hacienda y la alta incertidumbre que giraría entorno a las finanzas públicas locales. En particular, al cierre de la segunda semana de noviembre, este empinamiento se ubicaba en 262 puntos básicos (pbs), encontrándose dentro del rango 250 y 300 pbs que habíamos estimado (ver "Una pendiente más empinada para los TES" en Informe Semanal - Abril 8 de 2024).

Gráfico 1
PENDIENTE DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS DE LOS TES EN TASA FIJA CERO CUPÓN *(2 - 10 años)*



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: *Precia*.

En 2024, nuevamente las decisiones de política monetaria de la Fed fueron uno de los factores más relevantes para los mercados de deuda, y aún más, cuando se esperaba que el ciclo de recortes iniciara este año, bajo un escenario de aterrizaje suave de la economía estadounidense. Particularmente, en la primera parte del año el mercado llegó a descontar hasta 150 pbs de recorte. No obstante, ante la información económica que hubo sobre la inflación y el empleo en EE. UU., llevo a que estos agentes llegarán a descontar tan solo 50 pbs de recorte en el año (ver Capítulo I. Contexto externo en este informe). Esta particularidad implicó que existiese una alta volatilidad en los mercados de deuda. Posterior a la reunión de la Fed de septiembre, el mercado llegó a descontar una postura monetaria más expansiva en los próximos meses, lo cual se reflejó en los rendimientos de los Tesoros a 2 y 10 años de 3,55% y 3,62%, los más bajos desde septiembre de 2022 y junio de 2023, respectivamente. No obstante, al cierre de este informe[1] tomó nuevamente fuerza la expectativa de un ajuste mucho más gradual en la política monetaria de EE. UU., en un contexto de incertidumbre por la elección de Donald Trump como presidente de este país. De esta forma, en la primera mitad de noviembre, las tasas de los Tesoros a 2 y 10 años aumentaron a máximos de 4,34% y 4,45%, máximos desde julio de este año, representando una desvalorización en el año corrido de 9 y 59 pbs, respectivamente.

En el ámbito local, el Banco de la República ajustó su tasa de interés de política con una mayor gradualidad a la que nosotros esperábamos (ver Capítulo V. Inflación y política monetaria en este informe), sin que eso haya limitado el proceso de empinamiento de la curva. Adicionalmente, las operaciones de canje de deuda reforzaron el aumento del diferencial entre las tasas de los títulos de largo plazo frente a las de los de corto plazo. En particular, el Ministerio de Hacienda realizó recompras de TES con vencimiento en 2024 y 2025 por un total de $24,3 billones hasta octubre, canjeándolos por títulos de la parte media y larga de la curva, especialmente en tasa fija, con el objetivo de mejorar el perfil de vencimientos y aliviar las finanzas públicas a corto plazo (Tabla 1).

[1] *15 de noviembre de 2024.*

Tabla 1
OPERACIONES DE MANEJO DE DEUDA DEL TESORO NACIONAL
(Cifras en millones de pesos)

TES recibidos			
Vencimiento	Moneda	Cupón	Valor nominal
24-jul-24	COP	10,00%	4.367.494
7-may-25	UVR	3,50%	8.932.847
26-nov-25	COP	6,25%	11.053.673
		Total	**24.354.014**

TES entregados			
Vencimiento	Moneda	Cupón	Valor nominal
24-jul-24	COP	10,00%	4.367.494
28-abr-28	COP	6,00%	3.917.000
18-sept-30	COP	7,75%	793.674
26-mar-31	COP	7,00%	485.000
9-feb-33	COP	13,25%	1.796.000
9-jul-36	COP	6,25%	75.000
28-may-42	COP	9,25%	4.890.000
25-jul-46	COP	11,50%	8.808.319
18-abr-29	UVR	2,25%	3.038.787
25-feb-37	UVR	3,75%	490.225
26-oct-50	COP	7,25%	60.000
		Total	**24.354.005**

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Desde el frente fiscal, el desempeño del recaudo tributario fue débil, señalando retos importantes en materia de recorte de gasto. Adicionalmente, hasta octubre se tenía la ejecución presupuestal más baja desde 2012 (ver Capítulo VII. Situación fiscal en este informe). El hecho de que el Congreso rechazara el monto propuesto por el gobierno para el Presupuesto General de la Nación de 2025, además del avance del proyecto legislativo sobre el sistema de transferencias al Sistema General de Participaciones (SGP), reavivó las preocupaciones sobre el cumplimiento de la Regla Fiscal y la sostenibilidad de las finanzas públicas. Este factor presionó al alza las tasas de los TES de largo plazo durante octubre y hasta mediados de noviembre, cuando terminamos de escribir este informe.

Bajo este contexto, esperamos que el empinamiento de la curva de TES finalice 2024 en un rango entre los 280 y 300 pbs, implicando que la tasa de los títulos a 2 años se ubique entre 8,1% - 8,3%, mientras la tasa de los TES a 10 años se encuentre entre 10,9% - 11,3%.

Balance de TES: las AFPs mantuvieron un alto apetito por la deuda pública colombiana

En lo corrido de 2024 hasta octubre, las Administradoras de Fondos de Pensiones y cesantías (AFPs) se consolidaron como el mayor comprador y tenedor de TES, con una participación del 32% en el *stock* total de deuda (frente al 29,4% en el que terminaron el 2023) y con compras netas acumuladas por $36,7 billones. Vale la pena recordar que en 2023 también fueron el principal protagonista del mercado de deuda pública local (ver "Los TES y el rally de fin de año" en Informe Renta Fija - Enero 23 de 2024).

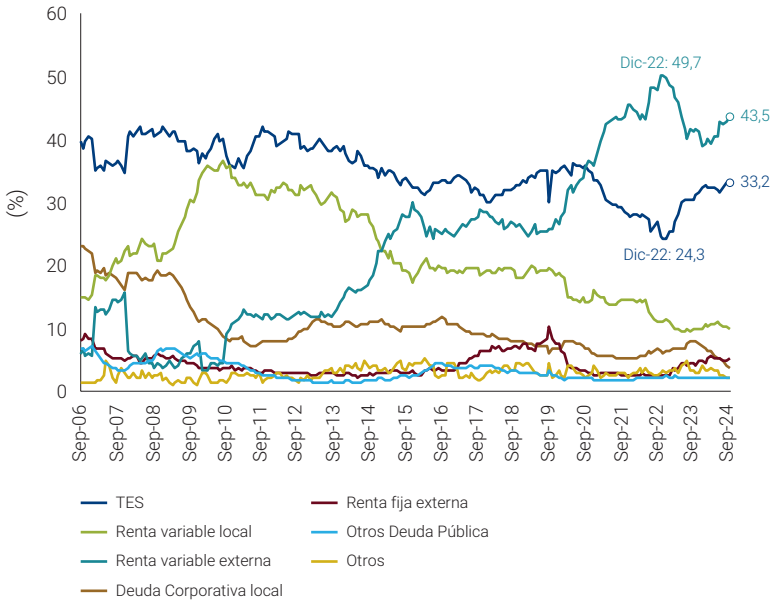
De esta forma, en octubre de 2024 las AFPs acumulaban compras netas de TES por 22 meses consecutivos, registrando este año la mayor adquisición de TES de la historia y llevando su saldo total en estos títulos a $183,2 billones (10,8% del PIB). Lo anterior también se evidencia en la recomposición del portafolio total de las AFPs a favor de las inversiones en TES, que aumentó de 24,3% en diciembre de 2022 a 33,2% en septiembre de 2024, a costa de una reducción de la participación de inversiones en renta variable del exterior pasando de 49,7% a 43,5% en el mismo periodo (Gráfico 2). El rol de las AFPs en el desempeño del mercado de deuda ha sido especialmente relevante en los últimos dos años, ayudando a amortiguar los efectos negativos sobre los TES de la incertidumbre fiscal local y de los cambios en el contexto global, al tiempo que aumentó la exposición de sus portafolios a títulos con oportunidad de valorización a mediano y largo plazo.

Adicionalmente, destacamos la participación que han tenido a lo largo del año los bancos comerciales, los fondos de capital extranjero y el BanRep. Los bancos volvieron a demandar TES, luego de un 2023 donde su participación había sido limitada. Hasta octubre habían comprado títulos por una suma de $20,9 billones, consolidándose como el segundo mayor comprador del año, gracias a que el costo

del fondeo se ha reducido y a la caída del crecimiento de la cartera. En contraste, los fondos de capital extranjero demostraron un bajo apetito por TES este año, vendiendo $160 mil millones entre enero y octubre y registrando ventas netas por segundo año. Por último, el

Gráfico 2

PARTICIPACIÓN POR TIPO DE ACTIVO SOBRE EL TOTAL DEL VALOR ADMINISTRADO POR LOS FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS



Cálculos Corficolombiana.
Fuente: Superintendencia Financiera.

Tabla 2

BALANCE TENEDORES DE TES, CIFRAS EN MILES DE MILLONES
(Corte a octubre 2024)

Tenedor	Compras mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Fondos de pensiones y cesantías	3.831	36.734	32,0%
Bancos comerciales	725	20.920	14,8%
Compañías de seguros y capitalización	1.034	14.978	11,5%
Otros	108	7.190	3,3%
Ministerio de Hacienda	971	3.701	0,8%
Instituciones oficiales especiales	5	3.152	3,7%
Carteras colectivas	-1	3.141	1,8%
Fondos de capital extranjero	-433	-160	18,8%
Fiducia pública	-2.407	-716	7,6%
Banco de la República	7	-14.703	5,6%

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

BanRep ha sido el gran vendedor neto del año, debido a los ajustes que debe realizar para ajustar la oferta y la demanda monetaria, con ventas netas de $14,7 billones, concentradas principalmente en la primera parte del año.

Perspectivas 2025: la última etapa del empinamiento

En 2025 esperamos que se registre la recta final del empinamiento en la curva de TES. En el contexto global, anticipamos que la Fed será menos agresiva en el ritmo de recortes de su tasa de interés (75 pbs en el año) en un escenario de mayor inflación por los efectos de las políticas comerciales proteccionistas del nuevo gobierno estadounidense en el que la economía mantendría un ritmo de crecimiento favorable (ver Capítulo Contexto Externo en este informe).

A nivel local, los factores clave para el mercado de deuda en 2025 son: i) el ritmo de ajustes de la tasa de política monetaria (ver Capítulo de Inflación y Política Monetaria); ii) las operaciones de manejo de deuda del Tesoro nacional; y iii) la incertidumbre sobre las finanzas públicas, resaltando que aún hay un espacio de ajuste pendiente (ver Capítulo VII. Situación Fiscal en este informe). Anticipamos que la prima de riesgo país de Colombia, medida a través del CDS a 5 años, continuará siendo la más elevada de la región.

Bajo este contexto, esperamos que el diferencial entre las tasas de los TES cero cupón de 10 y 2 años pudiese aumentar hasta 350 pbs durante el primer semestre del año y posteriormente se estabilice entre 300 y 330 pbs. Ahora bien, un aterrizaje forzoso o crisis económica global -escenario poco probable pero que no puede descartarse- llevaría el empinamiento de la curva de TES por encima de 400 pbs, ante presiones a la baja en la parte corta y al alza en la parte larga.

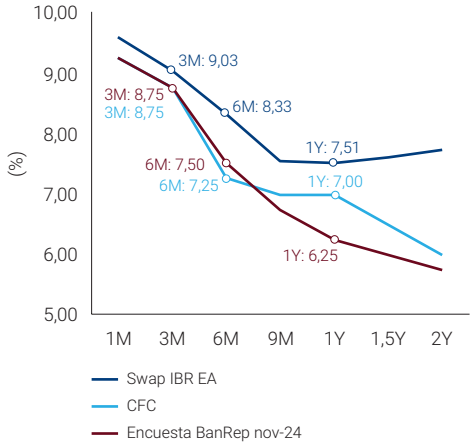
Siguiendo el camino de la Fed

En 2025, las decisiones de política monetaria de la Fed seguirán siendo el principal referente para los mercados de deuda. El banco central mantendría una postura cautelosa, lo que implicaría una disminución gradual de las tasas de interés, tras el optimismo registrado en 2024.

Gráfico 3
PENDIENTE DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS DE LOS TESOROS AMERICANOS
(2 - 10 años)

Cálculos Corficolombiana.
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

Gráfico 4
TASA IMPLÍCITA BANREP (CURVA SWAP IBR), PROYECCIÓN TPM CORFICOLOMBIANA Y MEDIANA ANALISTAS



Datos al 20 de noviembre de 2024.
Cálculos Corficolombiana.
Fuente: *Precia*, BanRep y Corficolombiana.

La victoria contundente de Donald Trump y los republicanos en el Senado y la Cámara ha llevado a los mercados financieros a incorporar posibles riesgos inflacionarios asociados a la nueva agenda gubernamental. Estos riesgos podrían limitar la capacidad de la Fed para implementar recortes de tasas más amplios de lo inicialmente proyectado. Sin embargo, será crucial analizar el desarrollo de los factores económicos y geopolíticos para evaluar su impacto en el nivel de precios.

En este contexto, mientras la Fed mantenga una estrategia gradual de recortes, se espera que la curva de rendimiento de los Tesoros estadounidenses continúe empinándose, tras haber permanecido invertida durante casi dos años y medio (Gráfico 3). El mercado proyecta un empinamiento entre los Tesoros americanos a 2 y 10 años de entre 40 y 50 pbs al cierre de 2025, aunque persiste un riesgo de cola con baja probabilidad: la llegada de una recesión en EE. UU. De evitarse dicho escenario, este sería el segundo caso de aterrizaje suave en la economía estadounidense, luego del registrado en 1995.

BanRep: bajando (no tan) lento pero seguro

A lo largo del actual ciclo de normalización monetaria, la Junta de BanRep ha sido cautelosa, enfocándose en garantizar la convergencia de la inflación, pese a los múltiples riesgos que han surgido en el camino (ver Capítulo V. Inflación y política monetaria en este informe). Sin embargo, para 2025, tanto el mercado como los analistas presentan divergencias sobre la trayectoria futura de la política monetaria, con un factor clave a considerar: en marzo habrá una nueva Junta directiva, con dos codirectores nombrados por el gobierno, podría imprimir un mayor ritmo de recortes.

El mercado, reflejado en la Curva Swap IBR, sugiere una senda conservadora. Según estos agentes, la tasa esperada a un año se ubicaría en 7,51%. Por otro lado, la mediana de la última encuesta de analistas del BanRep apunta a una trayectoria más agresiva, proyectando que la tasa de política monetaria podría descender hasta 6,25% en el mismo horizonte (Gráfico 4).

Desde nuestra perspectiva, la tasa de política monetaria a un año se ubicaría en 7,0%, un punto intermedio entre las expectativas del mercado y las de los analistas. Esta proyección reconoce los desafíos que enfrentará la inflación en el segundo semestre del año para mantenerse cerca del techo del rango objetivo del BanRep (ver Capítulo V. Inflación y política monetaria en este informe). En este escenario, el espacio para un empinamiento adicional de la curva de rendimientos se vería limitado, dada la cercanía entre nuestra proyección y las expectativas del mercado. Esto sugiere que, aunque podría haber ajustes en la política monetaria, su impacto en la dinámica de la curva de TES sería moderado.

Los canjes importarán, pero no tanto como en 2024

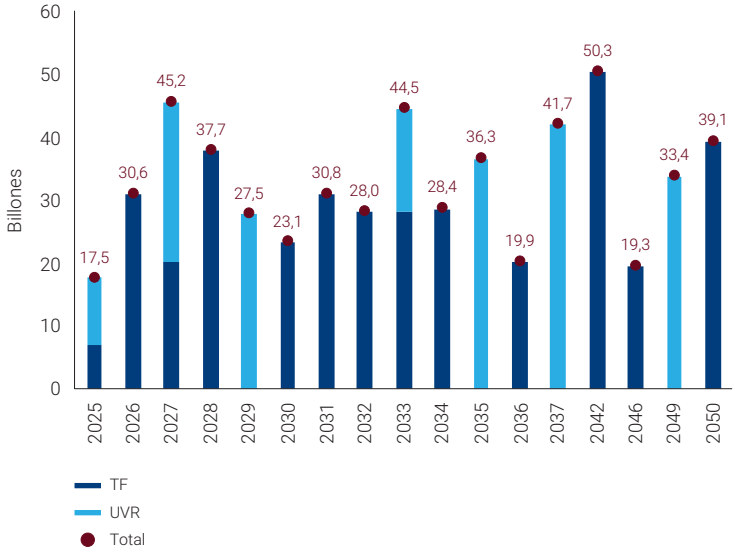
En 2024, las operaciones de manejo de deuda tuvieron un impacto muy importante sobre el empinamiento de la curva de los TES (ver "Canjes de deuda y empinamiento de la curva de TES" en Informe Renta Fija - Agosto 9 de 2024), debido al alto valor nominal que sumaban los TES en tasa fija de 2024 y 2025 y el título en UVR de 2025.

De cara a las operaciones de manejo de deuda del próximo año, el TES en tasa fija de 2026 sería el próximo título objetivo, ya que tiene un valor nominal por $30,6 billones, que resulta ser inferior al monto inicial que sumaban los dos TES de 2025 ($36,7 billones, valor al cierre de 2023) y a los dos vencimientos que habrá en 2027 ($45,2 billones) (Gráfico 5). Por ende, estas operaciones seguirían contribuyendo al empinamiento de la curva, pero en menor proporción a cómo lo hicieron en 2024.

Incertidumbre desde el frente fiscal

Nuestro escenario base contempla que se cumple la Regla Fiscal en 2024 y 2025, condicionado a que el gobierno recorte su gasto en proporciones importantes, debido a una menor expectativa de recaudo tributario y a la no materialización completa de fuentes de ingresos inciertas, como los recursos previstos de la Ley de Financiamiento y la eficiencia en la administración tributaria (ver Capítulo VII. Situación fiscal en este informe). Anticipamos presiones al alza sobre las tasas

Gráfico 5
PERFIL DE VENCIMIENTOS DE TES



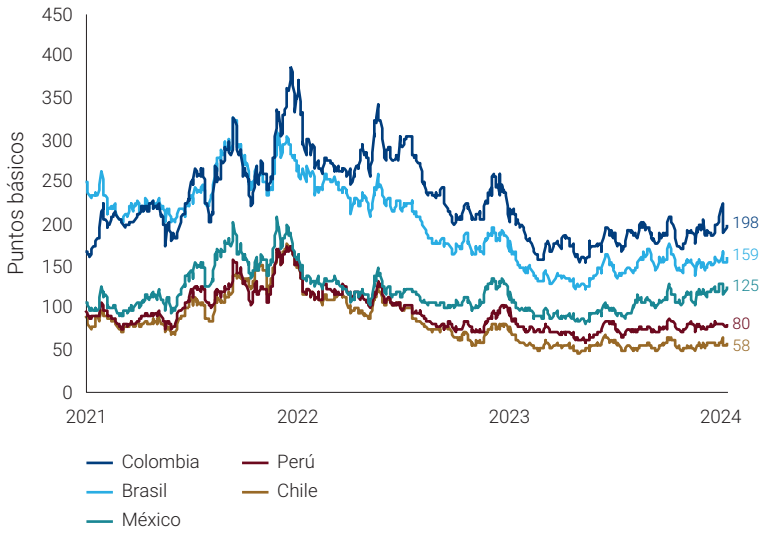
Fuente: Ministerio de Hacienda y *Refinitiv Eikon*.

de la parte larga de la curva durante todo el año, incorporando los riesgos fiscales y evitando un alivio en el empinamiento de la curva.

Vale la pena señalar que la prima de riesgo país, medida a través de los CDS a 5 años, tiene incorporado desde hace varios meses buena parte del deterioro fiscal y es consistente con una calificación de la deuda soberana de Colombia menor a la que le asignan las agencias calificadoras. En este sentido, un eventual anuncio negativo para la calificación crediticia del país podría generar volatilidad transitoria en el mercado de deuda. En ausencia de sorpresas fiscales adversas respecto a nuestro escenario base para 2025, anticipamos que el CDS a 5 años de Colombia se mantendrá como el más alto entre sus pares de LatAm (Gráfico 6).

En conclusión, incluyendo esta serie de factores globales y locales, esperaríamos que en 2025 nos encontráramos en la última etapa de este ciclo de empinamiento de la curva de los TES en Colombia. Factores como los recortes de la tasa del BanRep y las operaciones de canje de deuda, implicarían un impulso adicional de valorización, pero menor, sobre las tasas de corto plazo de la curva. Por otra parte,

Gráfico 6
CREDIT DEFAULT SWAP (CDS) A 5 AÑOS



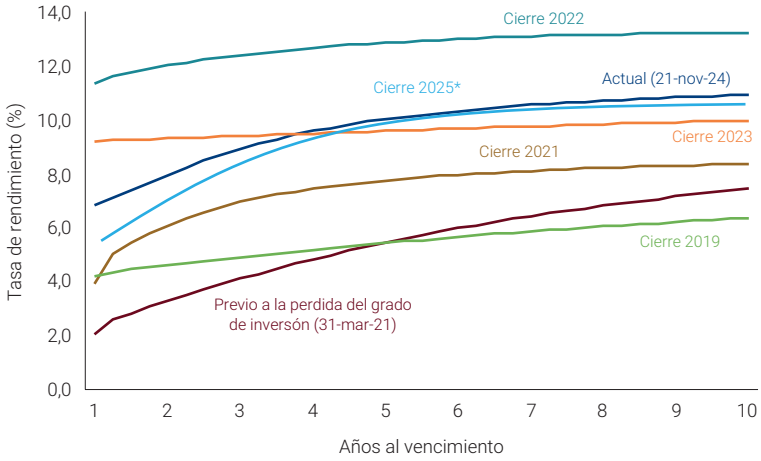
Fuente: *Refinitiv Eikon*.

los factores fiscales, una prima de riesgo que se mantiene alta y los riesgos de una política monetaria de la Fed más cautelosa, mantendrían las tasas de la parte larga de la curva altas por un tiempo más prolongado. **Por ende, esperamos que la pendiente de la curva de los TES se ubique en un rango entre los 300 y 350 pbs a lo largo de 2025, implicando que los TES a 2 años oscilarían entre 7,1% - 7,6%, mientras los TES a 10 años se ubicaría entre 10,1% y 11,1%.** Sin embargo, durante el primer semestre del año podríamos registrar el mayor nivel de empinamiento de la curva, alcanzado la parte superior de este rango de 350 pbs, debido a los recortes esperados en la tasa de política monetaria del BanRep. Para el segundo semestre del año, la pendiente de la curva podría oscilar en un rango entre 300 y 330 pbs, anticipando el fin de este ciclo de flexibilización monetaria local.

Finalmente, estas tasas de la deuda pública colombiana que anticipamos para el cierre de 2025 serían una primera referencia indicativa de los niveles a los cuales estaríamos llegando para este escenario de una nueva normal, luego del choque de la pandemia, el rebrote inflacionario, la pérdida del grado de inversión y el cambio político en Colombia (Gráfico 7). Aun cuando el próximo año, el crecimiento de la economía aún estaría distante de su crecimiento de largo plazo

alcanzado previo a la pandemia y a que la tasa terminal del BanRep sería más alta. Puntualmente, nuestras estimaciones sobre los TES a 10 años estarían entre 370 y 470 pbs más altas a los niveles que se percibieron al cierre de 2019 (6,37%).

Gráfico 7
CURVA DE RENDIMIENTOS DE LOS TES CERO CUPÓN EN TASA FIJA



*Proyección Corficolombiana.
Cálculos Corficolombiana,
Fuente: *Precia*.

Recuadro VIII.1. El ABC de los cambios en el sistema pensional colombiano

Alejandra Gacha
Felipe Espitia
Julio Romero A.
César Pabón Camacho

Este año se aprobó la Ley 2381 de 2024 por medio de la cual se establece el sistema de protección integral para la vejez. Esta Ley establece un nuevo sistema pensional basado en cuatro pilares: solidario, semicontributivo, contributivo y de ahorro voluntario, eliminando la competencia actual entre el Régimen de Prima Media (RPM) administrado por Colpensiones y el Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS), administrado por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs). El nuevo sistema pensional entrará en vigor el 1 de julio de 2025 y tendrá un impacto significativo en el ahorro nacional, la sostenibilidad fiscal y los mercados de capitales. Vale la pena señalar que el mercado de deuda pública es el menos vulnerable a la implementación del nuevo sistema, de manera que en 2025 no esperamos un efecto relevante sobre los TES.

Condiciones actuales del sistema pensional colombiano

El sistema de protección a la vejez en Colombia, vigente desde la Ley 100 de 1993, combina el RPM, administrado por Colpensiones y el RAIS, administrado por los fondos privados. El RPM opera como un sistema de reparto, donde las cotizaciones de los trabajadores actuales financian las pensiones de los jubilados. Esto implica que no hay ahorro y que la sostenibilidad depende de las nuevas generaciones de cotizantes. Para pensionarse en este régimen, se exigen 1.300 semanas cotizadas (25 años) y una edad mínima de 57 años para las mujeres y 62 años para los hombres. El RAIS, en cambio, se basa en un modelo de capitalización, donde las pensiones dependen de los aportes realizados por el trabajador a su cuenta individual y los rendimientos financieros de sus inversiones. En este régimen, además de haber cumplido la edad mínima, se necesitan 1.150 semanas cotizadas (22,1 años) para acceder a la pensión.

Las asimetrías más relevantes de los dos sistemas, más allá del número de semanas requeridas, aparecen en el caso de los trabajadores que no logran cumplir los requisitos. En el caso de Colpensiones, en ausencia de ahorro, por ser un régimen de prima media, dichos trabajadores tienen derecho a una indemnización sustitutiva igual a sus aportes más la inflación causada. En el caso del RAIS los trabajadores que no cumplen los requisitos tienen una devolución de saldos que incluye los aportes más los retornos financieros. Esta asimetría, relacionada con la cobertura del sistema, hace que el RAIS sea una mejor alternativa para buena parte de los trabajadores que actualmente no cotizan de manera constante, debido a la alta informalidad del mercado laboral colombiano. Aproximadamente 3 de cada 4 trabajadores en Colombia no logran los requisitos de pensión. La devolución de saldos promedio para los trabajadores afiliados al RAIS es de $40 millones, mientras la indemnización sustitutiva en Colpensiones es de aproximadamente una sexta parte.

Otra de las principales asimetrías se asocia con los problemas de equidad y se da por el porcentaje del ingreso de cotización que recibirá un trabajador cuando se pensiona, el RPM ofrece entre el 65% y el 80%[1], mientras que en el RAIS las tasas de reemplazo suelen ser del 35% al 40%[2], dependiendo de las cotizaciones y los rendimientos financieros. Esta mayor tasa en el sistema público se debe a los subsidios implícitos, que el gobierno debe cubrir anualmente. Aunque el sistema de pensiones es el segundo subsidio más grande después del de educación, y supera a rubros como salud, víctimas, transferencias y servicios públicos, cerca del 90,0% de este beneficio se asigna a hogares no pobres (Fedesarrollo, 2021). En 2024, se estima que Colpensiones requerirá una transferencia de 23,1 billones de pesos (1,4% del PIB) para cubrir su déficit, a pesar de los recursos adicionales provenientes de los traslados de afiliados desde el RAIS a Colpensiones que le proveerán a la entidad pública recursos estimados en $10,1 billones este año.

Además, en el sistema existe la posibilidad de traslado de los afiliados entre regímenes cada cinco años (arbitraje), para lo cual se requiere recibir una doble asesoría de Colpensiones y del fondo privado. Este esquema ha generado incentivos para que personas cercanas a la jubilación, especialmente de mayores ingresos, se trasladen al RPM, lo que ha profundizado el déficit fiscal del sistema público.

Por otro lado, el sistema pensional incluye programas de apoyo como Colombia Mayor y Beneficios Económicos Periódicos (BEPS). Colombia Mayor brinda transferencias a adultos mayores en condiciones de pobreza, cubriendo al 24% de esta población con un costo de 1,6 billones de pesos anuales. BEPS, por su parte, incentiva el ahorro para trabajadores de bajos ingresos que no cumplen los requisitos para una pensión, ofreciendo un subsidio del 20% sobre sus ahorros, aunque su cobertura es limitada al 0,5% de los adultos mayores.

En conclusión, en la actualidad el sistema de pensiones en Colombia enfrenta varios desafíos: baja cobertura, alta inequidad y un alto costo fiscal, en donde la coexistencia de ambos regímenes ha generado inequidades que favorecen a quienes tienen mayor estabilidad laboral, en un contexto de alta informalidad y una estructura de subsidios regresiva.

Caracterización del sistema pensional establecido en la Ley 2381 de 2024

La Ley 2381 de 2024 establece un nuevo sistema pensional basado en cuatro pilares: solidario, semicontributivo, contributivo y de ahorro voluntario. El pilar solidario estará integrado por adultos mayores[3] en condición

[1] *Rango aproximado. En algunos casos puede haber tasas de reemplazo inferiores al 65%.*

[2] *Rango aproximado. En el RAIS la tasa de reemplazo tiene una varianza mayor; en algunos casos puede ser mayor a 40% y en otros menor a 35%.*

[3] *Adultos mayores de 65 años.*

de pobreza extrema, pobreza y vulnerabilidad que recibirán una transferencia monetaria equivalente a una línea de pobreza extrema ($223 mil mensuales en 2024). Es importante mencionar que el pilar solidario no implica el derecho a una pensión[4] y sus recursos provienen directamente del Presupuesto General de la Nación.

El pilar semicontributivo estará integrado por las personas afiliadas al sistema que a los 65 años (hombres) y a los 60 años (mujeres), no hayan cumplido con los requisitos para acceder a una pensión contributiva al cotizar menos de 1.000 semanas. Los beneficios en este pilar dependerán de la situación de cada persona; quienes hayan cotizado menos de 300 semanas recibirán una indemnización sustitutiva correspondiente a la suma del valor de sus cotizaciones en Colpensiones, ajustadas por inflación más tres puntos y su saldo en su cuenta de capitalización individual en las Administradoras de Fondos de Pensiones. Aquellos que hayan cotizado entre 300 y 1.000 semanas recibirán una renta vitalicia que se determinará con base en la suma de los siguientes valores: 1) El valor de las cotizaciones en Colpensiones traídos a valor presente -con la inflación más 3% efectivo anual- y un subsidio equivalente 20% en el caso de los hombres y 30% en el caso de las mujeres y 2) El saldo de la cuenta de ahorro individual del pilar contributivo. Además, las personas que pertenezcan al pilar semicontributivo y sean elegibles para el pilar solidario, también recibirán el beneficio correspondiente del pilar solidario descrito anteriormente.

El pilar contributivo está dirigido a todos aquellos trabajadores que tengan la capacidad de cotizar al sistema con el fin de obtener una pensión y tendrá dos componentes: el Componente de Prima Media y el de Ahorro Individual; el monto de la pensión integral de vejez estará conformado por una única pensión pagada por Colpensiones más la prestación determinada en el componente de ahorro individual. El componente de prima media recibirá las cotizaciones entre 1 salario mínimo y un umbral de 2,3 salarios mínimos, y será administrado por Colpensiones. El componente de ahorro individual recibirá las cotizaciones entre 2,3 y 25 salarios mínimos y será administrado por la Administradora del Componente Complementario de Ahorro Individual (ACCAI) que la persona elija. Las actuales AFPs y las entidades que cumplan los requisitos para administrar profesionalmente los recursos del componente complementario de ahorro podrán ejercer el rol de ACCAI en el nuevo sistema.

En el Componente de Prima Media una parte de los ingresos por cotizaciones[5] se destinará al fondo común para pagar las pensiones de los pensionados actuales y el resto de las cotizaciones más los ingresos por traslados se destinarán al Fondo de Ahorro, el cual se usará para pagar las pensiones del nuevo esquema de

---

4 *El pilar solidario no entrega pensiones debido a que, ninguna pensión en Colombia podrá ser inferior al salario mínimo legal mensual vigente.*

5 *,8% del PIB entre 2025 y 2028, 1,6% del PIB entre 2029 y 2035, 1,4% del PIB entre 2036 y 2040, 1,2% del PIB entre 2041 y 2050 y 1,0% del PIB desde 2051.*

pilares en el pilar contributivo. El componente de ahorro individual continuará funcionando como un sistema de capitalización individual.

En el pilar contributivo se introduce el mecanismo de "Prestación anticipada" para personas que hayan cotizado entre 1.000 y 1.299 semanas y que cumplieron 65 años (hombres) y 62 años (mujeres). Estos recibirán una prestación anticipada correspondiente a las semanas efectivamente cotizadas cada mes hasta alcanzar las 1.300 semanas, una vez esto suceda y se cumplan con los requisitos de pensión, la prestación anticipada pasará a ser una pensión integral de vejez. Es importante mencionar que la prestación anticipada aplicará únicamente a quienes cumplan los requisitos para acceder a esta antes de 2036.

Por último, el pilar de ahorro voluntario será integrado por las personas que hagan un ahorro voluntario a través de los mecanismos que existan en el sistema financiero y según el régimen que establezca la Ley. Este pilar será administrado por la ACCAI que la persona elija.

Por otra parte, las condiciones para que las mujeres puedan acceder a una pensión se disminuyó el total de semanas necesarias para la pensión de 1.300 a 1.000 semanas, esta disminución se hará a partir de 2025 disminuyendo 25 semanas anualmente hasta llegar a las 1.000 semanas en 2036. Con esta modificación, también se cambió el número de semanas mínimas requeridas (850) para las mujeres que opten por el beneficio de 50 semanas por cada hijo hasta un máximo de 3 hijos.

Otro aspecto relevante incluido en la Ley aprobada es que la administración del fondo de ahorro del pilar contributivo quedará a cargo del Banco de la República a partir de 2025, a través de un comité organizado y seleccionado por esta misma entidad[6]. Además, se establece que el fondo de ahorro del pilar contributivo funcionará bajo un esquema de subcuentas generacionales, en donde en cada subcuenta se depositarán las cotizaciones correspondientes al fondo de los afiliados que formen parte de la cohorte asociada a dicha subcuenta.

Pros y contras del nuevo esquema pensional

De los desafíos que actualmente enfrenta nuestro sistema pensional, esta nueva Ley deja un balance agridulce frente al sistema vigente. **En cuanto a la cobertura, con el pilar solidario se fortalece la solidaridad del sistema, debido a que se aumenta el monto de las transferencias monetarias y el número de beneficiarios en comparación con el programa Colombia Mayor que funciona actualmente**. El beneficio entregado pasará

[6] *La Junta Directiva podrá seleccionar a 5 personas expertas en gestión de inversiones, riesgos financieros y/o actuaría para componer el Comité Directivo del fondo de ahorro. Además, tendrán un periodo fijo por 5 años y reelegibles por un periodo más.*

de $80 mil a una línea de pobreza extrema estimada en $223 mil en 2024 y los beneficiarios pasarán de 1,7 millones de personas a 2,7 millones.

El pilar contributivo mejora algunos desequilibrios del sistema actual, elimina gran parte de la regresividad del sistema al limitar los subsidios a pensiones altas. Actualmente, Colpensiones otorga subsidios más altos a las pensiones de ingresos más altos, esto se corregirá parcialmente con la reforma al establecer un umbral de cotización en Colpensiones de 2,3 salarios mínimos. Además, la reforma elimina la inequidad en el sistema pensional al eliminar la competencia actual entre el RPM y el RAIS que generaba que dos personas con historias laborales similares se pensionaran con condiciones diferentes.

Sin embargo, la reforma pensional tiene un alto costo fiscal. Según estimaciones del CARF, el pasivo pensional del pilar contributivo medido en el valor presente neto de los flujos de la Nación a Colpensiones hasta 2100 pasaría de un 106,4% del PIB en un escenario sin reforma a 168,7% del PIB en un escenario con reforma. El aumento sustancial del costo fiscal del pilar contributivo se atribuye a que Colpensiones pagará pensiones a una cantidad más amplia de adultos mayores por menores requisitos de semanas para que las mujeres puedan acceder a una pensión, la creación de la prestación anticipada y la mayor cantidad de pensionados en Colpensiones. El alto costo fiscal de la reforma pensional no se respalda en un aumento sustancial de la cobertura pensional, de hecho, en un escenario sin reforma se espera que haya 2,5 millones de pensionados en el año 2050, mientras que con la reforma el total de pensionados ascendería a 2,8 millones de personas en el mismo periodo.

La reforma pensional tiene implicaciones macroeconómicas negativas para el país, especialmente después del año 2050. El flujo de ingresos por cotizaciones a las ACCAI sería inferior al que reciben actualmente las AFPs, y no sería compensado por los ingresos del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo. El menor flujo que recibirían las ACCAI respecto al que reciben actualmente las AFPs afectará en los próximos años el mercado de capitales colombiano, especialmente el de deuda privada y el de renta variable; sin embargo, anticipamos que el mercado de deuda pública seguiría soportado por las inversiones del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo. En todo caso, la política de inversión que se disponga para ese Fondo será de vital importancia para el comportamiento títulos de deuda y el mercado de capitales local. Un riesgo importante de esta reforma es la reducción del ahorro interno, lo que presionaría un deterioro del déficit en las cuentas externas y elevaría la vulnerabilidad de la economía colombiana al contexto internacional. Además, la reforma implica un incremento importante del pasivo pensional.

Otro aspecto que nos preocupa es que la entrada en vigor de la reforma, el 1º de julio de 2025, da muy poco tiempo para implementar adecuadamente los cambios que introduce la norma, especialmente en las capacidades operativas de Colpensiones y la reglamentación jurídica que requiere esta Ley de la República ya que, se deben reglamentar aproximadamente el 60% de los artículos aprobados en el Congreso de la República

Tabla 1
ASPECTOS POSITIVOS Y NEGATIVOS DE LA REFORMA PENSIONAL

Aspectos positivos	Aspectos negativos
❍ Fortalece la solidaridad del sistema Aumenta las transferencias monetarias desde los 80mil pesos que da Colombia Mayor hoy a una línea de pobreza extrema ($223 mil pesos en 2023) en el pilar solidario a un grupo más amplio de adultos mayores vulnerables (2,7 millones de personas vs 1,7 millones de personas en Colombia Mayor). ❍ Elimina el arbitraje entre ambos esquemas Al hacer complementarios el Régimen de Prima Media (Colpensiones) con el componente de ahorro, elimina incentivos de arbitraje que derivan en que cotizantes con las mismas historias de cotización puedan recibir mesadas pensionales diferentes según el régimen en el que elijan estar. ❍ Reduce la regresividad, pero no la elimina Limita los subsidios de Colpensiones a cotizantes de ingresos superiores al umbral (2,3 salarios mínimos). Sin embargo, en un sistema de pilares lo ideal sería dejar el umbral en 1 o 1,5 salarios mínimos para reducir al máximo la regresividad de los subsidios. Con esto, se corrige en parte la ineficiencia del gasto público en pensiones.	❍ Mejora muy poco la cobertura pensional El sistema de protección integral para la vejez aumenta muy poco la cobertura a través del pilar contributivo respecto al sistema actual; con la reforma habrá 2,8 millones de pensionados en 2050 mientras que, sin la reforma, habrá 2,5 millones ❍ Aumenta el pasivo pensional y deteriora la sostenibilidad fiscal del país El valor presente neto de las transferencias de la Nación a Colpensiones para del pilar contributivo como porcentaje del PIB pasa de 106,4% en un escenario sin reforma a 160,5% en un escenario con reforma en el 2100 ❍ Debilita el mercado de capitales La administración del fondo de ahorro del pilar contributivo y los criterios de inversión deben promover el desarrollo del mercado de capitales, no su debilitamiento. La expectativa de agotamiento del fondo de ahorro puede debilitar las inversiones en los mercados locales de deuda privada y renta variable, cuyo desarrollo es clave para determinar la estructura de tasas de interés de mediano y largo plazo en la economía colombiana ❍ En el largo plazo la reforma genera inequidad intergeneracional Las futuras generaciones deberán contribuir, ya sea por medio de mayores cotizaciones o impuestos, en una mayor medida frente a lo que harían en el escenario sin reforma. ❍ La reforma tiene poco tiempo para ser implementada La entrada en vigor de la Ley 2381 de 2024 a partir del 1º de julio de 2025 da muy poco tiempo para implementar adecuadamente los cambios y la reglamentación que introduce la norma.

Fuente: CARF, Corficolombiana.

Bibliografía

Fedesarrollo (2021). Reformas para una Colombia post Covid.19. Hacia un nuevo contrato social. Una propuesta de reforma pensional.

RESUMEN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS

	2021	2022	2023	2024p	2025p
ACTIVIDAD ECONÓMICA					
Crecimiento real					
PIB (%)	10,8	7,3	0,6	1,8	2,6
Consumo Privado (%)	14,7	10,7	0,8	1,4	2,4
Consumo Público (%)	9,8	0,8	1,6	0,1	1,1
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	16,7	11,5	-9,5	2,0	2,9
Exportaciones (%)	14,6	12,3	3,4	3,8	0,6
Importaciones (%)	26,7	23,6	-15,0	3,0	4,7
Mercado laboral					
Tasa de desempleo nacional, promedio anual (%)	13,8	11,2	10,2	10,5	10,3
Precios					
Inflación, fin de año (%)	5,6	13,1	9,3	5,0	4,0
Inflación, promedio anual (%)	3,5	10,2	11,8	6,6	4,0
Tasas de Interés					
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	3,00	12,00	13,00	9,25	7,00
DTF E.A., fin de año (%)	3,21	13,70	12,69	9,04	6,45
TES Tasa Fija 2 años (Tasa, %)	6,36	12,12	9,35	8,1	7,1
TES Tasa Fija 10 años (Tasa, %)	8,38	13,25	10,02	10,9	10,1
Finanzas Públicas					
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-7,1	-5,3	-4,3	-5,6	-5,1
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-3,7	-1,0	-0,4	-0,9	-0,5
Deuda bruta GNC (% PIB)	63,0	60,8	56,7	58,2	59,4
Sector Externo					
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	4.070	4.850	3.875	4.379	4.389
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	3.768	4.278	4.352	4.110	4.355
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-5,6	-6,1	-2,5	-2,7	-2,7
Inversión extranjera directa (% PIB)	2,9	4,9	4,7	3,7	3,8 6

Estimaciones Corficolombiana.

Fuente: Banco de la República, DANE, Ministerio de Hacienda.

Equipo de Investigaciones Económicas

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

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero
Economista Jefe
(+57-601) 3538787 Ext. 70231
julio.romero@corfi.com

Nicolas Cruz Walteros
Analista de Economía Local
(+57-601) 3538787 Ext. 70495
nicolas.cruz@corfi.com

Felipe Espitia
Analista Senior de Renta Fija
(+57-601) 3538787 Ext. 69975
felipe.espitia@corfi.com

Laura Gabriela Bautista
Analista contexto externo y mercado cambiario
(+57-601) 3538787 Ext. 70496
gabriela.bautista@corfi.com

Alejandra Gacha
Analista de Mercados Andinos
(+57-601) 3538787 Ext. 70496
alejandra.gacha@corfi.com

Mateo Pardo
Analista de Mercados de Centroamérica
(+57-601) 3538787 Ext. 69973
mateo.pardo@corfi.com

Manuel Bernal Maldonado
Estudiante en práctica
(+57-601) 3538787 Ext. 70017
manuel.bernal@corfi.com

Análisis Financiero

Andrés Duarte Pérez
Director de Renta Variable
(+57-601) 3538787 Ext. 70007
andres.duarte@corfi.com

Jaime Andres Cardenas
Analista de Inteligencia Empresarial
(+57-601) 3538787 Ext. 69798
jaime.cardenas@corfi.com

Daniel Felipe Monroy
Analista de finanzas corporativas
(+57-601) 3538787 Ext. 70017
danielf.monroy@corfi.com

Catalina Figueroa Castro
Analista II apoyo Investigaciones Económicas
(+57-601) 3538787 Ext. 69975
ayde.figueroa@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Fabián Osorio Quintero
Director de Sectores y Sostenibilidad
(+57-601) 3538787 Ext. 70497
cristhian.osorio@corfi.com

Andrés Gallego
Analista de Sectores y Sostenibilidad
(+57-601) 3538787 Ext. 69973
andres.gallego@corfi.com

Dino Francisco Córdoba
Analista de Sectores y Sostenibilidad
(+57-601) 3538787 Ext. 69973
dino.cordoba@corfi.com

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

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.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. 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 PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen 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(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPILADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) 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 DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana 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 Corficolombiana.

Corficolombiana 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, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS 2025:

¿LUZ AL FINAL DEL TÚNEL?

corfi colombiana

Descargue el informe **aquí**

www.investigaciones.corfi.com
www.corfi.com