

# Situación Colombia

Diciembre 2023



# Situación Colombia

Diciembre 2023

## Un cambio en la postura monetaria en Estados Unidos y Europa desde 2024

A lo largo de 2023, como en buena parte de 2022, el rumbo de la política monetaria marcó el ritmo de la economía global: fue determinante para el comportamiento de los mercados financieros y la valoración de los activos, modificó el desempeño de la actividad económica, definió las decisiones de ahorro-inversión de los hogares y las empresas y la composición de sus balances financieros y logró que se consolidara una tendencia de reducción en la inflación. Esta última consecuencia es el objetivo principal de las decisiones de los bancos centrales y llevó a un cambio en la postura monetaria más recientemente.

Los bancos centrales de Estados Unidos y Europa parecen haber terminado su ciclo de incrementos de la tasa de interés durante este año, después de empezar un período restrictivo de la política monetaria en 2022. Desde entonces, las tasas de interés subieron 525 puntos básicos en Estados Unidos y 450 puntos básicos en Europa, como respuesta a las presiones de inflación en medio de la recuperación post-pandémica, las cuales fueron reforzadas por los choques de oferta globales de los últimos años (guerras, restricciones sanitarias, problemas logísticos, entre otros). Además, se implementaron medidas que redujeron la expansión monetaria en las dos regiones, impulsando al alza las tasas de interés del sistema financiero, influyendo sobre los flujos internacionales de capital y su volumen de aterrizaje en los países emergentes y reduciendo el ritmo de crecimiento del crédito.

El incremento de las tasas de interés en el mundo fue un cambio relevante de largo plazo, pues las tasas estuvieron en niveles históricamente bajas, principalmente en Europa, desde hace más de una década. Al día de hoy, la pausa de la política monetaria que estamos transitando ubica los tipos de interés en 5,50% para la FED y 4,50% para el Banco Central Europeo frente a un promedio de casi cero durante muchos años antes. Después de este período, los mercados ya se están preparando para el próximo movimiento de las tasas de interés, que será a la baja, lo cual dependerá de la evolución esperada y efectiva de las dos variables clave: crecimiento e inflación.

El crecimiento y la inflación se están moderando tras el reciente endurecimiento monetario. Además, los menores precios de las materias primas han contribuido a la caída de la inflación, al tiempo que han apoyado al crecimiento, pero sin interrumpir el proceso de moderación de los indicadores económicos. Estos últimos han sido más débiles en Europa, en donde a la pérdida de impulso de los servicios se añade la debilidad del sector manufacturero. En Estados Unidos, también se desaceleró la actividad, más en las manufacturas que en los servicios, pero conservando la fortaleza en la producción de vehículos automotores (por la normalización de los cuellos de botella), el buen desempeño en el sector no residencial y variaciones mayores a cero en los sectores de servicios, al tiempo que el exceso de ahorro de las familias, que aupó el consumo durante 2021 y 2022, se está agotando gradualmente. Si bien, se mantiene una buena posición financiera de los hogares, bajas tensiones financieras en sus balances y un comportamiento aún positivo del crédito de consumo. Esto es resultado, en parte, del dinamismo de los mercados laborales (aunque moderándose rápidamente) y de las políticas fiscales todavía expansivas, lo cual ayudó a mantener ordenadas las desaceleraciones en las regiones desarrolladas del mundo, pero, al mismo tiempo, dificultando la desinflación.

La economía mundial seguirá desacelerándose debido a que las condiciones monetarias seguirán restrictivas, las políticas fiscales se harán menos expansivas, los mercados laborales se moderarán y el exceso de ahorro se reducirá. Es probable, eso sí, que se evite una recesión significativa del crecimiento global, el cual pasará de un

3,4% en 2022 al 3,0% tanto en 2023 como en 2024. Con esto, la inflación seguirá bajando, manteniendo su gradual convergencia hacia los objetivos. Esto supondrá un alivio para los bancos centrales, que iniciarán el ciclo de recorte de los tipos de interés en 2024. Estas perspectivas de menor costo monetario, conjuntamente con la reducción de la volatilidad global derivada de los eventos de conflicto en el mundo, han mermado el estrés financiero, con bajas importantes en las tasas de interés de la deuda pública y, aunque menos destacadas, las primas de riesgo de los países emergentes.

En Estados Unidos, la demanda interna apoyó el crecimiento en 2023, pero las tasas de interés altas (pese a los posibles recortes desde junio) pesarán más en el crecimiento en 2024, retrasando la recuperación a 2025. En total, la variación del PIB de Estados Unidos será del 2,4% en 2023, 1,5% en 2024 y 2,3% en 2025. Por su parte, la inflación seguirá cayendo a medida que los mercados laborales siguen moderándose y convergerá gradualmente a un nivel de alrededor del 2,5% desde 2024.

En Europa, el débil crecimiento (con una posible recesión suave en el segundo semestre de 2023) y la inflación más baja favorecerán el recorte de las tasas del BCE, con un menor incremento del balance de liquidez. Se espera que la mínima expansión del ciclo de desaceleración hubiese ocurrido en 2023 (con un 0,4% de variación del PIB) y que la recuperación sea progresiva hasta 0,7% en 2024 y 1,7% en 2025. No obstante, estos niveles parecen estar por debajo del potencial de crecimiento de largo plazo de la economía. La inflación, por su parte, seguirá estando presionada por los precios de la energía, la política fiscal y el dinamismo de los mercados laborales. Si bien, estos impulsos al alza serán compensados por una caída más pronunciada de la inflación subyacente, en línea con los datos recientes.

Finalmente, en China, los datos recientes sugieren un menor riesgo de un aterrizaje brusco, pero el crecimiento disminuirá en los dos años siguientes ya que los retos estructurales persistirán (tensiones en los mercados inmobiliarios, tensiones de los balances financieros, deuda de los gobiernos regionales, trampa del ingreso medio, envejecimiento y tensiones geopolíticas). En 2023, dado que los datos muestran que la demanda se mantiene vigorosa por la adopción de las nuevas medidas de estímulo fiscal, el PIB crecerá un 5,2%. Luego, en 2024, aumentará un 4,4% y, en 2025, un 4,2%. La inflación convergerá al 2% desde 2024.

## **En Colombia, durante 2023 se consolidó la desaceleración, pero ¿cómo será la recuperación?**

En 2023, el crecimiento económico de Colombia se ubicará en el 1,2%. A lo largo del año, la desaceleración de la actividad se consolidó y se profundizó, explicada por la fuerte moderación de la demanda interna. Dentro de esta, tanto el consumo privado como la inversión fija redujeron su dinamismo, aunque en esta última fue más evidente porque pasó a números negativos de dos dígitos al tercer trimestre de este año.

El consumo privado crecerá un 1,0% en 2023. Se destacó no solo su moderación, sino también, el cambio en su composición. El gasto de los hogares en bienes se deterioró notablemente y, en cambio, el consumo de servicios siguió en terreno positivo. Ahora bien, dentro de estos últimos, sobresalieron los servicios sociales, tales como la educación y la salud, que están atados al comportamiento del gasto público más que a las decisiones privadas de gasto. Los hogares respondieron, sin duda, a los mayores costos financieros, pues las elevadas tasas de inflación e interés les restringieron su capacidad de compra y endeudamiento y les impulsaron las decisiones de ahorro. Esto último será importante hacia delante, pues en la nueva etapa del ciclo económico, que se espera sea de recuperación y posterior expansión moderada, serán importantes los recursos a disposición de los hogares, lo cual será una diferencia crucial respecto al ciclo de desaceleración que estamos cursando, el cual se caracterizó por unos niveles bajos (e incluso, negativos) del ahorro familiar. Esto último se transformó, junto con la menor demanda de crédito, en unas fuertes caídas de las compras de bienes durables, semi-durables y, también, en

vivienda. De hecho, la menor dinámica de la vivienda, cuyas ventas empezaron a caer desde mediados de 2022, está condicionando la ejecución de las obras de edificación y, junto con el agotamiento del ciclo expansivo del gasto en maquinaria y equipo y la baja contribución de las obras civiles regionales y nacionales, determinó el notable deterioro de la inversión, la cual caerá un 10% este año. Finalmente, en línea con la menor demanda interna, las importaciones se redujeron profundamente y, dada la resiliencia de las exportaciones de servicios, la demanda externa neta contribuirá positivamente al crecimiento de este año, lo cual no sucedía desde 2020.

La resiliencia también se ha venido teniendo en el mercado laboral, con altas tasas de creación de empleo y reducciones importantes en las tasas de desempleo. No obstante, su desempeño más reciente sí muestra señales de un cambio de tendencia, en línea con la desaceleración que están teniendo los sectores económicos intensivos en mano de obra, tales como el comercio minorista, la industria manufacturera o los hoteles y los restaurantes.

De esta forma, la moderación económica podría mantenerse en los primeros meses de 2024, porque la desaceleración del empleo se unirá a los mayores costos financieros y a la moderación general de la actividad que Colombia viene teniendo. Luego, a medida que las tasas de interés y de inflación consoliden su tendencia a la baja, reduciendo las presiones sobre los balances financieros de los hogares y las empresas, se empezará a tener una recuperación más sostenida. Este mejor desempeño será liderado por el consumo de bienes, pues los hogares aumentarán su disposición a comprar durables y semi-durables y tomarán una mayor cantidad de créditos. Por lo tanto, el crecimiento de 2024 se dará a dos velocidades: una dinámica todavía lenta en la primera mitad del año, enmarcada en los rezagos de desaceleración que aún quedan en variables como empleo o gasto en servicios, y una recuperación mucho más marcada en la segunda mitad del año, cuando el consumo de los bienes se consolidará lentamente, los sectores económicos reaccionarán con una mejor inversión y las actividades productivas asociadas a la producción, la comercialización y el transporte de los bienes mejorarán. No obstante, los servicios privados mantendrán su proceso de moderación hasta el final del año 2024 y dejarán en suspenso su repunte hasta 2025.

Efectivamente, en 2025, la mejoría de la actividad económica será más generalizada y con la demanda interna liderando el comportamiento del PIB, lo cual empezará a suceder desde la segunda mitad de 2024. El consumo privado se acelerará en todos sus grandes componentes gracias a los menores costos financieros y a la acumulación de ahorro desde este año. La inversión fija volverá a terreno positivo, por la aceleración de la inversión en vivienda, la mayor ejecución de las obras de infraestructura (regionales y nacionales) y el repunte esperado en la construcción de edificaciones no residenciales, las cuales empezarán a tener mejores cifras desde finales de 2024.

En total, la economía colombiana crecerá 1,5% en 2024 y 2,3% en 2025. El consumo privado, en los mismos dos años, lo hará a unas tasas de 2,2% y 3,0%, respectivamente. Y la inversión fija pasará de números rojos (-2,0% en 2024) a cifras positivas (6,2% en 2025).

Por otra parte, la inflación se favorecerá de la menor demanda interna, especialmente en lo que respecta al componente básico (sin alimentos). No obstante, todavía tendrá un alto nivel de incertidumbre en su senda esperada, pues el fenómeno climático de menores lluvias en Colombia (El Niño), la persistencia de los precios que se relacionan con el ajuste del salario mínimo o la inflación observada y las decisiones del gobierno en cuanto a los precios de los combustibles pueden tener efectos al alza a lo largo de los siguientes trimestres. De hecho, se espera que la senda de caída de la inflación se interrumpa transitoriamente a comienzos de 2024, pues las variaciones mensuales de los precios se ubicarán todavía por encima de los promedios de referencia (de 2011 a 2019). En total, se espera que la inflación termine este año en 9,7% anual, en 2024 en 5,4% y en 2025 en 3,8%. A diferencia de 2023, cuando fue la desaceleración del precio de los alimentos los que permitieron la reducción de la

inflación, en 2024 y 2025 será la inflación básica la que tenga una contribución negativa más importante en el índice total de los precios al consumidor.

De esta manera, junto con la moderación de la demanda interna, el mejor comportamiento de la inflación permitirá al Banco Central iniciar la reducción de su tasa de interés de intervención en diciembre, con un recorte de 50 puntos básicos. Durante 2024, el banco seguirá bajando su tasa de interés, hasta dejarla en el 7% a final de ese año. La tasa terminal del ciclo de reducciones, en la cual se tendrá una pausa monetaria prolongada, es el 5,50%, la cual se logrará a mediados de 2025. Sin embargo, hay incertidumbres en torno a ese nivel terminal. En primer lugar, con el fuerte ciclo inflacionario externo, se evalúa si la tasa de largo plazo en EE.UU. puede ser un poco mayor. Segundo, las diferentes métricas de la prima de riesgo han mostrado un deterioro en los últimos años que podría presionar al alza la tasa de largo plazo en Colombia. Y, tercero, la baja tasa de ahorro nacional puede llevar a un mayor costo de oportunidad, de largo plazo, de los recursos.

En efecto, parte de la incertidumbre asociada al bajo ahorro doméstico se plasma en los déficit fiscal y externo estructuralmente altos. En el caso del déficit externo, se espera un nuevo incremento de éste durante 2024 y 2025. Se explica por la recuperación de la demanda interna y la mayor importancia del consumo privado de bienes (con tendencia a ser importados) respecto al gasto en los servicios (con menor incidencia en las importaciones). Con todo, el déficit externo pasará de 3,2% del PIB en 2023 al 3,8% en 2025, pasando por un 3,3% en 2024. Eso sí, la buena noticia es que el déficit estará casi cubierto por la inversión extranjera directa, la cual es más estable que el financiamiento a través de la inversión de portafolio o de los préstamos externos convencionales.

En el caso del déficit del gobierno central, se dará una interrupción temporal de la mejora que se venía teniendo en el período posterior a la pandemia. En efecto, entre 2023 y 2024 subirá el déficit, de 4,2% a 4,4% del PIB, pese a la estimación de unos elevados ingresos. Luego, en 2025, se retomará la senda de mejora y el desbalance se ubicará en 3,7% del PIB. En parte, los elevados ingresos esperados provienen de los recursos adicionales que se recaudan con las reformas tributarias previas, lo cual fue utilizado para mantener unos niveles elevados de gasto público en los siguientes años. No obstante, los ingresos estimados también tienen un componente que parece tener unas expectativas optimistas de la gestión de la DIAN que, de no materializarse, podrían exigir reevaluar el nivel del gasto público compatible con el cumplimiento de la regla fiscal. Además, la existencia de unos desbalances fiscales que se ajustan muy lentamente llevará a que la deuda pública se estabilice, pero en niveles elevados.

La canalización de los principales efectos de los anteriores desequilibrios lo hace el tipo de cambio colombiano, el cual tendrá, por lo tanto, unas presiones hacia niveles más elevados que los actuales durante 2024 y 2025, aproximándose hacia los 4.450 pesos por dólar. Esta perspectiva también se apoya en la reducción del diferencial de las tasas de interés respecto a Estados Unidos, pues se espera que éstas se reduzcan más en Colombia durante los dos siguientes años. No obstante, se esperan altos niveles de volatilidad en el peso colombiano, la cual estará ligada a las expectativas de la política monetaria exterior y la capacidad del país de conseguir el financiamiento externo para sus déficits. En el primer caso, influyen sobre el tipo de cambio tanto las decisiones de las tasas de interés como la consolidación de unas hojas de balance más reducidas en los bancos centrales de las regiones desarrolladas. En el segundo caso, los flujos de capitales serán más exigentes y escasos hacia los países emergentes por la reducción de la liquidez global que implican los nuevos balances de la banca central. Esto último es especialmente relevante porque la economía mantiene unos desbalances importantes en los planos externo y fiscal.

Ahora bien, pensando en el crecimiento a mediano y largo plazo, el país enfrentará grandes incertidumbres, pero también goza de unas oportunidades enormes que, de aprovechar correctamente, podrían relacionarse con elevadas tasas de crecimiento a futuro. Las incertidumbres que sobresalen son tres: i.) una mayor persistencia de

la inflación que limite la capacidad de la autoridad monetaria de iniciar el ciclo bajista de las tasas de interés; ii.) un debilitamiento más intenso de la actividad económica, especialmente un letargo más extenso en la recuperación de la inversión y un debilitamiento global, que reduzca la dinámica esperada de las exportaciones; y iii.) unos profundos desbalances macroeconómicos que impulsen una excesiva volatilidad y una desvalorización de los activos financieros, en especial en el entorno actual de mayor selectividad de los flujos de capitales y menor liquidez global. Como se ve, algunos de esos escenarios inciertos pueden ser mermados en intensidad o en ocurrencia por las mismas decisiones de política económica. No obstante, otras fuentes de incertidumbre no son controlables por los hacedores de la política ni por el sector privado colombianos. En esos casos, se deben establecer las medidas que maten los efectos: privilegiar el ambiente económico proclive a las decisiones de inversión y/o de gasto de mediano y largo plazo (compra de vivienda, por ejemplo), conservar la credibilidad de las políticas económicas para influir en la formación de las expectativas futuras con mayor facilidad y mantener la estabilidad financiera y la salubridad de los balances financieros de los hogares y las empresas.

Finalmente, y es el punto más importante a mediano y largo plazo, el mundo actual está ofreciendo unas oportunidades enormes que no se pueden desaprovechar si se pretende aumentar el crecimiento potencial de la economía. Se identificaron, al menos, tres de ellas: i.) la mayor vinculación del país en las cadenas de valor globales le permitirán aprovechar el desarrollo del *nearshoring* y aumentar la baja apertura económica que históricamente ha tenido la economía; ii.) el gran potencial de sectores como el agrícola, con las requeridas inversiones para promoverlo, ofrece un amplio espacio de crecimiento y desarrollo, con lo cual se podrá reforzar la capacidad exportadora del país y garantizar el mejor comercio entre sitios de producción rurales y los centros de consumo urbanos; y iii.) la distribución geográfica de Colombia, con varias ciudades de tamaño relevante y formando nodos geográficos en diferentes regiones del país, permite escalar inversiones enfocadas en los distintos centros de producción y consumo.

En total, Colombia afronta unos desafíos cíclicos importantes, pero comenzará a mostrar señales claras de recuperación a mediados de 2024. Después de eso, el crecimiento de largo plazo requiere profundizar los avances que promuevan la productividad y la eficiencia de la economía. Las oportunidades existen, pero hay que aprovecharlas llevando a cabo desde ya las políticas correctas que necesita el país para su mayor inserción en los mercados internacionales, el aumento de la inversión productiva y la mejora de las condiciones sociales de todos los colombianos.



## AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

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

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com).

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research Colombia, Carrera 9 No 72-21, piso 11. Bogotá (Colombia).  
Tel.: 3471600. Correo electrónico: [bbvarresearch\\_colombia@bbva.com](mailto:bbvarresearch_colombia@bbva.com)  
[www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com)