



Actualización de proyecciones económicas Colombia Primer trimestre de 2018

31 de enero de 2018

CONTENIDO



Presentación - 2018: un año mejor para la economía y más desafiante para los mercados

Cuando en octubre pasado publicamos nuestro reporte anual de proyecciones económicas, dijimos que en 2018 Colombia experimentaría una recuperación de su actividad productiva y tendría un entorno macroeconómico más balanceado. Los desarrollos de los últimos tres meses nos llevan a reafirmar esta perspectiva; no obstante, advertimos que las condiciones favorables que imperan hoy en los mercados financieros pueden dar paso a un escenario más retador conforme transcurra el año.

En primer lugar, reiteramos que el crecimiento se acelerará de un estimado de 1,6% en 2017 a 2,5% en 2018. En las primeras semanas del año vimos que, si bien algunos indicadores líderes han dejado de deteriorarse, en los últimos meses de 2017 persistió la debilidad de la demanda que marcó el año anterior. Es por esto que ajustamos a la baja nuestro pronóstico de crecimiento para el 4T17 en 0,1 pps hasta 1,7%.

Simultáneamente, algunos de los factores que conducirán a un mayor dinamismo este año se han fortalecido. Entre ellos se encuentra un entorno económico mundial más positivo, una recuperación de los términos de intercambio y una política monetaria más acomodaticia. A lo anterior se añadirán un marcado descenso de la inflación anual durante este y los próximos meses y una reactivación de la inversión productiva, la cual prevemos que se materializará una vez concluya el proceso electoral. Como consecuencia, anticipamos que la aceleración en el crecimiento tomará plena fuerza desde el segundo semestre de 2018. Sin embargo, la tasa de expansión del PIB de este año no será suficientemente alta como para evitar un incremento en la tasa de desempleo.

En materia de precios, redujimos nuestro pronóstico de inflación para diciembre de este año de 3,5% a 3,4%. Recientemente los riesgos inflacionarios de corto plazo se han moderado, en tanto que el aumento de la tarifa del IVA al comienzo de 2017 generará un efecto base favorable. Por esto pronosticamos que a lo largo del primer semestre la variación del IPC se moderará, hasta llegar a menos de 3,3% en junio. A partir de ese punto la corrección se limitaría por la persistencia de la inflación básica y una aceleración leve de los precios de los alimentos. Debido a ello, creemos que la probabilidad de terminar el año en el objetivo puntual de inflación del Emisor de 3% es baja.

Con respecto a la política monetaria, pese a que en su más reciente reunión la Junta Directiva del Banco de la República afirmó que con la información disponible el ciclo de reducción de tasas se completó, prevemos que habrá margen para un recorte adicional de 25 pbs en el segundo trimestre. En ese sentido, conservamos nuestro escenario base anterior, en el cual la tasa repo llegará hasta 4,25% y se mantendrá en ese nivel durante el resto del año. Las sorpresas positivas de los precios y las correcciones que estas producirán en las expectativas inflacionarias en un entorno de brecha de producto negativa, llevarán al BanRep a tomar la decisión antes mencionada.

En el frente externo, esperamos que el déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB se corrija desde 3,6% en 2017 a 3,5% este año. Tal ajuste sería el resultado de un mayor crecimiento de las exportaciones, que sería parcialmente compensado por una aceleración de las importaciones y un aumento de las utilidades giradas al exterior. De esta manera, el desequilibrio externo del país estará más cerca de sus niveles sostenibles, aunque seguirá siendo más alto que el exhibido por otros países con calificación crediticia similar.

Por su parte, los eventos recientes refuerzan la perspectiva de que este año el Gobierno Nacional cumplirá con su meta de déficit (-3,1% del PIB), pero que el esfuerzo adicional requerido para cumplir con la de 2019 sigue siendo significativo.

Por último, el sólido arranque del año en los mercados financieros internacionales ha conducido a una apreciación del peso y a una valorización de los activos locales. Hacia adelante, consideramos que las condiciones se tornarán más complejas, ya que el diferencial de tasas de interés con respecto a EE.UU. seguirá reduciéndose, la normalización de la política monetaria en los países desarrollados se profundizará y la oferta de títulos de renta fija a nivel global crecerá. Como consecuencia, para la segunda mitad del año pronosticamos una depreciación de la moneda local y un aumento de las rentabilidades de la deuda pública.

En conclusión, creemos que la economía colombiana ya superó la fase más crítica del proceso de ajuste que vivió en años recientes, y que se apresta a experimentar un crecimiento que estará cada vez más alineado con su potencial productivo. Al mismo tiempo, la mayor parte de los indicadores macroeconómicos tenderá a mejorarse. Por lo tanto, el escenario económico para 2018 combina una visión fundamental más constructiva con una atención especial a los riesgos provenientes de los mercados financieros.



1. Entorno internacional

- La recuperación a nivel global se consolidará en 2018
- El crecimiento económico en EE.UU está ganando tracción
- La inflación en EE.UU se mantiene por debajo del objetivo de la autoridad monetaria
- A pesar de las presiones moderadas de precios, se espera que la normalización monetaria en EE.UU siga su curso
- Las rentabilidades de los títulos del Tesoro de EE.UU continuarán al alza
- Prevemos que los precios del petróleo tenderán a corregirse en la segunda mitad del año
- El crecimiento de los socios comerciales y de los términos de intercambio de Colombia se acelerará este año

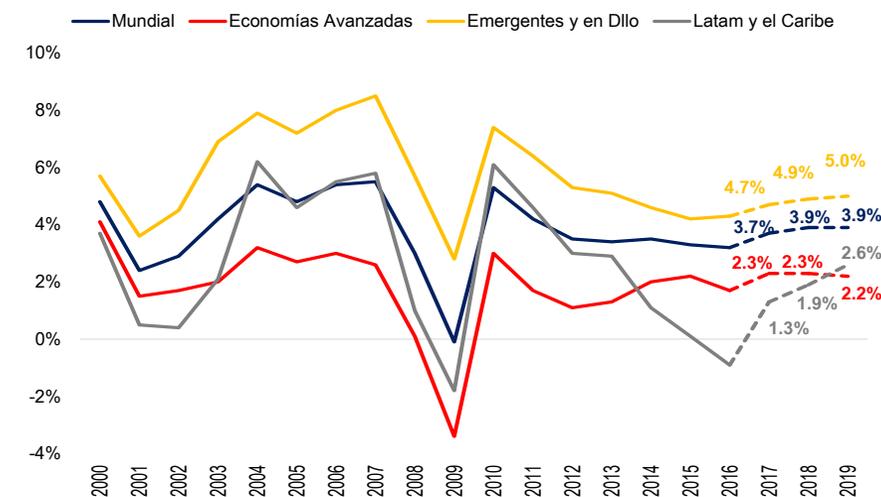
La recuperación a nivel global se consolidará en 2018

- El más reciente informe de perspectivas económicas globales del Fondo Monetario Internacional (WEO, por sus siglas en inglés) da cuenta de un panorama más favorable para este año. En esta ocasión, la previsión de crecimiento mundial del organismo multilateral aumentó 0,2 pps con respecto a la publicación de octubre de 2017 tanto para este como para el próximo año; de esta manera, el FMI espera que la economía global se expandirá a un ritmo de 3,9% en 2018 y 2019. Además de lo anterior, se ha resaltado que la recuperación actual muestra una sincronía poco frecuente para el mundo posterior a la crisis global, en la medida en que 120 países están acelerando su tasa de expansión.
- La expectativa de crecimiento para las economías emergentes fue revisada al alza, con lo que este bloque continuaría generando más de la mitad del crecimiento mundial. En esta actualización del WEO, la tasa de crecimiento del mundo en desarrollo para 2017 se ubicó en 4,7%, superior en 20 pbs en relación con el pronóstico anterior. En el mediano plazo, la tasa de crecimiento de estos países se estabilizaría alrededor del 5%.
- El FMI incrementó en 10 pbs el pronóstico de crecimiento de América Latina hasta 1,3% para 2017. Además, el repunte de nuestra región se consolidaría en 2018 y 2019 como consecuencia de una mejor dinámica de México (país que se beneficiará del fortalecimiento de la demanda estadounidense), la recuperación de Brasil y Argentina y la dinámica favorable de los precios de las materias primas.
- Por otro lado, la expectativa de crecimiento para las economías avanzadas fue revisada al alza en 10 pbs para 2017 (2,3%) y 30 pbs para 2018 (2,3%). Esto sería producto de mejores condiciones financieras, altos niveles de confianza y un repunte de la demanda interna y externa de EE.UU, la Zona Euro y Japón.
- La estimación de crecimiento de EE.UU se incrementó en 10 pbs y 40 pbs para 2017 y 2018, respectivamente. Este mayor ritmo de actividad productiva en EE.UU se daría como resultado de las medidas de estímulo fiscal, en particular por el recorte de impuestos aprobado por el Congreso a finales del año pasado

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

Región	Proyecciones Ene. 2018				Diferencia pronósticos frente a WEO anterior	
	2016	2017	2018	2019	2017	2018
Mundial	3.2%	3.7%	3.9%	3.9%	0.1%	0.2%
Economías Avanzadas	1.7%	2.3%	2.3%	2.2%	0.1%	0.3%
EE.UU	1.5%	2.3%	2.7%	2.5%	0.1%	0.4%
Eurozona	1.8%	2.4%	2.2%	2.0%	0.3%	0.3%
Alemania	1.9%	2.5%	2.3%	2.0%	0.5%	0.5%
Francia	1.2%	1.8%	1.9%	1.9%	-0.3%	0.0%
Italia	0.9%	1.6%	1.4%	1.1%	0.1%	0.3%
España	3.2%	3.1%	2.4%	2.1%	0.0%	-0.1%
Reino Unido	1.8%	1.7%	1.5%	1.5%	0.0%	0.0%
Japón	1.0%	1.8%	1.8%	0.9%	0.3%	0.5%
Emergentes y en Dilo	4.3%	4.7%	4.9%	5.0%	0.1%	0.0%
China	6.7%	6.8%	6.6%	6.4%	0.0%	0.1%
India	7.1%	6.7%	7.4%	7.8%	0.0%	0.0%
Latam y el Caribe	-0.9%	1.3%	1.9%	2.6%	0.1%	0.0%
Brasil	-3.6%	1.1%	1.9%	2.1%	0.4%	0.4%
México	2.3%	2.0%	2.3%	3.0%	-0.1%	0.4%
África Subsahariana	1.4%	2.7%	3.3%	3.5%	0.1%	-0.1%
Nigeria	-1.6%	0.8%	2.1%	1.9%	0.0%	0.2%

Crecimiento del PIB por regiones (var. % anual)

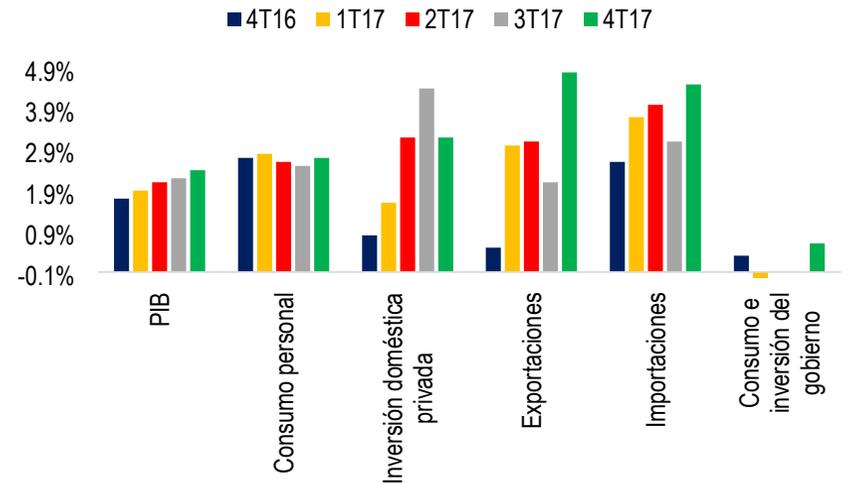


Fuente: Grupo Bancolombia, BEA, BLS, FMI.

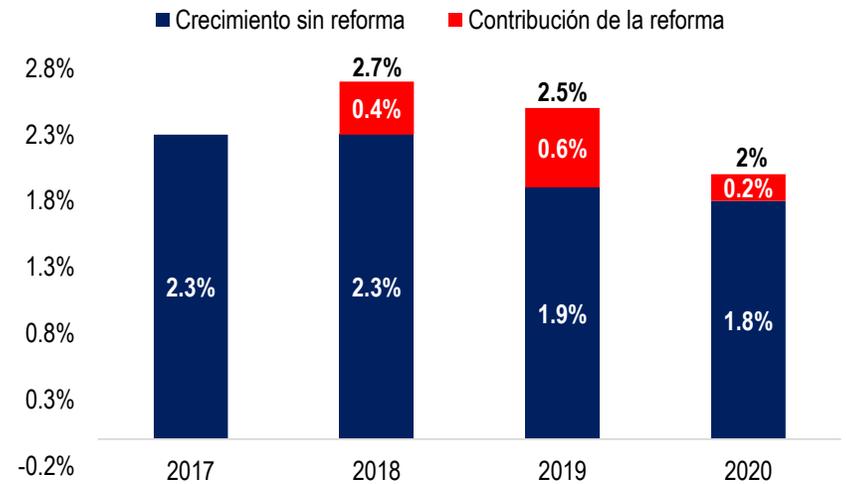
El crecimiento económico en EE.UU está ganando tracción

- En 2017 el crecimiento de la economía norteamericana fue de 2,3%. Esta cifra representa una aceleración de 0,8 pps frente a 2016, y responde a una recuperación de la economía global así como de factores internos, en particular el fortalecimiento del consumo y la inversión privada.
- La inversión doméstica fue un gran protagonista durante 2017. La inversión en capital fijo creció a un ritmo de 4% explicado por el desempeño favorable de la formación bruta de capital en sectores no residenciales. Asociamos este comportamiento con dos hechos particulares: la anticipación a la reforma tributaria y el adelanto de las decisiones de inversión ante la perspectiva de que los costos del crédito aumentarán.
- El balance del sector externo se inclinó para el lado de las importaciones. Al finalizar 2017, las compras al exterior registraron un incremento de 3,9%. Tal incremento coincide con el resurgimiento del consumo personal que, a pesar de expandirse a tasas relativamente similares a las de 2016, exhibió una aceleración de la demanda de bienes durables.
- La tendencia ascendente de las importaciones puede representar un lastre para el crecimiento y para la meta de 3% que planteó la administración actual. Esto podría compensarse por la debilidad actual del dólar y los cambios impositivos, que generan un entorno más favorable para las empresas norteamericanas que se dediquen a las ventas al exterior.
- Se espera que el estímulo fiscal acelere el crecimiento este año. Según el FMI, entre 2018 y 2020 la reforma tributaria aprobada añadirá 1,2 pps al crecimiento económico, por cuenta de un repunte de la demanda interna ante los recortes en las tasas impositivas tanto para las empresas como para las personas naturales. De esta forma, el crecimiento de EE.UU se revisó al alza 0,4 pps desde 2,3% hasta 2,7% para 2018. Sin embargo, se prevé que la actividad productiva se desacelerará ligeramente en los años subsiguientes como consecuencia de la normalización del efecto de la reforma, el resurgimiento del consumo y su transmisión sobre las importaciones, y los ajustes fiscales y monetarios que acarrearán un creciente déficit del gobierno federal.

Crecimiento del PIB de EE.UU por demanda (var. % trimestral anualizada)



Crecimiento proyectado del PIB de EE.UU y aporte de la reforma tributaria

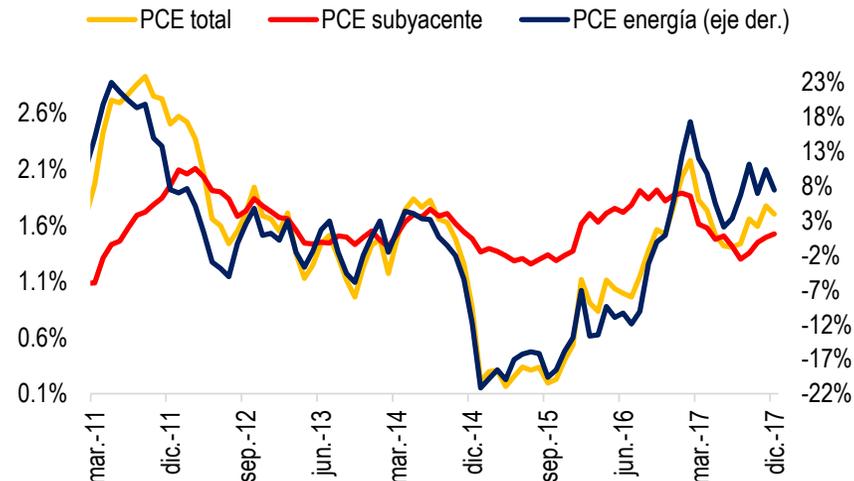


Fuente: Grupo Bancolombia, BEA, BLS, FMI.

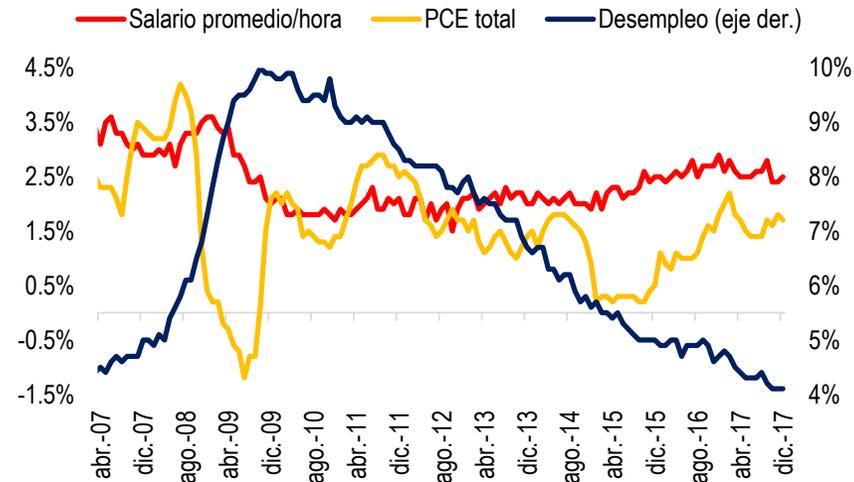
La inflación en EE.UU se mantiene por debajo del objetivo de la autoridad monetaria

- Tras empezar el año anterior justo en la meta de 2%, la inflación del PCE cedió terreno a lo largo de 2017. En efecto, la medida predilecta del FED para monitorear el comportamiento de los precios en la economía cerró 2017 en 1,7%. Si bien no corresponde con el objetivo de política monetaria, el nivel observado en diciembre coincide con el proyectado por los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) y está en línea con los movimientos realizados en la tasa de referencia durante el año pasado.
- El desempeño débil de la inflación se da en un escenario de menor desempleo. A pesar de que la tasa de desempleo se ubica cerca de sus mínimos históricos (4,1% en diciembre de 2017), el incremento en los salarios de los trabajadores no ha sido suficiente para impulsar la inflación. En 2017, la remuneración de los trabajadores creció en promedio 2,5%, 0,6 pps menos que en el periodo precrisis en el que, dicho sea de paso, la tasa de desempleo se ubicó en niveles similares a los actuales y la inflación superaba consistentemente la meta.
- El comportamiento reciente del PCE se explica por el incremento en los precios de la energía. Luego de un par de años en los que los precios de los bienes energéticos se ubicaron en niveles mínimos por cuenta del descenso en los precios del petróleo y otros bienes básicos de esta categoría, las correcciones alcistas recientes llevaron a que la inflación de este tipo de productos se ubicara en cifras de 2 dígitos. Por tal motivo, no resulta despreciable la probabilidad de que el nivel de precios retome una senda bajista, en caso de no ser sostenible la tendencia creciente de los precios de la energía.
- Para 2018, se espera que la inflación se acerque al objetivo. Un entorno de mayor crecimiento, menores niveles de desocupación y mayores precios de las materias primas podría conducir a la inflación a niveles cercanos al propuesto por el FOMC para cierre de 2018 (1,9%). Uno de los factores que la mantendrán por debajo del nivel de 2% será la baja sensibilidad que tienen los grupos de la inflación básica al incremento en la demanda interna. Además, se espera que la reforma tributaria tenga un impacto limitado sobre el nivel de precios.

PCE total, subyacente y de energía en EE.UU (var. % anual)



Salarios, inflación y desempleo en EE.UU (var. % anual, % PEA)



Fuente: Grupo Bancolombia, BLS, BEA, FMI.

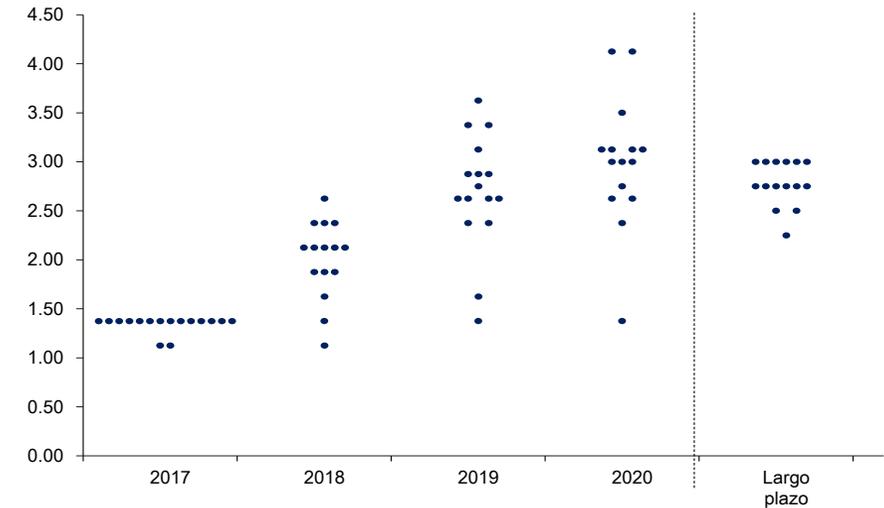
A pesar de las presiones moderadas de precios, se espera que la normalización monetaria en EE.UU siga su curso

- **El año anterior el FOMC continuó con sus ajustes progresivos en la tasa de los fondos federales.** En medio de un discurso menos acomodaticio, en 2017 la autoridad monetaria estadounidense efectuó tres incrementos en la tasa de referencia, con lo cual el rango de las tasas de los fondos federales se encuentra actualmente entre 1,25% y 1,50%.
- **Para este año se plantean incrementos adicionales.** En consonancia con un panorama económico de mayor crecimiento y un comportamiento relativamente favorable de la inflación, los miembros del FED pronostican tres incrementos adicionales de 25 pbs con lo cual el rango de las tasas se ubicaría entre 2% y 2,25%. Esto tiene como supuestos un crecimiento de 2,5% y una inflación del PCE de 1,9% anual para el cierre de 2018.
- **No obstante, los mercados descuentan con plena certeza dos incrementos este año.** En efecto, la probabilidad implícita en el mercado de OIS indica que en 2018 se materializarán dos incrementos de 25 pbs en las reuniones de marzo y junio.

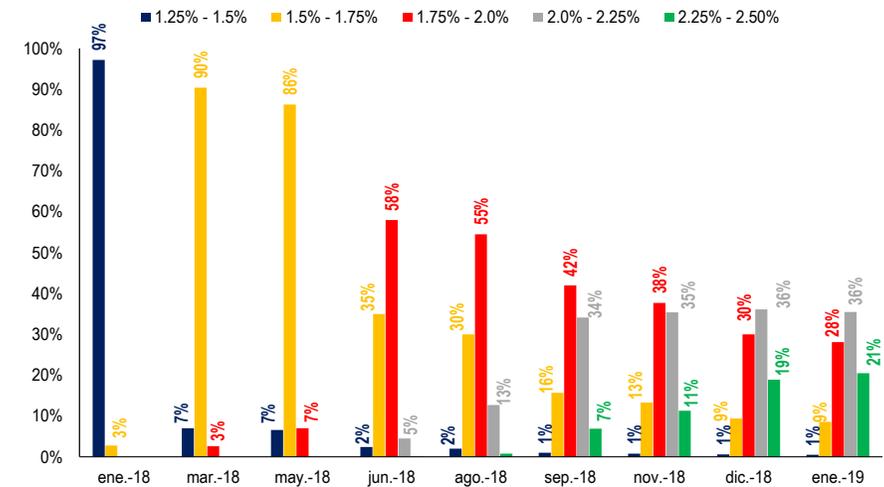
La posibilidad de un tercer movimiento en la tasa, aunque se le asigna una probabilidad relativamente baja, se daría en el último mes del año o a principios de 2019.

- **La desacumulación de activos se convirtió en una herramienta adicional de la normalización del FED.** A partir de octubre de 2017, la autoridad monetaria empezó a implementar el programa de reducción de reinversión de los pagos de principales que recibe por concepto de vencimiento de bonos del Tesoro y aquellos respaldados por hipotecas. Lo anterior supone un endurecimiento de las condiciones de liquidez de la economía. No obstante, según plantea el programa, la normalización del tamaño de las tenencias de activos por parte del FED será gradual.

Pronóstico de rango de tasas de los fondos federales del FOMC (% anual)



Probabilidad implícita en los OIS de rango de tasas de fondos federales

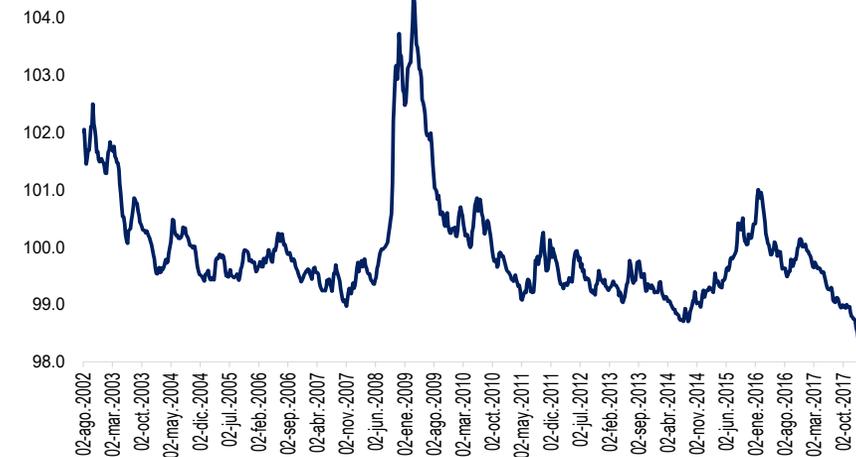


Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

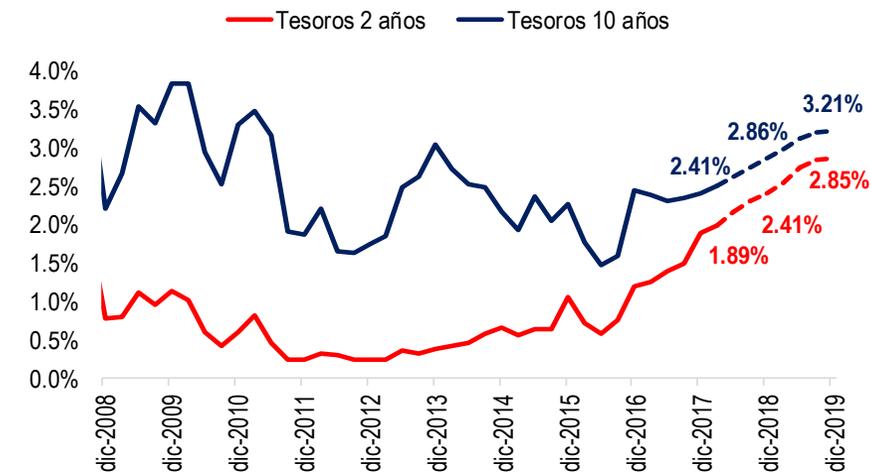
Las rentabilidades de los títulos del Tesoro de EE.UU continuarán al alza

- Las tasas de los títulos del Tesoro de EE.UU americano se han incrementado en las últimas semanas.** Después de haberse mantenido relativamente estables a lo largo del año anterior, a partir de la aprobación de la reforma tributaria en diciembre pasado la rentabilidad del título del Tesoro con vencimiento en 10 años ha experimentado un alza apreciable, hasta llegar a 2,7% al momento de publicar este informe. Tal incremento es atribuible a la perspectiva de una aceleración en el crecimiento de la economía por cuenta del estímulo fiscal (la tasa de estos instrumentos guarda una alta correlación con el crecimiento del PIB nominal), así como al aumento previsto en el déficit federal, el cual llevará a que se aumenten las emisiones de deuda.
- Otro factor importante es el apetito por activos riesgosos y la rotación de posiciones por parte de los inversionistas.** Esto es consecuencia del desempeño favorable de los mercados emergentes y las expectativas de una economía estadounidense más fuerte impulsada por la reforma tributaria. Como resultado, los principales índices bursátiles de EE.UU han alcanzado sus máximos históricos en los últimos meses. A su turno, esto ha llevado a que las condiciones financieras en EE.UU estén en su nivel más favorable de los últimos 15 años, a pesar del aumento de las tasas por parte del FOMC.
- Hacia adelante, los inversionistas esperan mayores desvalorizaciones en los títulos de la curva de tesoros.** Se prevé que al cierre del año la tasa de los Tesoros a 2 años aumente hasta 2,41% y la de referencia de 10 años lo haga hasta más de 3%. Tal movimiento tendría impactos profundos en la renta fija a nivel global, especialmente en los mercados locales emergentes, que han sido grandes beneficiarios de la reducción de las bajas tasas de interés en el mundo desarrollado.
- La normalización de la política monetaria en EE.UU también está dentro de los factores que afectan a la curva de Tesoros.** En efecto, la brecha entre los rendimientos de los Tesoros de 10 años y 2 años se ha reducido a tan solo 49,99 pbs, su nivel más bajo desde finales de 2007. En el pasado este aplanamiento ha sido interpretado como un indicador temprano de recesión en EE.UU.

Índice de condiciones financieras de EE.UU (base 100)



Rentabilidad observada y proyectada Tesoros de EE.UU (% anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, BEA, BLS, FMI.

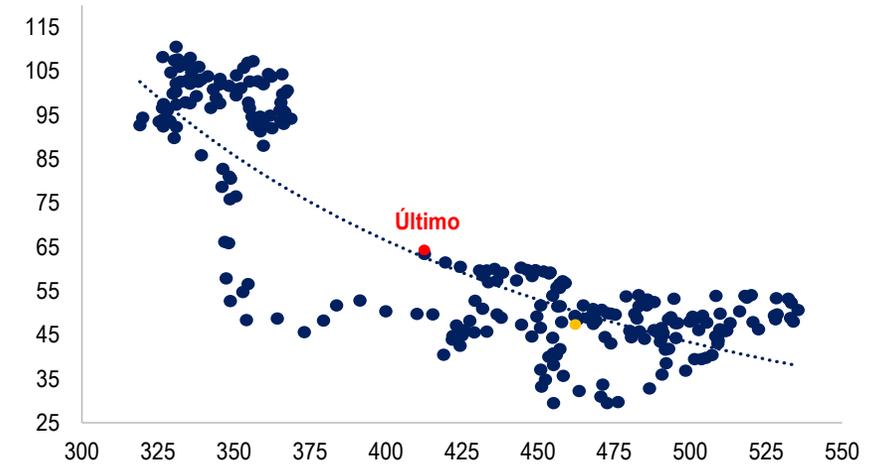
Prevedemos que los precios del petróleo tenderán a corregirse en la segunda mitad del año

- **El precio del petróleo se ha incrementado como resultado de factores fundamentales y técnicos.** Entre los primeros está que el mejor desempeño económico en Europa, China y Estados Unidos se ha traducido en un incremento de la demanda por esta materia prima. Simultáneamente, la producción tanto de los países de la OPEP como de los no miembros se ha estabilizado. Esto, sumado al aumento en las exportaciones de crudo por parte de EE.UU, ha conducido a un ajuste marcado de los inventarios de petróleo en los países desarrollados. Por su parte, los factores técnicos incluyen un aumento sostenido de las posiciones largas de agentes especulativos en el mercado de derivado (que tiende a consolidar la tendencia de incremento de las cotizaciones) y el debilitamiento reciente del dólar, el cual tiende a reducir la factura energética de los países exportadores.
- **Aumentamos nuestra expectativa de precio promedio para el año.** Consideramos que el buen desempeño de las economías desarrolladas y la reducción previsible en el nivel de inventarios llevarán a que en el corto plazo los precios se sostengan.

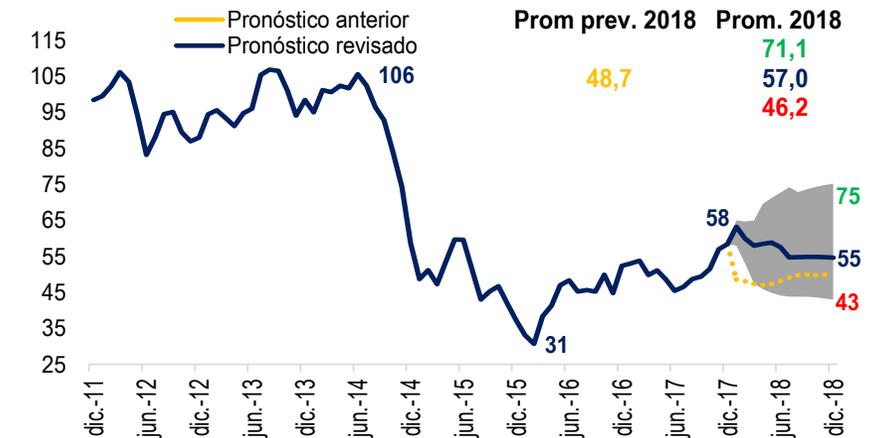
De esta forma, revisamos nuestro pronóstico para todo el 2018 desde US\$48,7 promedio hasta US\$57. No obstante, la volatilidad de la cotización permanecerá alta, ya que estará en función del posicionamiento que adopten los agentes especulativos.

- **Sin embargo, el aumento reciente en los precios luce poco sostenible.** En primer lugar, precios del petróleo en los niveles actuales promueven el aumento de la producción, lo que se traduciría en una mayor oferta. Además, las expectativas sobre el precio de esta materia prima, medida a través del mercado de futuros, evidencian que los agentes prevén una corrección de los precios.
- **Por lo tanto, los factores que están influenciando los precios al alza en este mercado se irán disipando.** Esperamos que estos factores temporales que impulsan actualmente los precios se vayan diluyendo en la medida que transcurre el año. Esto llevaría a que los precios de esta materia prima se vayan moderando hasta mitad de este año y se ubiquen en niveles cercanos a los US\$55 por barril al cierre de 2018.

Relación entre inventarios y precios del petróleo referencia WTI (millones de barriles - US\$/barril)



Proyección precio WTI (US\$/barril)

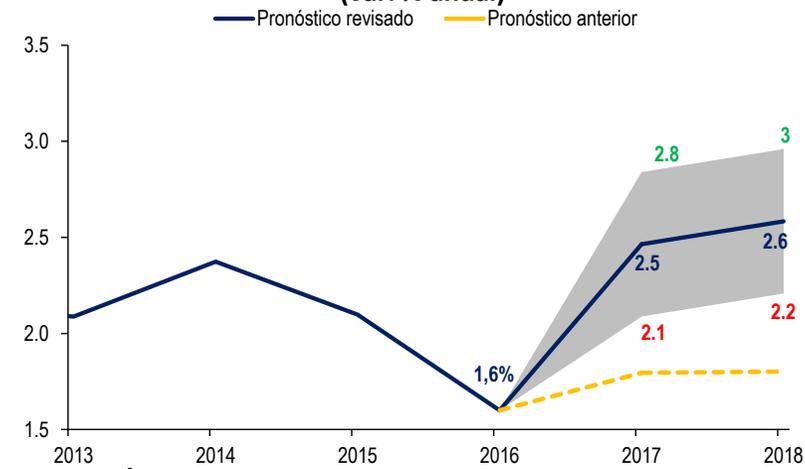


Fuente: Grupo Bancolombia, Bloomberg, EIA.

El crecimiento de los socios comerciales y de los términos de intercambio de Colombia se acelerará este año

- Las economías de los principales socios comerciales del país se expandirán de manera más acelerada.** Como resultado de la revisión al alza en la expectativa de crecimiento para EE.UU, la Zona Euro y América Latina por parte del FMI, nuestro pronóstico agregado de variación del PIB de los socios comerciales del país para 2018 es de 2,6%. La recuperación que tuvo lugar en 2017 y que se espera se consolide en 2018 se reflejará en una demanda externa más dinámica tanto de los países desarrollados como de los emergentes con los que Colombia tiene mayores vínculos comerciales.
- Sin embargo, el aprovechamiento de estas oportunidades estará condicionado por el comportamiento de la tasa de cambio real y la capacidad de crecimiento de las exportaciones no tradicionales.** Una apreciación real y una excesiva concentración de la oferta exportadora podrían impedir que el mayor crecimiento mundial se traduzca en un mayor aporte de las exportaciones netas al avance del PIB colombiano.
- Los términos de intercambio de nuestro país avanzarán en 2018.** El buen momento de crecimiento en el mundo se verá reflejado en niveles favorables de los precios de las materias primas. En particular, el hecho de que el petróleo se ubique, en promedio, por encima de lo observado el año pasado, contribuiría de forma significativa a un incremento en los términos de intercambio. Esta tendencia se reforzaría por un desempeño constructivo de las cotizaciones de productos como el carbón y el ferromanganeso. Adicionalmente, dicho incremento no sería contrarrestado en su totalidad por los precios de los productos importados, cuya variación sería limitada, por los moderados niveles de inflación en las economías desarrolladas. Así las cosas, la mejoría en los términos de intercambio sería uno de los factores que aportaría a una corrección en la posición externa del país y un avance en el ingreso nacional.

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



Índice de términos de intercambio para Colombia (según datos de IPP, 2000=100)



Fuente: Grupo Bancolombia, FMI, Bloomberg, Banco de la República.



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

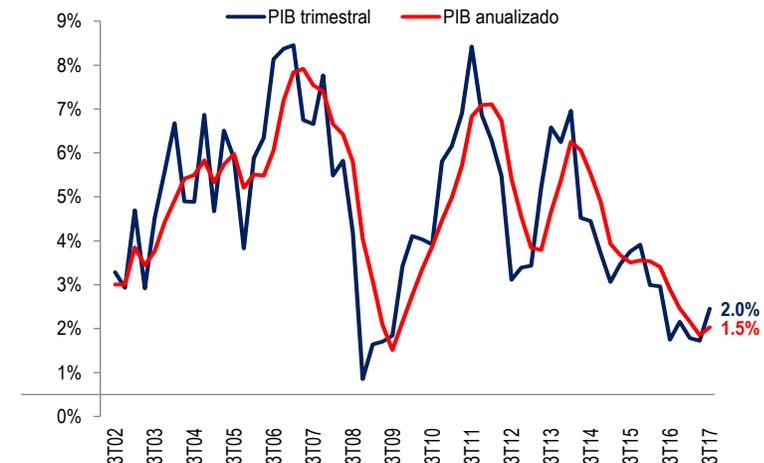
2. Variables reales

- La economía se apresta a experimentar una tendencia de recuperación gradual
- Anticipamos que la aceleración del crecimiento se consolide a partir del segundo semestre de 2018
- El consumo y la inversión privados liderarán la recuperación de la economía
- Preveemos que el crecimiento sectorial será más balanceado
- Esperamos que el desempleo urbano siga impulsado al alza en 2018
- Los desafíos fiscales están ahora concentrados en 2019

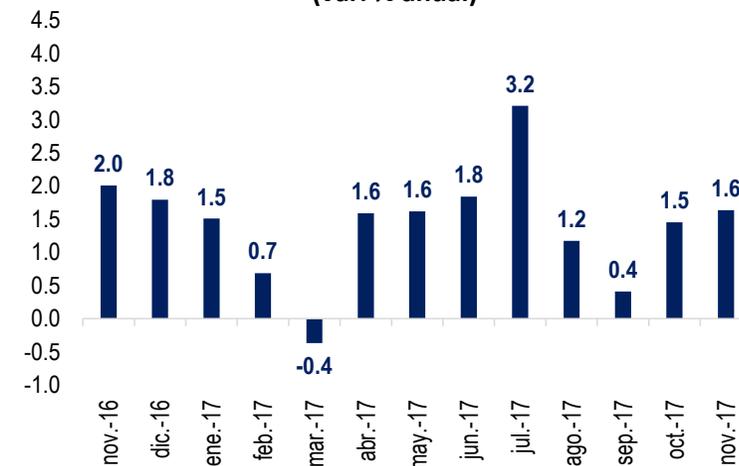
La economía se apresta a experimentar una tendencia de recuperación gradual

- **La economía aceleró su ritmo de crecimiento en el 3T17.** En este periodo el PIB se expandió a un ritmo de 2% anual, superior en 80 pbs al registro tanto del 2T17 como el del 3T16 (1,2% anual).
- **El consumo de los hogares y la inversión evidencian cierto rezago.** Estos rubros no mostraron una aceleración clara en los primeros nueve meses de 2017. Consideramos que dicho comportamiento obedece a la baja confianza de hogares y empresarios, junto con las alzas en la carga impositiva y el efecto rezagado del ciclo contractivo de política monetaria. Además, los altos niveles de tasa de cambio habrían afectado la demanda de bienes importados de capital y de consumo.
- **A nivel sectorial, el crecimiento estuvo liderado por la agricultura y los servicios.** Estos rubros permitieron compensar parcialmente el rezago de sectores como el comercio y la industria, que han reflejado el bajo dinamismo de la demanda interna.
- **Los indicadores líderes sugieren que la recuperación continuará a ritmo moderado.** De un lado, algunos factores como la recuperación en la confianza de consumidores y empresarios, las importaciones para la industria, las ventas minoristas y la demanda de energía sugieren que la fase de mayor debilidad en materia de crecimiento ya quedó atrás. No obstante, persisten señales que alertan sobre las presiones a las que podría enfrentarse el ciclo de recuperación, tales como los continuos deterioros del mercado laboral, la debilidad en la producción industrial y la baja dinámica de la cartera de créditos.
- Esperamos que estos riesgos se disipen conforme avance el año, de modo que la reactivación económica tome mayor fuerza.

Crecimiento anual y acumulado anual del PIB (var.% anual)



Desempeño del ISE en el último año (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

El balance de los determinantes de crecimiento para 2018 luce más favorable

Factores positivos

Factor	Comentario
Entorno global constructivo	El mayor crecimiento de la economía global favorecerá la demanda externa y los términos de intercambio.
Recuperación en la confianza de los agentes	La disipación de los efectos de la reforma tributaria y, con ello, del pesimismo, abonarán el terreno para que el consumo de los hogares y la inversión ganen tracción.
Repunte en el gasto privado	Desde 2015 la inversión y el consumo de bienes durables han moderado su expansión frente a su dinámica de años anteriores. Creemos que las condiciones serían propicias para que se inicie su recuperación en 2018.
Política monetaria expansiva	Tanto las recientes disminuciones en la tasa de intervención como la transmisión de la totalidad del ciclo de recortes darían un impulso adicional a la actividad económica.
Ejecución de proyectos de infraestructura y subsidios a la vivienda	En 2018 el sector de infraestructura será uno de los motores de crecimiento tanto por el avance en las obras 4G como por la entrada en fase de ejecución de proyectos a nivel departamental y municipal. A esto se sumaría el aporte de los subsidios a la vivienda sobre la dinámica de la construcción de edificaciones.
Mayores precios del petróleo	Esta dinámica tendría efectos en varios frentes: alivianaría las presiones sobre el gasto público en inversión, mejoraría los términos de intercambio del país, le daría un impulso adicional a la inversión privada y mejoraría la percepción de confianza de los agentes al tiempo que la tasa de cambio se ubicaría por debajo de lo previsto previamente.

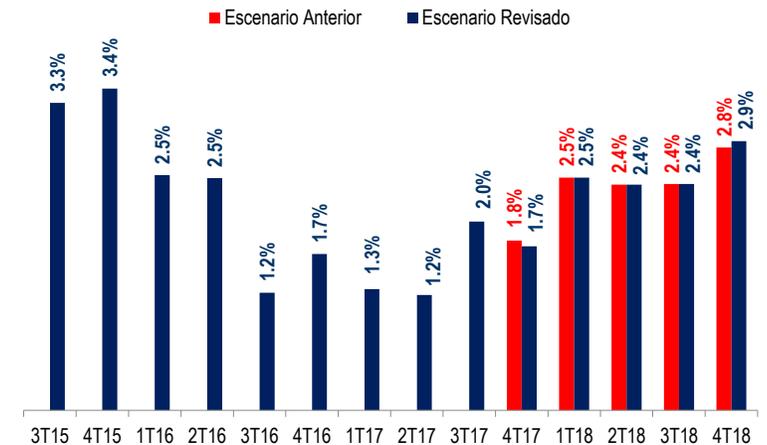
Factores negativos

Factor	Comentario
Incertidumbre por ciclo electoral	La falta de claridad sobre el resultado de la contienda electoral y el ambiente de polarización política que imperan en el país podrían llevar a que algunas decisiones de inversión y de consumo de bienes durables se posterguen hasta el 2018.
Deterioro del mercado laboral	Dado que la mayor parte de los ingresos de las familias colombianas son salarios, el incremento que prevemos en el desempleo durante 2018 impedirá una recuperación más pronunciada del consumo interno.
Restricciones fiscales del Gobierno Nacional	Pese a que los ingresos petroleros aliviarían parcialmente las presiones fiscales, el cumplimiento de la meta de déficit implicará un ajuste de la inversión del Gobierno Nacional. Dado que este es el gasto público con mayor efecto multiplicador, esta reducción tendrá un impacto desfavorable sobre la actividad productiva.

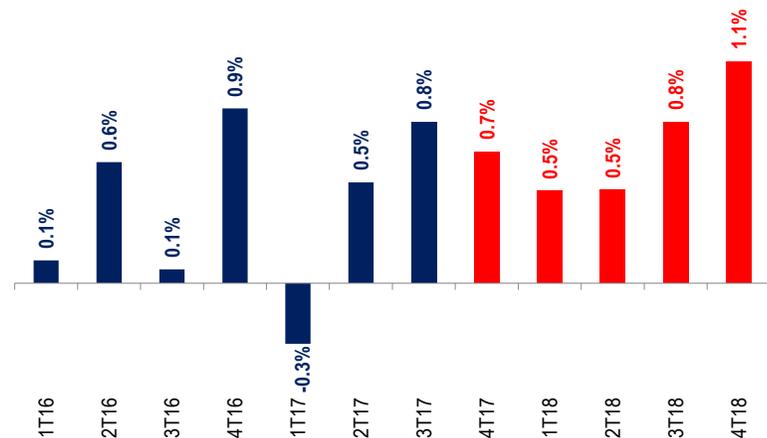
Anticipamos que la aceleración del crecimiento se consolide a partir del segundo semestre de 2018

- **Estimamos que en 2017 el crecimiento se habría situado en 1,6%.** Mantenemos nuestro pronóstico para todo el año pese a que revisamos a la baja nuestra previsión para el último trimestre en 10 pbs hasta 1,7%. Esto último obedece en parte a que el cambio de tendencia en materia de colocación de crédito y desempeño de la industria habría tardado más de lo previsto.
- **La baja confianza de los agentes ha ralentizado la recuperación.** Tan solo en los últimos meses de 2017 fue particularmente evidente la recuperación en los indicadores de confianza de los agentes, lo que en cierto modo estaría relacionado con la incertidumbre y el bajo optimismo que caracterizaron al balance de opinión durante todo el año. No obstante, el haber dejado atrás un periodo de debilidad económica representaría un aliciente para que consumidores y empresarios impulsen el cambio de tendencia en la actividad.
- **Preveemos que la actividad productiva ganará tracción en 2018.** En concreto, mantenemos nuestra previsión de crecimiento del PIB de 2,5% anual, donde el periodo de mayor dinamismo sería el último trimestre, periodo en que el crecimiento rondaría el 2,9% anual y el 1,1% trimestral.
- **El panorama sería más favorable en el segundo semestre.** A medida que transcurra el año la demanda agregada se recuperará gracias al efecto de los catalizadores de crecimiento que ya se han empezado a materializar. Eso será particularmente evidente durante los últimos dos trimestres, una vez se haya superado la incertidumbre asociada al ciclo electoral. Además, el comercio y a percepción de los consumidores recibirían un impulso adicional a mitad de año por cuenta de la celebración del mundial de fútbol.

Crecimiento observado y proyectado del PIB por trimestres (var. % anual)



Crecimiento observado y proyectado del PIB por trimestres (var. % trimestral)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

El consumo y la inversión privados liderarán la recuperación de la economía

- La inversión recuperará dinamismo en 2018.** Consideramos que la depreciación cambiaria de los últimos años y la baja confianza de los empresarios han explicado el bajo ritmo de la inversión desde 2015. Esto habría creado un rezago en la capacidad instalada de los sectores productivos. De cara a 2018, las condiciones más favorables de tasa de cambio, tasas de interés, expectativas de los empresarios y desempeño de la actividad económica, conducirían a la ejecución de planes de inversión postergados. Lo anterior se reflejaría en una aceleración de la inversión desde 0,7% en 2017 a 3,5% en 2018.
- El consumo de los hogares se reactivará.** Anticipamos que la variación anual en el gasto de las familias se acelerará de 1,6% en 2017 a 2,6% en 2018. Esto sería el resultado de la disipación de los efectos negativos del aumento del IVA en la reforma tributaria, la reducción en las tasas de interés, la moderación en la inflación, la recuperación de la confianza de los consumidores, el impulso que daría el torneo mundial de fútbol y los niveles más favorables de tasa de cambio para la compra de bienes importados. No obstante, el potencial de recuperación del consumo privado estaría limitado por las continuas alzas en el desempleo y el incremento en la carga financiera y tributaria de los hogares.
- El consumo público se tornará menos dinámico.** Proyectamos que este rubro habría liderado el crecimiento de la demanda en Colombia en 2017 con una expansión de 3,4%. Para 2018 esperamos una desaceleración moderada hasta 3%, asociada principalmente a la Ley de Garantías durante el primer semestre y a las restricciones sobre el gasto alineadas con el cumplimiento de la Regla Fiscal.
- Las exportaciones netas restarán al crecimiento del PIB en 2018.** Esto se debe a que en las cuentas nacionales la variación del componente de importaciones pasaría de 0,3% en 2017 a 0,5% en 2018 como resultado de un mayor dinamismo de la demanda interna. Por su parte, las exportaciones pasarían de contraerse 0,5% en 2017 a crecer 0,9% en 2018.

Crecimiento del PIB por demanda (var. % anual)

Rubro	Part.	Prom. Últ. 10 años	2014	2015	2016	Ene-sep	2017		2018	
							Anterior	Revisado	Anterior	Revisado
Crecimiento del PIB	100.0%	3.7%	4.4%	3.1%	2.0%	1.5%	1.6%	1.6%	2.5%	2.5%
Consumo privado	62.8%	3.5%	4.3%	3.2%	2.1%	1.6%	1.4%	1.6%	2.0%	2.6%
Consumo público	18.4%	5.0%	4.8%	4.9%	1.9%	3.5%	3.6%	3.4%	2.7%	3.0%
Consumo total	81.1%	3.8%	4.4%	3.6%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	2.2%	2.7%
Inversión	25.5%	5.5%	11.7%	1.2%	-4.5%	0.5%	1.1%	0.7%	2.7%	3.5%
Demanda Interna	106.6%	4.2%	6.1%	3.0%	0.3%	1.7%	1.7%	1.7%	2.3%	2.9%
Exportaciones	14.1%	2.9%	-1.2%	1.3%	-0.9%	-0.5%	-0.6%	-0.5%	0.9%	0.9%
Importaciones	20.7%	5.7%	7.9%	1.6%	-6.1%	1.8%	-0.6%	0.3%	-0.8%	0.5%

Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Prevedemos que el crecimiento sectorial será más balanceado

- La agricultura mantendría su dinamismo.** Estimamos que este sector habría crecido 5,6% en 2017 y en 2018 evidenciaría una leve desaceleración hasta 4,5%. Esto se traduciría en el segundo año consecutivo en el que la actividad agropecuaria lideraría el crecimiento, favorecida por la dinámica de la demanda externa y ganancias en productividad en algunos cultivos.
- Esperamos que la industria manufacturera y el comercio ganen tracción en 2018.** El comercio pasaría de crecer 0,7% en 2017 a expandirse 2,3% en 2018, impulsado por la reactivación del consumo de los hogares en un contexto de menores tasas de interés, menor inflación y mayor confianza. En el caso de la industria, la recuperación tendría soporte en la reactivación del consumo privado y de la demanda externa derivada del buen momento del crecimiento global, factores que llevarían a que este sector creciera 1,4% en 2018, luego de contraerse 0,9% el año previo.
- La construcción retornaría a terreno positivo impulsada por las obras civiles.** En 2017 el crecimiento de la construcción habría sido cercano a cero en medio de un contraste entre una contracción de las edificaciones y una sobresaliente dinámica de las obras civiles. Esperamos que en 2018 las edificaciones crezcan alrededor de 2% favorecidas por las mejores condiciones económicas de hogares y empresas. Por su parte, las obras civiles avanzarían 3,5% anual de la mano de un mayor dinamismo de los proyectos 4G y la entrada en fase de ejecución de obras en los entes territoriales.
- La minería se vería favorecida por el buen momento de crecimiento global.** Esto impactaría positivamente tanto los precios de las materias primas como la demanda externa, lo que impulsaría subsectores como la extracción de crudo y carbón. Además, la baja base de comparación, a raíz del débil desempeño del sector en los últimos años, llevarían a que la minería creciera 0,5% en 2018.

Crecimiento del PIB por oferta
(var. % anual)

Rubro	Part.	Prom. Últ. 10 años	2014	2015	2016	Ene-Sep 2017	2017		2018	
							Anterior	Revisado	Anterior	Revisado
Crecimiento del PIB	100.0%	3.7%	4.4%	3.1%	2.0%	1.5%	1.6%	1.6%	2.5%	2.5%
Agricultura	6.5%	2.2%	2.7%	2.5%	0.5%	6.3%	5.1%	5.6%	4.8%	4.5%
Minería	5.4%	4.5%	-1.2%	0.3%	-6.6%	-5.6%	-5.4%	-4.7%	-0.4%	0.5%
Industria	11.5%	1.1%	1.1%	1.7%	3.0%	-1.2%	-0.1%	-0.9%	1.6%	1.4%
Electricidad, gas y agua	3.5%	2.3%	3.4%	3.0%	0.1%	0.9%	0.4%	0.9%	1.8%	1.8%
Construcción	9.4%	6.1%	10.4%	3.7%	4.1%	-0.9%	0.4%	-0.6%	3.0%	2.8%
Comercio	12.5%	3.7%	5.0%	4.6%	1.8%	0.7%	0.4%	0.7%	2.2%	2.3%
Transporte, alm. y com.	6.4%	3.3%	4.6%	2.6%	-0.1%	0.0%	0.4%	0.2%	1.2%	1.2%
Financiero	19.6%	4.8%	5.8%	5.1%	4.9%	3.9%	3.0%	3.5%	3.4%	3.4%
Servicios sociales	16.6%	3.9%	5.2%	3.1%	2.2%	3.0%	3.5%	2.9%	2.6%	2.4%
Impuestos	8.5%	4.4%	5.7%	0.8%	2.2%	3.6%	3.1%	3.6%	2.8%	2.5%

Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

El balance de riesgos para la actividad productiva luce balanceado

Hay factores que podrían conducir la actividad real al escenario pesimista de crecimiento de 2,1% en 2018:

- Un efecto negativo mayor al estimado de la incertidumbre electoral sobre la confianza de hogares y empresarios que lleve a que las decisiones de gasto e inversión sean aplazadas.
- Un débil desempeño del consumo de los hogares ligado a un continuo deterioro del mercado laboral.
- Un menor ritmo de ejecución de proyectos de infraestructura.
- Un deterioro de las condiciones globales por cuenta de un choque negativo en los mercados financieros o la materialización de eventos de riesgo geopolítico.

Por su parte, los catalizadores del escenario de crecimiento optimista, en el que la economía podría crecer 3,3% son:

- Un escenario de precios del petróleo más altos y más sostenibles en el tiempo, por cuenta de mayores reducciones en los inventarios de crudo en los países desarrollados.
- Un crecimiento más acelerado de la inversión privada, dadas las necesidades de ampliación de capacidad productiva que exhibe la industria local.
- Una recuperación más rápida en el subsector de edificaciones dadas las condiciones más constructivas para los hogares.
- Una mayor recuperación de los sectores transables, que se daría como resultado de un aumento de los volúmenes exportados superior a lo previsto en el escenario base.

Escenarios de crecimiento del PIB (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Esperamos que el desempleo urbano siga impulsado al alza en 2018

- En 2017, la tasa de desempleo se incrementó de forma marcada. En 2017, el nivel de desocupación se elevó, en promedio, 70 pbs frente al mismo periodo de 2016 hasta un nivel de 10,6%. Este comportamiento es consecuente con la desaceleración que ha evidenciado la actividad económica en tiempo reciente.
- Esto es consecuencia de la destrucción de empleo en sectores intensivos en mano de obra: servicios, industria y comercio. Lo anterior es de suma relevancia, toda vez que dichas actividades reúnen cerca del 68% del total de los ocupados a nivel urbano.
- Además, el deterioro no fue mayor gracias al incremento en el número de inactivos. Este fenómeno estaría explicado por la decisión de algunos trabajadores de ocuparse en actividades diferentes al trabajo a la espera de un panorama económico más favorable.
- En 2018 se daría un deterioro adicional sobre el nivel de desocupación. Ante una economía que atraviesa un proceso gradual de recuperación, esperamos que la fuerza laboral que dejó de participar activamente en el mercado retorne a él paulatinamente. Esto se reflejaría en nuevos incrementos en el desempleo, en un contexto en el que las empresas no decidirían aumentar sus niveles de contratación hasta que la recuperación de la demanda lo permita.
- La tasa de desempleo promediaría 10,9% en 2018. Ratificamos esta estimación que representaría un ascenso de 30 pbs frente a 2017. Además, 2018 sería un año de transición hacia un cambio de tendencia que se materializaría en 2019, una vez la economía retorne a niveles de crecimiento económico superiores a 3% anual.

Escenarios de la tasa de desempleo urbano (%PEA, promedio anual)

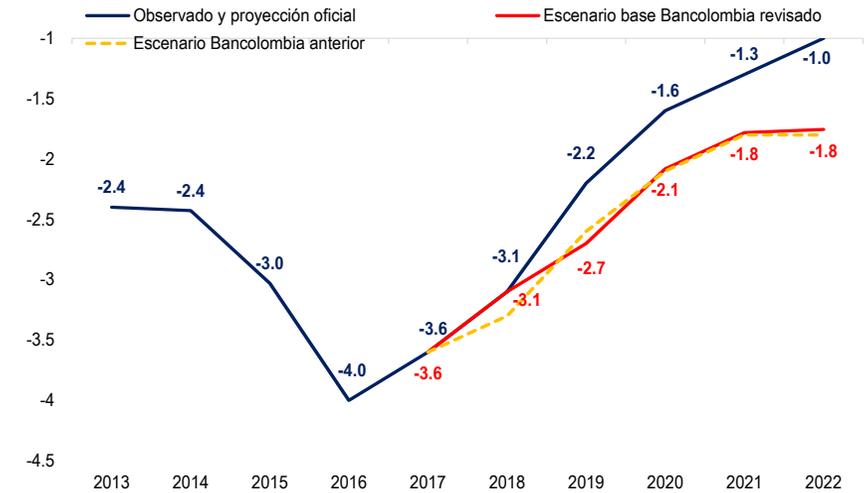


Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

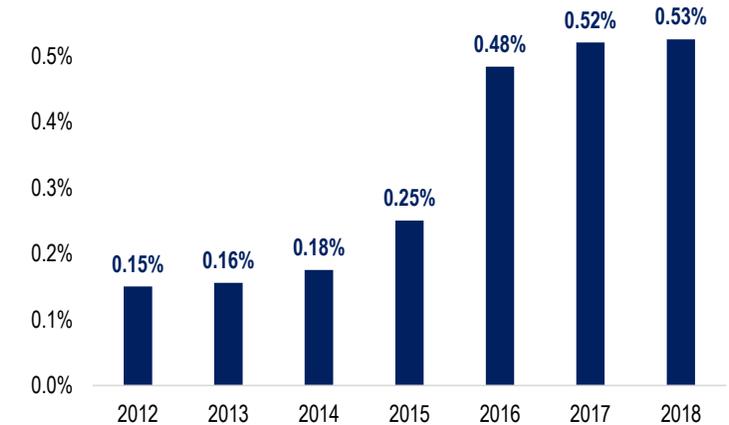
Los desafíos fiscales están ahora concentrados en 2019

- En 2017 se cumplió la meta de déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) de 3,6% del PIB.** El Gobierno logró compensar el incumplimiento de la meta del recaudo tributario (\$3,5 billones), tanto con menor pago de intereses como con recursos del laudo arbitral contra las empresas de telefonía móvil. Sin embargo, no todos los recursos de dicha fuente fueron utilizados. De hecho, se estima que se contará con alrededor de 0,3% del PIB en un fondo de reserva constituido para facilitar el cumplimiento de la meta en 2018.
- Los riesgos fiscales en el corto plazo son cada vez menores.** Hemos revisado a la baja nuestra estimación de déficit fiscal para 2018 desde 3,3% hasta 3,1% del PIB como resultado de impactos favorables sobre las fuentes de ingresos no tributarios del Gobierno. En particular, los niveles de precios y producción de petróleo superiores a lo presupuestado en 2017, derivarían en mayores dividendos de parte de Ecopetrol en 2018. Además, el fondo de reserva reduce aún más los riesgos de cumplimiento de la meta de déficit en 2018.
- Consideramos que el cumplimiento de la meta oficial de déficit en 2019 plantea desafíos por la autoridad fiscal.** Los supuestos macroeconómicos del Gobierno lucen conservadores en materia de tasa de cambio y precios y producción de petróleo. Esto supone que el servicio de deuda y los ingresos no tributarios podrían resultar más favorables de lo presupuestado. Sin embargo, creemos que cada vez serán más evidentes las presiones sobre el gasto del Gobierno, así como la brecha negativa entre el recaudo tributario efectivo por cuenta de la reforma tributaria y lo presupuestado. Así las cosas, estimamos que en un escenario alternativo el déficit del GNC podría ubicarse en 2,7% del PIB en 2019, superior en 0,5 pps a lo contemplado en la regla fiscal y en 0,1 pps a nuestra estimación anterior.
- ¿Cuál es el esfuerzo requerido para cumplir la meta de déficit del 1% del PIB?** Para cumplir la meta de déficit propuesta para 2022, el ajuste promedio por año sería de 0,52%, cifra que se ha elevado desde el 0,15% contemplado en 2012. De hecho, para reducir dicha magnitud de ajuste promedio, debería escogerse 2034 como año objetivo en lugar de 2022. Esto evidencia la creciente magnitud de los desafíos fiscales.

Balace del Gobierno Nacional Central (% del PIB)



Ajuste anual promedio requerido para alcanzar la meta de déficit de 1% fijada en cada MFMP (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.



3. Sector externo y tasa de cambio

- Este año el déficit comercial se mantendrá en un nivel similar al estimado para 2017
- El déficit en cuenta corriente se corregirá hasta 3,5% del PIB en 2018
- Preveamos que en el segundo semestre del año la tasa de cambio tendrá una tendencia al alza

Este año el déficit comercial se mantendrá en un nivel similar al estimado para 2017

- **Después de crecer a tasas de dos dígitos el año anterior, pronosticamos una variación más pronunciada de las exportaciones en 2018.** Para todo el año pasado estimamos que las ventas al exterior sumaron US\$36.220 millones, con lo que registraron su primer crecimiento anual desde 2012. Para 2018 ajustamos al alza el crecimiento de las exportaciones desde 4,8% hasta 7,3%. Esta revisión se fundamenta en un mayor dinamismo de los productos tradicionales (desde 1,7% hasta 6,8%), puesto que la actualización del precio promedio del petróleo implica que las ventas de crudo crecerán este año 12,8% hasta US\$13.410 millones (frente a un 3,5% previsto antes). Además, efectuamos modificaciones al alza moderadas en el aumento previsto de las exportaciones de carbón (de -5,4% a -3,2%) y de ferroníquel (de 6,5% a 8,1%). Por último, redujimos el pronóstico para las exportaciones de café, que crecerían apenas 5,8% (frente al 10,3% anterior), debido a un aumento menos pronunciado de los precios internacionales.
- **Las exportaciones no tradicionales se acelerarán, aunque crecerán un poco menos que lo pronosticado hace tres meses.**

Estos productos se beneficiarán de condiciones más propicias de demanda externa, dada la aceleración en el crecimiento global. Sin embargo, el fortalecimiento reciente del peso ha limitado la competitividad cambiaria del sector exportador colombiano. En ese sentido, el aumento proyectado de este grupo se ajustó en 1 pp hasta 8,1%.

- **Seguimos esperando una variación de las importaciones ligeramente superior al 6% en 2018.** Esta cifra es similar a la pronosticada hace tres meses. Creemos que en la medida en que la demanda privada cambie de tendencia las compras de bienes importados tenderán a expandirse al doble de la tasa estimada para 2017. Esperamos que los bienes de capital sean la categoría con mayor crecimiento, ya que habrá condiciones propicias para que el sector privado robustezca su capacidad productiva.
- **En suma, y en línea con lo previsto para 2017, el déficit comercial será cercano a US\$8.000 millones.** Este valor sería casi la mitad de lo que se presentó en 2015, año en el que la caída de los precios del crudo condujo al mayor saldo en rojo registrado en la historia del país.

Proyección de la balanza comercial
(millones de dólares, var.% anual)

Rubro	2016		2017		2018 anterior		2018 revisado	
	USD mn	Crec.%	USD mn	Crec.%	USD mn	Crec.%	USD mn	Crec.%
Exportaciones Totales	31,700	-11.2%	36,220	14.3%	39,410	4.8%	38,870	7.3%
Tradicionales	17,750	-18.4%	21,700	22.3%	22,440	1.7%	23,180	6.8%
Café	2,380	-5.8%	2,590	8.8%	3,200	10.3%	2,740	5.8%
Petróleo	10,400	-27.0%	11,890	14.3%	12,580	3.5%	13,410	12.8%
Carbón	4,640	1.8%	6,850	47.6%	6,330	-5.4%	6,630	-3.2%
Ferroníquel	330	-23.2%	370	12.1%	330	6.5%	400	8.1%
No tradicionales	13,590	-2.5%	14,520	6.8%	16,970	9.1%	15,690	8.1%
Importaciones CIF	44,900	-16.9%	46,430	3.4%	50,000	6.3%	49,330	6.2%
Importaciones FOB	42,850	-16.1%	43,850	2.3%	47,220	6.3%	46,580	6.2%
Balanza Comercial	(11,150)	-27.4%	(7,630)	-31.6%	(7,810)	14.5%	(7,710)	1.0%

Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

El déficit en cuenta corriente se corregirá hasta 3,5% del PIB en 2018

- El resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos estará determinado en buena medida por el desempeño del rubro bienes y servicios. Prevemos que, después de un ajuste importante en 2017, el balance negativo de este renglón se reducirá hasta 2,7% del PIB en 2018. Por su parte, de la mano de una recuperación en los resultados corporativos, el déficit en el renglón de pagos factoriales se ampliará en 0,3% del PIB frente a 2017. Finalmente, los ingresos netos por transferencias corrientes se mantendrán levemente estables gracias al sólido desempeño del mercado laboral estadounidense. Con todo ello, el déficit de la cuenta corriente llegaría en 2018 a 3,5% del PIB, 0,1 pps menos que lo observado el año anterior y que resulta menos abultado que el 3,7% del PIB que pronosticamos hace tres meses.
- En la cuenta financiera, esperamos que los flujos de IED se moderen y los de portafolio se mantengan estables. En la inversión directa prevemos que las entradas netas de recursos se reduzcan entre 2017 y 2018 en 0,5 pps hasta 2,3% del PIB. Este comportamiento respondería a la mejor perspectiva de crecimiento mundial y

a una desaceleración de los recursos provenientes de EE.UU, ya que la reforma tributaria aprobada inducirá un cambio en la tendencia de los flujos de capitales hacia ese país. En el caso de la inversión de portafolio, la caída de 0,4% del PIB en las entradas se compensará por una moderación en las salidas. Tal comportamiento reflejará los aumentos de tasas de interés y la mayor oferta de renta fija en el mundo desarrollado, así como un incremento en la volatilidad de los mercados globales que esperamos se materialice conforme transcurra el año.

- A pesar de que se ha acercado levemente hacia sus niveles sostenibles, el desbalance externo de Colombia seguirá siendo mayor al de otros soberanos con calificación similar. No obstante que la reducción del déficit en cuenta corriente en los últimos dos años ha sido apreciable y que esté hoy en menos de 4% del PIB hace al país menos vulnerable, su dependencia a las condiciones de financiamiento global continúa siendo uno de los mayores talones de Aquiles de nuestra economía.

Proyección de la balanza de pagos (millones de dólares y % del PIB)

Rubro	US\$ millones				
	2015	2016	2017	2018 Anterior	2018 Revisado
I. CUENTA CORRIENTE	-18,780	-12,541	-11,280	-11,970	-11,200
Bienes y servicios	-18,506	-13,281	-9,750	-10,260	-8,700
Ingreso primario (Renta de los factores)	-5,526	-4,910	-7,180	-7,090	-8,430
Ingreso secundario (Transferencias corrientes)	5,251	5,650	5,650	5,380	5,930
II. CUENTA FINANCIERA	18,293	12,764	11,060	11,510	10,790
Inversión directa	7,514	9,076	8,680	7,350	7,370
a. Activos (Inversión de Colombia en el exterior)	4,218	4,516	3,460	3,000	3,570
b. Pasivos (Inversión en Colombia)	11,732	13,593	12,140	10,350	10,940
Inversión de cartera	10,283	3,693	1,180	2,800	1,300
a. Activos (Inversión de Colombia en el exterior)	-475	5,213	5,320	3,700	4,200
b. Pasivos (Inversión en Colombia)	9,808	8,907	6,500	6,500	5,500
Otra inversión (Préstamos y otros créditos)	2,952	-481	1,100	730	1,200
a. Activos	411	2,090	1,900	500	500
b. Pasivos	3,363	1,609	3,000	1,230	1,700
Activos de reserva	415	165	500	170	80
III. ERRORES Y OMISIONES	487	-223	220	460	410
Cuenta financiera excluyendo activos de reserva	18,709	12,929	11,560	11,680	10,870

Rubro	% del PIB				
	2015	2016	2017	2018 Anterior	2018 Revisado
I. CUENTA CORRIENTE	-6.4%	-4.4%	-3.6%	-3.7%	-3.5%
Bienes y servicios	-6.3%	-4.7%	-3.2%	-3.2%	-2.7%
Ingreso primario (Renta de los factores)	-1.9%	-1.7%	-2.3%	-2.2%	-2.6%
Ingreso secundario (Transferencias corrientes)	1.8%	2.0%	1.8%	1.7%	1.8%
II. CUENTA FINANCIERA	6.3%	4.5%	3.6%	3.6%	3.4%
Inversión directa	2.6%	3.2%	2.8%	2.3%	2.3%
a. Activos (Inversión de Colombia en el exterior)	1.4%	1.6%	1.1%	0.9%	1.1%
b. Pasivos (Inversión en Colombia)	4.0%	4.8%	3.9%	3.2%	3.4%
Inversión de cartera	3.5%	1.3%	0.4%	0.9%	0.4%
a. Activos (Inversión de Colombia en el exterior)	-0.2%	1.8%	1.7%	1.1%	1.3%
b. Pasivos (Inversión en Colombia)	3.4%	3.1%	2.1%	2.0%	1.7%
Otra inversión (Préstamos y otros créditos)	1.0%	-0.2%	0.4%	0.2%	0.4%
a. Activos	0.1%	0.7%	0.6%	0.2%	0.2%
b. Pasivos	1.2%	0.6%	1.0%	0.4%	0.5%
Activos de reserva	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%
III. ERRORES Y OMISIONES	0.2%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Cuenta financiera excluyendo activos de reserva	6.4%	4.6%	3.7%	3.6%	3.4%

Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

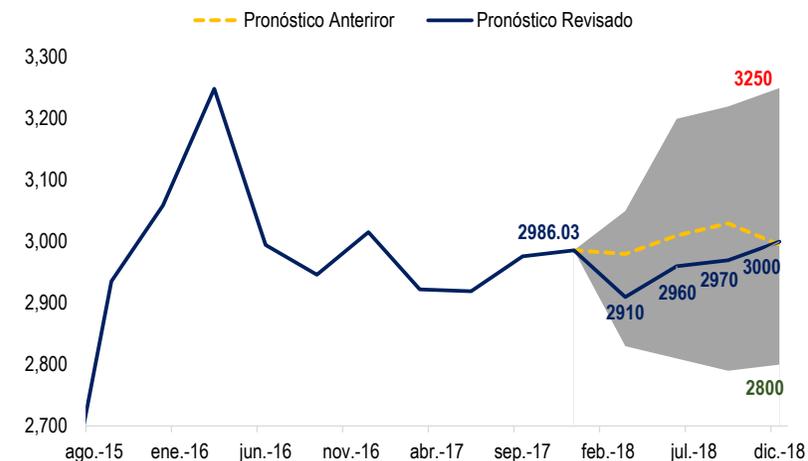
Prevedemos que en el segundo semestre del año la tasa de cambio experimentará una tendencia al alza

- **En el comienzo de 2018 el peso ganó terreno de forma acelerada frente al dólar.** La apreciación de más de 5% que presentó la moneda local en enero fue el resultado de la tendencia de debilidad global del dólar, el repunte de los precios del petróleo y las condiciones financieras favorables que están imperando en los mercados internacionales.
- **En el primer semestre de 2018 prevemos que la tasa de cambio fluctuó alrededor de un promedio de \$2.935.** Esta proyección es inferior a nuestra estimación previa, la cual revisamos para reconocer el efecto positivo de las cotizaciones de las materias primas, la corrección del déficit externo y el alto apetito por riesgo que impera actualmente entre los inversionistas internacionales. Como resultado, la cotización promedio del USDCOP pasaría de \$2.986 en el 4T17 a \$2.910 para el 1T18.
- **Sin embargo, en la segunda mitad del año las condiciones de los mercados financieros se tornarán más retadoras y, como consecuencia, regresará la presión alcista sobre el peso.** En efecto, la persistente reducción de los diferenciales de tasas de interés entre Colombia

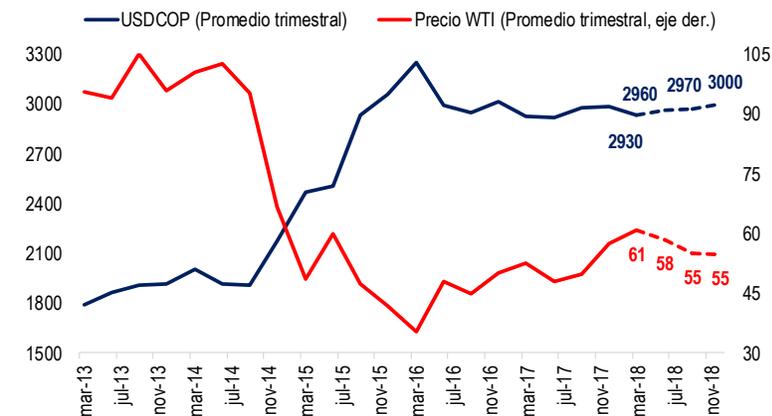
y EE.UU, el efecto desfavorable sobre los flujos de inversión extranjera por cuenta de la reforma tributaria de EE.UU y el desmonte paulatino de los programas de expansión cuantitativa en el mundo desarrollado serán factores que afectarán el desempeño no solo de la moneda colombiana sino también la de sus pares latinoamericanos. Como resultado de ello, prevemos que a partir de mitad de año la tasa de cambio experimentará presiones alcistas. En efecto, estimamos que el USDCOP aumente hasta \$2.970 en el tercer trimestre y a \$3.000 en la parte final del año. Es de resaltar que las proyecciones actualizadas coinciden los niveles antes estimados al cierre del año.

- **Ante las vulnerabilidades que subsisten en nuestra economía y las numerosas fuentes de incertidumbre global, los riesgos permanecen sesgados a una mayor depreciación del peso.** Si se presenta un deterioro de las condiciones financieras globales, la cotización del USDCOP podría aumentar hacia niveles superiores a \$3.070. Por el contrario, un entorno internacional más favorable induciría una recuperación del peso hasta niveles cercanos a \$2.880.

Proyecciones de tasa de cambio USDCOP (promedio trimestral)



Tasa de cambio USDCOP y precio del petróleo referencia WTI (promedio trimestral)



Fuente: Grupo Bancolombia, Bloomberg.



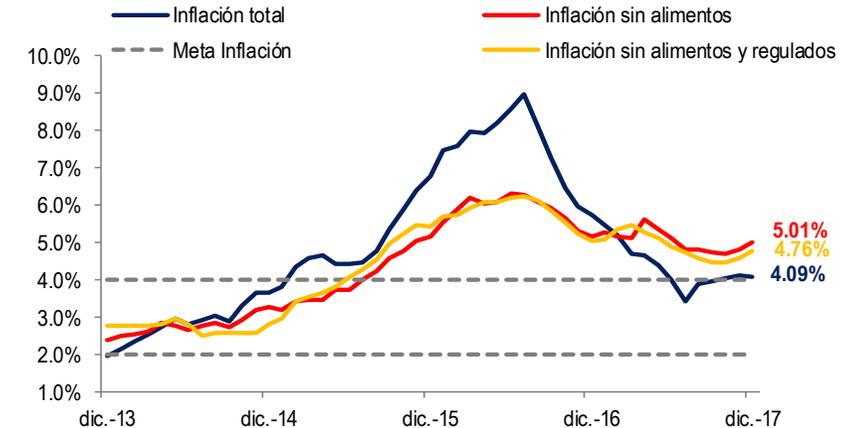
4. Inflación y tasas de interés

- La inflación reanudará su convergencia hacia el rango meta
- Revisamos levemente a la baja el pronóstico de inflación para diciembre de 2018
- Creemos que habrá margen para un recorte adicional en la tasa repo, y que posteriormente esta permanecerá inalterada
- Los ajustes en la tasa repo generarán reducciones en las tasas del mercado monetario
- Esperamos que las rentabilidades de los títulos de deuda pública se amplíen en la segunda mitad del año

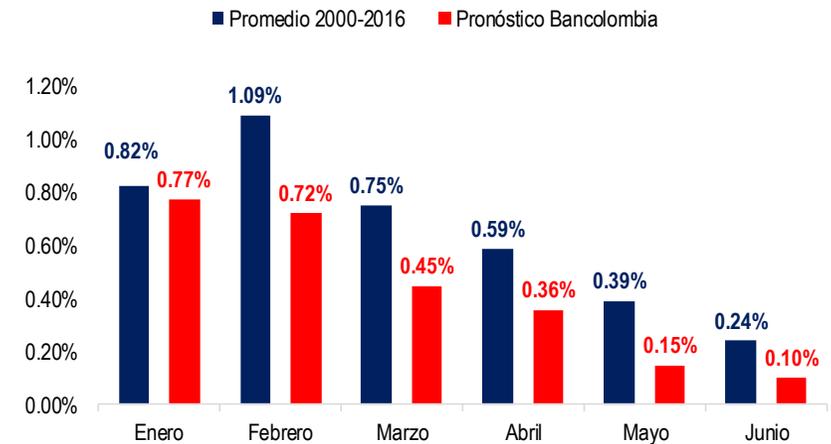
La inflación reanudará su convergencia hacia el rango meta del Banco de la República

- **Al cierre de 2017, el aumento anual del índice de precios al consumidor se ubicó en 4,09%.** Si se compara este resultado con la lectura de inflación de diciembre de 2016 (5,75%), es notoria la corrección que mostraron los precios en 2017. Este comportamiento se observó gracias a la disipación de choques transitorios, en particular sobre el precio de los alimentos, que junto con los efectos de la política monetaria contractiva y la moderación de la actividad económica, empujaron la inflación a la baja.
- **El comportamiento de los precios a lo largo del año estuvo determinado en buena medida por la inflación básica.** Durante 2017, la inflación subyacente aportó 3,52% a la inflación total anual. Se destaca el incremento en el precio de los bienes no transables, cuya contribución al total fue de 1,71%. Por el contrario, la inflación de los alimentos se moderó notablemente frente a lo observado en los últimos años, y su participación se ubicó por debajo del promedio de los últimos 17 años.
- **La inflación de noviembre no permitió culminar con una inflación por debajo de 4%.** En dicho mes se esperaba que se presentara el último repunte de la inflación en el año, pero la variación mensual del IPC (0,18%) sorprendió al alza tanto nuestra expectativa como la del mercado.
- **La inflación básica se encuentra lejos del rango meta, y su evolución reciente no es favorable.** Aunque el repunte de los precios en noviembre se corrigió en el último mes del año, la inflación básica completó 2 meses al alza y al cierre de año se ubicó en 5,01%.
- **Esperamos que en la primera mitad del año la inflación mensual sea inferior al promedio histórico.** Lo anterior sería el reflejo de una demanda interna moderada, así como de unas condiciones favorables en la producción de alimentos. De materializarse, nuestro pronóstico implica que la inflación anual se consolidará cerca del 3,5% en los primeros meses del 2018.

Inflación total, sin alimentos y sin alimentos y regulados (var. % anual)



Inflación mensual observada y proyecciones para los siguientes 6 meses (var. % mensual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

El balance de determinantes de la inflación para 2018 está inclinado hacia una mayor moderación

Factores que podrían moderar la inflación

Factor	Comentario
Menores presiones de demanda	La economía seguirá operando por debajo del potencial, lo que implica que no habrá presiones de precios por excesos de demanda. Sin embargo, la evidencia muestra que en Colombia la inflación básica ha sido poco sensible al ciclo económico.
Estabilidad de la oferta de alimentos	Condiciones climáticas favorables permitirán que la oferta de alimentos no sufra mayores alteraciones.
Corrección del efecto alcista del ajuste en el IVA	En los primeros meses de 2018 la variación anual de la inflación tenderá a reducirse por la corrección del efecto que generó entre enero y febrero de 2017 el cambio en la tarifa general del IVA del 16% al 19%.
Apreciación del tipo de cambio	En lo corrido del año, el peso se ha apreciado cerca de 5,8%. Dada las perspectivas de crecimiento del país y el mejor desempeño de los precios del petróleo, esperamos que esta tendencia contribuya a disminuir las presiones sobre los precios.

Factores que podrían acelerar la inflación

Factor	Comentario
Persistencia de la inflación de no transables	Los análisis muestran que este componente del IPC (30,1% del total) exhibe alta persistencia y depende de forma apreciable de las expectativas de inflación y de los costos salariales. Este fenómeno se podría agravar por el incremento del salario mínimo (5,9%), pero perdería impulso en la segunda mitad de 2018.
Repunte de la inflación de alimentos	Las fuertes reducciones que se evidenciaron desde la segunda parte de 2016 pueden desincentivar a los productores agrícolas y por ende reducir el tamaño de las siembras. Por lo anterior, la oferta de alimentos podría disminuirse, lo que impulsaría al alza sus precios en la segunda mitad del año.
Eventuales choques externos que generen una depreciación del peso	La tasa de cambio es la principal herramienta de absorción de los choques externos. La materialización de un deterioro súbito en las condiciones financieras globales podría conducir a una depreciación acelerada, que a su vez presionaría al alza el precio de los bienes transables.

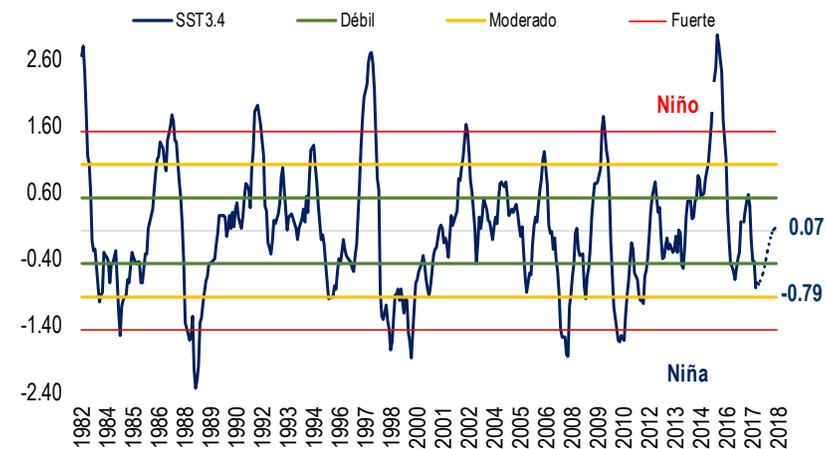
La inflación de alimentos se acelerará en el segundo semestre de 2018

- **El precio de los alimentos contribuyó en buena medida a la reducción de la inflación total en 2017.** Al cierre de 2017, la inflación de alimentos se ubicó de 1,92% anual. Dicho nivel contrasta con la lectura de diciembre de 2016, cuando se alcanzó un registro de 7,22%. Pese a que desde julio de 2017 (0,20%) la inflación se aceleró continuamente hasta noviembre (2,51%), este repunte estuvo explicado por el efecto de una baja base de comparación.
- **La estabilización del clima contribuirá a que el precio de los alimentos continúe moderándose en la primera mitad del año.** La normalización de las lluvias, esperada durante el primer trimestre, producto de un fenómeno de La Niña moderado, configurarían un escenario favorable para la producción agrícola. Adicionalmente, la apreciación del peso generaría presiones a la baja, al reducir el costo de insumos y disminuir el precio de alimentos importados. Así, anticipamos que, en promedio, la inflación de alimentos registrará un valor de 1,7% entre enero y junio de 2018.
- **Las mayores correcciones se presentaron en el precio de las carnes.** Por ejemplo, la inflación de la carne de res pasó de 20,45% en diciembre de 2016 a 1,33% en el mismo mes de 2017. Sumado a esto, el comportamiento del precio de alimentos perecederos corrigió de forma importante. Dentro de estos, se destacan algunos tubérculos, el plátano, hortalizas y lácteos. Por su parte, la inflación de comidas fuera del hogar disminuyó en menor medida frente a los registrado en el 2016, pero el peso relativo de este componente en la canasta hizo que aportara a la corrección del IPC agregado.
- **Sin embargo, este comportamiento se revertiría en la segunda mitad del año.** Esto estaría relacionado con una disminución de la oferta de alimentos, ya que los menores precios son un desincentivo para la producción. De otro lado, nuevamente se contaría con una baja base de comparación, dada la corrección importante de los precios desde julio de 2017. Finalmente, unos niveles de tasa de cambio más altos en los últimos meses del año impactarían (vía costos) la inflación de alimentos.

Proyección de la inflación de alimentos (var.% anual)



Índice de anomalías climáticas ENSO (SST3.4)

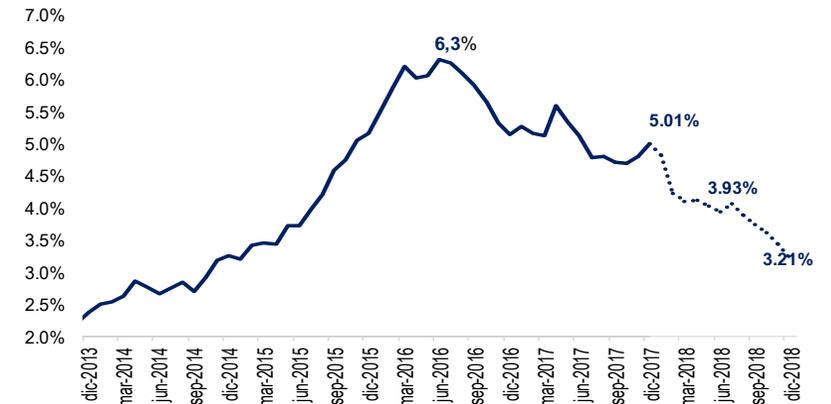


Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

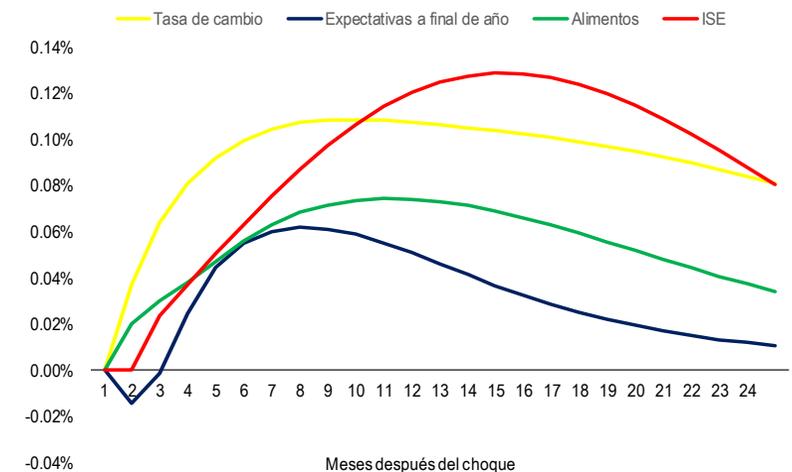
La inflación básica se moderará conforme transcurra el presente año

- La evolución de la inflación básica en los últimos meses de 2017 no fue favorable.** Al culminar el año, la inflación subyacente, que excluye el precio de los alimentos, se incrementó y registró un nivel de 5,01%, cifra muy cercana al promedio observado durante todo el año. En especial, este comportamiento estuvo asociado a la inflación de los precios de los bienes y servicios no transables y regulados, que se aceleraron respecto a lo observado en el 2016. Sin embargo, esta dinámica se vio atenuada por una senda más benigna del precio de los bienes transables.
- Esperamos que en el primer trimestre del año la inflación básica revierta la tendencia alcista de los últimos meses.** En particular, esperamos que las menores presiones provengan de una corrección en la inflación de los transables, que fueron el componente más afectado por el aumento del IVA en el 2017. A lo anterior, se sumarían los efectos de un tipo de cambio más bajo. Sin embargo, esta reducción se vería contrarrestada por la persistencia de la inflación de los no transables y el efecto indexación, fenómenos agravados por el incremento del salario mínimo y una inflación de cierre de año por encima de 4%.
- Los no transables siguieron mostrando una alta persistencia.** Esto fue particularmente cierto en rubros como el arrendamiento, así como en los bienes cuyos precios tradicionalmente son ajustados de acuerdo a la inflación pasada (educación y salud). De hecho, la inflación de los no transables completó cerca 2 años gravitando alrededor de 5%. Además, el resultado de fin de año se vio fuertemente afectado por la final del fútbol profesional colombiano, que tuvo lugar en la capital del país.
- En la segunda mitad del año, nuestra expectativa apunta a que la brecha de la actividad económica jalonará la inflación básica a la baja.** Según nuestros análisis, el rezago con el que la brecha del producto impacta a la inflación básica se materializaría completamente a partir de julio. Esto llevaría a que, luego de dos años, este indicador pueda descender por debajo del 4% y que culmine el año alrededor de 3,21%.

Proyección de la inflación sin alimentos (var.% anual)



Respuesta de la inflación básica a choques en expectativas, actividad, tasa de cambio e inflación de alimentos (cambio %)

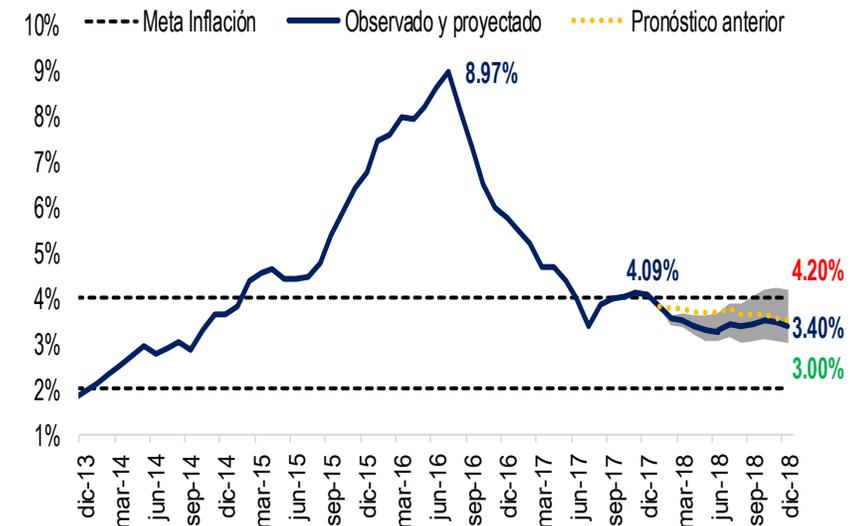


Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Revisamos levemente a la baja el pronóstico de inflación para diciembre de 2018

- Frente al pronóstico anterior, revisamos principalmente la senda de los primeros meses del año. Pese a que el nivel de inflación de cierre de 2017 fue ligeramente superior a 4% y que el ajuste del salario mínimo fue importante (5,9%), consideramos prudente revisar a la baja el pronóstico teniendo en cuenta el efecto base por el impacto del cambio en la tarifa del IVA. A esto, se le sumarían las perspectivas del precio del petróleo y del tipo de cambio, que en el corto plazo serían factores que permitirían moderar el incremento de los precios.
- En este sentido, esperamos que la inflación se ubique en 3,47% en la primera mitad del año. Este resultado positivo en materia de precios sería producto de menores presiones desde la inflación básica, en donde estaría influyendo en gran medida el efecto del incremento de los impuestos indirectos en los primeros meses del año pasado. Asimismo, nuestra expectativa anticipa un comportamiento favorable del precio de los alimentos, que esperamos corrijan fuertemente durante febrero y que continúen con esta tendencia hasta mayo.
- En el segundo semestre, la inflación se mantendría por encima de la meta de largo plazo de 3%. En esta evolución estaría jugando a la baja la moderación de la inflación básica, como reflejo de una actividad económica aún débil. Al respecto es importante mencionar que el ajuste del salario mínimo, la inflación de cierre de 2017 y el efecto indexación se estarían conjugando para evitar que este componente alcance el 3% al finalizar el año. Por su parte, estaría jugando al alza el comportamiento proyectado de la inflación de alimentos y unas expectativas aún desancladas de la meta. Además, el impacto positivo de la apreciación del tipo de cambio no se observaría en este horizonte. La suma de estos factores llevaría a la inflación hacia 3,4% al final del año.
- El rango de pronósticos para el cierre del próximo año está entre 3% y 4,2%. Esto pone en evidencia que, tanto nuestro análisis cualitativo como cuantitativo, sugiere que los determinantes de la inflación a lo largo del año seguirán inclinados hacia la moderación.

Proyección de inflación al consumidor (var.% anual)

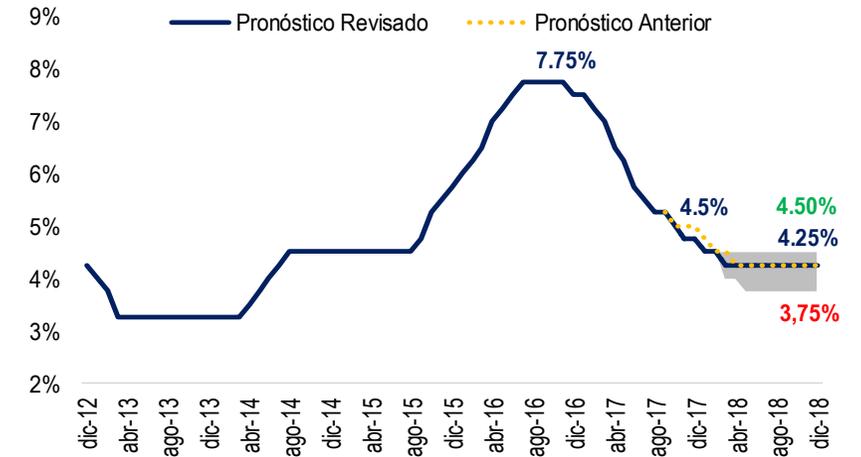


Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

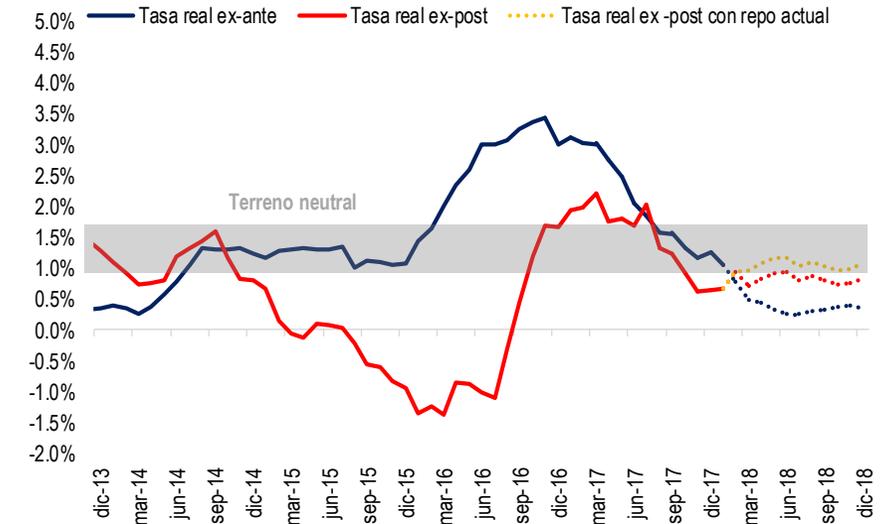
Creemos que habrá margen para un recorte adicional en la tasa repo, y que posteriormente esta permanecerá inalterada

- En la reunión de enero, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) disminuyó la tasa de intervención en 25 pbs y la ubicó en 4,5%.** Esta decisión tuvo en consideración principalmente las perspectivas de la actividad productiva. Al respecto, el Emisor considera que existe incertidumbre sobre la velocidad con la que se consolide el ritmo de recuperación. Además, las cifras recientes sobre el ajuste en el frente externo sugieren que la economía es menos vulnerable. Pese a que los resultados de inflación al final de 2017 no fueron del todo favorables, la JDBR consideró necesario anticipar un recorte que esperábamos tuviera lugar en marzo.
- Adicionalmente, la JDBR informó que con este nivel se completaba el ciclo de recortes.** Este anuncio fue sorprendente, ya que implica un nivel superior en 25 pbs a la tasa que descontábamos como nivel terminal. Sin embargo, la Junta contempla que, dada la información disponible, 4,5% es un nivel expansivo, que es coherente con la senda esperada del crecimiento económico y con la convergencia de los precios hacia la meta de 3%.
- No obstante, consideramos que el Banco de la República aún cuenta con un espacio de reducción.** Al deflactar con nuestra expectativa de inflación para cierre de año, la tasa de interés real se ubica alrededor de 1,1%. A nuestro juicio, esta tasa se encuentra en un área gris entre terreno neutral y expansivo. Sin embargo, un comportamiento más favorable de la inflación y las expectativas la llevarían de nuevo a un nivel neutral. Teniendo en cuenta que el desempeño de la economía seguirá siendo inferior al potencial, que el gobierno enfrentará restricciones en el gasto, y que la perspectiva de convergencia de inflación al 3% es favorable, creemos que la JDBR puede llevar la tasa repo a terreno más expansivo y orientarla a cerrar la brecha de producto.
- En este contexto, prevemos una reducción de 25 pbs en la tasa de referencia.** Por lo tanto, reiteramos nuestra expectativa de un nivel terminal de 4,25% para esta fase de política. Este recorte tendría lugar en marzo, una vez se tenga certeza sobre la corrección de los precios y el panorama inflacionario esté más despejado.

Tasa de intervención del BanRep (% anual)



Tasa de interés real de intervención (% anual)

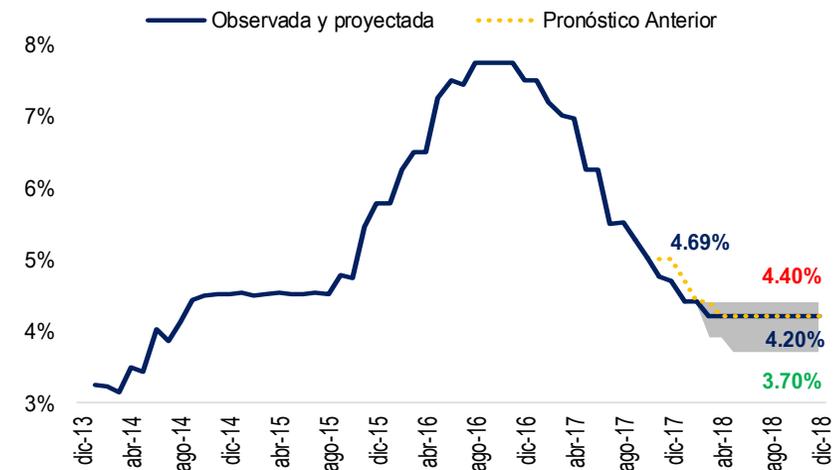


Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

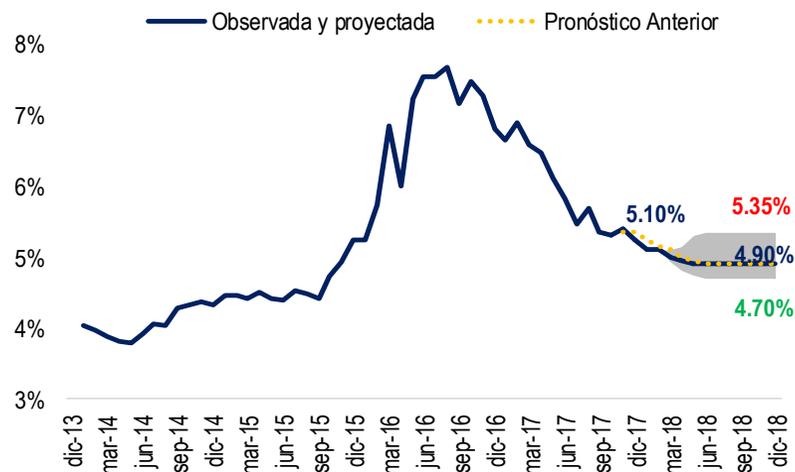
Los ajustes en la tasa repo generarán reducciones en las tasas del mercado monetario

- En los últimos meses del año, las tasas de interés del mercado se redujeron, en línea con la caída de 50 pbs en la tasa de intervención. Por ejemplo, la tasa ponderada de captación a 90 días (DTF) se redujo en cerca de 20 pbs entre noviembre y diciembre de 2017, y en enero continuó con esta tendencia. Por su parte, el IBR absorbió la totalidad de los recortes de la tasa repo y finalizó el año en 4,69%.
- **Cómo anticipábamos, la tasa DTF mantuvo un diferencial positivo frente a la tasa repo.** En particular, el spread entre ambas tasa fue de 46 pbs, en promedio, durante el último trimestre. Por el contrario, la tasa IBR fue igual a la tasa de intervención, en promedio, y en diciembre estuvo ligeramente por debajo (6 pbs).
- **Esperamos que las tasas del mercado monetario se sigan reduciendo.** En la medida en que el Emisor ajuste nuevamente la tasa repo, la transmisión de estas decisiones continuará materializándose hacia el costo de fondeo del sistema financiero. Esto se vería reforzado por mejores perspectivas en la oferta monetaria a lo largo de este año.
- En particular, anticipamos que la tasa IBR *overnight* se reducirá en 50 pbs hasta 4,2% en diciembre de 2018. De esta manera, el indicador continuaría exhibiendo el comportamiento reciente y que lo ha caracterizado en los últimos años: un diferencial levemente negativo frente a la tasa de intervención.
- Por su parte, la DTF se ubicaría en 4,9% al cierre de 2018. De esta forma, el diferencial frente a la tasa de intervención tendería a permanecer en terreno positivo, tal como se ha observado en los últimos dos meses y como suele ocurrir en los ciclos de recortes del tipo de intervención.

Tasa IBR overnight (% EA)



Tasa DTF (% EA)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

Esperamos que las rentabilidades de los títulos de deuda pública se amplíen en la segunda mitad del año

- **En lo corrido de 2017 la curva TES tasa fija se valorizó y se empinó.** El continuo interés por deuda emergente por parte de los inversionistas internacionales y la mayor disposición de los agentes locales a asumir duración marcaron el desempeño de los títulos de deuda pública en 2017. En efecto, la tasa de rentabilidad de la referencia con vencimiento en julio de 2024 se redujo desde 6,86% a principios de 2017 a 6,06% al momento de preparar este informe.
- **Prevedemos que en los primeros meses del año esta tendencia constructiva en el mercado de TES tasa fija persista.** Esto refleja el hecho de que los mercados de renta fija emergente seguirán estando favorecidos por el apetito por riesgo por parte de los inversionistas internacionales y los diferenciales de tasas de interés entre los países desarrollados y los emergentes. Sin embargo, dicha disminución sería de menor magnitud a la contemplada en nuestro informe anterior.
- **A pesar de este comportamiento a inicio del año, nuestro modelo sugiere correcciones en el segundo semestre del 2018.** Lo anterior se fundamenta en la correlación positiva que hemos encontrado entre las tasas de rentabilidad de los Tesoros americanos y las tasas de los Tes de mayor duración. Es importante tener en cuenta que en caso de acelerarse el proceso de normalización monetaria en EE.UU, la curva soberana de Colombia se vería impactada al alza, particularmente en los activos de mayor duración.
- **Por su parte, las rentabilidades de los TES UVR tendrán un desempeño menos sólido por menores presiones inflacionarias.** Esperamos que la corrección en las expectativas de inflación en el corto plazo se refleje gradualmente en el mercado de TES UVR. Lo anterior conducirá a un comportamiento menos favorable de la parte corta de la curva. De este modo, las referencias con vencimiento en abril de 2019 y marzo de 2021 presentarán una valorización promedio de 6 pbs.

Tasas de rentabilidad para títulos TES tasa fija (% anual)

Vencimiento	Cierre 2015	Cierre 2016	Cierre 2017	Escenario Base Anterior		Escenario Base Revisado	
				Promedio 2018	Cierre 2018	Promedio 2018	Cierre 2018
Nov 2018	7.20%	6.18%	4.58%	4.38%		4.39%	
Sep 2019	7.55%	6.39%	4.78%	4.59%	4.34%	4.74%	4.48%
Jul 2020	7.72%	6.54%	5.18%	4.83%	4.62%	5.03%	4.86%
May 2022	8.12%	6.66%	5.70%	5.41%	5.37%	5.59%	5.60%
Jul 2024	8.25%	6.90%	6.09%	5.78%	5.78%	6.04%	6.11%
Ago 2026	8.70%	7.11%	6.46%	6.13%	6.15%	6.43%	6.55%
Sep 2030	9.05%	7.31%	6.69%	6.47%	6.50%	6.78%	6.89%
Jun 2032			6.87%	6.56%	6.58%	6.86%	6.97%
Pendiente	1.73%	1.06%	2.013%	1.88%	2.15%	2.024%	2.38%

Tasas de rentabilidad para títulos TES UVR (% anual)

Vencimiento	Cierre 2015	Cierre 2016	Cierre 2017	Escenario Base Anterior		Escenario Base Revisado	
				Promedio 2018	Cierre 2018	Promedio 2018	Cierre 2018
Abr 2019	2.65%	2.38%	1.31%	1.19%	1.07%	1.35%	1.33%
Mar 2021	3.40%	2.78%	2.10%	1.86%	1.76%	1.98%	1.96%
Feb 2023	3.70%	3.09%	2.27%	2.33%	2.25%	2.44%	2.40%
May 2025	4.08%	3.21%	2.65%	2.84%	2.78%	2.87%	2.82%
Mar 2033	4.27%	3.70%	3.50%	3.02%	2.97%	3.22%	3.16%
Abr 2035		3.70%	3.52%	3.01%	2.96%	3.22%	3.16%
Pendiente	1.58%	1.29%	2.17%	1.81%	1.88%	1.85%	1.81%

Fuente: Grupo Bancolombia, Infovalmer, Bloomberg.

Tabla resumen de proyecciones macroeconómicas

Año	2013	2014	2015	2016	2017	2018py
Crecimiento del PIB (var. % anual)	4.87%	4.41%	3.05%	1.96%	1.6%	2.5%
Balance del Gobierno Nacional (% PIB)	-2.30%	-2.40%	-3.30%	-4.0%	-3.6%	-3.1%
Balance en cuenta corriente (% PIB)	-3.30%	-5.20%	-6.40%	-4.4%	-3.6%	-3.5%
Tasa de desempleo urbano (% PEA, promedio año)	10.6%	9.9%	9.8%	9.9%	10.6%	10.9%
Inflación al consumidor (var. % anual, fin de año)	1.94%	3.66%	6.77%	5.75%	4.09%	3.40%
Tasa de referencia BanRep (% anual, fin de año)	3.25%	4.50%	5.75%	7.50%	4.75%	4.25%
DTF 90 Días (% anual, fin de año)	4.06%	4.34%	5.25%	6.81%	5.23%	4.90%
IBR Overnight (% E.A, fin de año)	3.22%	4.52%	5.79%	7.51%	4.69%	4.20%
Tasa de cambio USDCOP (promedio de año)	1869	2000	2741	3052	2951	2960
Tasa de cambio USDCOP (promedio 4T)	1913	2173	3058	3016	2986	3000
Devaluación nominal (% promedio año)	3.9%	7.0%	37.0%	11.3%	-3.3%	0.3%
Precio promedio del WTI	97.9	93.0	48.7	43.5	51.0	57.0

Investigaciones Económicas Grupo Bancolombia

Juan Pablo Espinosa Arango
Director de Investigaciones Económicas
juespino@bancolombia.com.co
+571 7463991 ext. 37313

Egberto Alexander Riveros Saavedra
Economista Senior
egrivero@bancolombia.com.co
+571 7463997 ext. 37319

Óscar Arturo Vargas del Cid
Gerencia de Investigaciones Económicas Banistmo
oscar.a.vargas@banistmo.com
+507 3217232 ext. 27232

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

Rodrigo José Torres Vargas
Analista Macroeconómico
rotorres@bancolombia.com.co
+ 571 7463988 ext. 37315

Julián Felipe Huertas Espitia
Analista Regional
julhuert@bancolombia.com.co
+571 7463980 ext. 37303

Juan Manuel Pacheco Perez
Analista Internacional y de Mercados
jupached@bancolombia.com.co
+571 7464322 ext. 37380

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

Camila Acevedo Mejía
Estudiante en Práctica
caaceved@bancolombia.com.co
+571 7463988 ext. 37310