

# Colombia en 2025: Vivir al límite fiscal

## Invertir en mercados emergentes

Autores: Pedro Quintanilla-Dieck, CFA, Senior Emerging Markets Strategist, CIO Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Alejo Czerwonko, Chief Investment Officer Emerging Markets Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS)

- Es probable que la recuperación económica en curso de Colombia siga siendo desigual e impulsada principalmente por el consumo privado. Si bien la inversión nacional también está a punto de recuperarse de sus bajos niveles, es probable que los actuales riesgos políticos y de reforma impidan una recuperación completa.
- Colombia también enfrenta problemas fiscales, con un fuerte aumento del déficit global debido a la disminución de la recaudación tributaria. El Gobierno está aplicando recortes presupuestarios y infraejecutando el gasto para cumplir las normas fiscales, pero se necesitan más ajustes. El proyecto de ley de descentralización fiscal añade más incertidumbre.
- La calificación crediticia de Colombia está bajo presión y es probable que se produzcan futuras rebajas. Las valuaciones de los bonos en USD ya tienen en cuenta la evolución negativa, lo que sugiere una caída limitada de los precios a partir de los niveles actuales. Una serie de créditos corporativos colombianos siguen siendo atractivos gracias a sus sólidos fundamentales, mientras que el peso debería depreciarse más aún a medida que el banco central baje las tasas de interés.



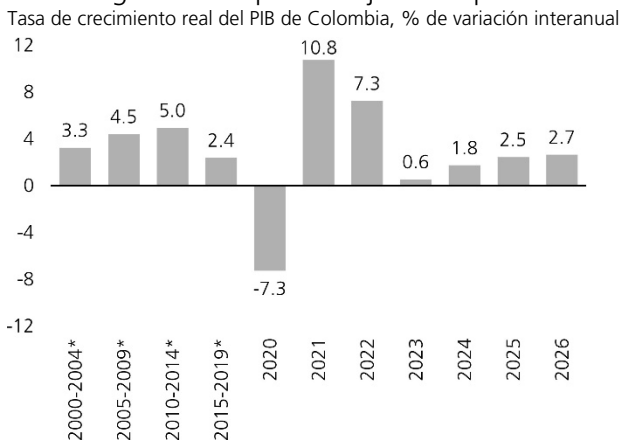
### Una recuperación económica agridulce

El crecimiento de Colombia ha sido errático desde la pandemia. En 2024, la economía comenzó a recuperarse a medida que empezaban a desaparecer problemas como las altas tasas de interés, la alta inflación y la baja confianza empresarial. Sin embargo, la recuperación ha sido desigual, con un crecimiento interanual acumulado del 1,6% hasta septiembre, debido sobre todo al consumo privado. La inversión interna se ha estancado en medio de la baja confianza y la reducción del gasto público, mientras que las exportaciones están estancadas debido a la caída de los precios del petróleo.

La recuperación podría cobrar impulso a medida que sigan bajando las tasas de interés y la inflación, y las exportaciones podrían beneficiarse de la caída del peso desde mediados de 2024 y de un aumento previsto de los precios del petróleo. La inversión nacional también podría repuntar debido a tasas de interés más bajas y menor incertidumbre política, ya que algunas de las propuestas más radicales del presidente Petro en los últimos años se han suavizado. En particular, la inversión nacional creció un 4,2% interanual en el tercer trimestre de 2024, la primera subida desde finales de 2022. Los proyectos de infraestructuras, como el Metro de Bogotá, previsto para 2028, también podrían impulsar el crecimiento.

Sin embargo, es probable que la inversión quede por debajo de los niveles de finales de 2022 debido a los riesgos políticos y de reforma existentes. Las preocupaciones fiscales podrían limitar la rapidez con que pueden bajar las tasas de interés y los riesgos legislativos en los sectores de salud, laboral y de servicios públicos podrían obstaculizar la recuperación de la inversión privada. Por ejemplo, un proyecto de ley de servicios públicos podría permitir al gobierno controlar los precios de los servicios públicos, como se ha visto recientemente con las facturas de energía. Una recuperación más sostenible de las inversiones podría comenzar en 2026, cuando se celebren las elecciones al Congreso y a la Presidencia, ya que el partido del presidente Petro está obteniendo resultados bajos en las encuestas. Se prevé un crecimiento del 1,8% en 2024, que aumentará al 2,5% en 2025 y a cerca del 2,7% en 2026, ligeramente por debajo del potencial.

Figura 1: La tasa de crecimiento de Colombia se situará ligeramente por debajo de su potencial



Fuente: UBS, diciembre de 2024

\*Tasa de crecimiento media simple usada.

### Los retos fiscales siguen en primera línea

La trayectoria económica de Colombia también está marcada por el deterioro de los fundamentales fiscales, con un déficit fiscal que superará el 7% del PIB en 2024. La presión fiscal se debe en gran medida a una fuerte caída de la recaudación fiscal real, una de las más pronunciadas en décadas. A ello han contribuido el flojo crecimiento, la tasa de cambio más fuerte en 2023 que redujo los ingresos por exportaciones, problemas de retenciones fiscales y una sentencia judicial que bloqueó los ingresos previstos por cánones. En respuesta, el Gobierno anunció recortes presupuestarios del 1,7% del PIB, a lo que contribuyó también la infraejecución presupuestaria, pero estas medidas no han logrado cerrar la brecha de ingresos.

En lo adelante es probable que las cuentas fiscales mejoren a medida que desaparezcan estos problemas temporales y las autoridades sigan abiertas a nuevos recortes del gasto. Sin embargo, será difícil cumplir los objetivos fiscales: un déficit primario del 0,9% del PIB en 2024 y un superávit del 0,2% en 2025. Primero, el déficit primario actual, del 3,2% del PIB en agosto, indica la necesidad de una reducción

considerable del gasto en los últimos meses del año. Cabe tener en cuenta que los meses de final de año suelen experimentar una menor recaudación fiscal y un mayor gasto. Segundo, las optimistas previsiones de ingresos fiscales para 2025, que dependen de una aplicación ambiciosa y de una reforma fiscal probablemente diluida, suponen riesgos. Tercero, la reciente reforma de las pensiones y la absorción por el Estado de importantes proveedores privados de atención médica pueden añadir presión sobre el gasto, ya que se prevé que el nuevo régimen de pensiones, a partir de julio de 2025, cueste anualmente el 0,5% del PIB.

Figura 2: Colombia enfrenta retos de consolidación fiscal



Fuente: Haver, UBS, diciembre de 2024

En medio de estos retos, el viceministro de Hacienda, Diego Guevara, se convertirá en el nuevo ministro de Hacienda, tras la dimisión de Ricardo Bonilla en medio de un escándalo de corrupción. Guevara, economista con credenciales académicas, llegó al ministerio en 2022 tras apoyar la campaña de Petro en 2018. Su nombramiento sugiere una continuidad política centrada en el cumplimiento de las normas fiscales mediante recortes del gasto. Pero habrá que seguir de cerca su influencia a la hora de moderar la agenda reformista de Petro.

Por otra parte, el proyecto de ley de descentralización fiscal, aprobado por la Cámara Baja del Congreso, prevé aumentar las transferencias de ingresos a las autoridades regionales del 27,0% al 39,5% en 12 años a partir de 2027. Si bien el crédito es negativo, la exigencia de una «Ley de Competencias» para definir las responsabilidades de gasto y los posibles cambios políticos tras las elecciones de 2026 podrían mitigar los riesgos fiscales a largo plazo.

### La dinámica de la deuda y las calificaciones soberanas siguen a la deriva

La ratio deuda neta/PIB de la administración central era del 58% del PIB en el segundo semestre del año. Sin embargo, con déficits fiscales superiores al 5% del PIB y un crecimiento a corto plazo inferior al 3%, la carga de la deuda tenderá probablemente al alza y se mantendrá por encima del ancla del 55% del PIB a medio plazo fijada por el Ministerio de Hacienda. Por tanto, también es probable que se produzcan nuevas rebajas. Colombia tiene una

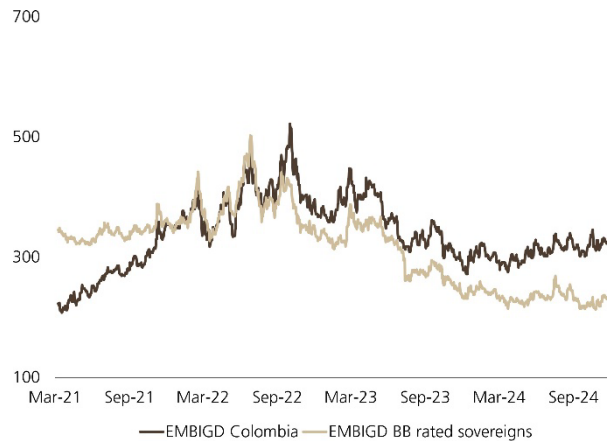
calificación crediticia media de BB+; S&P y Fitch la califica como sin grado de inversión (BB+), mientras que Moody's la califica como Baa2 (equivalente a BBB). En enero de 2024, S&P situó a Colombia en perspectiva negativa, citando la debilidad de la inversión privada y los riesgos para la tasa de crecimiento potencial de Colombia del 3% anual. Del mismo modo, Moody's emitió una perspectiva negativa en junio de 2024, citando riesgos de desviación fiscal. Creemos que es probable que ambas agencias de calificación rebajen a Colombia un escalón en los próximos seis meses.

### Implicaciones para la inversión

- **Deuda pública colombiana en USD.** El lado positivo es que las valuaciones de los bonos en USD ya expresan gran parte de la evolución negativa. Los diferenciales del EMBIGD de Colombia, de 330 puntos básicos, han sido inferiores a los de la deuda pública de calificación similar y se han ampliado en 50 puntos básicos en lo que va de año (Fig. 3). Estos diferenciales indican casi cuatro rebajas, lo que parece excesivo. Sin embargo, no hay catalizadores claros para que los diferenciales se normalicen, por lo que creemos que la deuda del país probablemente rendirá en línea con sus pares de calificación similar en 2025.
- **Créditos corporativos colombianos.** A pesar de una deuda pública subyacente en dificultades, mantenemos nuestra visión optimista sobre la deuda corporativa colombiana. Los emisores de deuda corporativa colombianos cubiertos por la CIO incluyen productores de petróleo y gas de importancia sistémica e instituciones financieras líderes con presencia en todo el país y acceso probado a los mercados de capital internacionales.
- **Peso colombiano.** Es probable que el peso siga depreciándose ante la posibilidad de que el dólar se fortalezca a corto plazo. Un contexto fiscal complicado y nuevos recortes de tasas de interés por parte del banco central, dado el retraso de la inversión nacional, podrían ejercer nuevas presiones de depreciación sobre la moneda.

Figura 3: ¿Será la deuda pública colombiana en USD barata para siempre?

Diferenciales JP Morgan EMBIGD, puntos básicos



Invertir en mercados emergentes

Emisor/definiciones de calificación de bonos				
	S&P	Moody's	Definición	
Calificación crediticia/ de bonos*	Grado de inversión	AAA	Aaa	El emisor/los bonos tienen una calidad crediticia excepcionalmente sólida. AAA es la mejor calidad crediticia.
		AA+	Aa1	
		AA	Aa2	
		AA-	Aa3	El emisor/los bonos tienen una calidad crediticia muy sólida.
		A+	A1	
		A	A2	
	Sin grado de inversión	A-	A3	El emisor/los bonos tienen una alta calidad crediticia.
		BBB+	Baa1	
		BBB	Baa2	
		BBB-	Baa3	El emisor/los bonos tienen una calidad crediticia adecuada. Esta es la categoría de grado de inversión más baja.
		BB+	Ba1	
		BB	Ba2	
		BB-	Ba3	El emisor/los bonos tienen una calidad crediticia débil. Esta es la categoría más alta de grado especulativo.
		B+	B1	
B	B2			
Perspectiva de calificación	B-	B3	El emisor/los bonos tienen una calidad crediticia muy débil.	
	CCC+	Caa1		
	CCC	Caa2		
	CCC-	Caa3	El emisor/los bonos tienen una calidad crediticia extremadamente débil.	
	CC	Ca		
	C	C		
D	C	El deudor ha incumplido el pago de uno o más de sus compromisos financieros. Esta es la calidad más baja de la categoría de grado especulativo.		
	Positiva		Una perspectiva de calificación positiva indica que es posible una mejora de la calificación crediticia en los próximos 12 meses.	
	Estable		Una perspectiva de calificación estable indica que no se esperan cambios en la calificación crediticia en los próximos 12 meses.	
	Negativa		Una perspectiva de calificación negativa indica que es posible una rebaja de la calificación crediticia en los próximos 12 meses.	
	Observar		La calificación está siendo revisada y existe una mayor probabilidad de cambio(s) de calificación. Actualmente, la dirección no está clara.	
	Observar +		La calificación está siendo revisada y existe una mayor probabilidad de que se produzcan subidas en la calificación.	
	Observar -		La calificación está siendo revisada y existe una mayor probabilidad de rebaja(s) en la calificación.	

\*Las calificaciones de los bonos pueden diferir de las calificaciones crediticias de los emisores debido a mejoras crediticias, garantías o deudas preferentes.

## Apéndice

Las ideas de inversión de la Chief Investment Office's («CIO») de UBS son redactadas y publicadas por la unidad Global Wealth Management de UBS Switzerland AG (regulada por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros) o sus filiales («UBS»), que forman parte de UBS Group AG («Grupo UBS»). El Grupo UBS incluye el antiguo Credit Suisse AG, sus filiales, sucursales y empresas asociadas. Al final de este apartado figura un aviso legal adicional sobre Credit Suisse Wealth Management.

Las ideas de inversión han sido redactadas según los requisitos legales destinados a promover la **independencia de los estudios de inversión**.

### **Estudios de inversión generales. Información sobre riesgos:**

Esta publicación tiene **carácter meramente informativo** y no debe considerarse una oferta ni una solicitud de oferta para comprar o vender un producto de inversión ni ningún otro producto específico. El análisis incluido no constituye una recomendación personal ni tiene en cuenta los objetivos particulares de inversión, las estrategias de inversión, la situación financiera o las necesidades de un destinatario en concreto. Se basa en numerosas suposiciones. Si las suposiciones fuesen diferentes, los resultados podrían ser muy diferentes. Ciertos productos y servicios están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse a nivel mundial sin limitaciones, o pueden no ser aptos para la venta a todos los inversionistas. Aunque la información y las opiniones incluidas en este documento se obtuvieron de fuentes consideradas como fiables y de buena fe, no se ofrece ninguna declaración o garantía, explícita o implícita, de su exactitud o integridad (a excepción de las relativas a UBS). Toda información y opinión, así como cualquier previsión, estimación y precios de mercado indicados, son actuales en la fecha del informe y estarán sujetos a cambios sin previo aviso. Las opiniones aquí expresadas pueden diferir de o ser contrarias a las expresadas por otras áreas de negocio o divisiones de UBS que parten de supuestos y/o criterios distintos.

Bajo ninguna circunstancia, tanto este documento como la información contenida en él (incluyendo cualquier previsión, valor, índice u otro importe calculado («Valores»)) podrán ser usados para alguno de los siguientes fines: (i) con fines de valuación o contabilidad; (ii) para determinar los importes adeudados o pagaderos, el precio o el valor de un instrumento o contrato financiero; ni (iii) para medir el rendimiento de un instrumento financiero, incluyendo, entre otros, el seguimiento de la rentabilidad o del rendimiento de un Valor, la definición de la asignación de activos de la cartera o el cálculo de las comisiones de rendimiento. Al recibir este documento y la información contenida en él, se considerará que usted declara y garantiza a UBS que no usará este documento ni confiará de otra forma en su información para ninguno de los fines anteriores. UBS y cualquiera de sus directivos o empleados podrán tomar posiciones cortas o largas en instrumentos de inversión, realizar operaciones con instrumentos de inversión pertinentes aquí indicados en calidad de mandantes o agentes o proporcionar algún otro servicio o tener empleados, que se desempeñen como directivos, ya sea para el emisor, el propio instrumento de inversión o para alguna empresa afiliada comercial o financieramente a estos emisores. En cualquier momento, las decisiones de inversión (incluidas las de compra, venta o mantenimiento de valores) tomadas por UBS y sus empleados pueden diferir de o ser contrarias a las opiniones expresadas en las publicaciones de estudios de UBS. Algunas inversiones no pueden realizarse de inmediato debido a una falta de liquidez del mercado de valores, por lo que puede ser difícil cuantificar la valuación de la inversión e identificar el riesgo al que está usted expuesto. UBS usa barreras de información para controlar el flujo de información existente dentro de una o varias áreas de UBS hacia otras áreas, unidades, divisiones o filiales de UBS. El comercio de futuros y opciones no es adecuado para todos los inversionistas, ya que existe un riesgo de pérdidas considerable, por lo que pueden sufrirse pérdidas superiores a la inversión inicial. El rendimiento pasado de una inversión no garantiza su rendimiento futuro. Se proporcionará información adicional previa solicitud. Algunas inversiones pueden estar sujetas a grandes caídas repentinas del valor, por lo que usted puede recibir menos de lo invertido o tener que pagar más. Las variaciones de las tasas de cambio de divisas pueden tener efectos adversos en el precio, el valor o los ingresos de una inversión. Los analistas responsables de elaborar este informe pueden interactuar con el personal de operaciones, ventas u otras unidades a fin de obtener, sintetizar e interpretar la información del mercado.

Las diversas áreas, grupos y empleados del Grupo UBS pueden elaborar y distribuir por separado productos de investigación **independientes**. Por ejemplo, las publicaciones de estudios de la **CIO** son elaboradas por UBS Global Wealth Management. **UBS Global Research** es elaborado por UBS Investment Bank. **Las metodologías de investigación y los sistemas de calificación de cada organización de investigación independiente pueden diferir**, por ejemplo, en lo que respecta a las recomendaciones de inversión, el horizonte de inversión, los supuestos del modelo y los métodos de valuación. Como consecuencia, excepto en el caso de las previsiones económicas (para las cuales pueden colaborar la CIO de UBS y UBS Global Research), las recomendaciones de inversión, las calificaciones, los objetivos de precios y las valoraciones ofrecidas por cada organización de investigación por separado pueden diferir o contradecirse. Usted debería consultar cada producto de investigación para conocer los detalles sobre su metodología y sistema de calificación. Es posible que no todos los clientes tengan acceso a todos los productos de cada organización. Cada producto de investigación está sujeto a las políticas y los procedimientos de la organización que lo elabora. La remuneración de los analistas encargados de elaborar este informe es determinada exclusivamente por los directivos de investigación o altos directivos (excepto los de banca de inversión). La remuneración de los analistas no se basa en las ganancias de banca de inversión, ventas y operaciones o de las operaciones con productos propios, aunque puede estar relacionada con los ingresos del Grupo UBS en conjunto, del cual forman parte la banca de inversión, las ventas y las operaciones, así como las operaciones con productos propios.

El tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales y puede estar sujeto a cambios en el futuro. UBS no suministra asesoría legal ni fiscal y no ofrece garantía alguna en cuanto al tratamiento fiscal de los activos ni en cuanto a los rendimientos de la inversión en los mismos, tanto de forma general como con referencia a las circunstancias y necesidades específicas de cada cliente. No podemos tener en cuenta los objetivos de inversión particulares, la situación

financiera y las necesidades de cada uno de nuestros clientes, por lo que le recomendamos que solicite asesoría financiera o fiscal sobre las repercusiones (incluyendo las fiscales) de invertir en cualquiera de los productos mencionados en este documento. Este material no podrá ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento previo de UBS. Salvo que se acuerde lo contrario por escrito, UBS prohíbe expresamente la distribución y transmisión de este material a terceros por cualquier motivo. UBS no acepta responsabilidad alguna por reclamaciones o demandas de terceros que se deriven del uso o la distribución de este material. Este informe solo podrá ser distribuido en las circunstancias permitidas por la legislación aplicable. Si desea información sobre la forma en la que la CIO gestiona los conflictos y mantiene la independencia de sus perspectivas de inversión y publicaciones, así como sus metodologías de investigación y calificación, visite [www.ubs.com/research-methodology](http://www.ubs.com/research-methodology). Puede solicitar información adicional sobre los autores de esta publicación y otras publicaciones de la CIO que se mencionen en este informe, así como copias de informes anteriores sobre este tema a su asesor personal.

**Información importante sobre las estrategias de inversión sostenible:** El objetivo de las estrategias de inversión sostenible es considerar e incorporar factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en el proceso de inversión y en la construcción de las carteras. Las estrategias en distintas regiones geográficas se enfocan en el análisis ESG e incluyen los resultados de diversas formas. La incorporación de factores ESG o la consideración de aspectos relacionados con la inversión sostenible puede restringir la capacidad de UBS para acceder o proporcionar información sobre ciertas oportunidades de inversión que, en otros contextos, podrían ser adecuadas para los objetivos de inversión del cliente. La rentabilidad de una cartera que incluya criterios ESG o consideraciones de inversión sostenible puede ser inferior o superior a la de las carteras en las que UBS no considere factores ESG, exclusiones u otros aspectos de sostenibilidad, y las oportunidades de inversión disponibles para esas carteras pueden ser diferentes.

**Gestores patrimoniales/consultores financieros externos:** En caso de que este estudio o publicación se proporcione a un gestor patrimonial o consultor financiero externo, UBS prohíbe expresamente que cualquiera de ellos lo redistribuya y lo ponga a disposición de sus clientes o de terceros.

**EE.UU.:** Distribuido a ciudadanos estadounidenses solo por UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, filiales de UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores México, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd y UBS Menkul Degerler AS son filiales de UBS AG. **UBS Financial Services Inc. acepta la responsabilidad del contenido de los informes elaborados por filiales no estadounidenses cuando lo distribuyan a personas estadounidenses. Todas las operaciones realizadas por personas estadounidenses con valores mencionados en este informe deberán efectuarse a través de un corredor registrado en EE.UU. asociado a UBS y no a través de una filial no estadounidense. El contenido de este informe no ha sido ni será aprobado por una autoridad de valores o inversiones de EE.UU. ni de otro país. UBS Financial Services Inc. no actúa como asesor municipal de ninguna entidad municipal ni como persona responsable en el sentido del artículo 15B de la Ley estadounidense del mercado de valores («Municipal Advisor Rule») y las opiniones plasmadas en este documento no pretenden ser, ni constituyen, una asesoría en el sentido de dicha ley.**

Si desea información sobre un país, visite [ubs.com/cio-country-disclaimer-gr](http://ubs.com/cio-country-disclaimer-gr) o solicite a su asesor personal que le facilite el aviso legal completo.

#### **Aviso legal adicional sobre Credit Suisse Wealth Management**

Usted ha recibido este documento por ser cliente de Credit Suisse Wealth Management. Sus datos personales se tratarán de acuerdo con la política de privacidad de Credit Suisse, a la que podrá acceder a través del sitio web oficial de Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. UBS Group AG y sus filiales pueden procesar sus datos personales básicos (p. ej. datos de contacto como el nombre o la dirección de correo electrónico) para ofrecerle materiales publicitarios sobre nuestros productos y servicios hasta que nos notifique que no desea seguir recibiendo los mismos. Puede darse de baja para dejar de recibir estos materiales en todo momento solicitándolo a su asesor personal.

Este informe es distribuido por UBS Switzerland AG y autorizado y regulado por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA), salvo que se especifique lo contrario en este documento y dependiendo de la entidad local de Credit Suisse de la que lo reciba.

Versión C/2024. OGI82652744

© UBS 2024. El símbolo de la llave y UBS pertenecen a las marcas registradas y no registradas de UBS. Reservados todos los derechos.