

Perspectivas Macroeconómicas

Noviembre 2024

Estabilización económica en medio de presiones fiscales
e incertidumbre política

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com

Scotiabank Colpatria

Carrera 7 No 114-33 | Piso 16 | Bogotá, Colombia

La tesis de tasas altas pone en el foco de la conversación la calidad de los fundamentales de crecimiento económico. Las decisiones de política económica en EEUU ponen un ingrediente de incertidumbre adicional en el que la sostenibilidad de la deuda es protagonista.

En Colombia, la recuperación de la actividad económica es heterogénea. La inflación continuaría su trayectoria a la meta, aunque hay algunos riesgos en el camino. El Banco de la República es el único banco de la región que puede seguir recortando tasa con consistencia en su ritmo y dirección.

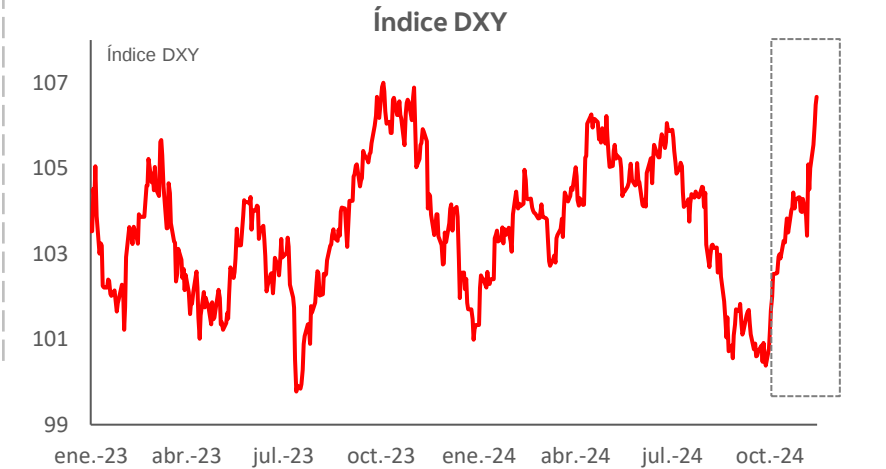
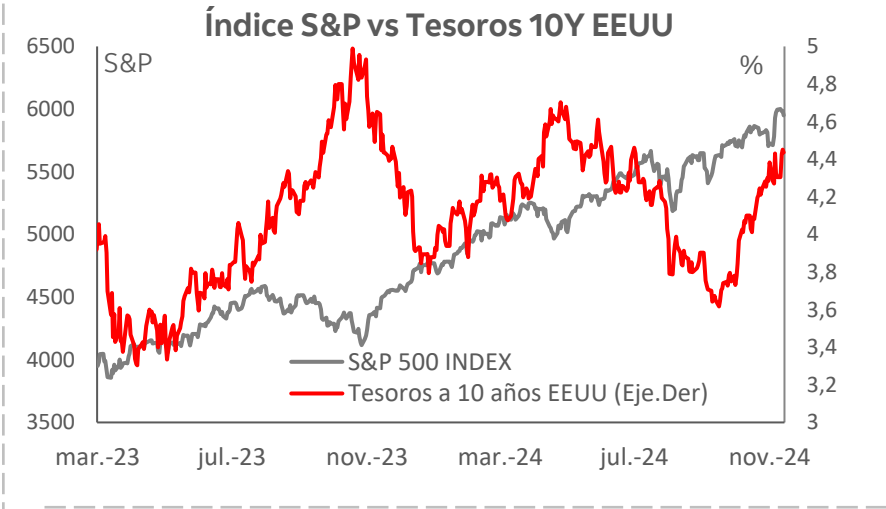
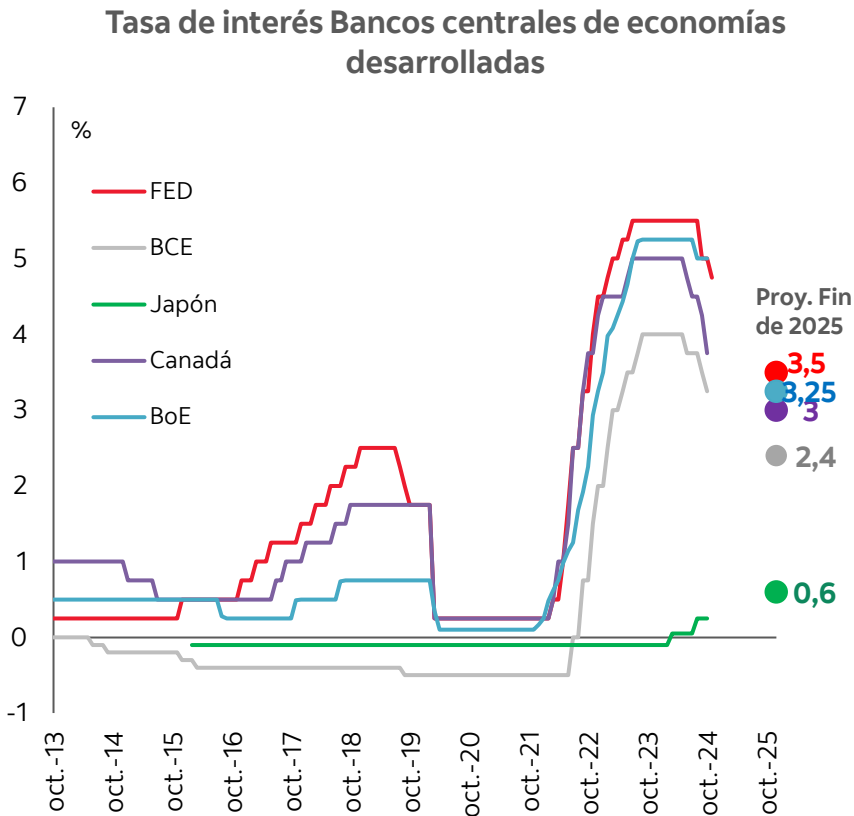
El menor crecimiento económico genera restricciones fiscales que sumado a la alta carga de intereses en la deuda, está dejando como rezago un bajo espacio para la inversión pública. Los activos en Colombia deben seguir primando el riesgo fiscal en sus precios.

Global

Las tasas de interés se equilibrarían en niveles altos.

Los bancos centrales bajarían sus tasas con más cautela observando los riesgos políticos.

La subida de las tasas de interés y del dólar podrían perdurar.



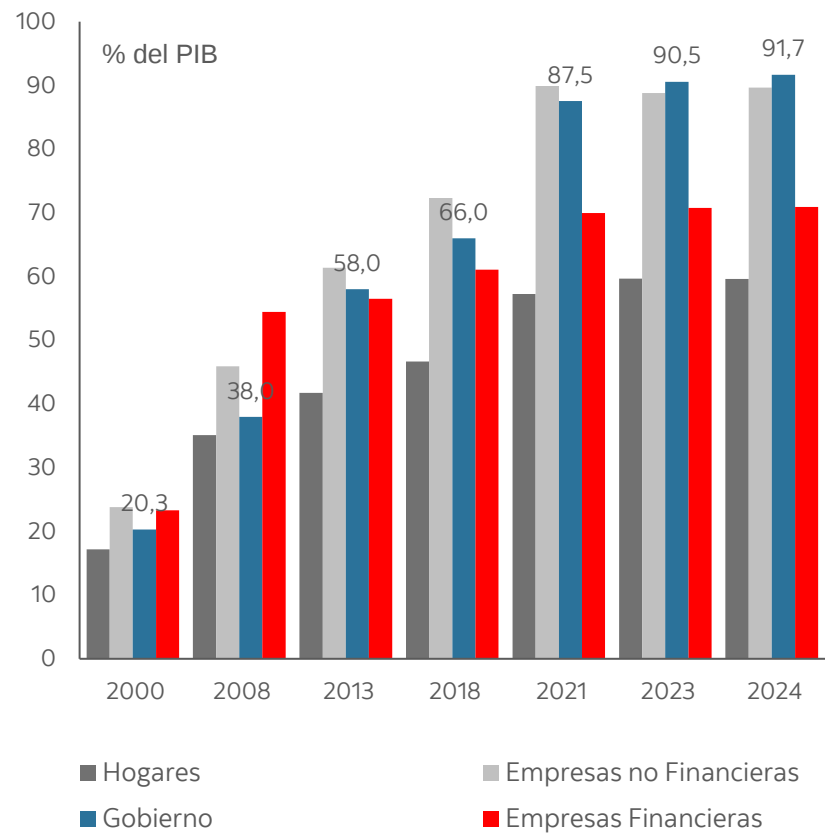
Fuentes: Haver, Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics.

La carga de deuda post pandemia es un reto en medio del contexto de tasas altas

La pregunta de la sostenibilidad fiscal vuelve a emerger en medio del ajuste de la economía.

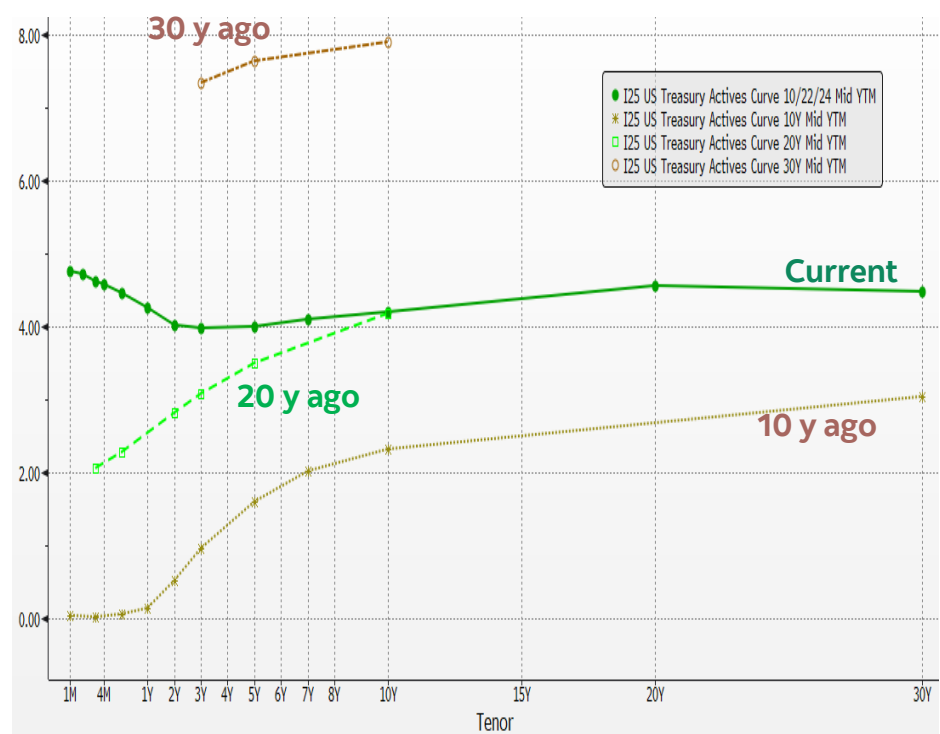
El escenario de “higher for longer” en las tasas de interés eleva la duda sobre el nivel adecuado de la prima de riesgo.

Evolución de la Deuda Global



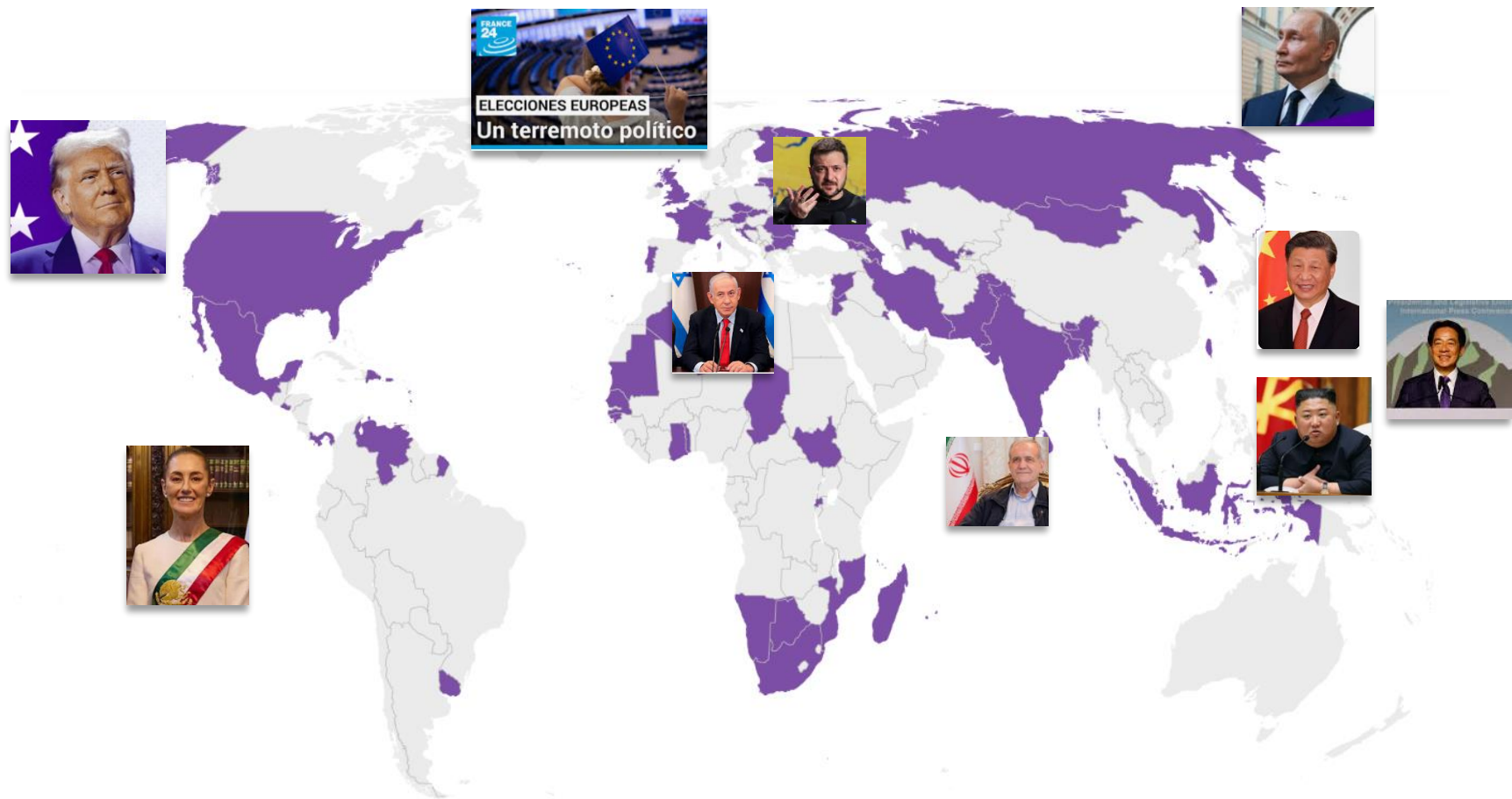
Fuente: IIF, Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics,

Curva de Rendimientos en EEUU



La política ha sido y continuará siendo una fuente de incertidumbre

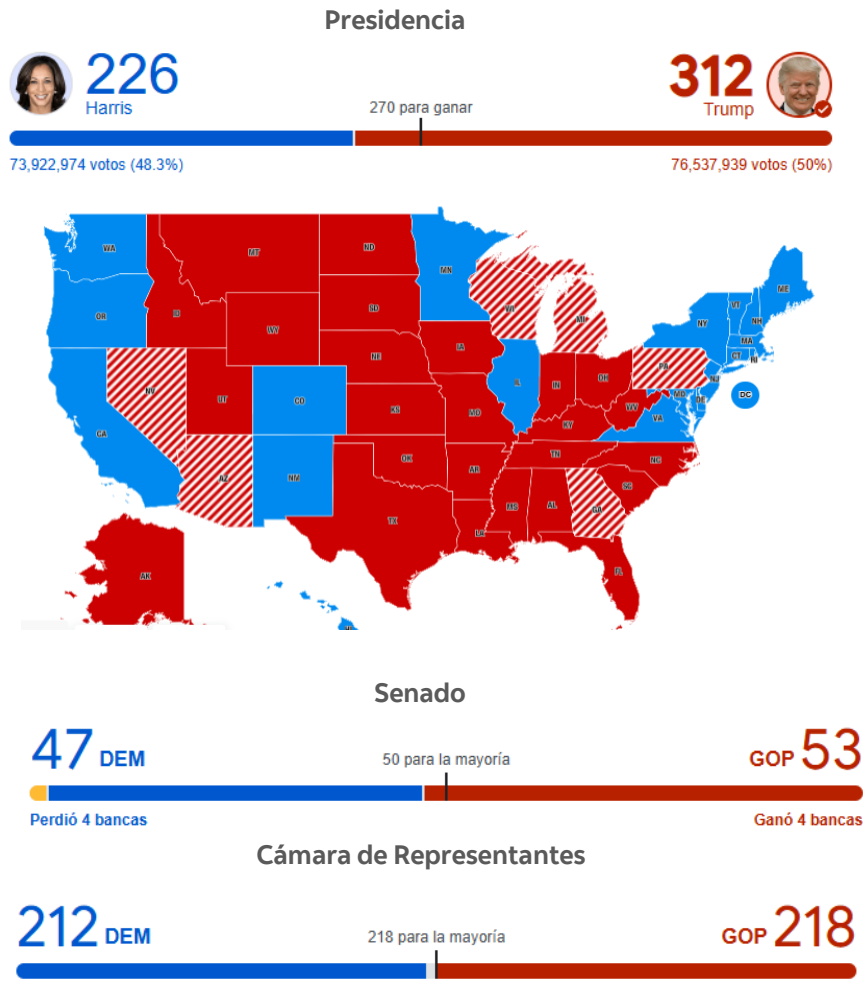
Mapa de Países con Elecciones durante 2024



Fuente: Imágenes diarios internacioanales, mapa CNN.

Expectativa sobre el cambio de mando presidencial en EEUU

Resultados de las Elecciones en EEUU 2024

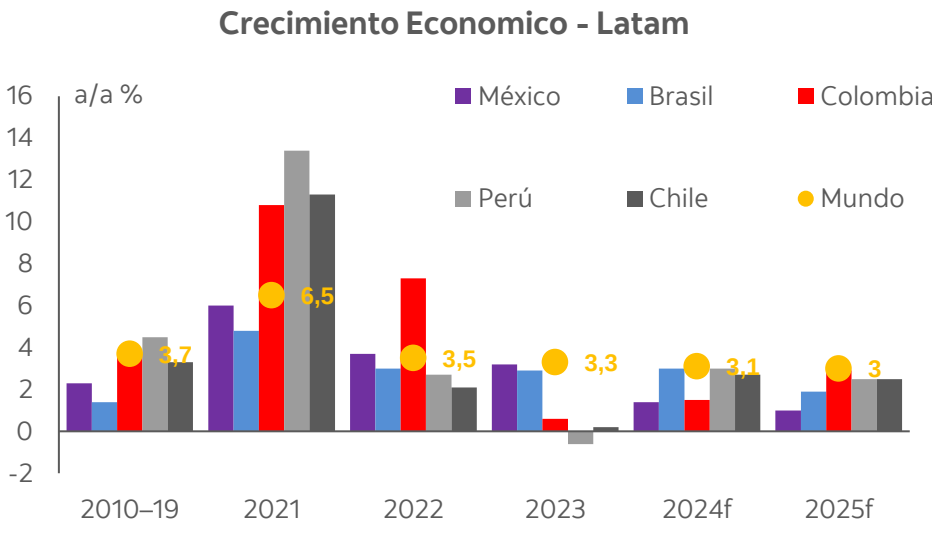
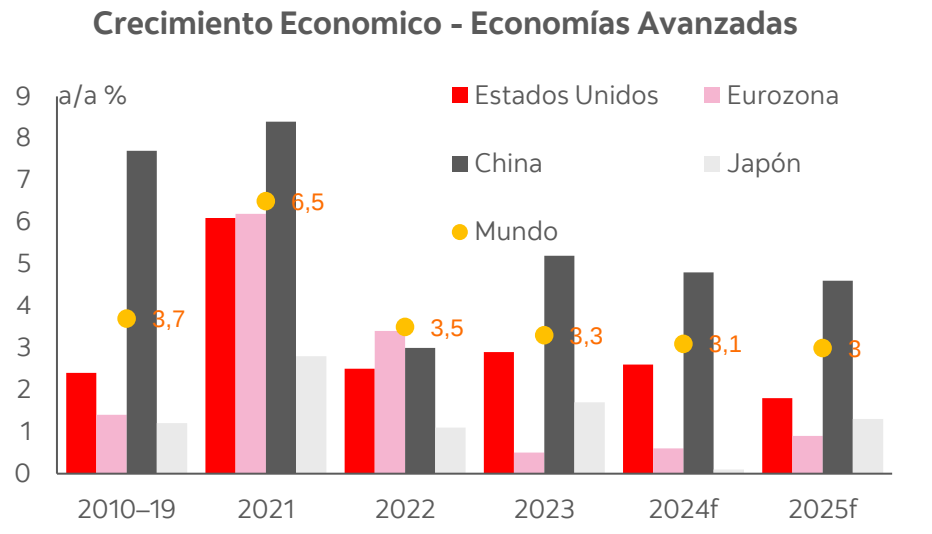
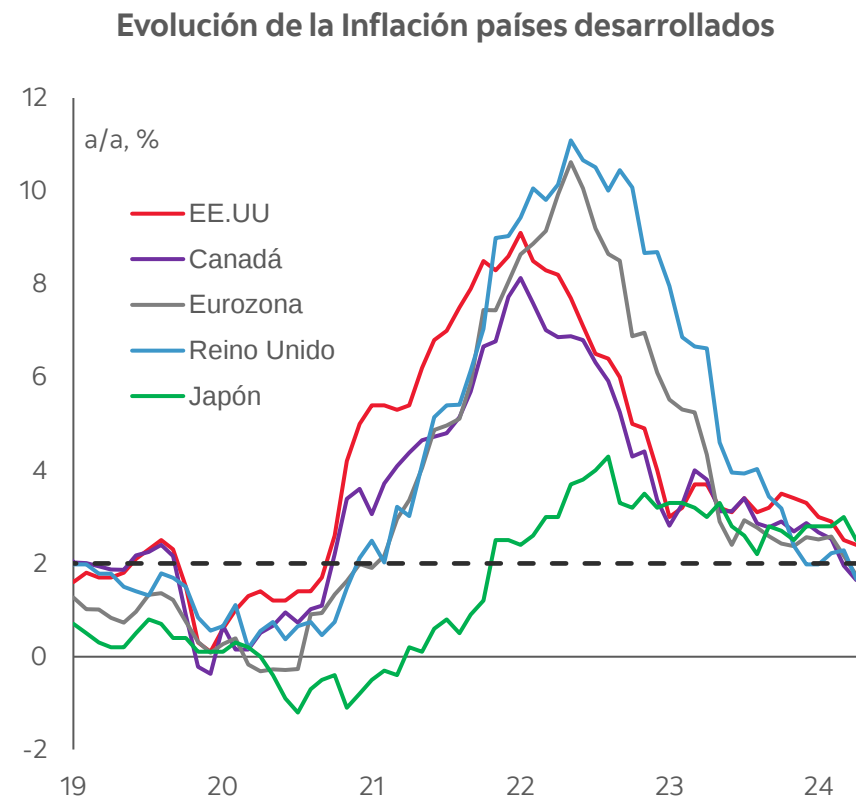


Fuente: gráficos CNN.

Potenciales políticas e impactos de la presidencia de Donald Trump

- Expansión Fiscal vía menores impuestos:**
Probabilidad **alta**
Efectos:
Impacto en el incremento de deuda y alza en tasas de interés.
En el mediano plazo depende del sector privado un incremento de la productividad
- Guerra comercial como instrumento de persuasión**
Probabilidad : **media alta**
Efecto: Incertidumbre en la inversión global y por ende reducción en el PIB potencial.
- Barreras a la migración:**
Probabilidad: **media**
Efectos: Mediano plazo en el crecimiento poblacional – > menor PIB potencial

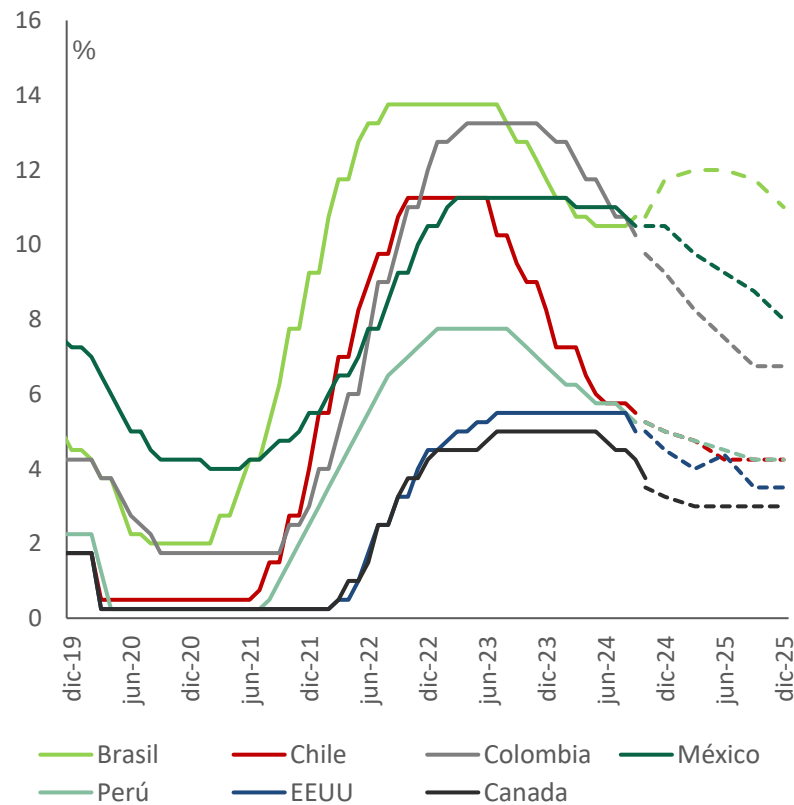
La inflación podría enfrentar retos, pero el foco está en el crecimiento económico.



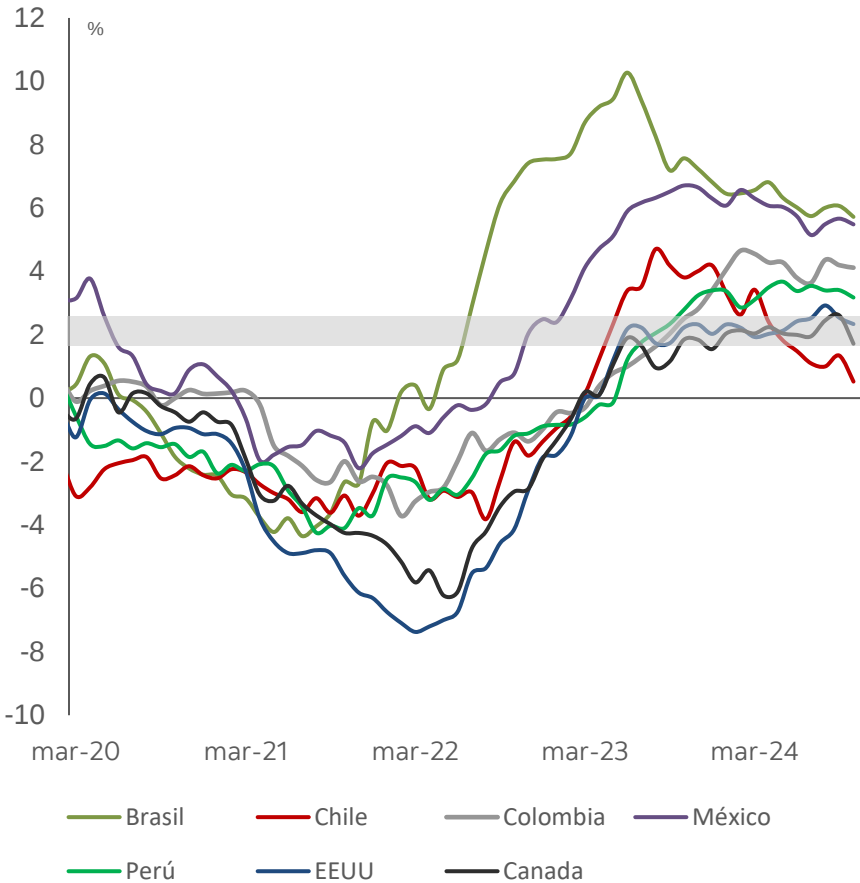
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics

En Latinoamérica las tasas reales reflejan la percepción de riesgos fiscales.

Expectativas de Tasas de Interés
Latinoamérica



Evolución de la tasa de interés real



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

La sostenibilidad fiscal depende de la calidad del crecimiento económico

Si bien hay una recuperación económica, tardaremos en alcanzar los niveles de expansión pre-pandemia

Proyecciones Económicas Scotiabank Global

PIB Real (variación anual, %)							Inflación (promedio anual, %)						Tasa de bancos centrales (fin de periodo, %)			
	2010-19	2021	2022	2023	2024f	2025f	2010-19	2021	2022	2023	2024f	2025f	2022	2023	2024f	2025f
World (based on purchasing power parity)	3.7	6,5	3.5	3.3	3.1	3.0										
Canada	2,2	5,3	3,8	1,2	1,2	2,1	1,6	3,4	6,8	3,9	2,4	2,0	4,3	5,0	3,5	3,0
United States	2,4	6,1	2,5	2,9	2,6	1,8	1,8	4,7	8,0	4,1	2,9	2,2	4,5	5,5	4,5	3,5
Mexico	2,3	6,0	3,7	3,2	1,4	1,0	4,0	5,7	7,9	5,5	4,7	4,0	10,5	11,3	10,0	8,0
United Kingdom	2	8,6	4,8	0,3	1,0	1,3	2,2	2,6	9,1	7,4	2,5	2,1	3,5	5,3	4,5	3,3
Eurozone	1,4	6,2	3,4	0,5	0,6	0,9	1,4	2,6	8,4	5,5	2,3	1,8	2,5	4,5	3,2	2,2
Germany	2	3,6	1,4	-0,1	-0,1	0,5	1,4	3,2	8,6	6,1	2,4	2,0	-	-	-	-
France	1,4	6,8	2,6	1,1	1,1	0,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,4	1,2	-	-	-	-
China	7,7	8,4	3,0	5,2	4,8	4,6	2,6	0,9	1,9	0,3	0,5	1,3	2,8	2,5	1,9	1,8
India	6,6	9,7	7,0	8,2	6,9	6,8	6,5	5,1	6,7	5,7	4,5	4,4	6,3	6,5	6,3	5,8
Japan	1,2	2,8	1,1	1,7	0,1	1,3	0,5	-0,3	2,5	3,3	2,4	2,0	-0,1	-0,1	0,3	0,6
South Korea	3,5	4,6	2,7	1,4	2,5	2,1	1,7	2,5	5,1	3,6	2,5	2,1	3,3	3,5	3,3	2,5
Australia	2,6	5,5	3,9	2,0	1,2	2,2	2,1	2,8	6,6	5,6	3,4	2,7	3,1	4,4	4,4	3,6
Thailand	3,6	1,6	2,5	1,9	2,6	3,1	1,6	1,2	6,1	1,3	0,8	1,6	1,3	2,5	2,5	2,0
Brazil	1,4	4,8	3,0	2,9	3,0	1,9	5,8	8,3	9,3	4,5	4,4	4,0	13,8	11,8	11,8	11,0
Colombia	3,7	10,8	7,3	0,6	1,5	2,9	3,7	3,5	10,2	11,8	6,7	4,2	12,0	13,0	9,0	5,5
Peru	4,5	13,4	2,7	-0,6	3,0	2,5	2,8	4,0	7,9	6,3	2,4	2,3	7,5	6,8	5,0	4,3
Chile	3,3	11,3	2,1	0,2	2,7	2,5	3,0	4,5	11,6	7,3	3,8	4,0	11,3	8,3	5,3	4,3

Fuentes: Scotiabank Economics.

Colombia

Monitor de eventos relevantes

PIB

3T 2,0%

La economía muestra una recuperación desigual, el paro de transportadores tendría un impacto transitorio negativo en el desempeño en comercio e industria.

Inflación

5,41%

Octubre

La inflación ha sorprendido por debajo de las expectativas, sin embargo, resulta insuficiente para acelerar el ritmo de recortes.

Tasa Interés

9,75%

El enfático discurso de cautela por parte del BanRep, supone que el descenso de las tasas seguirá siendo gradual.

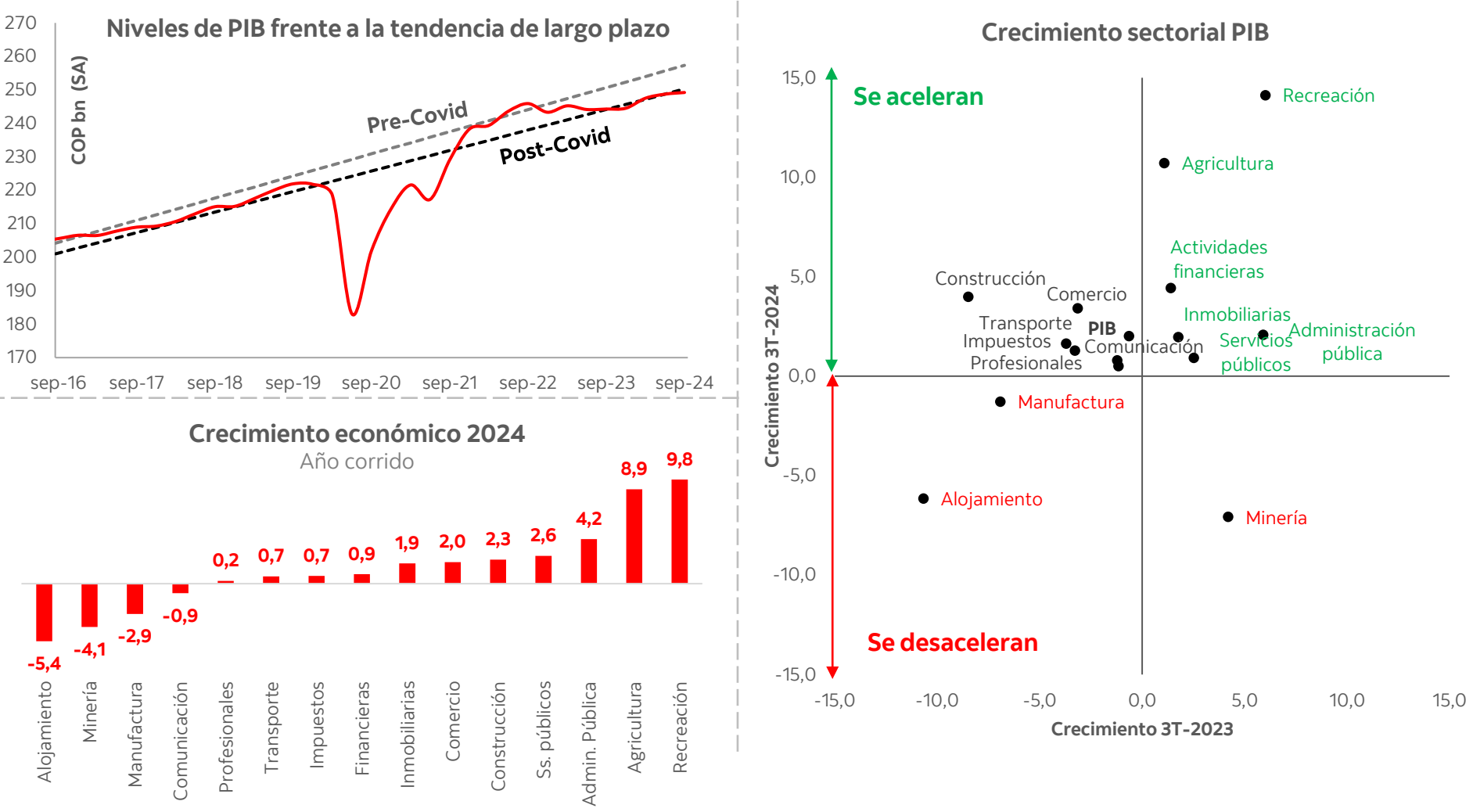
En noviembre la Reserva Federal recortó en 25 pbs su tasa de intervención, por ahora las expectativas sobre un nuevo recorte de 25 pbs en diciembre será lo que genere volatilidad en los activos de riesgo.

Eventos próximos

16 Dic 2024	Fin de la Legislatura 2024-II	2 Ene 2025	Límite para decreto PGN 2025
18 Dic 2024	Decisión de tasas Fed	30 Ene 2025	Decisión de tasas BanRep
20 Dic 2024	Decisión de tasas BanRep	Feb 2025	Cambio de codirectores BanRep
30 Dic 2024	Límite para Ajuste salario mínimo 2025	15 Feb 2025	Comienzo legislatura 2025 I
Feb-Mar 2025		Plan Financiero	

La economía busca fuerza para tomar impulso, sin embargo, la recuperación ha sido heterogénea.

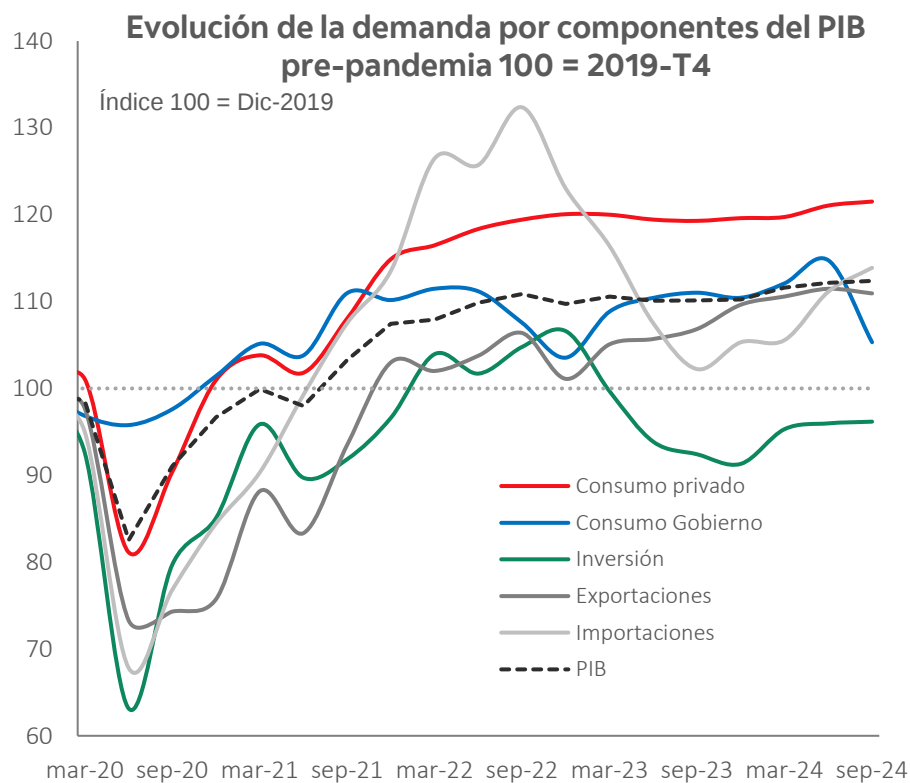
La agricultura y la administración pública han sido los sectores con mejor desempeño en lo corrido de 2024. Sin embargo, este comportamiento podría desvanecerse en la segunda mitad del año.



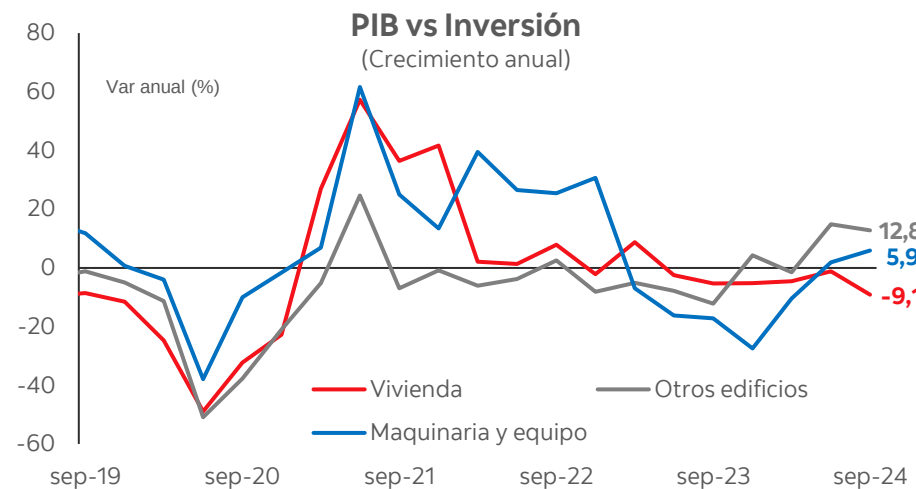
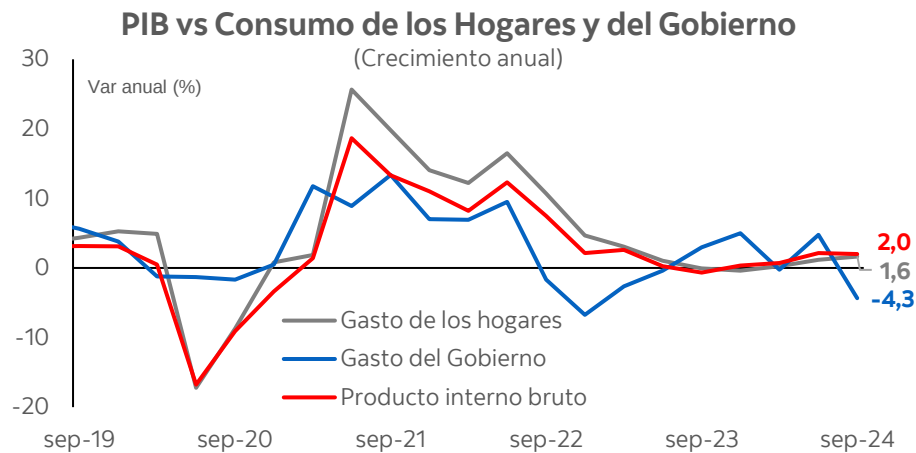
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

El consumo público se desacelera mientras que la inversión intenta ganar terreno

El consumo de los hogares se encuentra en niveles más sostenibles mientras que la inversión intenta ganar tracción en medio del dinamismo en las obras públicas.



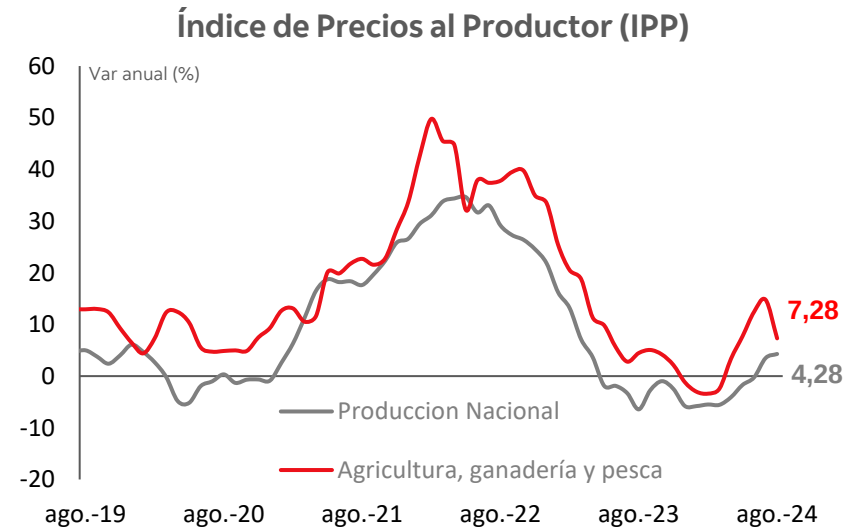
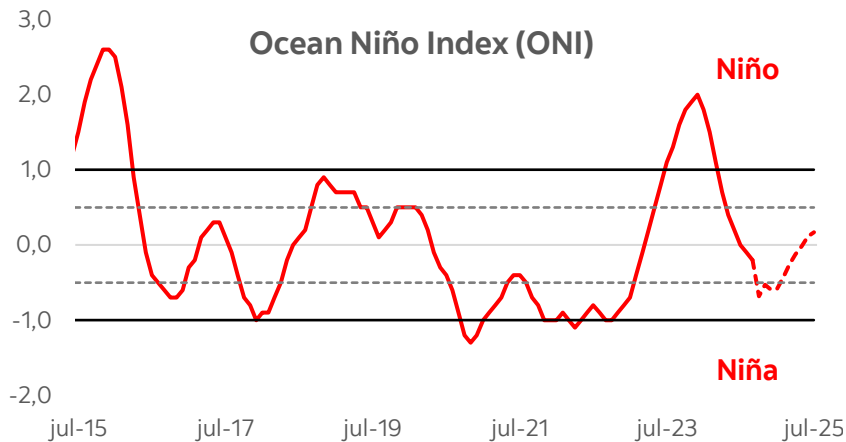
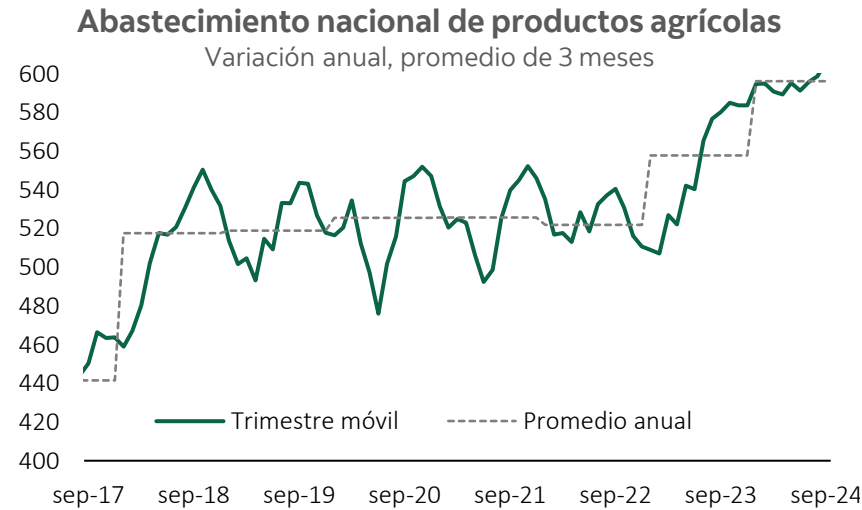
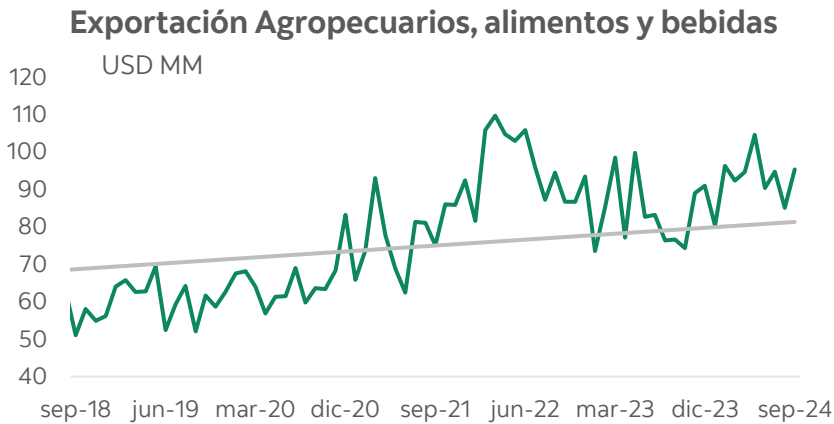
	Var y/y 3T	YTD
Consumo privado	1,6%	1,0%
Consumo público	-4,3%	0,1%
Inversión	4,0%	0,6%
Exportaciones	3,8%	5,0%
Importaciones	11,0%	1,4%



Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

El sector agrícola mantuvo una buena dinámica en la primera parte del año.

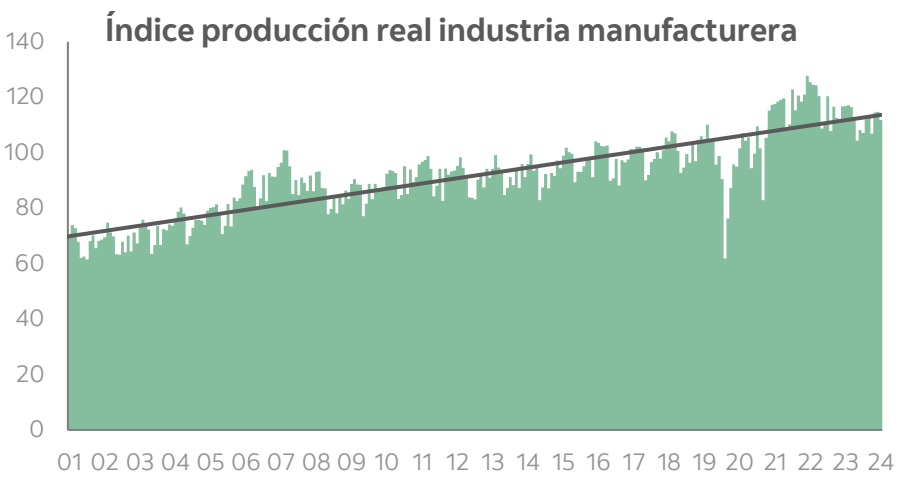
La actividad agrícola ha contribuido de manera significativa al crecimiento económico general, sin embargo, este comportamiento podría obedecer a **factores temporales**, que podrían desvanecerse en los próximos trimestres



Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

El sector secundario mantiene una dinámica débil.

La producción manufacturera se ha visto afectada por la interrupción en actividades de refinería, la salida de agentes del sector vehicular y una menor demanda interna.

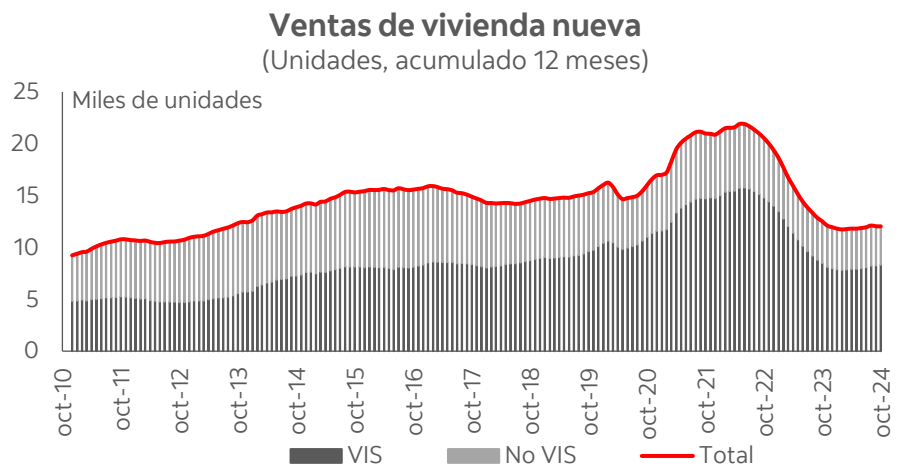
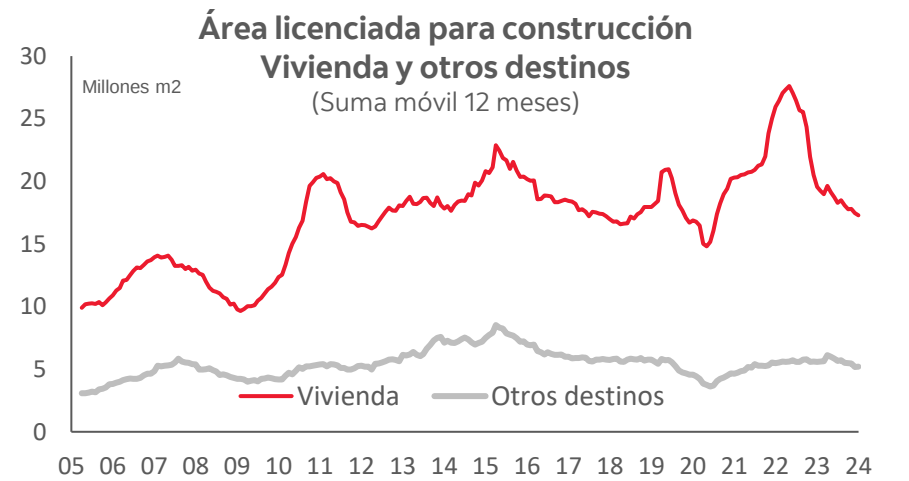


Mapa de Calor: Actividades de la industria manufacturera

(Variación anual)

	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jul-24	ago-24	sep-24
Alimentos y Bebidas	3,8%	0,5%	14,6%	2,1%	0,7%	-1,1%	-4,8%
Textiles y Calzado	7,3%	-2,1%	15,9%	2,5%	3,4%	-1,5%	-5,1%
Químicos y Farmacos	7,8%	0,1%	14,9%	-0,7%	5,2%	-1,8%	-4,3%
Caucho, Plástico, Vidrio, Metales	0,3%	3,2%	14,0%	-0,6%	5,1%	0,2%	-7,2%
Maquinaria y Equipo	3,9%	6,9%	15,7%	-7,9%	7,1%	-2,9%	-0,8%
Vehículos y partes	-11,3%	15,6%	-5,4%	25,5%	-5,1%	-3,7%	16,5%
Coquización, refinación de petróleo	5,9%	-1,7%	5,2%	-0,4%	-5,0%	-11,2%	-2,4%
Otras industrias	1,1%	2,6%	17,9%	0,9%	2,6%	-2,5%	-1,3%

Las ventas de vivienda se mantienen en el nivel más bajo de la década. Menores tasas de interés podrían impulsar al sector de vivienda en el futuro.



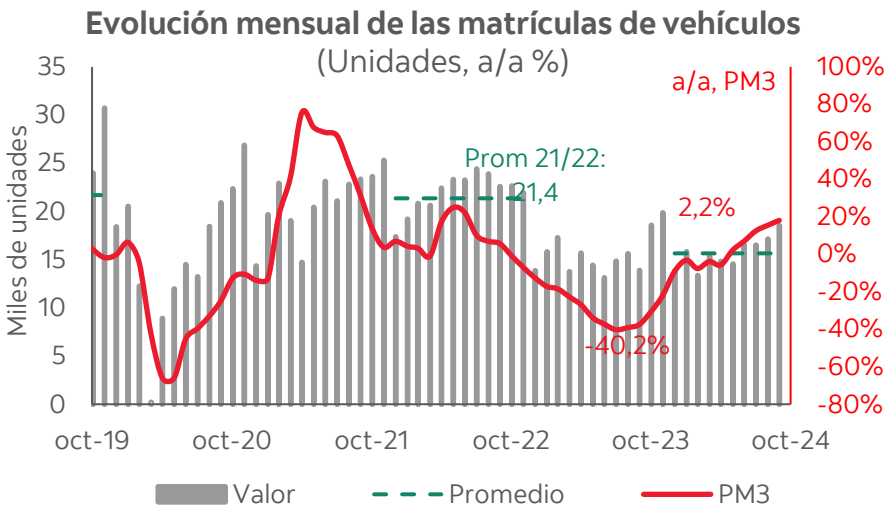
Fuentes: DANE, Camacol, Scotiabank Economics.

Una actividad en particular estaría jalonando el sector de servicios.

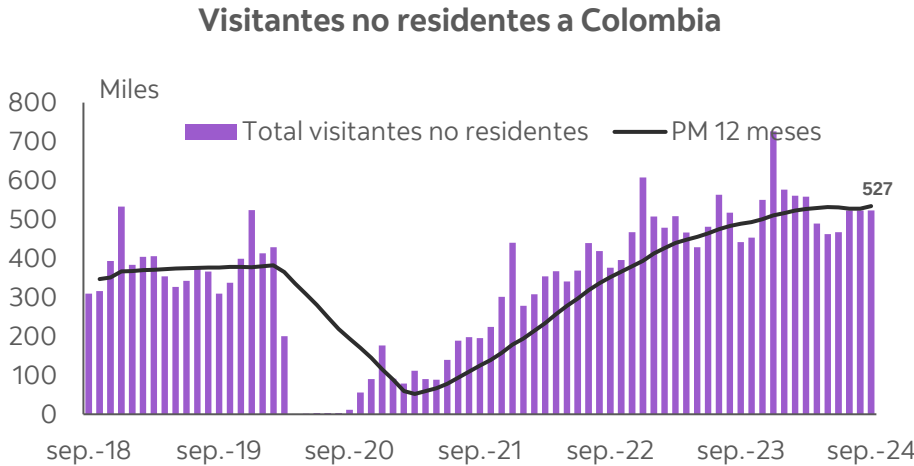
La **administración pública** ha sido uno de los sectores que más ha apalancado el crecimiento en la primera parte del año, sin embargo, esto se atribuye a efectos transitorios, que se desvanecerían en el futuro.



Fuentes: DANE, Andemos, Scotiabank Economics.



El sector turismo ha tenido una buena dinámica, asociada a mayores visitantes extranjeros. El comercio ha registrado leves repuntes.



Mercado laboral

Estructura del mercado laboral en Colombia

Los altos niveles de informalidad y la heterogeneidad del empleo resultan un reto para el mercado laboral en Colombia.

Aspectos generales

Tasa de desempleo (año corrido)		
Año	Total nacional	13 ciudades y a. m.*
2019	10,9%	11,5%
2023	10,2%	10,4%
2024**	10,8%	10,7%

*Áreas metropolitanas. **Corte agosto 2024.

- Para 2023 las mujeres (12,8%) y los jóvenes (17,2%) mantuvieron las tasas de desempleo más altas en comparación con el total de la población (10,2%).
- Quibdó (25,8%), Ibagué (15,8%) y Riohacha (14,7%) son las ciudades con la mayor incidencia de desempleo en el país.

- La **mayor concentración de empleo** proviene de sectores como el **comercio (18%)**, la **agricultura (14%)**, y la **administración pública (12%)**.
- Los **empleados públicos directos representan el 4%** del total de ocupados (903 mil), los particulares el 43% (10 millones), los independientes el 40% (9,3 mill), y el resto el 15% (3,4 mill).

Informalidad laboral por sectores 2023

Agricultura	87
Alojamiento	76
Entretenimiento	73
Transporte	69
Construcción	68
Comercio	59
Total	56
Profesionales	48
Manufactura	46
Servicios públicos	45
Inmobiliarias	18
Comunicaciones	17
Admin. Pública	13
Financieras y seguros	11

- Sectores como la agricultura, alojamiento y entretenimiento registran tasas de informalidad superiores al total nacional.

Ocupación e ingresos, 2023

- El **37%** de los empleados que pertenecen al **quintil más bajo** de ingresos, están ocupados en sectores como la **agricultura y minería**.
- En contraste, el **38%** de los ocupados más ricos del país se concentra en actividades relacionadas con los **servicios**.

% ocupados por sector económico y quintil de ingreso

Quintiles de ingreso	Agro y minas	Manufactura y construcción	Comercio	Servicios
1	37	14	15	8
2	28	20	21	13
3	18	23	24	18
4	12	25	24	24
5	5	18	16	38

- Las mujeres y los jóvenes de bajos recursos mantienen las tasas de desempleo más altas en el país.

Tasa de desempleo (%)

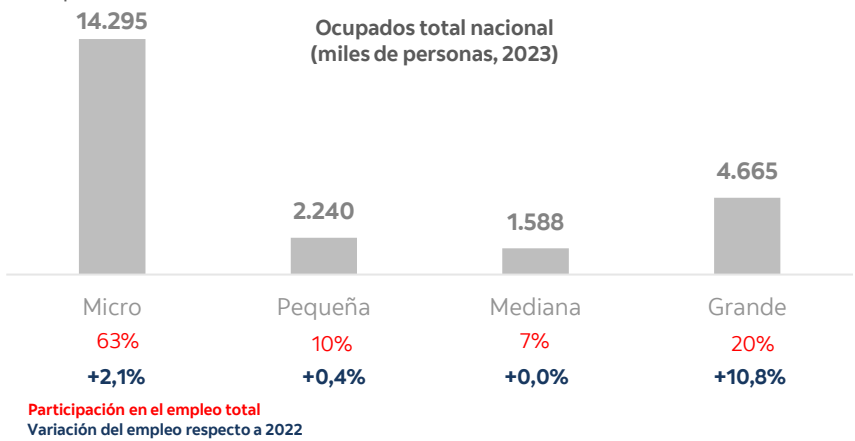
Quintiles de ingreso	Total	Mujeres	Hombres	Jovenes
1	18,1	24,5	13,6	29,4
2	11,9	16,6	8,7	20,6
3	9,1	11,4	7,4	15,0
4	5,7	6,6	5,1	8,7
5	3,6	3,7	3,5	7,0

Estructura empresarial y empleo en Colombia

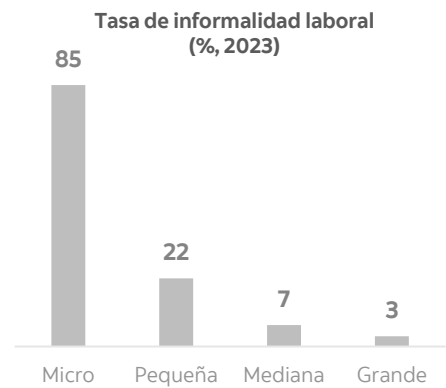
En Colombia más del **90%** de las empresas son MiPymes (micro y pequeñas empresas) y concentran el **73%** del empleo en el país.

Participación del empleo por tamaño de empresa, 2023

- Las **empresas entre 1 y 9 empleados (micro)** tienen más de **14,2 millones de empleados** representando el 63% del total de empleo en el país.



Tasa de informalidad por tamaño de empresa, 2023

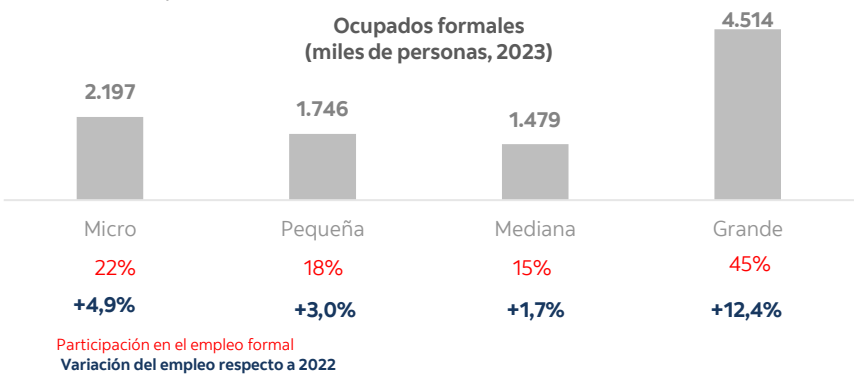


- Del total de empleo que está en microempresas, el **85% es de carácter informal**.
- En contraste, **en las grandes empresas el 97% de los empleados son formales**.

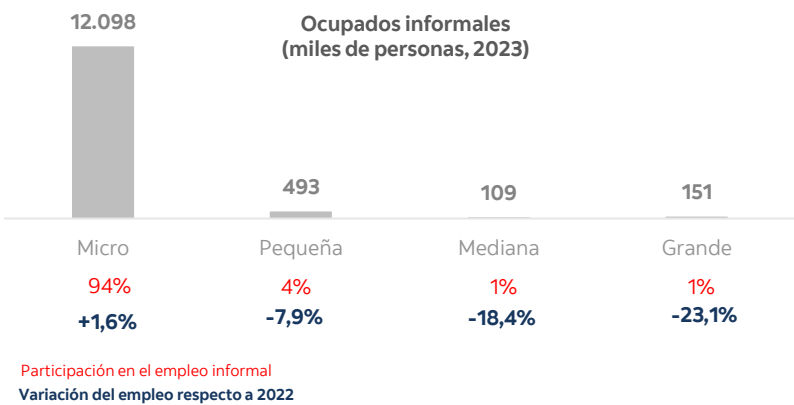
Fuente: DANE

Formalidad laboral por tamaño de empresa

- Las **grandes empresas concentran cerca de 4,5 millones de empleados formales**, representando el 45% del total de ocupados formales del país.

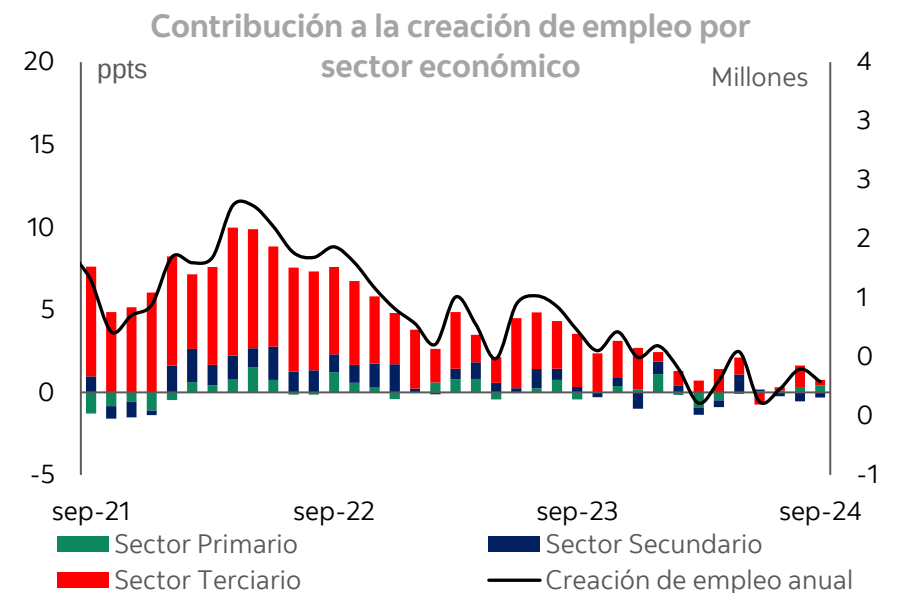
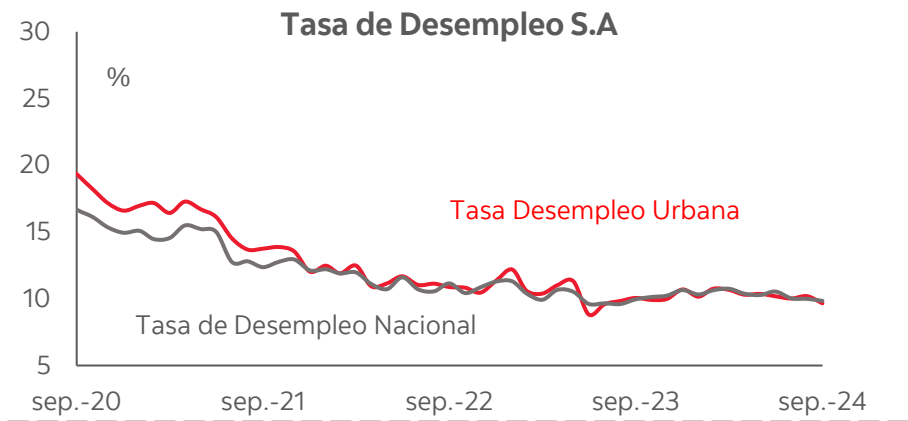


- Las **microempresas tienen más de 12 millones de empleados que se encuentran en la informalidad**, los cuales representan el 94% del total de ocupados informales.

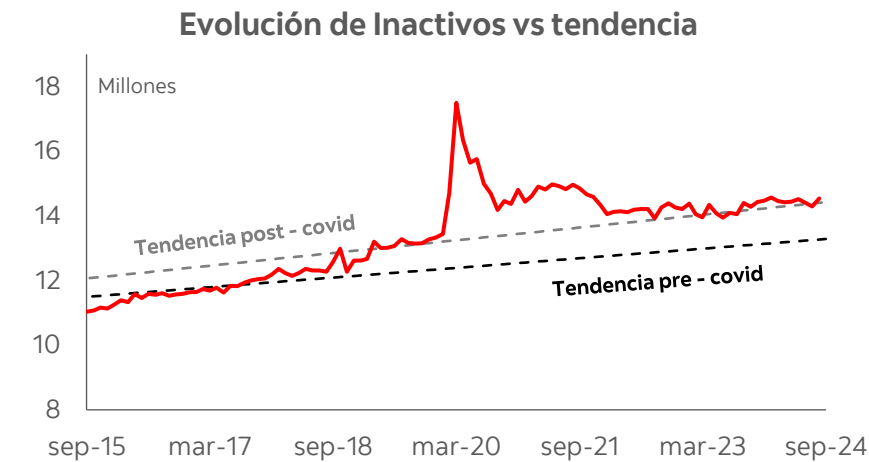
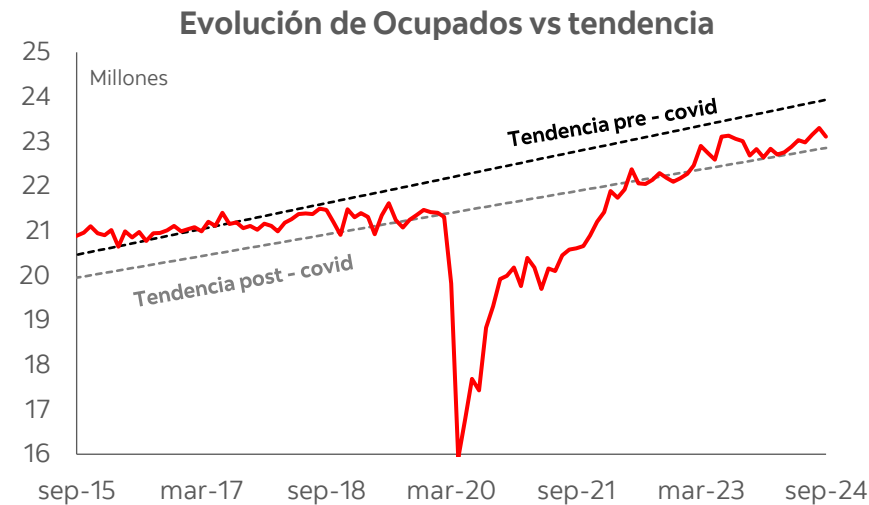


La desaceleración económica comienza a reflejarse en una menor creación de empleo

La creación de empleo se mantiene por debajo de la tendencia pre-pandemia, al tiempo que más personas permanecen por fuera del mercado laboral.



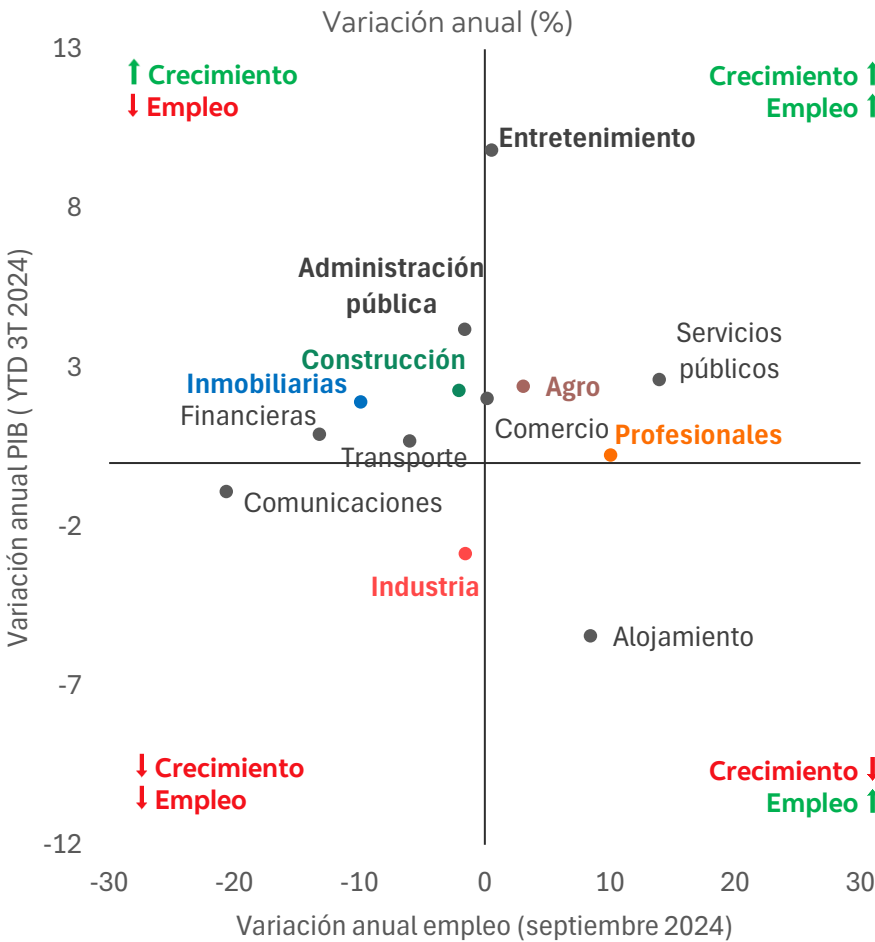
Fuente: DANE, Scotiabank Economics,



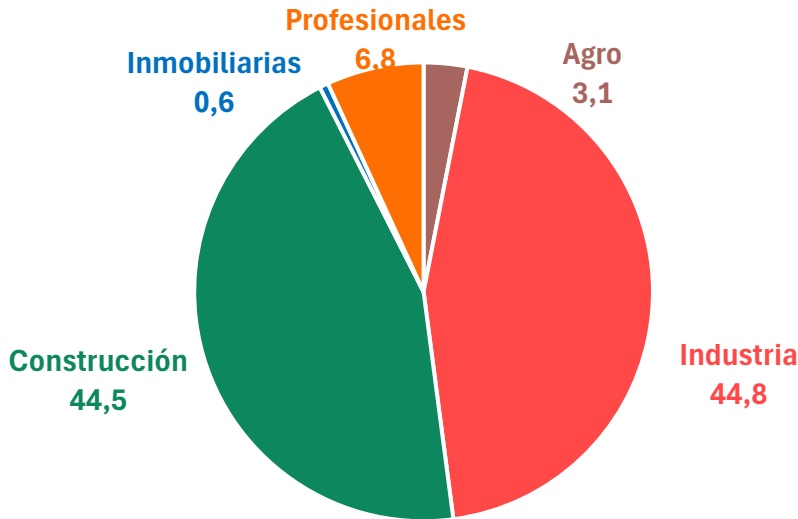
Fuente: DANE, Scotiabank Economics.

Los sectores intensivos en capital parecen estar rezagados tanto en términos de crecimiento como en la creación de empleo

Empleo vs. PIB por sectores



Participación sectorial de la FBK (%)



- En lo que va del año, la industria que representa el 44,8% del total de la inversión ha experimentado una contracción del 2,8%, y ha registrado una disminución del 1,5% en el empleo.
- Adicionalmente, la construcción ha crecido un 2,2% mientras que se ha registrado una pérdida del 2% en sus niveles de empleo.
- En conjunto, sectores intensivos en capital mantienen crecimientos históricamente bajos junto con una desaceleración considerable en la creación de empleo.

Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

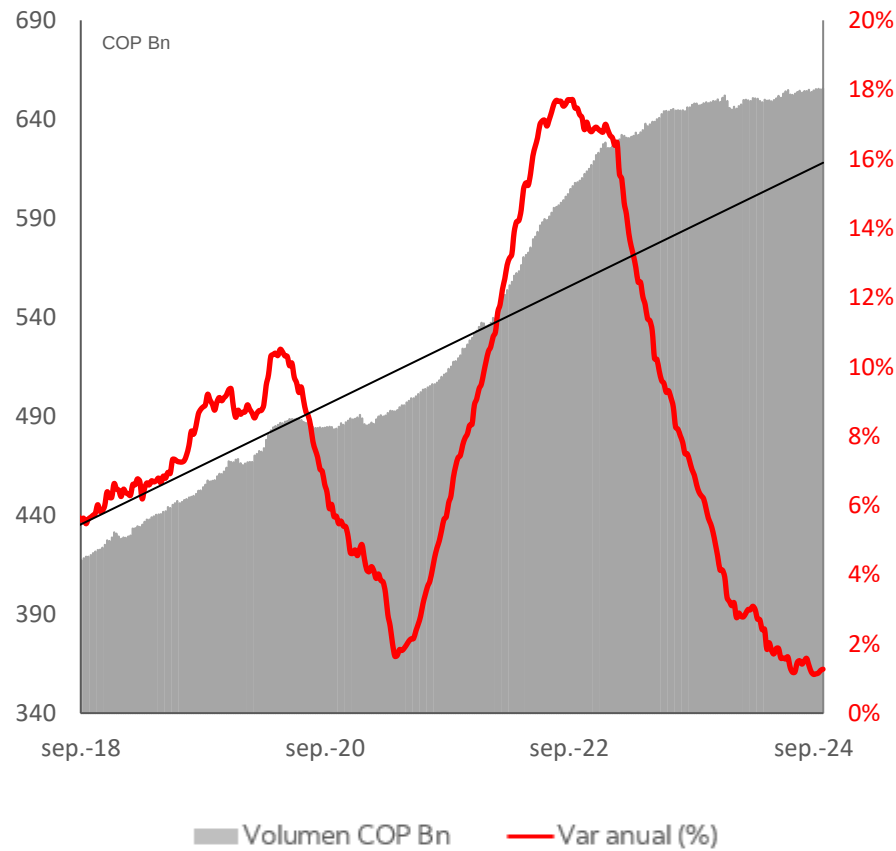
Cartera

La cartera se estabilizó en niveles más sostenibles.

La demanda de crédito podría mejorar al tiempo que la reactivación económica se consolida

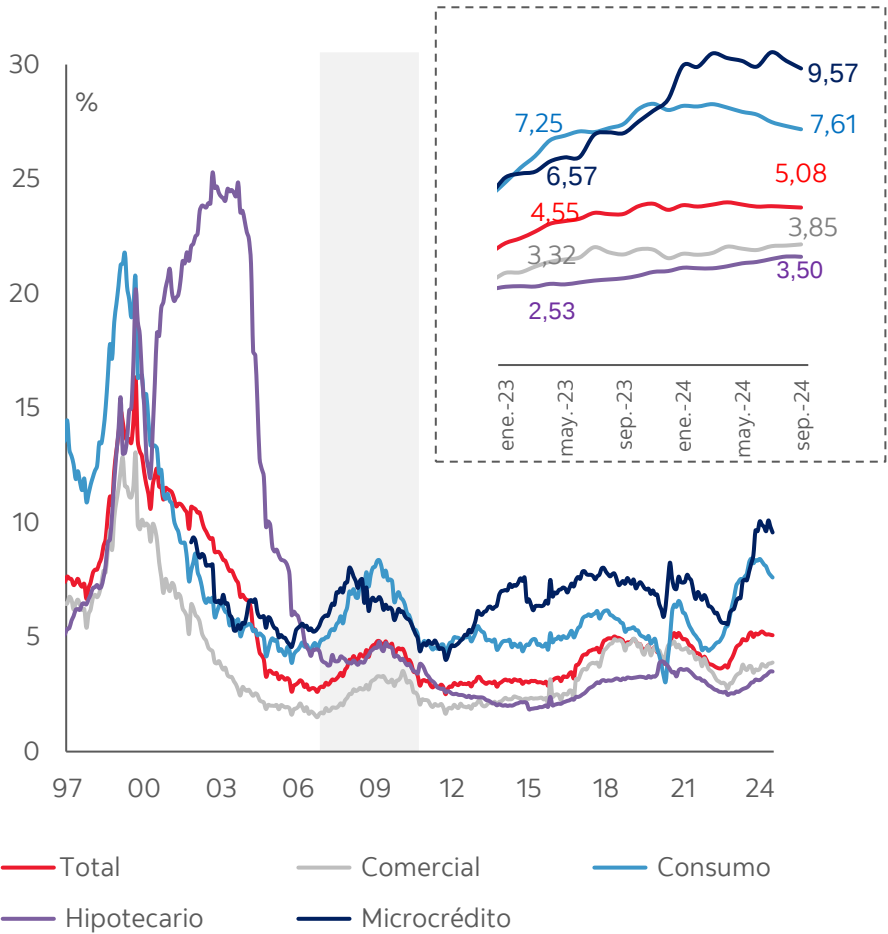
La calidad de la cartera comienza a mejorar, especialmente la cartera de consumo

Cartera Bruta Total Sin Ajustar



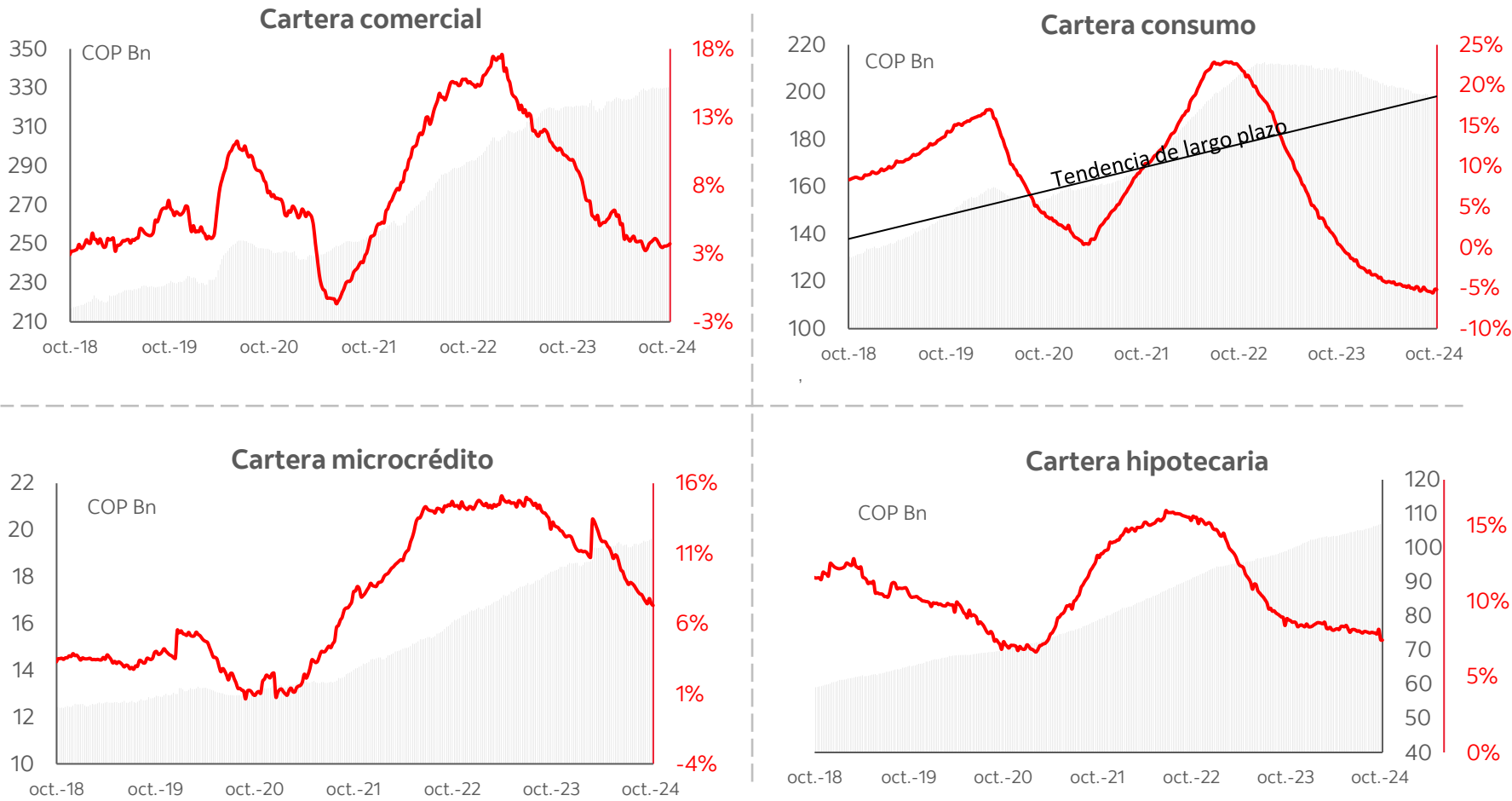
Fuente: BanRep, Scotiabank Economics,

Indicador de calidad de cartera (%)



El ajuste estaría hecho, especialmente en la cartera de consumo.

La cartera de consumo se sigue contrayendo, sin embargo, su stock se alinea con la tendencia de largo plazo. La cartera hipotecaria está estable mientras que la comercial se sigue deteriorando

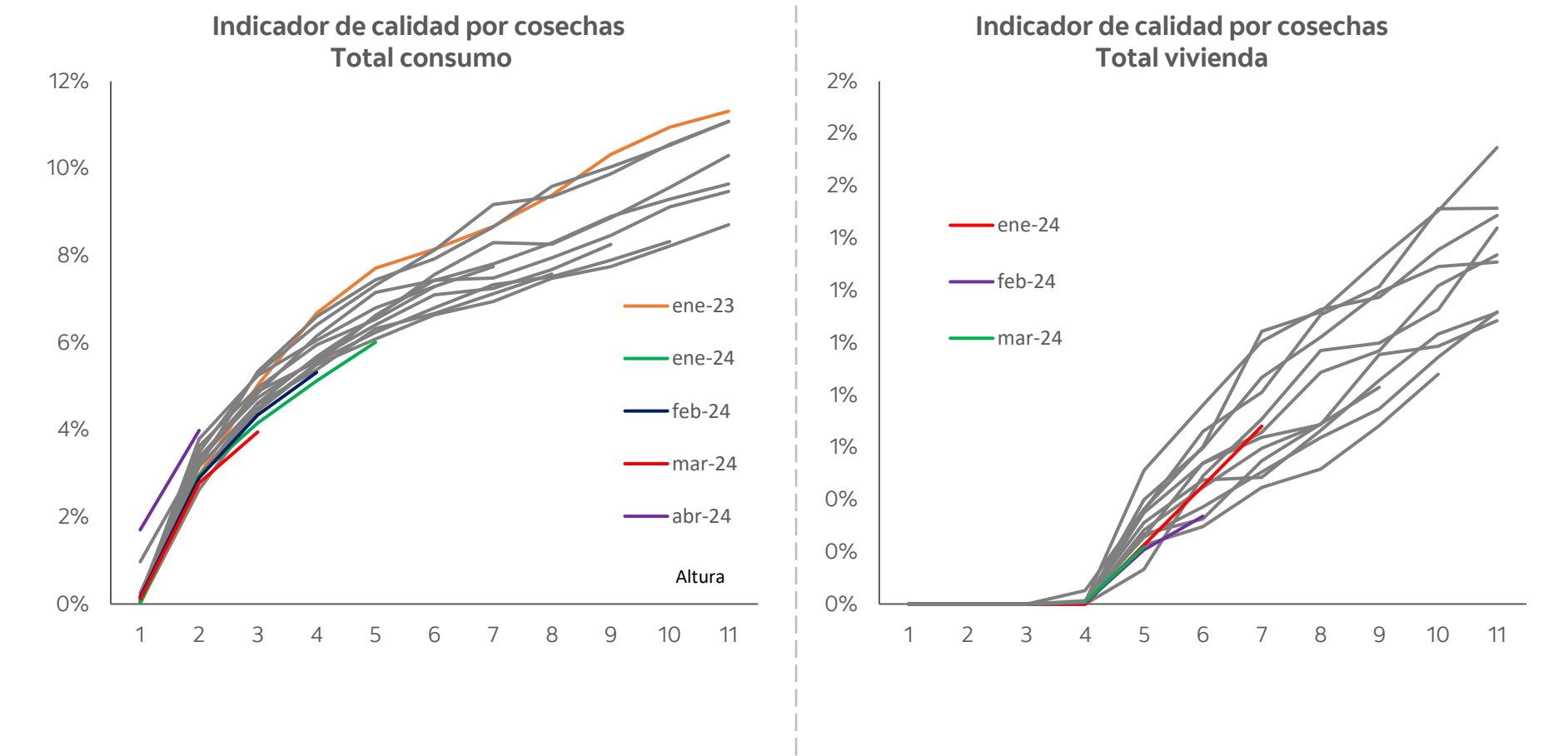


Fuentes: Banco de la República, Scotiabank Colpatría Economics

■ Volumen COP Bn — Var anual (%)

El pago de créditos mejora, suponiendo condiciones financieras más sanas en los hogares

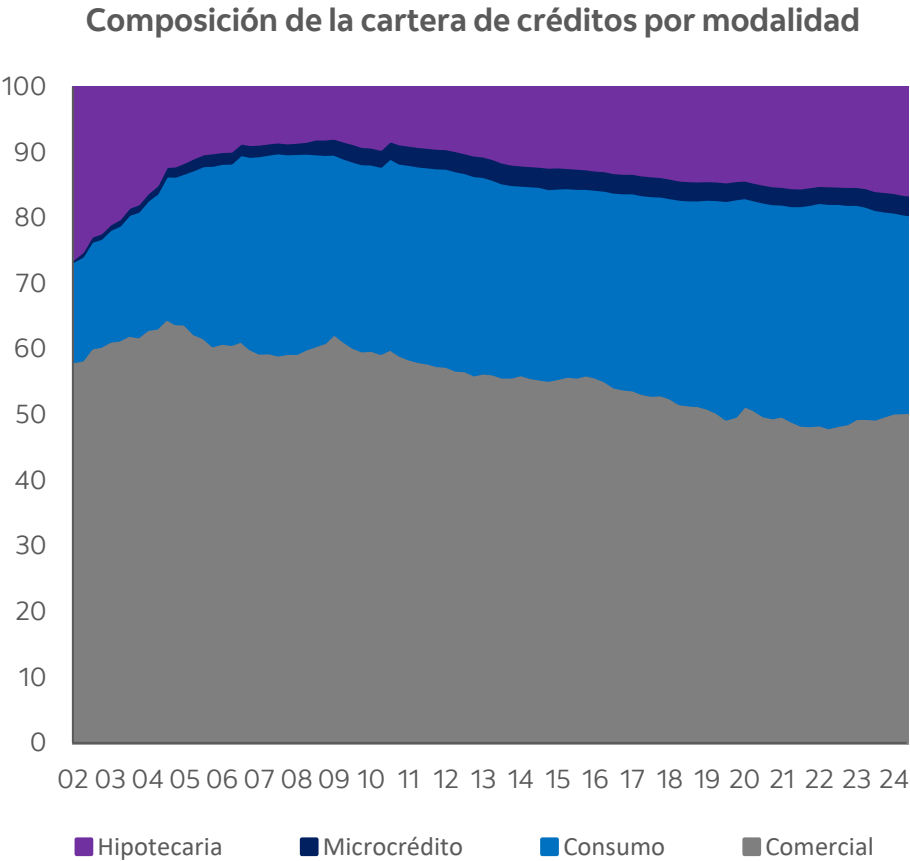
Un menor nivel de consumo ha permitido normalizar el pago de la deuda de los hogares, se espera que la calidad de la cartera siga presentando un comportamiento favorable en medio de una menor carga financiera.



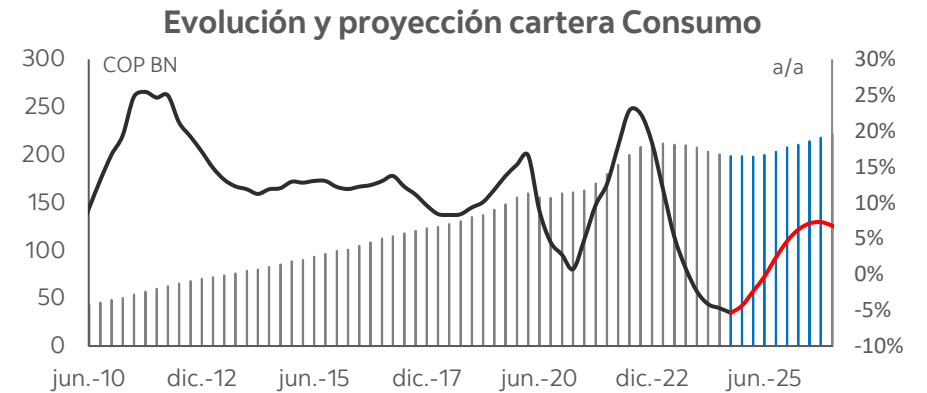
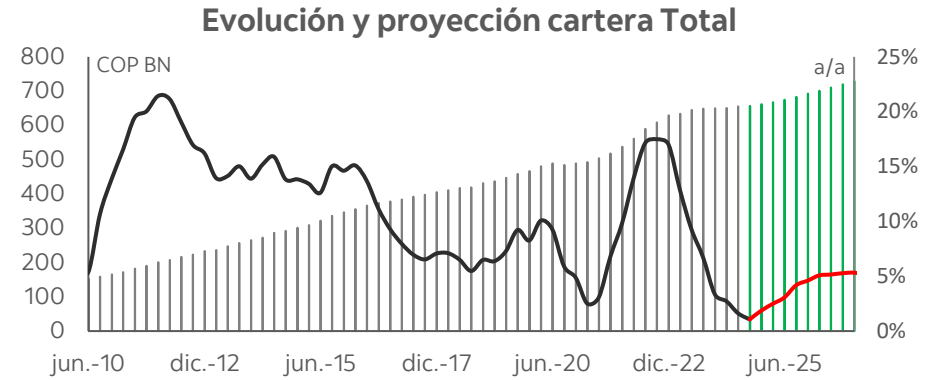
Fuente: Superintendencia Financiera, Scotiabank Economics.

La colocación de crédito continuaría en una tendencia sostenible de largo plazo, impulsada por mejores condiciones financieras de los hogares.

Lo peor del ciclo parece haber sucedido a lo largo del 2024. La recuperación apoyada por el sector privado se reflejaría en una cartera de créditos más dinámica.



Fuentes: Banco de la República, Scotiabank Colpatría Economics

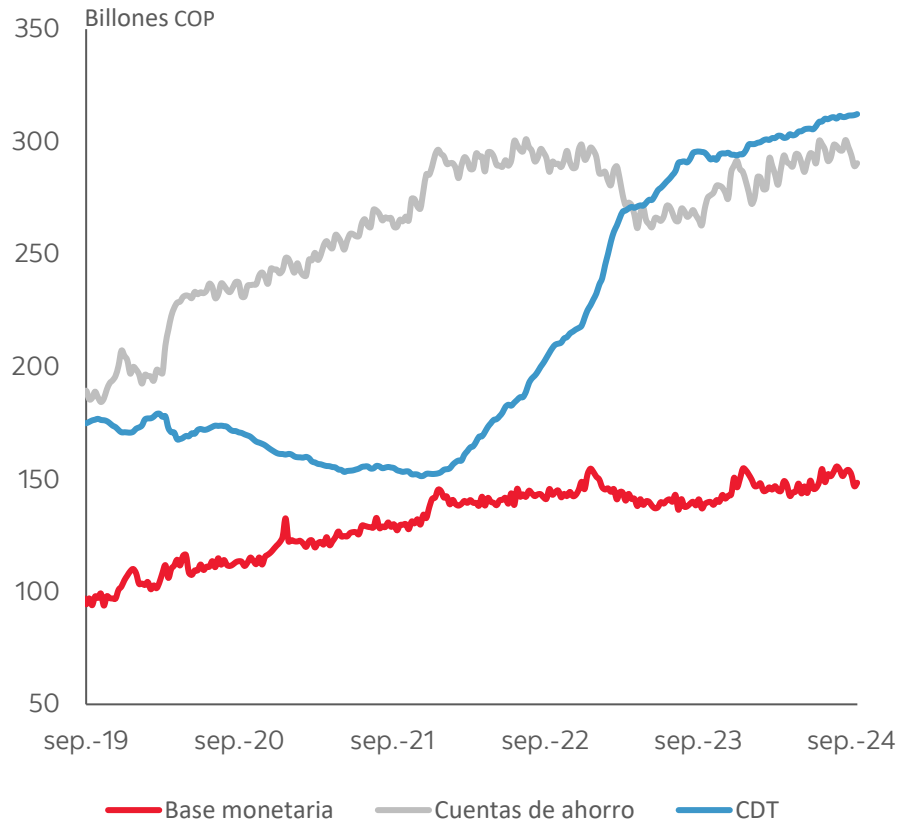


Pronóstico por tipo de cartera (Promedio anual)					
Año	Comercial	Consumo	Microcrédito	Hipotecaria	Total
2023	10,04%	3,88%	13,67%	10,01%	8,04%
2024	3,90%	-4,64%	8,96%	7,57%	1,81%
2025	4,00%	1,08%	4,15%	6,94%	3,58%
2026	3,86%	6,85%	4,19%	6,51%	5,21%

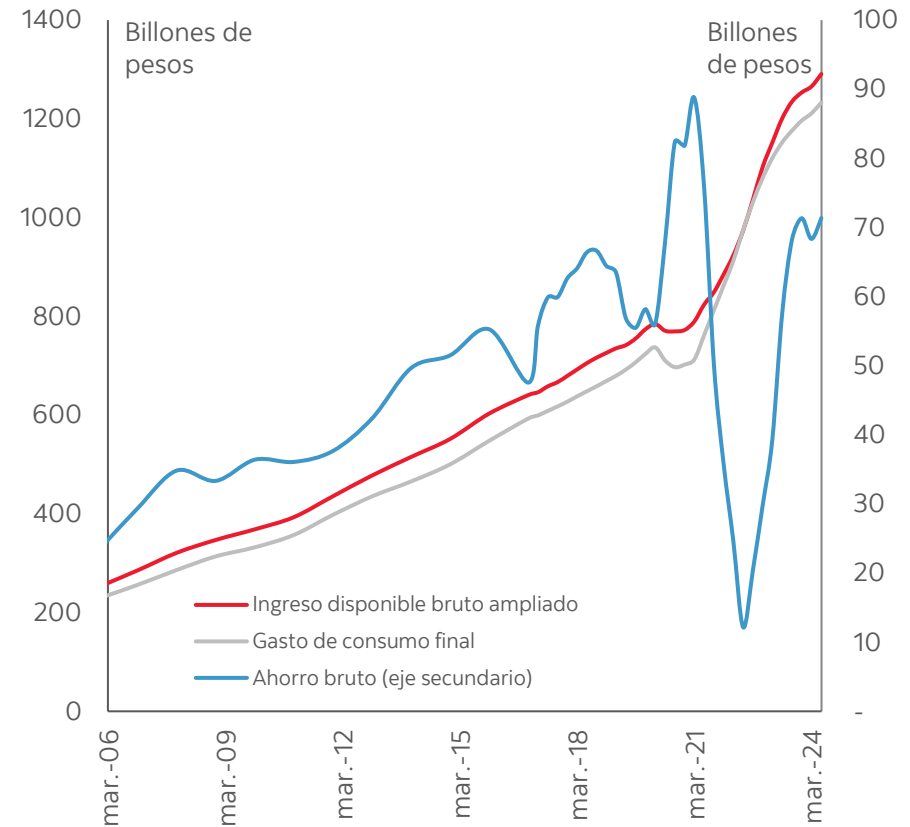
La acumulación de estaría impulsando los pasos iniciales del avance del consumo.

El ahorro de los hogares se recuperó en el último año, el stock de CDTs representa el 20% del PIB.

Evolución de la Base Monetaria, Cuentas de Ahorro y CDTs



Ahorro bruto de los hogares y sus componentes



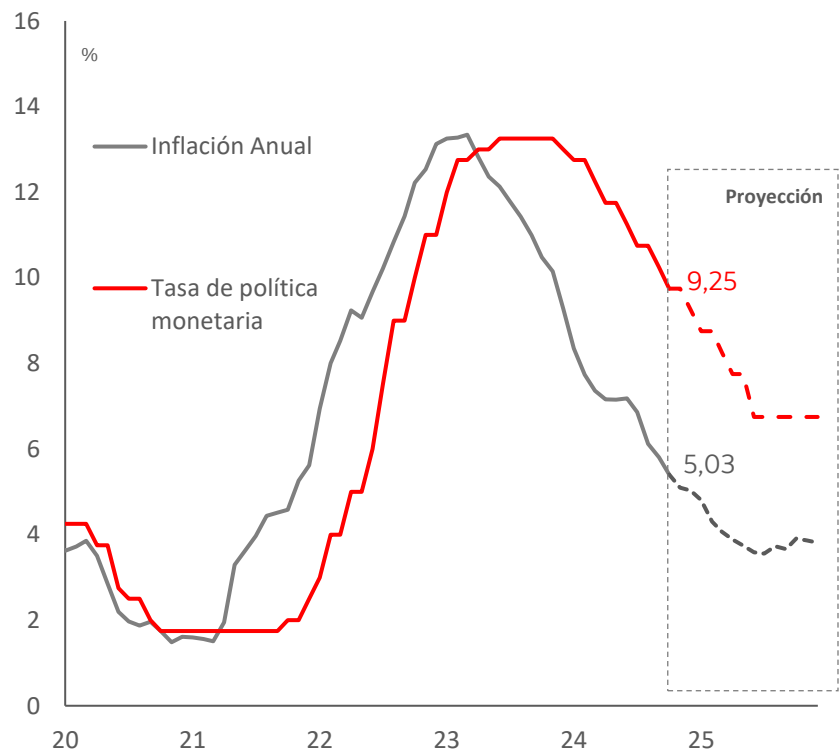
Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

Inflación

El proceso desinflacionario continuaría.

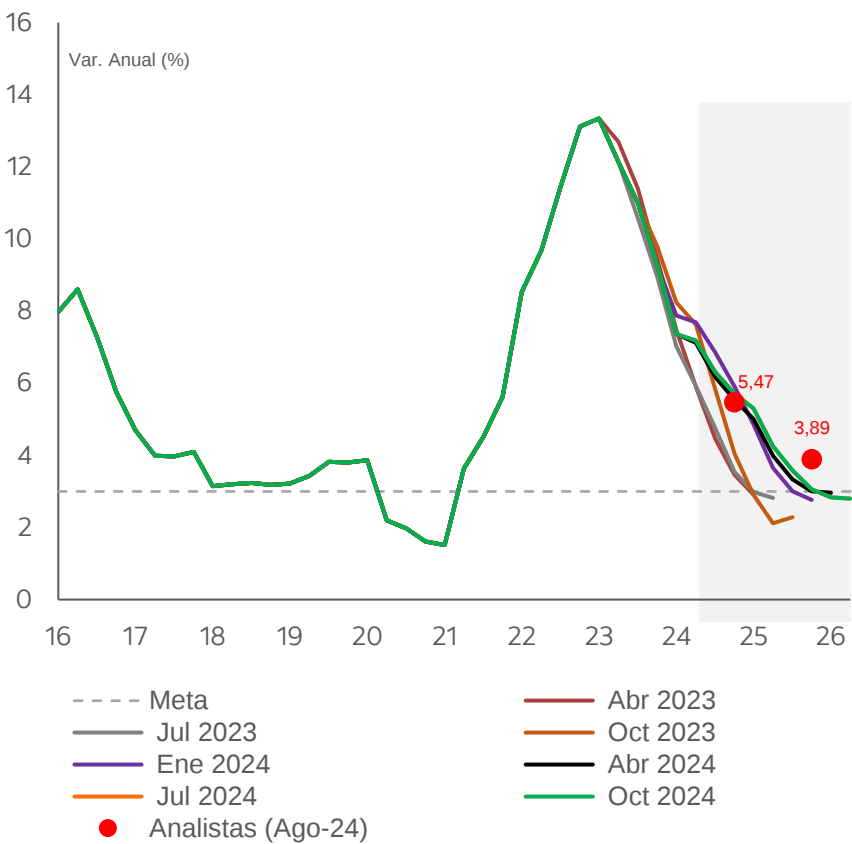
La inflación ha mostrado un comportamiento favorable y su llegada a la meta podría consolidarse en el 2025. Sin embargo, los efectos de indexación harían que el descenso sea más gradual.

Inflación y Tasa BanRep



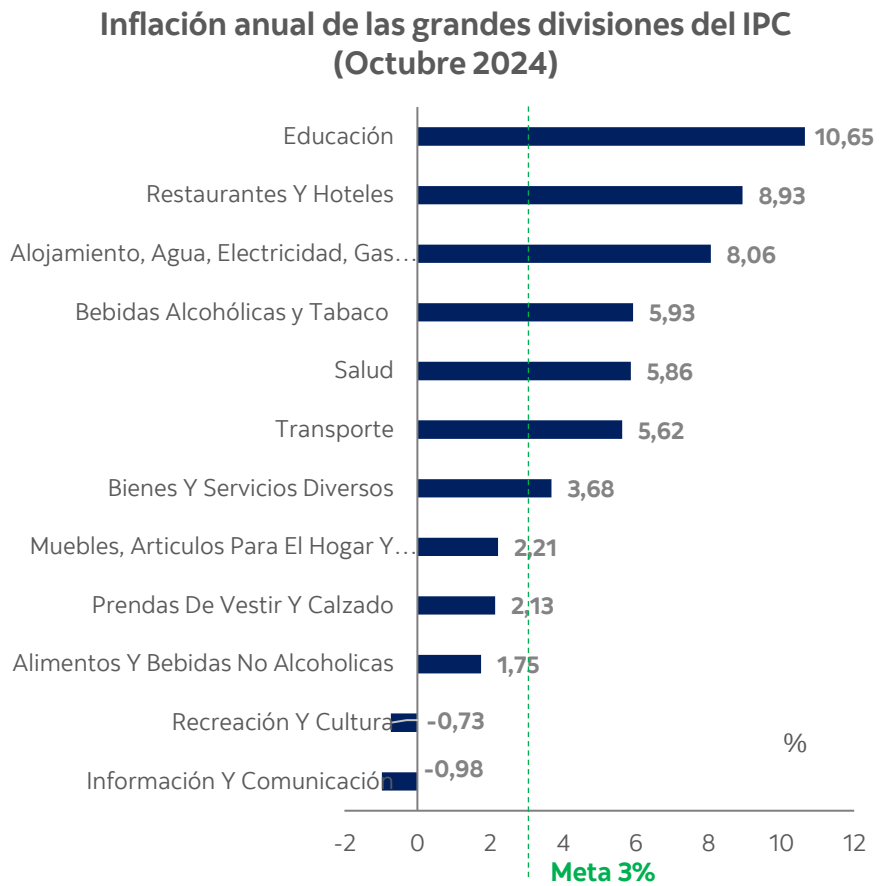
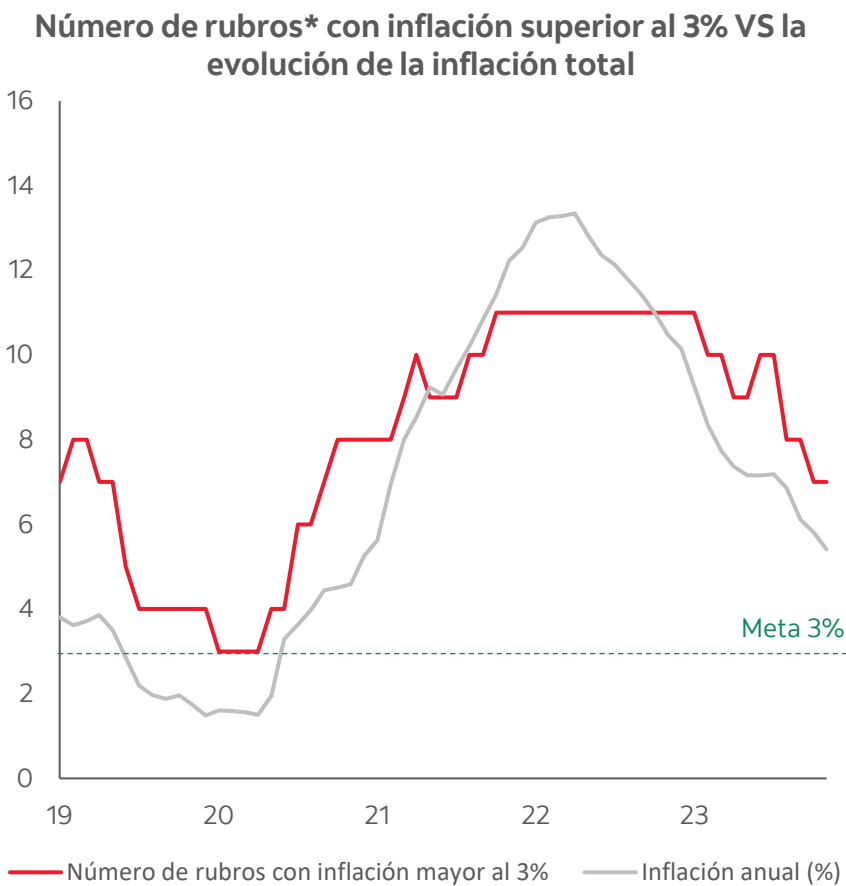
Las expectativas de inflación favorecen la **continuidad del ciclo de flexibilización** de la política monetaria

Inflación Total
Informe de Política Monetaria BanRep



Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

Una mayor cantidad de rubros estaría apoyando el descenso de la inflación total



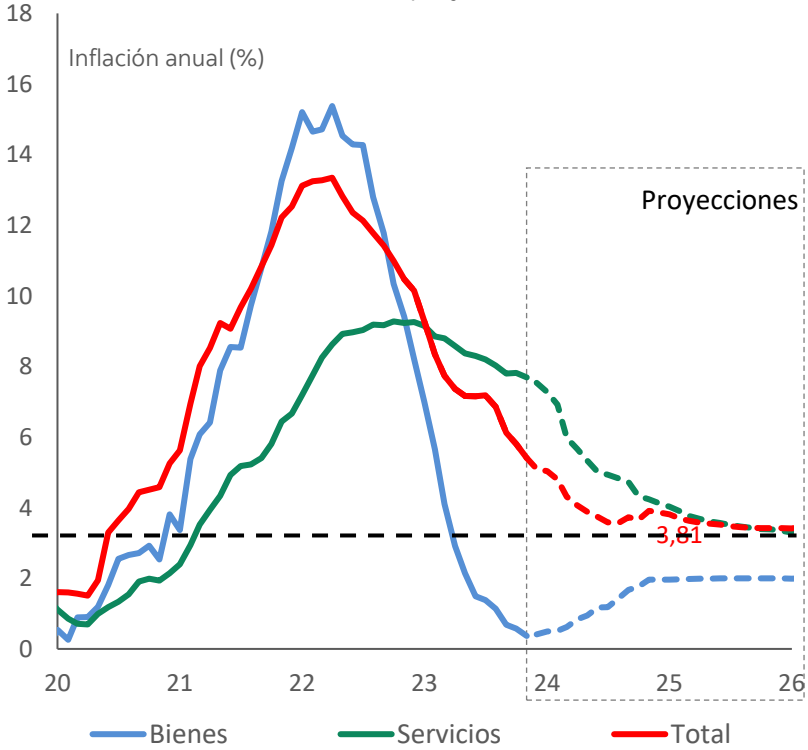
*Se realiza conteo en base a las 12 principales divisiones
Fuente: Dane, Scotiabank Economics.

Sin embargo, la inflación de servicios tomaría más tiempo en llegar a la meta.

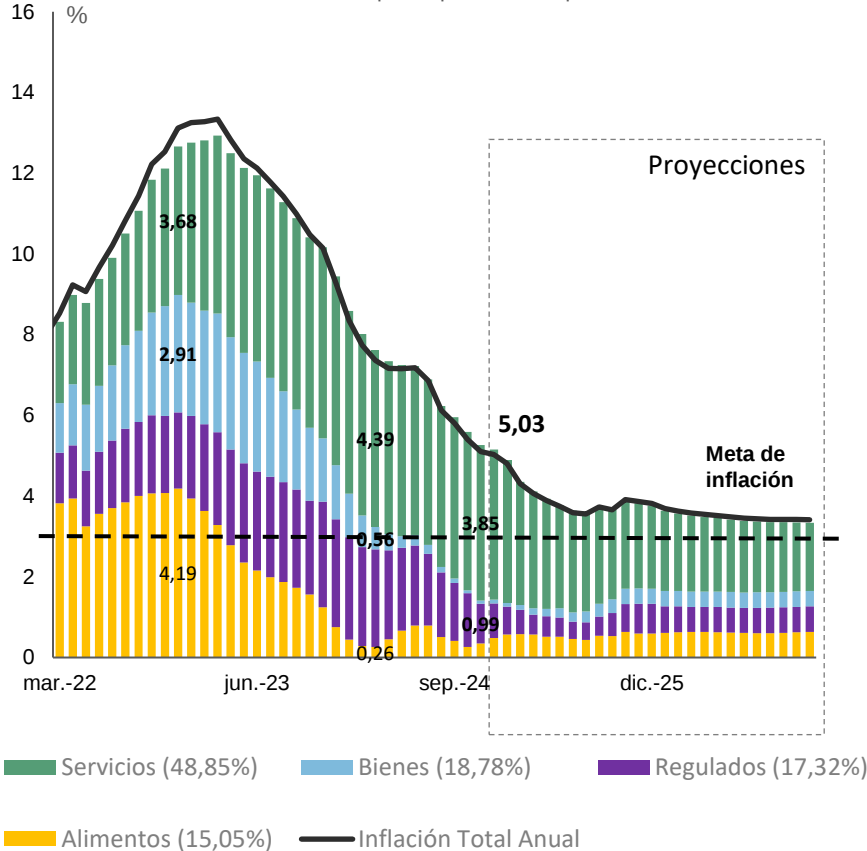
Hay un comportamiento mixto en los precios, Los bienes responden a la bajada de la tasa de cambio, mientras que los servicios lo hacen a la indexación.

La inflación descendería a un menor ritmo, dada una persistencia en la inflación de servicios, mientras los bienes mantendrían una baja volatilidad de precios

Inflación de bienes y Servicios
(observado vs proyecciones)



Evolución de la Inflación y proyección
(Contribución por tipo de componente)

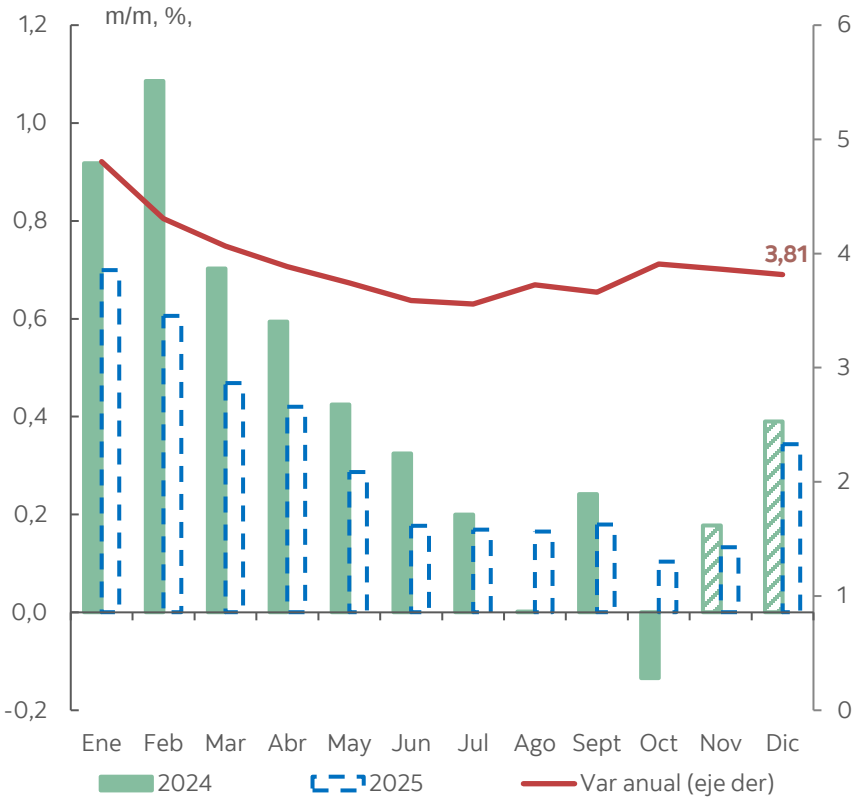


Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

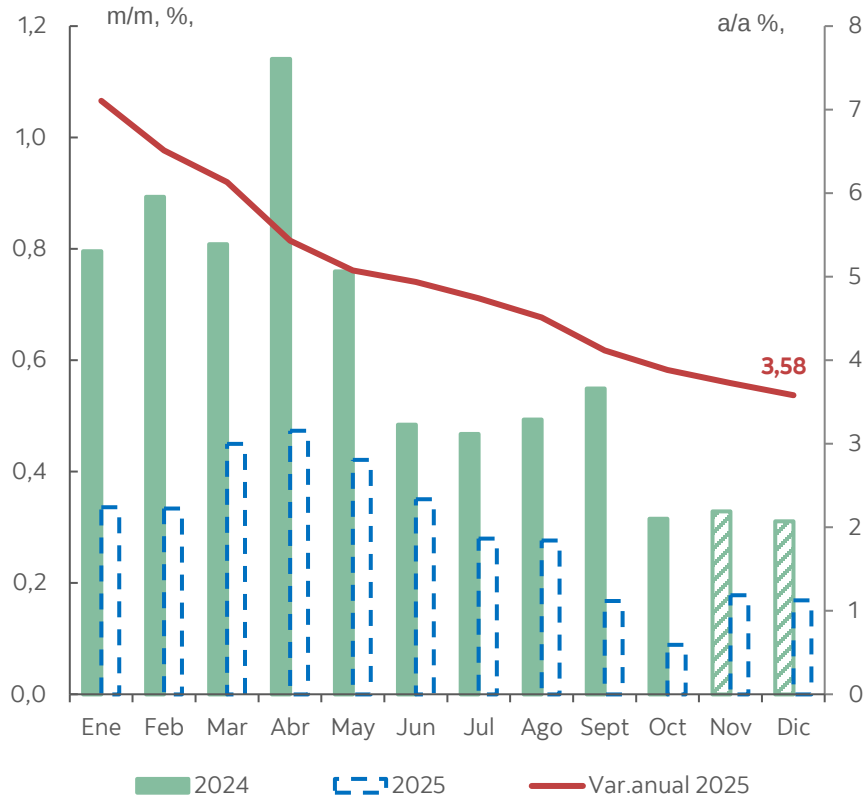
Los servicios han tenido un descenso más lento, aun así, la trayectoria de descenso estaría apoyada en el comportamiento de los arriendos.

El componente de arriendo y servicios públicos ha sido el mayor contribuyente en la inflación a lo largo del 2024, sin embargo, las bases estadísticas jugaran en pro del descenso de la inflación total en 2025.

Efectos base en la inflación total



Efectos base en la inflación de arriendos

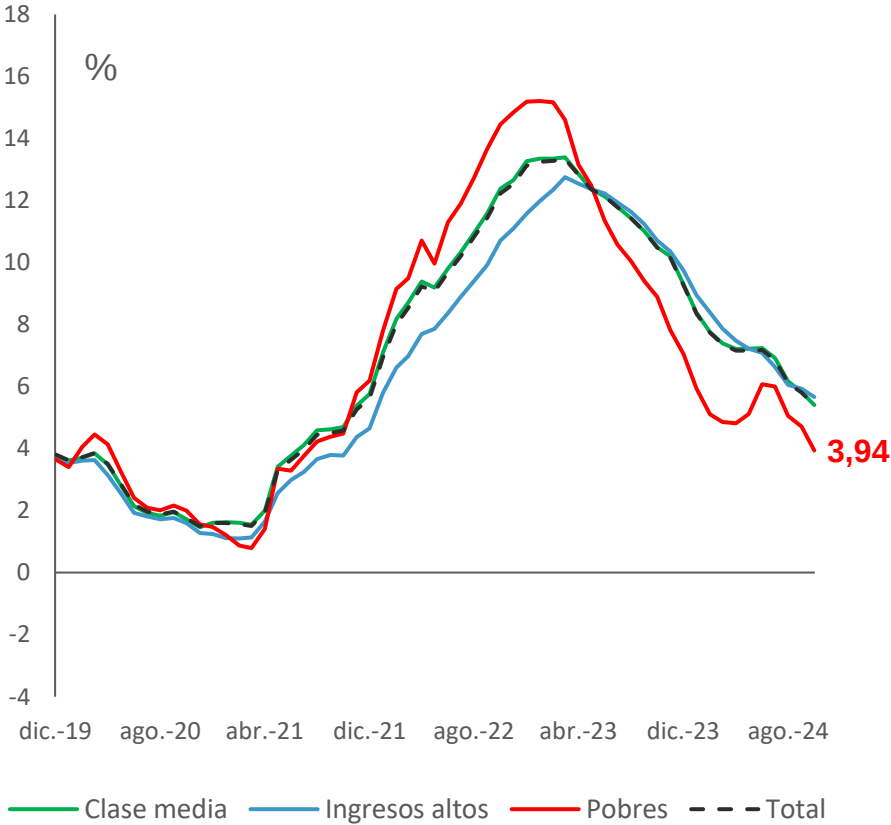


Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

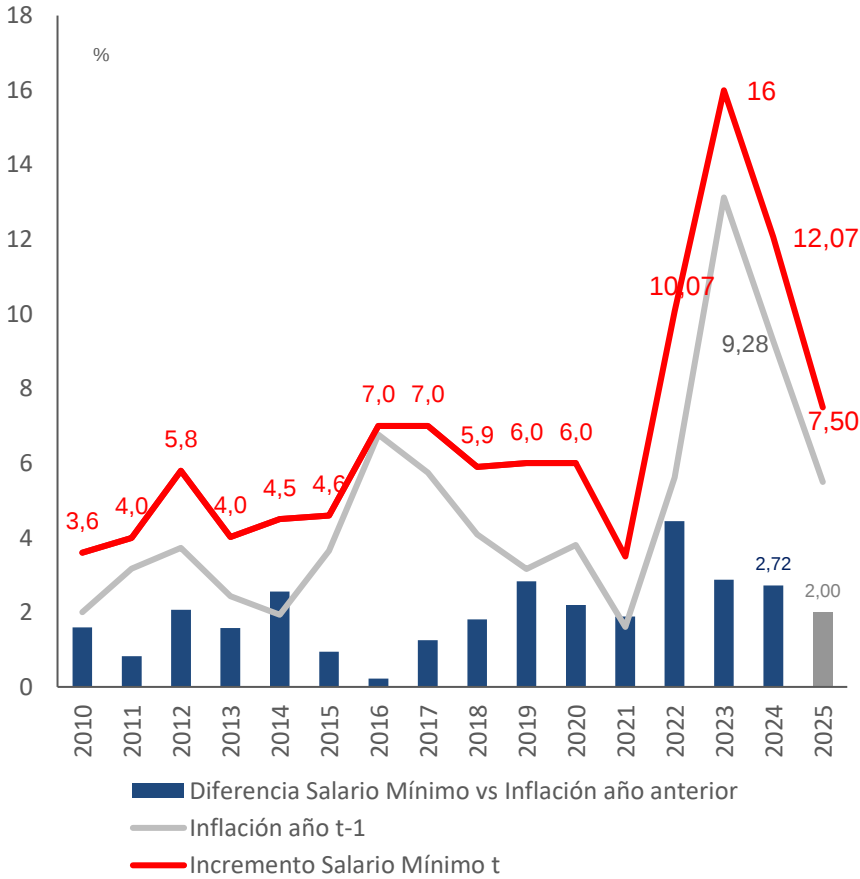
Expectativas de Salario Mínimo

El traspaso del ajuste del salario mínimo se puede ver en un **incremento de los costos laborales**, un estímulo a la demanda agregada dado un **mayor poder adquisitivo** y en un **aumento del precio de algunos servicios** indexados a su incremento anual, por lo tanto, será determinante evaluar su **impacto en las perspectivas futuras**.

Inflación según niveles de ingreso.



Ajuste Salario Mínimo



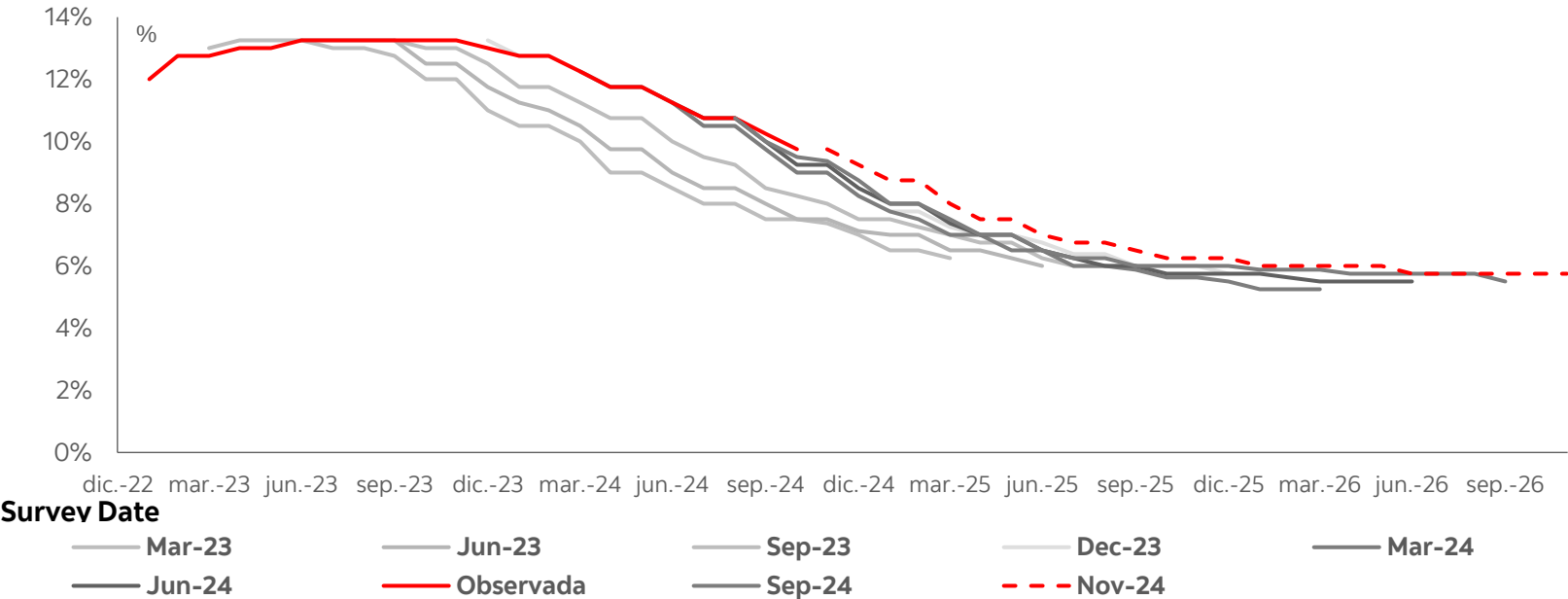
Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría

Política Monetaria – Tasas de Interés

La consistencia y gradualidad de la junta implicaría una senda de tasas más alta.

Pese a que el ciclo de recortes de tasas de interés ha sido más lento de lo esperado, la visión de mediano plazo sigue siendo de tasas más bajas. La tasa terminal estaría alrededor del 5.50%

Evolución Expectativas Banrep
Encuesta Banco de la República (Ene- 2023 / Nov 2024)



Junta Directiva del Banco de la República: En 2025 habrá cambio de 2 codirectores



Roberto Steiner
Octubre 2019



Mauricio Villamizar
Febrero 2021



Bibiana Taboada
Febrero 2021



Jaime Jaramillo
Abril 2021



Olga Lucia Acosta
Enero 2023



Ricardo Bonilla
Mayo 2023



Leonardo Villar
Noviembre 2024
– Relecto

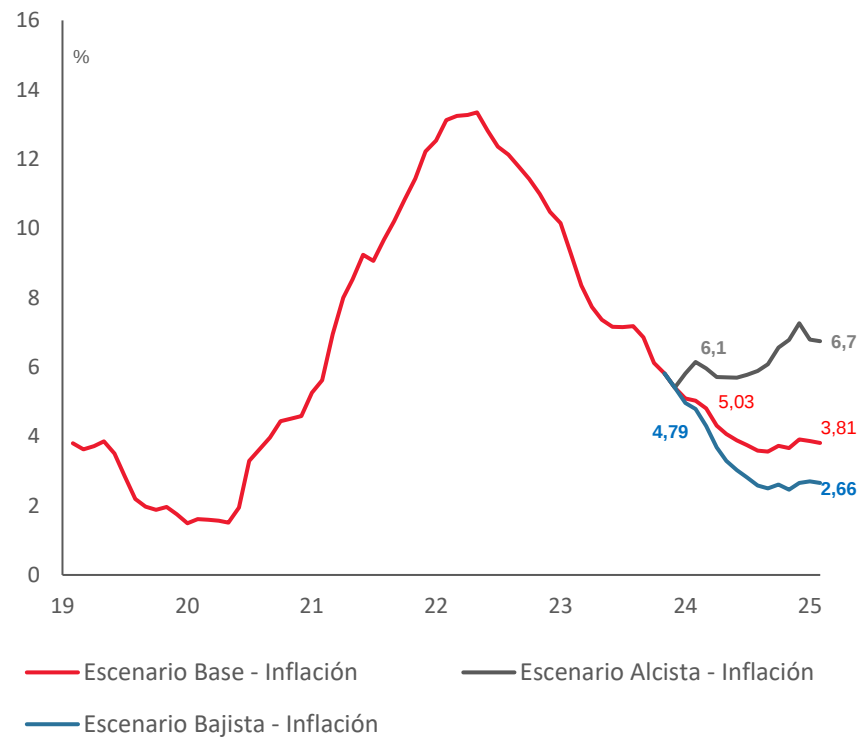
Ingreso a la junta

Fuente: BanRep, Scotiabank Colpatria Economics.

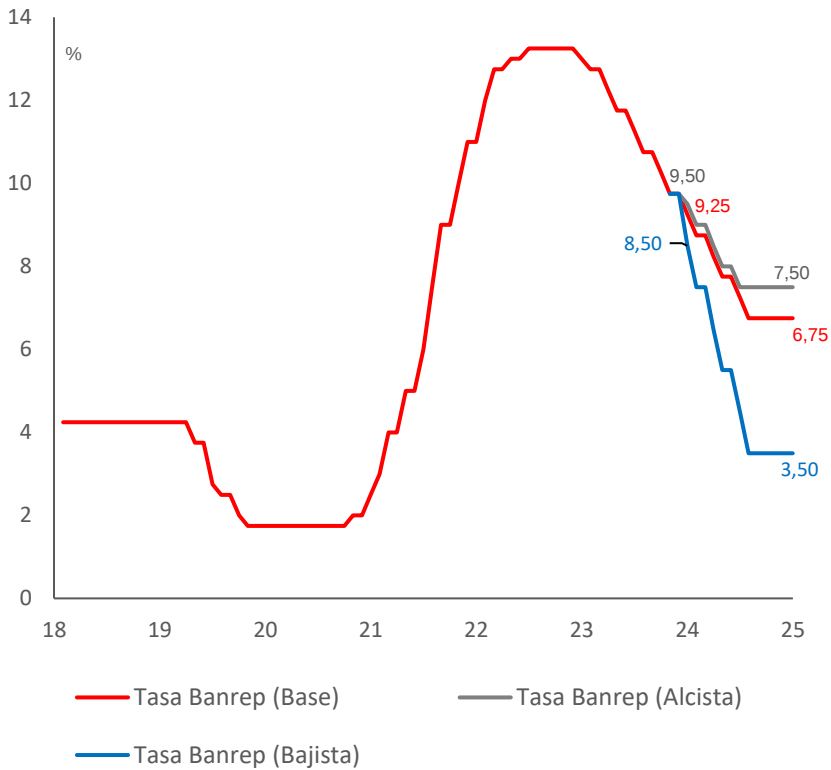
Política monetaria

El banco central continuará el ciclo de flexibilización en las próximas reuniones. Sin embargo, el ritmo dependerá en gran medida de la desaceleración de la inflación y el entorno político.

Expectativas de Inflación



Expectativa de tasas de interés.

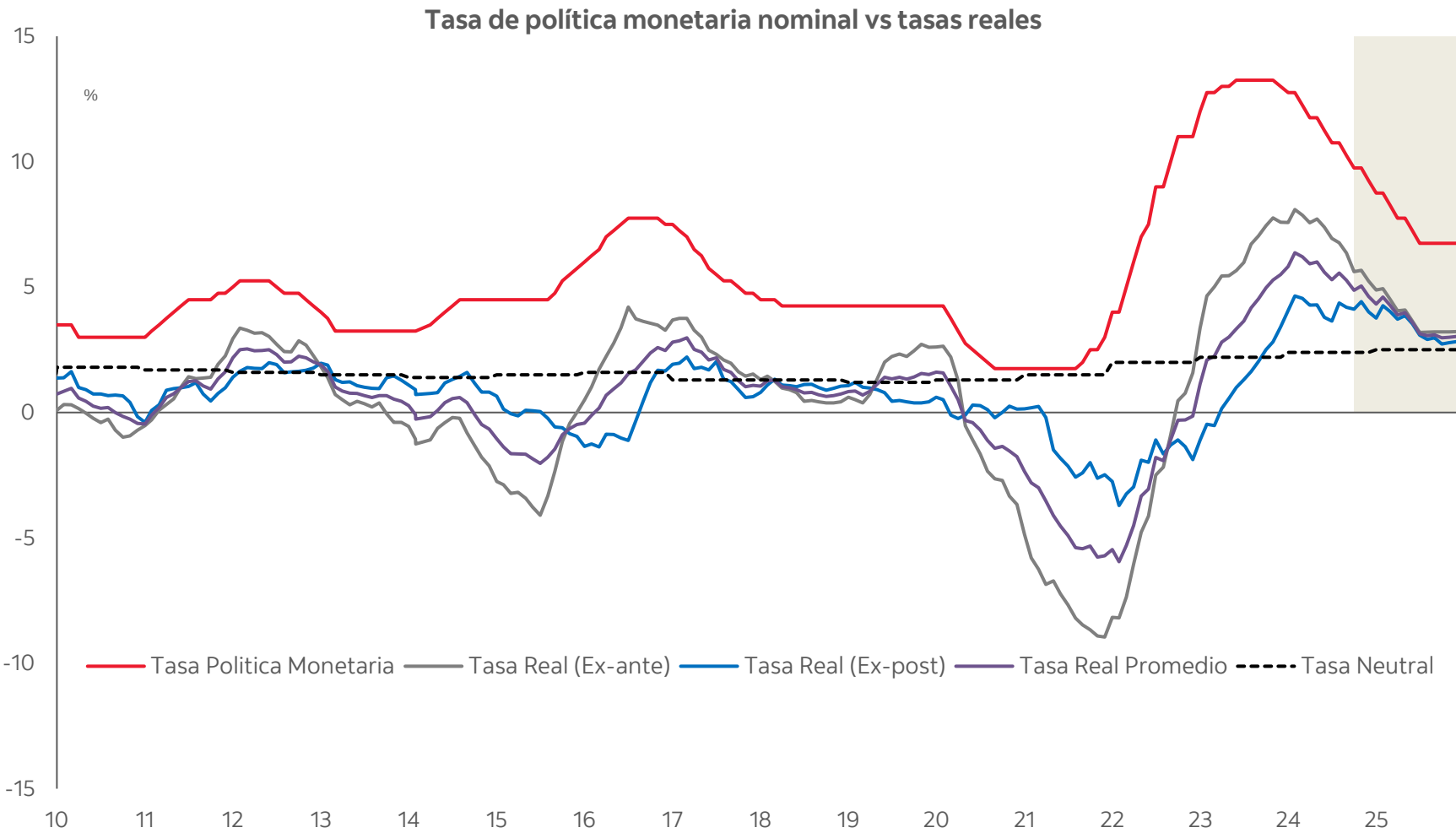


Tasa de interés 2024												Tasa de interés 2025											
ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	ene	feb	mar	abr	may	jun	Jul	ago	sep	oct	nov	dic
12,75	12,75	12,25	11,75	11,75	11,25	10,75	10,75	10,25	9,75	9,75	9,25	8,75	8,75	8,25	7,75	7,75	7,25	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75

Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatria Economics.

Las tasas de interés podrían estabilizarse en un nivel históricamente más alto

El nuevo equilibrio macroeconómico evidenciado en ajustes al alza en la tasa de interés de neutralidad en la economía podría evitar recortes acelerados en la tasa de intervención.

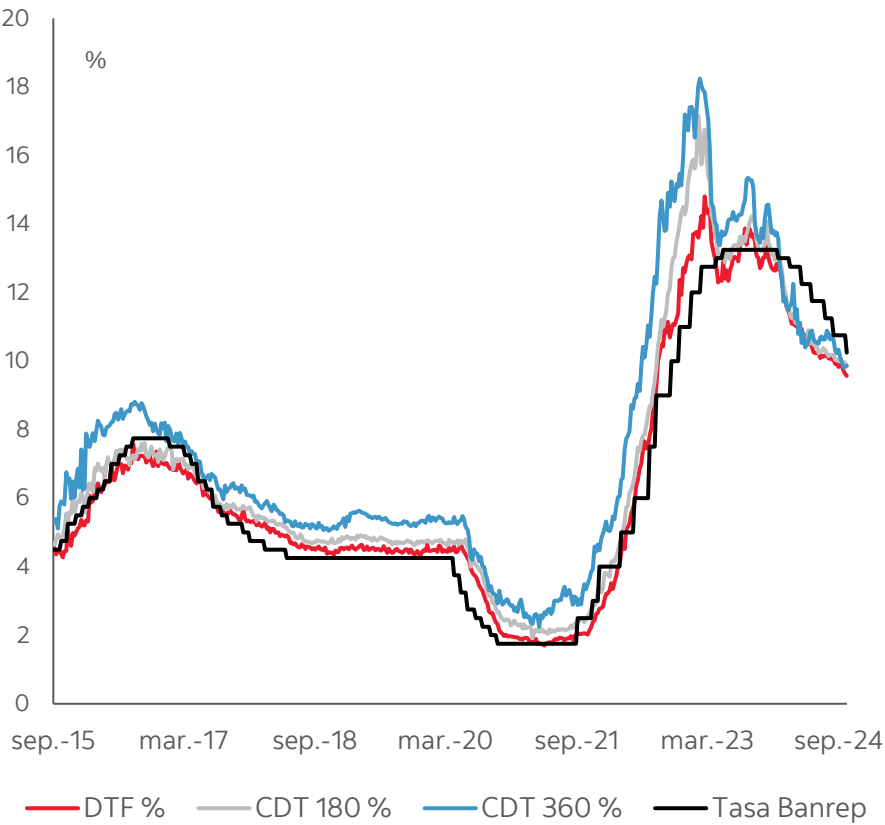


Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatría Economics.

CDTS captación – Colocación – demanda crédito

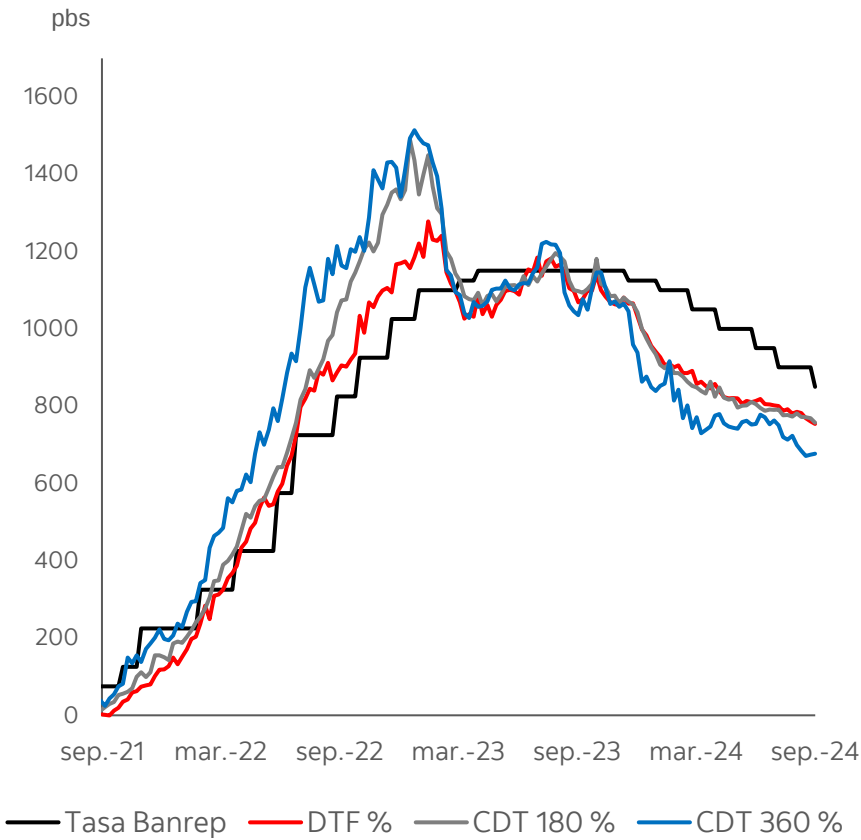
Las tasas de captación comienzan a involucrar las expectativas de una tasa de referencia más baja en el futuro, No se anticipan tasas de captación sobrepasando la tasa repo.

Evolución tasas de captación vs tasa Banrep



Fuente: Banrep, Scotiabank Economics

Evolución de las tasas de captación desde el inicio en el ciclo alcista de tasas de interés (Septiembre 2021)



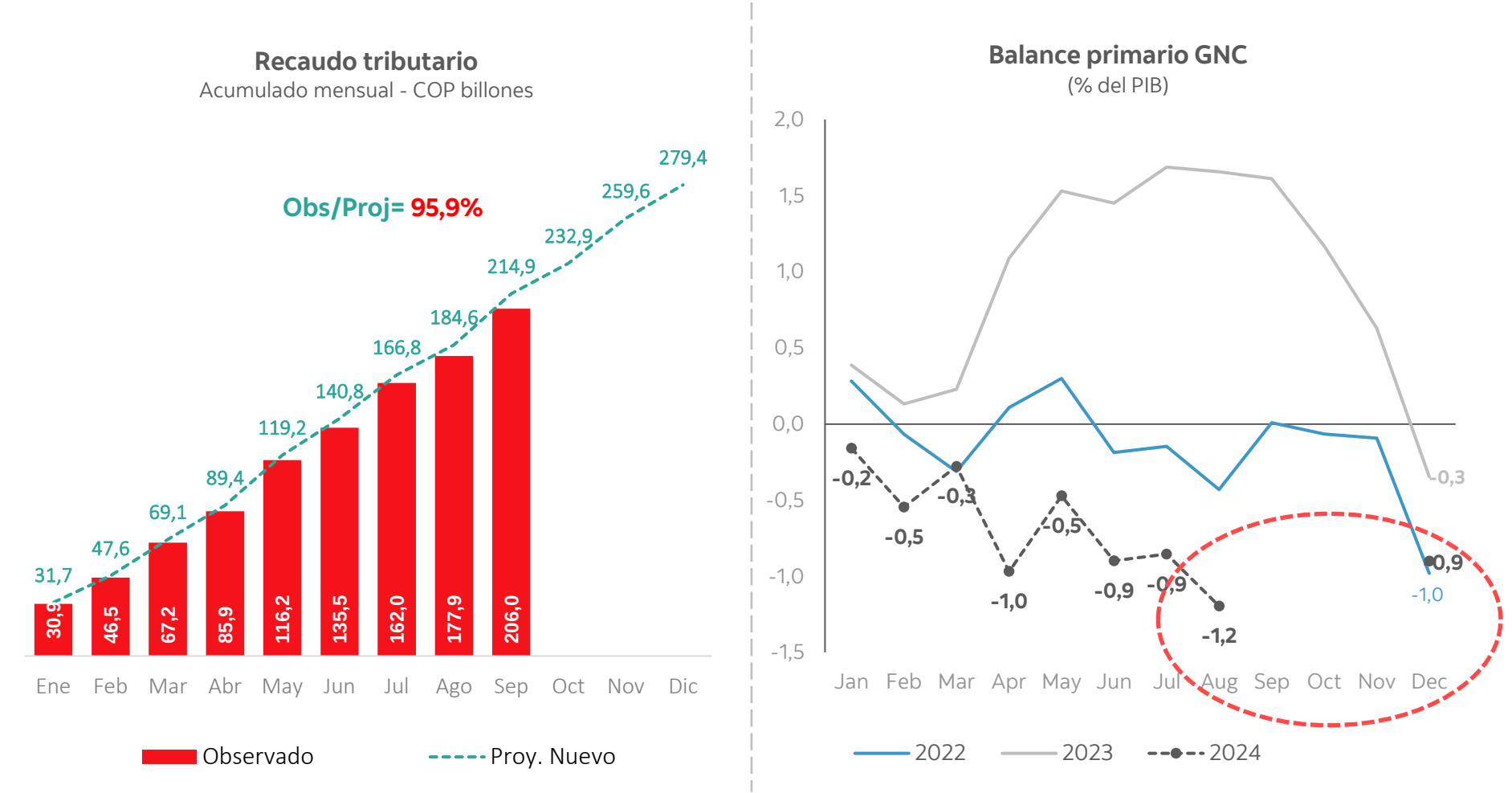
Gobierno y Política fiscal

Balance de proyectos del Gobierno

PGN 2025 + Ley de financiamiento En tramite	Monto Presupuesto 2025: \$523 billones (+8,37% vs PGN 2024 recortado) Hay \$12 bln desfinanciados los cuales serán financiados a través de una reforma tributaria	Se espera el decreto presidencial
Reforma del SGP En tramite	Busca incrementar las transferencias a las entidades territoriales al 39% de los Ingresos Corrientes en un periodo de 12 años. Ha generado incertidumbre fiscal dada la duplicidad de competencias del gobierno central.	Se prepara para el séptimo de ocho debates
Reforma laboral En tramite	Tras su aprobación en la Cámara la reforma se prepara para una discusión menos amena en el Senado. Preocupa el impacto en los costos laborales al aumentar la inflexibilidad en el empleo.	Se prepara para el tercer de cuatro debates
Nueva reforma de la salud En tramite	Busca transformar el sistema de salud para aumentar la cobertura de atención médica, en donde las EPS ya no manejaran recursos. Los altos costos de financiamiento serán el punto central de la discusión.	Se prepara para el segundo de cuatro debates
Reforma política En tramite	Propone que los magistrados sean elegidos a través de convocatoria pública en donde el Congreso determine los magistrados luego de un concurso de mérito.	Se prepara para su segundo de ocho debates
Reforma pensional Aprobada	La reforma avanza en la regulación de las AFPs, junto con la adecuación de los fondos públicos para la administración de los recursos. A pesar de las demandas a la corte constitucional, se espera que la reforma entre en vigor.	Entrará en vigor el 1 de julio de 2025

El Gobierno nacional necesita superávits primarios entre septiembre y diciembre de 2024

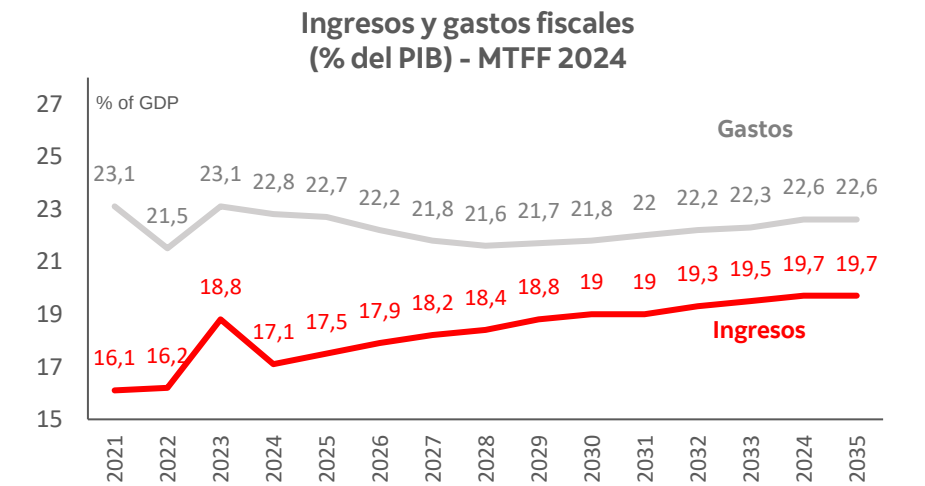
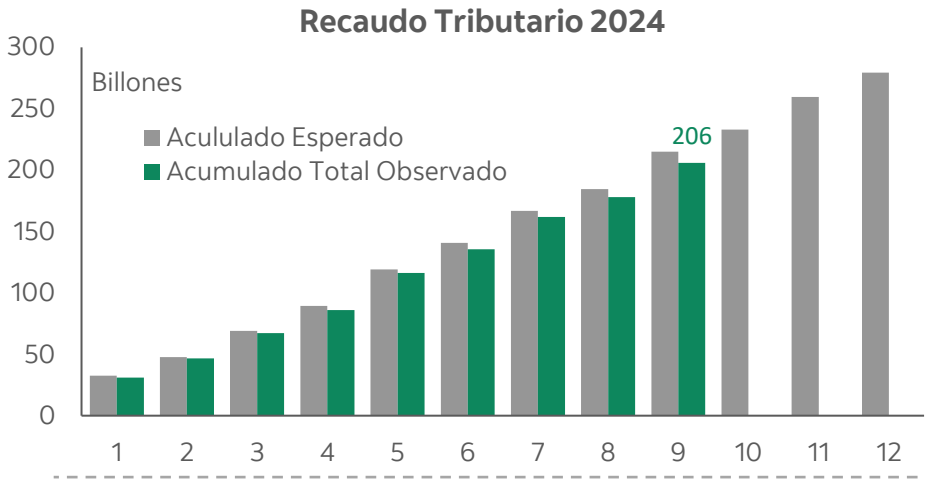
El recaudo tributario está por debajo de lo previsto, lo que ejerce presión sobre el Gobierno Nacional, particularmente en un contexto en el que se requieren superávits primarios para cumplir con la regla fiscal, en meses que históricamente registran déficits.



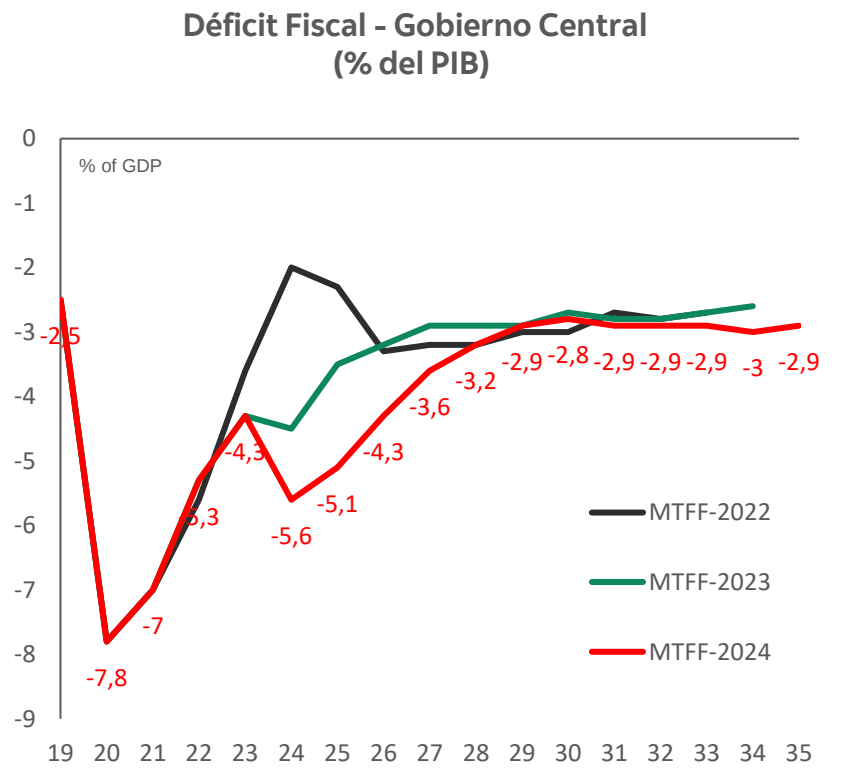
Fuente: Estimaciones CARF, Scotiabank Colpatria Economics

Política Fiscal: existe un compromiso de cumplimiento de la regla fiscal, aunque futuros ajustes serán necesarios

La debilidad de la actividad económica se convierte en un reto para alcanzar la meta de recaudo tributario, Ajustar el gasto ha sido la mejor opción,



- La estimación del déficit ha aumentado, dada una mayor carga de intereses sobre la deuda local,
- Las emisiones de deuda han sido costosas y, lamentablemente, se espera que esta tendencia continúe,
- El gobierno planea emitir una nueva referencia COLTES 2046 con cupón de dos dígitos,

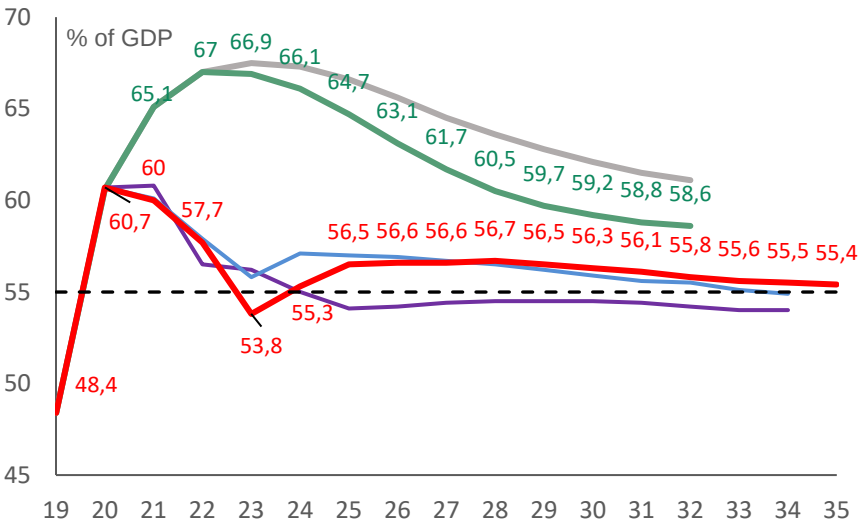


Fuente: MTFF-2024 ,CARF, Scotiabank Economics,

Política fiscal: La carga de la deuda y las fuentes de financiamiento son clave

- La carga de la deuda ha disminuido más rápido de lo esperado después de la pandemia por lo que es razonable anticipar la regla fiscal paramétrica desde 2025.
- Las fuentes de financiación como porcentaje del PIB se mantendrán en el rango de tolerancia de los mercados.
- Después del MFMP-2024 no esperamos un cambio en la calificación crediticia.

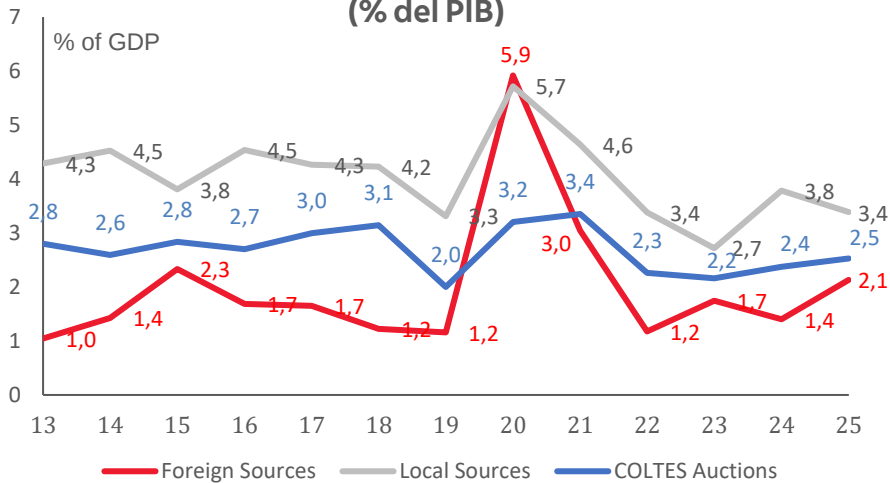
Deuda Neta del Gobierno Central
(% del PIB)



— MTFF-2021
— Target according with the Fiscal Rule in 2021
— MTFF-2022
— MTFF-2023
— MTFF-2024
- - - Anchor

Fuente: MinHacienda, Scotiabank Economics,

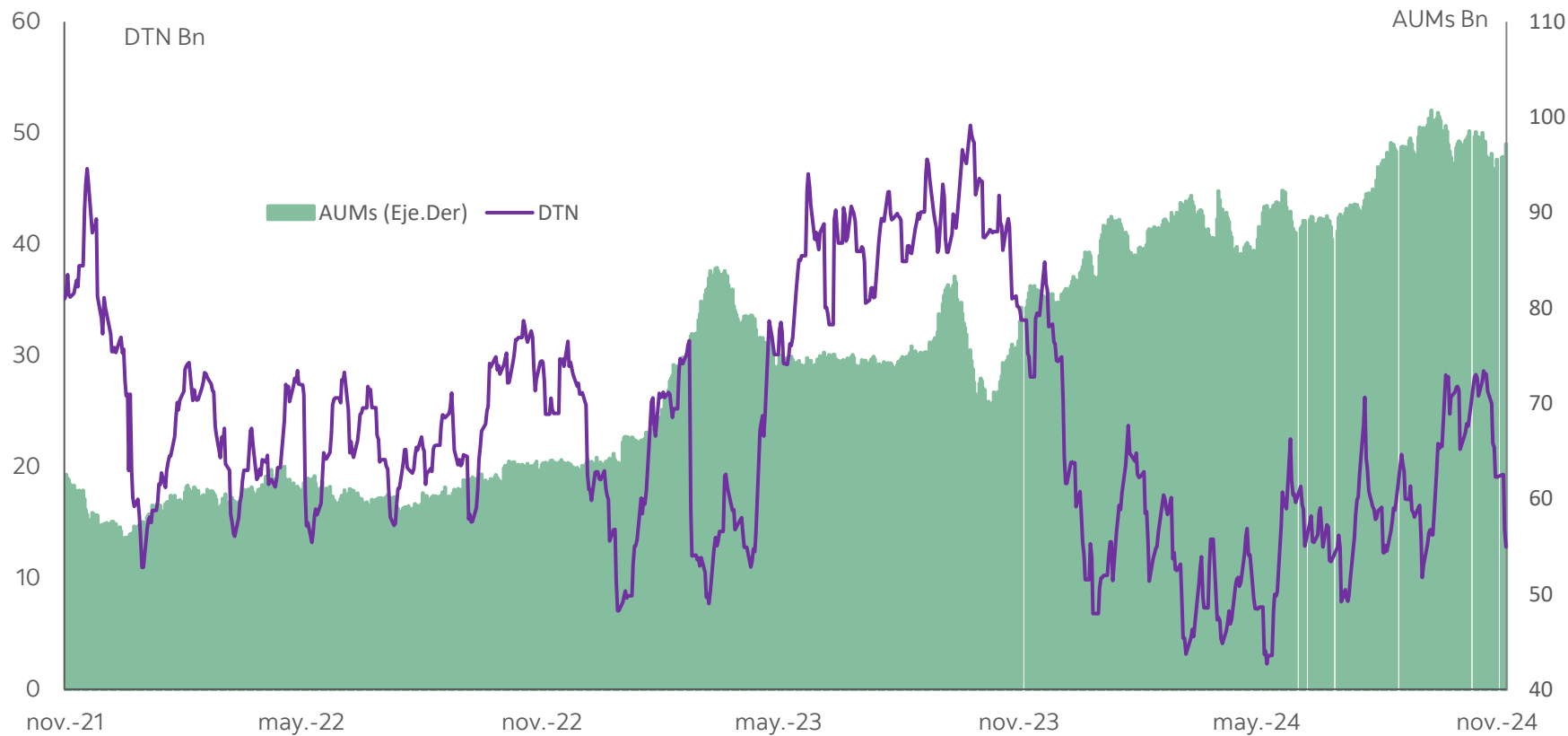
Financiamiento por fuente
(% del PIB)



Agencia Calificadora	Riesgo Crediticio	Perspectiva
FitchRatings	BB+	Estable
S&P Global	BB+	Negativa
MOODY's	Baa2	Negativa

El saldo de recursos de la Nación en el BanRep ha disminuido a medida que los recursos en fiducias se mantienen relativamente estables

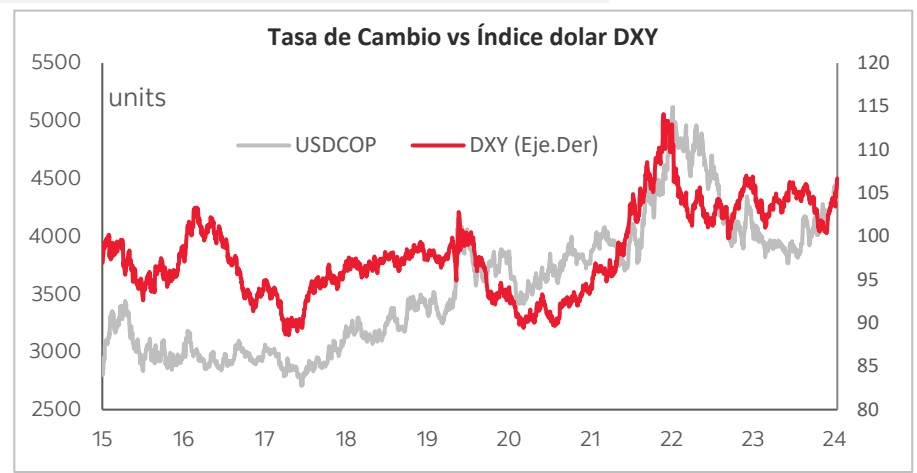
Saldo de Disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional en el Banco de la República
vs AUMs Fondos Fiduciarios



Fuente: Asofiduciarías, BanRep, Scotiabank Economics,

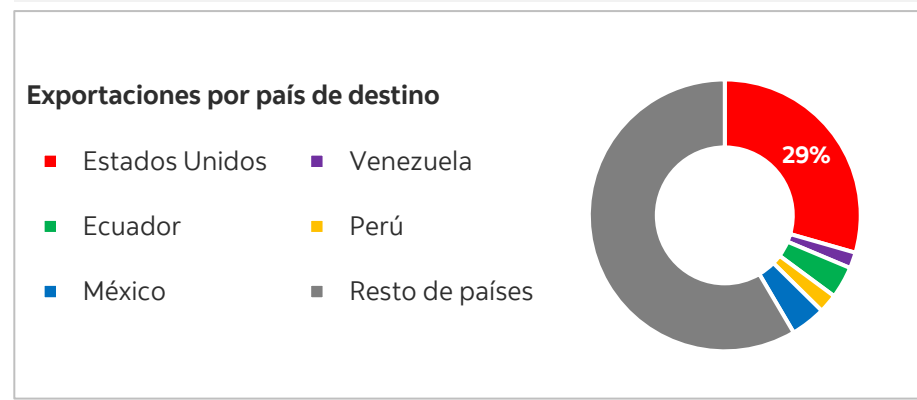
Efecto victoria Donald Trump en Colombia

Mayor volatilidad en los mercados financieros



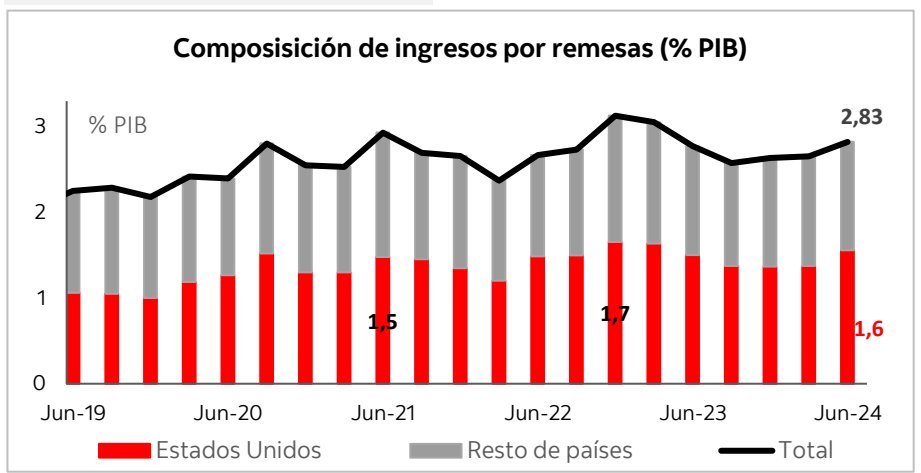
Devaluación del peso colombiano

Posibilidad de mayores aranceles (10-20%)



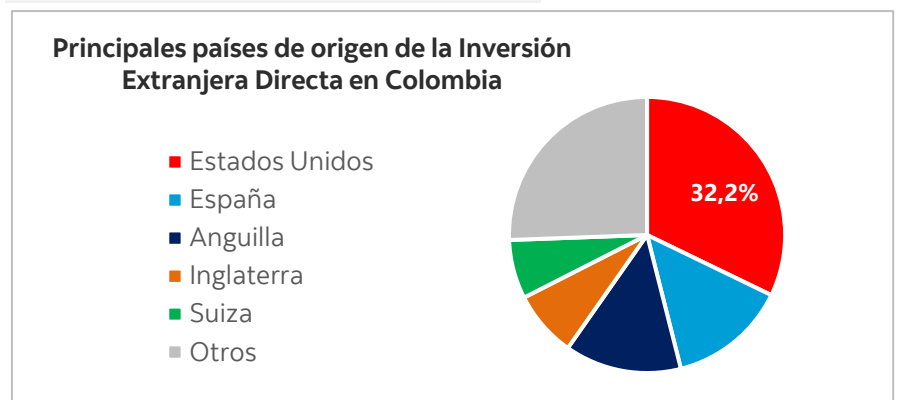
La eliminación de restricciones a los combustibles fósiles en EEUU favorecería mayores exportaciones colombianas.

Restricciones migratorias



Reducción en el flujo de remesas

Incertidumbre puede reducir inversión

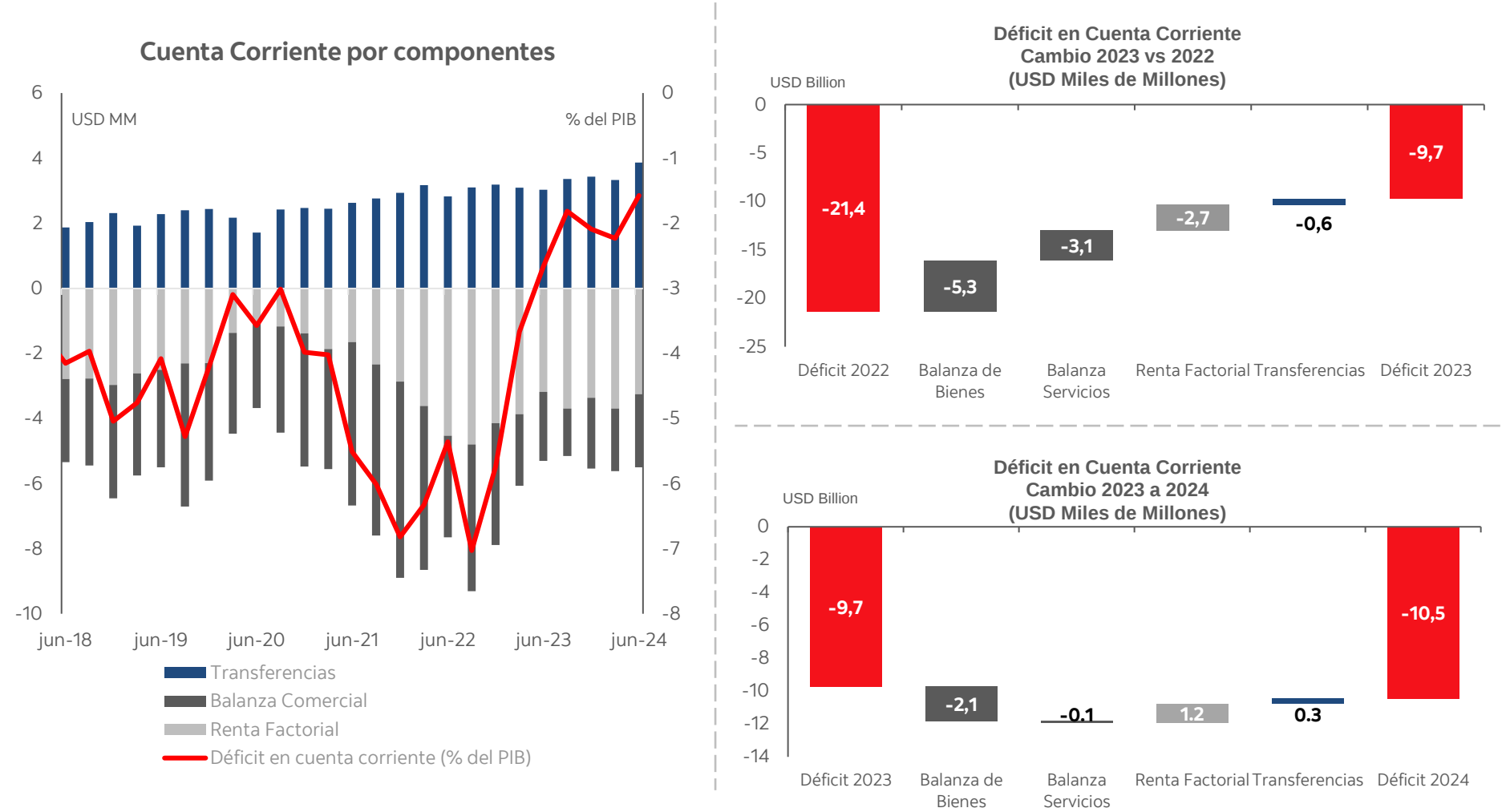


Posible aumento en el costo del financiamiento

Tasa de Cambio

Balanza de Pagos: Cuenta Corriente

La desaceleración económica se reflejó en la reducción significativa del déficit de cuenta corriente, La caída de las importaciones fue la razón de la caída en el déficit de la balanza de bienes

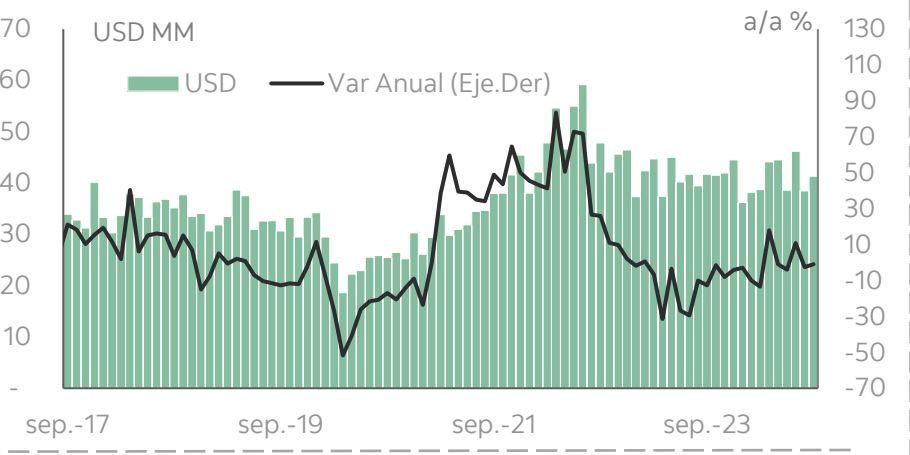


Fuente: Scotiabank Colpatría Economics, BanRep,

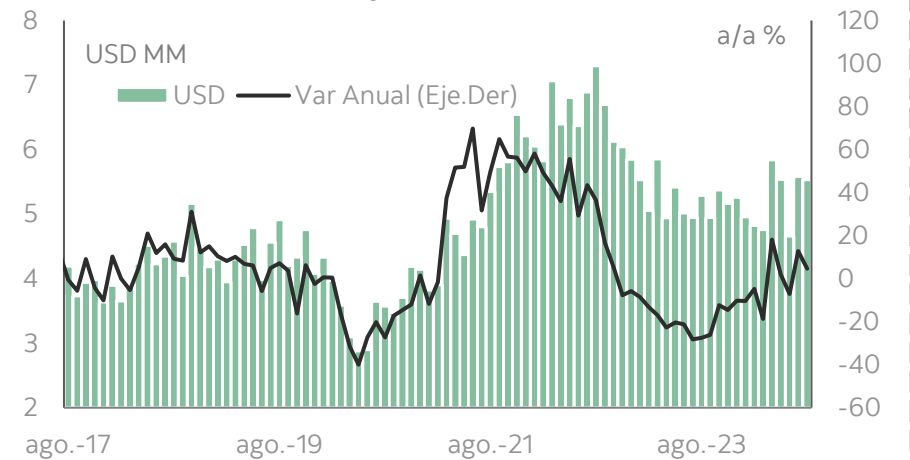
Comercio Internacional

El repunte de las importaciones está dando señales de reactivación. Una ampliación del déficit apoya la posibilidad de mantener una tasa de cambio mayor a la del pasado.

Exportaciones

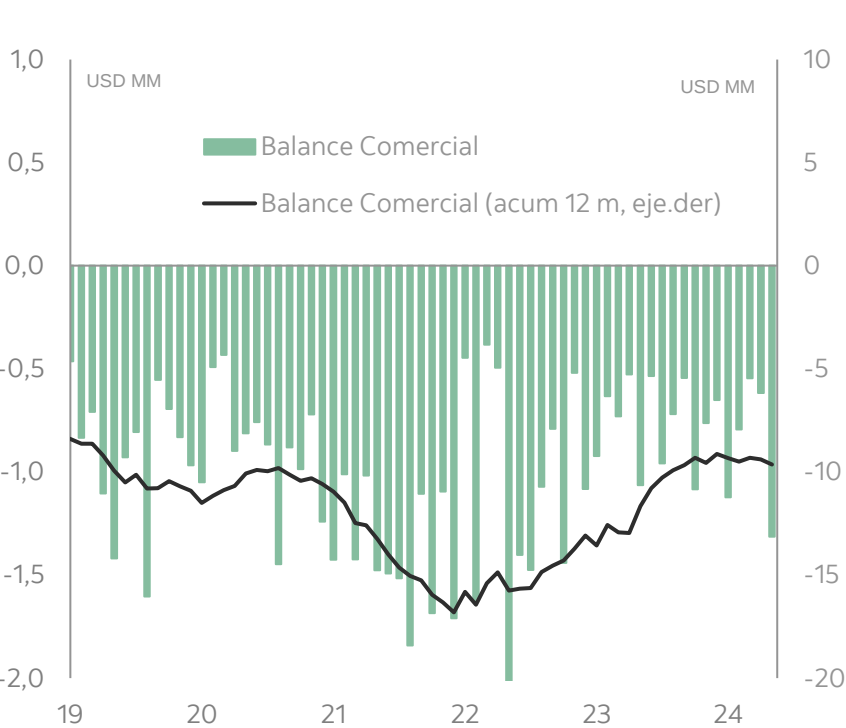


Importaciones



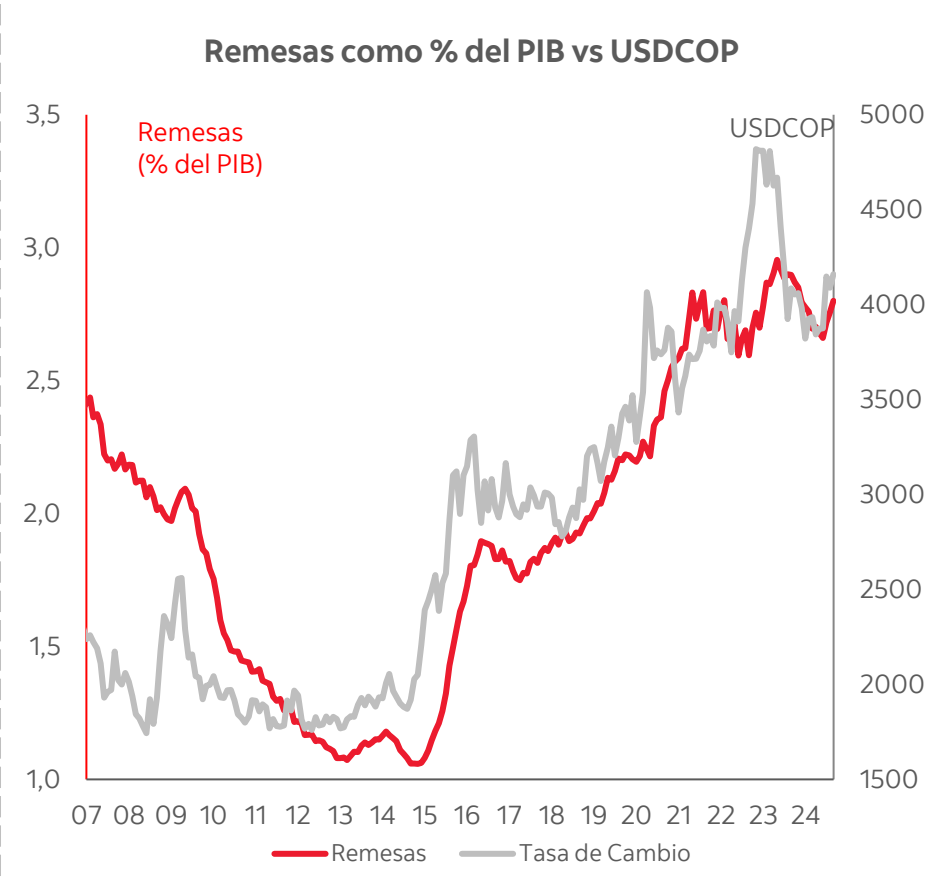
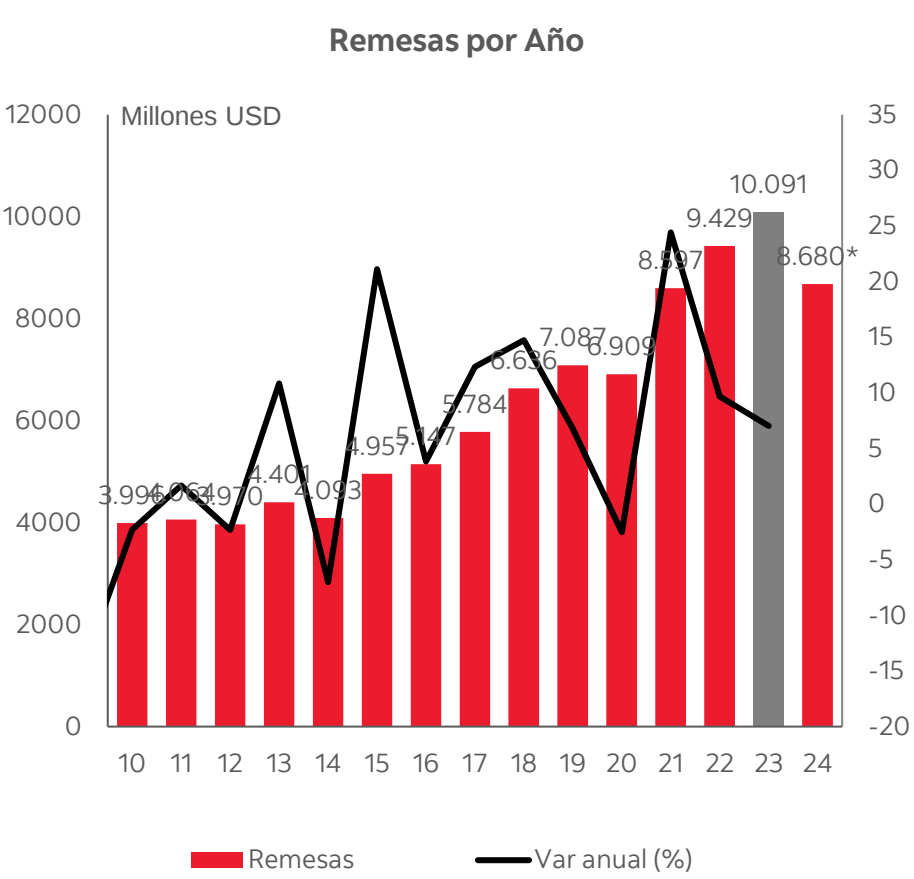
El desequilibrio entre exportaciones e importaciones podría mantener una presión alcista sobre la tasa de cambio.

Balanza Comercial



Remesas

La entrada de remesas se mantiene en niveles históricamente altos representando una parte importante en el ingreso de los hogares. Se proyecta un nivel de USD 12.000 en el año.

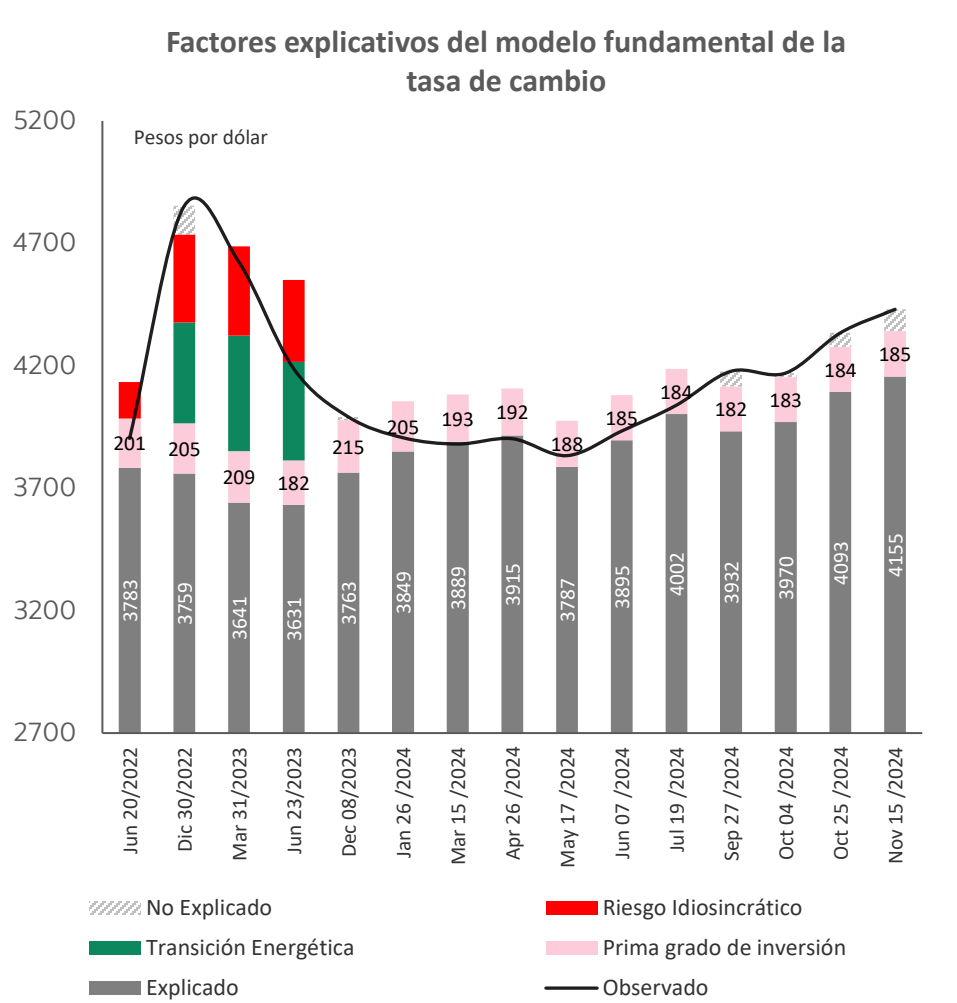
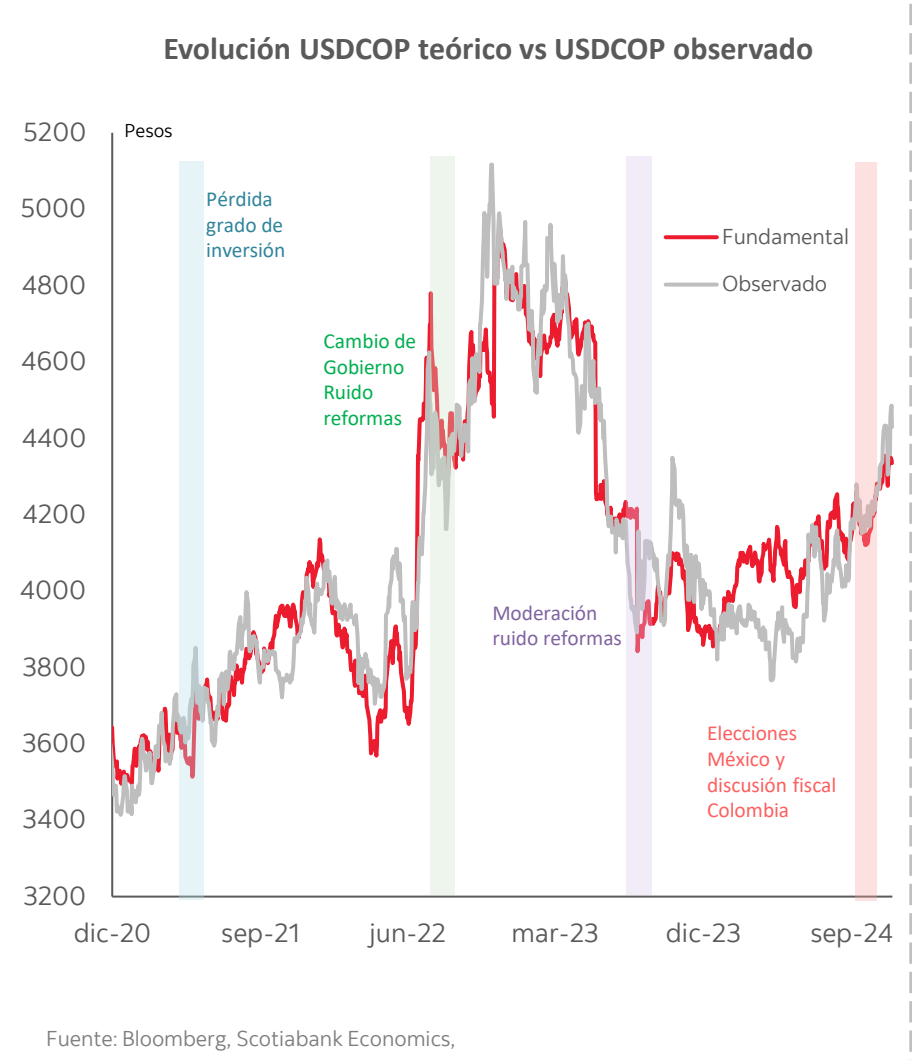


*Acumulado hasta Septiembre 2024
Fuente: Banrep, Scotiabank Economics,

Fuente: Banrep, Scotiabank Economics.

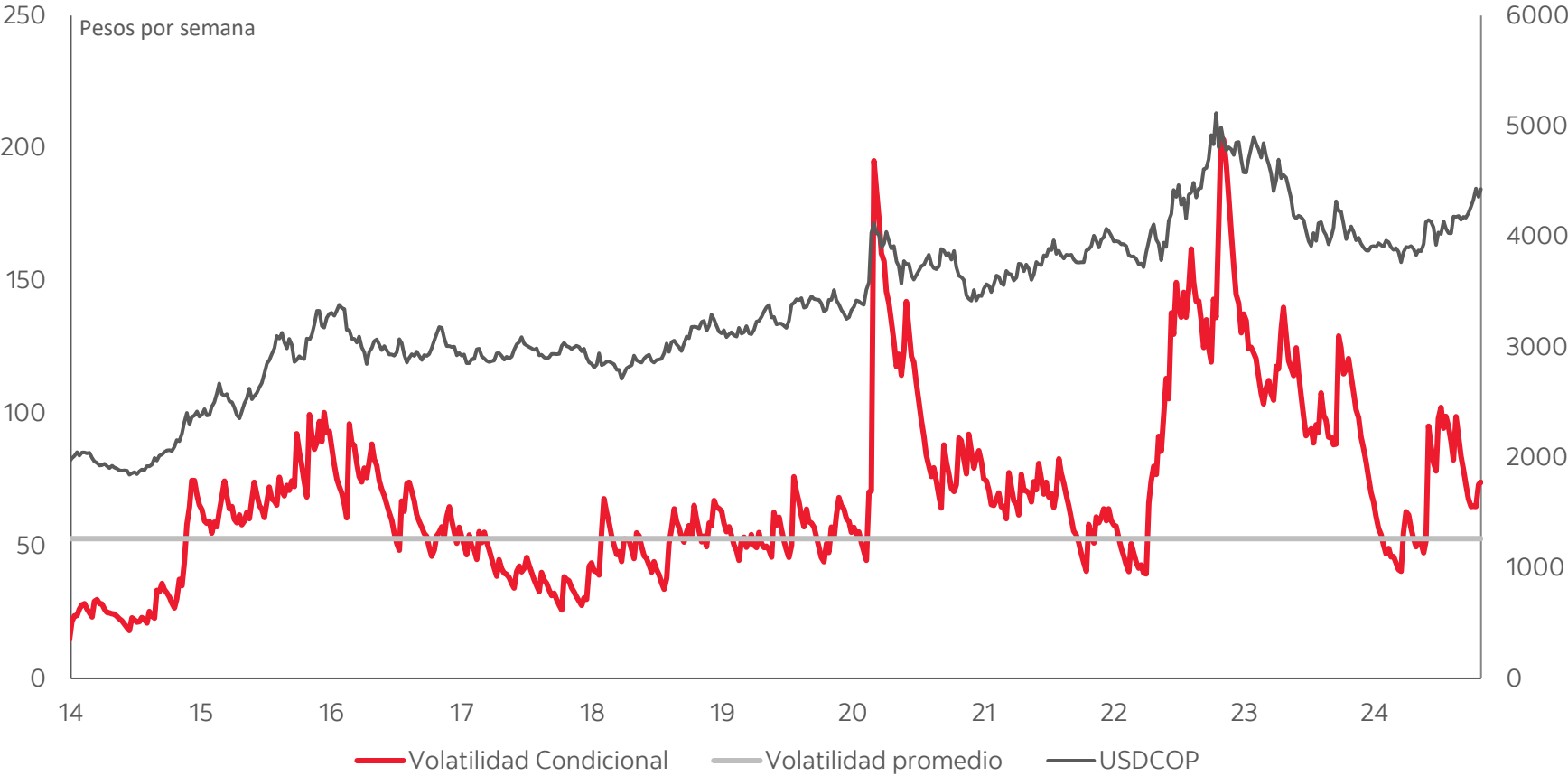
Tasa de cambio

La tasa de cambio ha respondido a la volatilidad internacional, sin embargo, se estaría gestando un nuevo equilibrio soportado en los fundamentales.



Los eventos internacionales incrementaron la volatilidad del FX y podrían respaldar un cambio de nivel estructural.

Comparación Volatilidad Condicional y No condicional
Tasa de cambio USDCOP vs nivel de tasa de cambio.

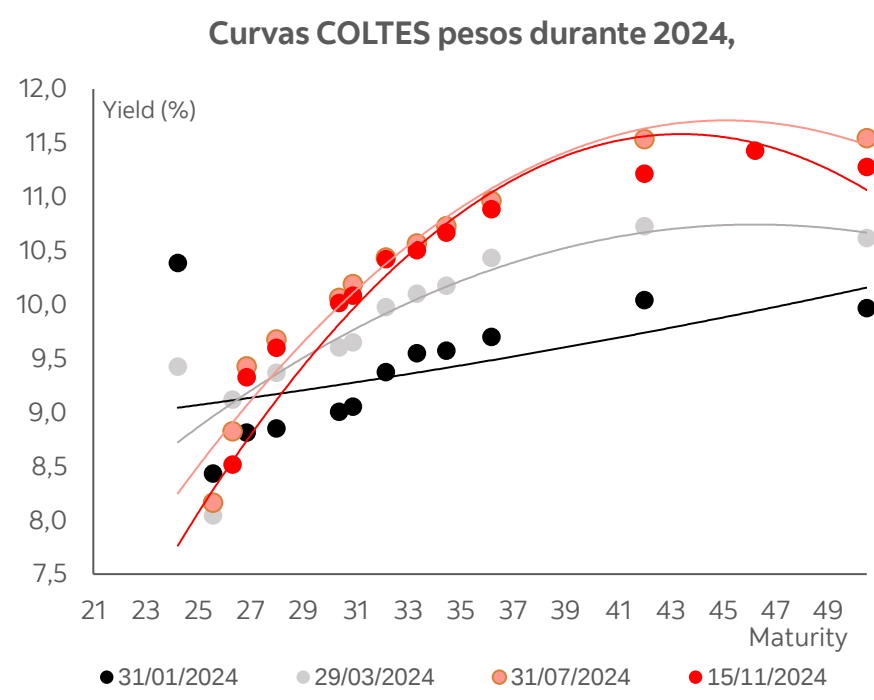
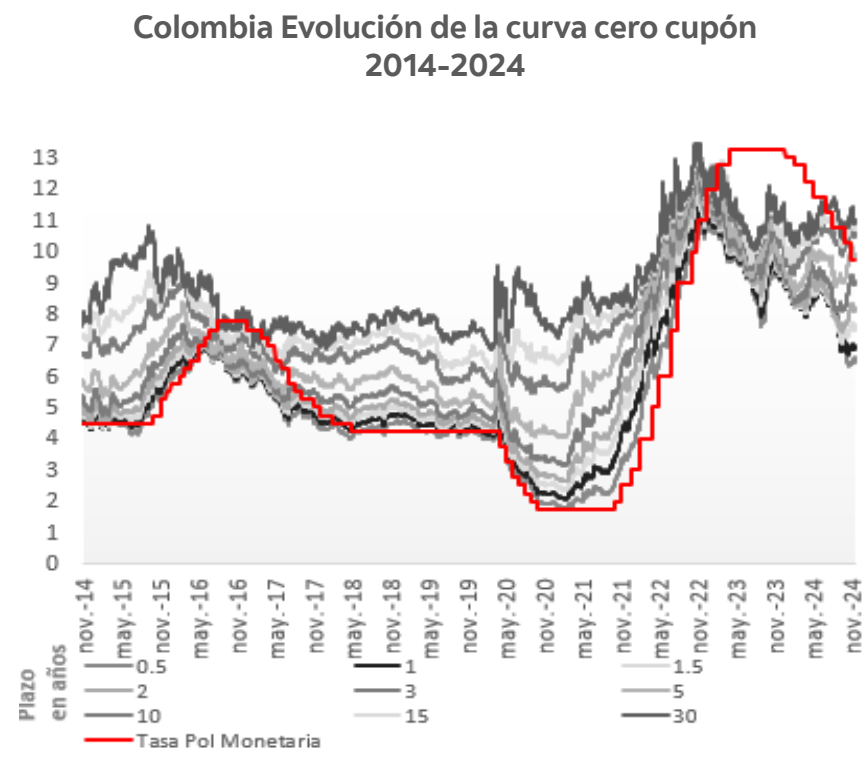


	mar-24	jun-24	sep-24	dic-24	mar-25	jun-25	sep-25	dic-25	mar-26	jun-26	sep-26	dic-26
Colombian peso (USDCOP, eop)	3863	4078	4102	4341	4349	4358	4375	4367	4356	4363	4355	4364

Fuente: Scotiabank Economics,

Renta fija

Pese a la expectativa por el ciclo de recorte de tasas, la curva ha enfrentado retos



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

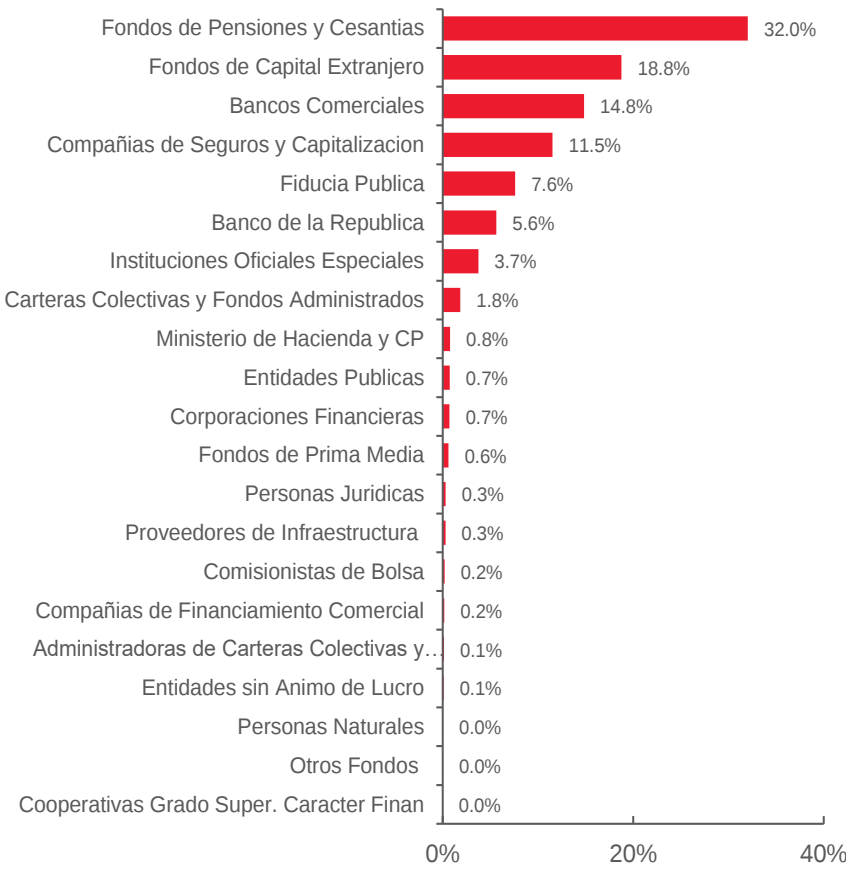
Cambio Neto de las tenencias de COLTEs por tipo de agente

Cambio neto en las tenencias de COLTES (COP bn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024*
Fondos de Pensiones	2.3	4.8	6.5	4.9	10.7	17.3	7.7	6.4	3.3	33.8	36.7
Bancos Comerciales	0.2	2.2	-0.7	7.1	4.8	0.9	7.1	5.7	4.0	-0.5	20.9
Fondos Extranjeros	18.5	6.9	21.0	10.2	9.6	-1.0	10.9	11.3	19.4	-10.4	-0.2
Ministerio de Hacienda	1.7	4.2	-1.5	-3.7	12.6	-8.1	-3.9	1.2	-2.4	-0.5	3.7
Banco de la República	0.0	0.0	8.4	2.2	-4.4	7.6	4.5	13.2	14.0	1.5	-14.7
Fondos de Inversión Colectivos	-0.1	0.3	-0.1	0.6	1.7	0.7	4.2	-3.3	-1.1	2.5	3.1
Compañías de Seguros	0.7	0.3	1.9	0.6	2.9	0.7	1.7	6.2	12.5	14.6	15.0

*Año corrido a Octubre 2024
Fuente: Precia Bloomberg, Min Hacienda, Scotiabank Economics

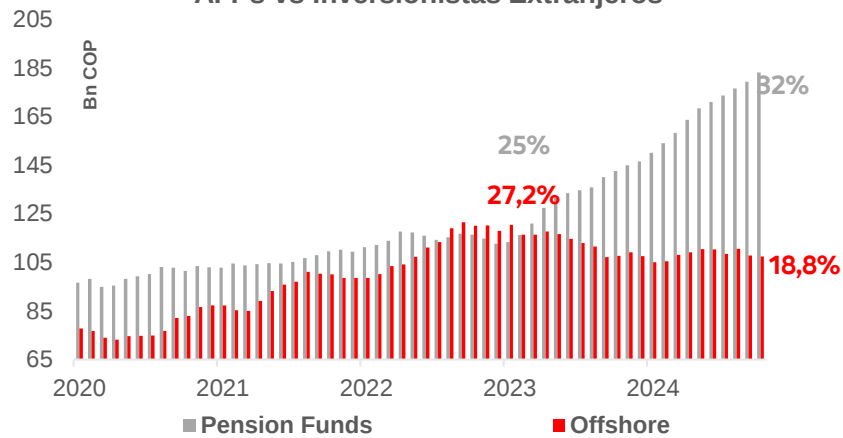
La compra de COLTES se ha concentrado en inversionistas locales

Participación por agente en las tenencias de COLTES TOTAL

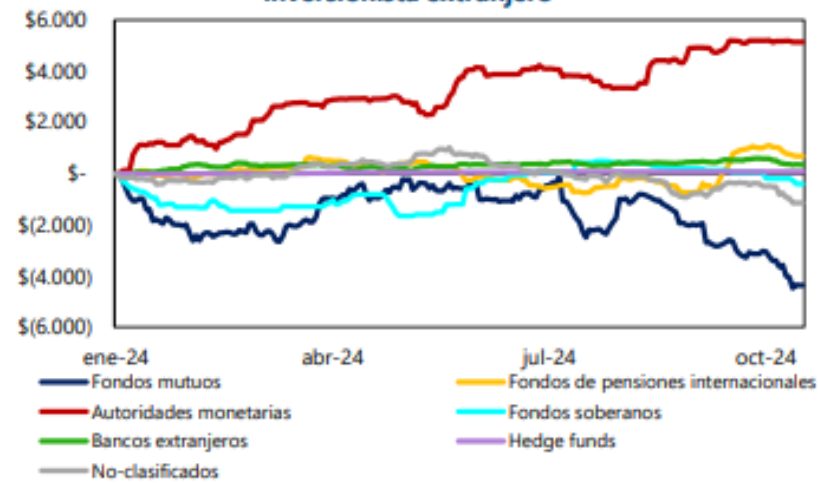


Sources: Scotiabank Economics.

Evolución de la tenencia de TES AFPs vs Inversionistas Extranjeros



Flujos netos acumulados en TES por tipo de inversionista extranjero



Fuente: BanRep, Min Hacienda, Scotiabank Economics

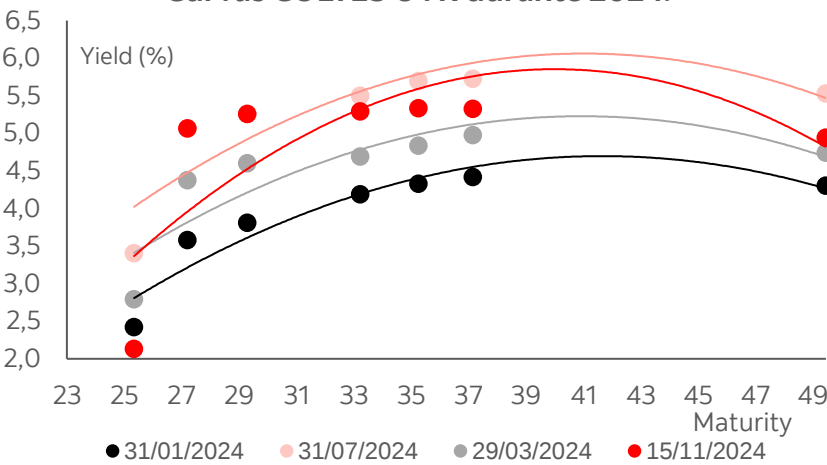
Los BEI convergen gradualmente a los niveles meta del Banco de la República.

Los BEI promedian el 3,9%. El BEI de largo plazo sigue en niveles altos, pero podría atribuirse a la demanda de nicho en los títulos UVR de largo plazo.

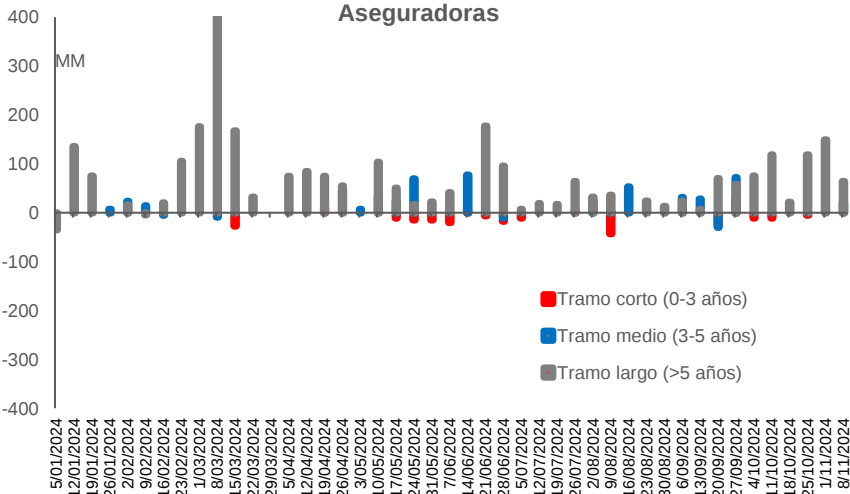
BreakEven Inflation vs Monetary Policy Rate,



Curvas COLTES UVR durante 2024.



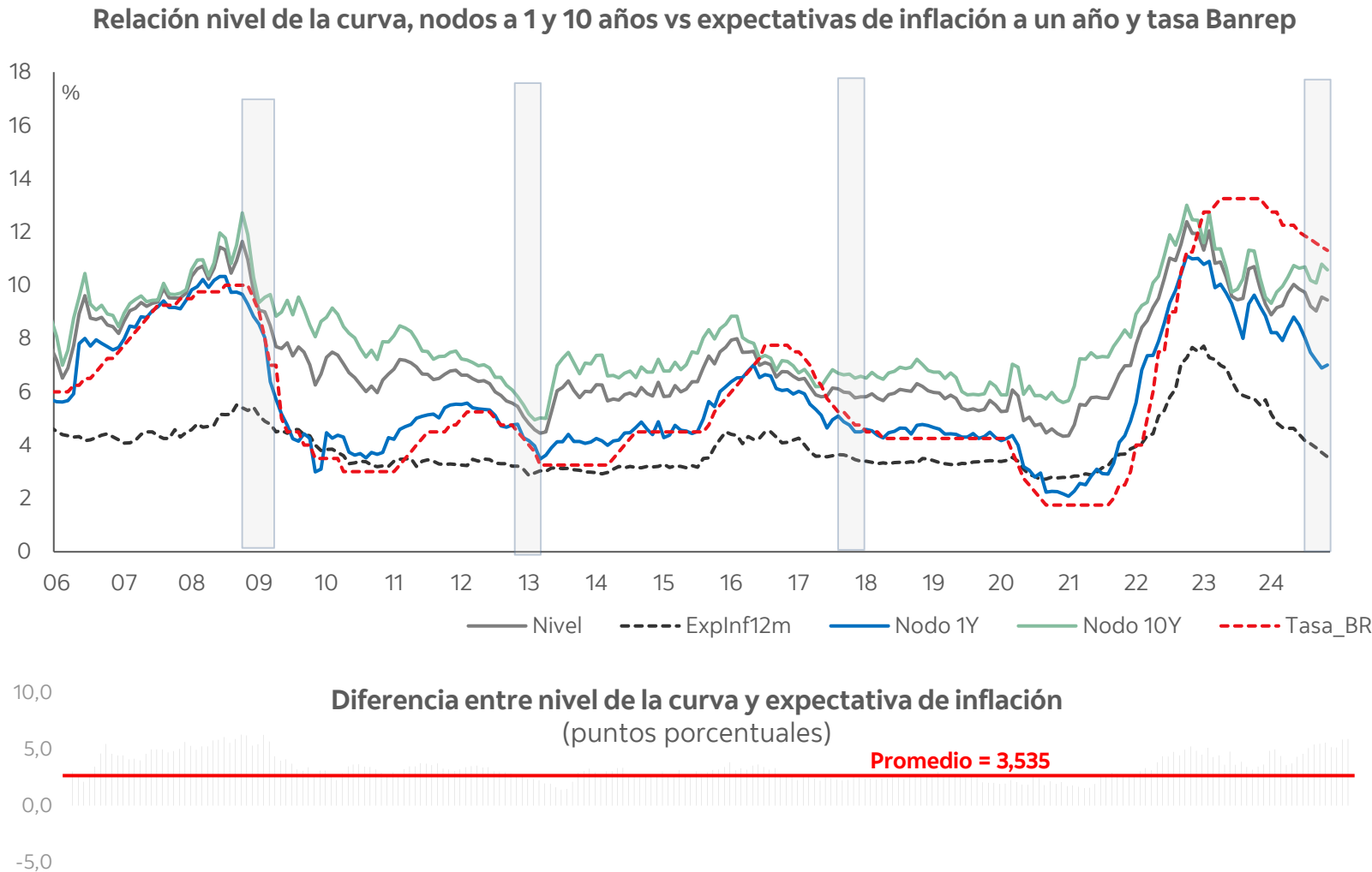
Movimiento neto semanal TES UVR Aseguradoras



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics,

Renta fija: La evolución de la inflación seguiría siendo el ancla del nivel de la curva.

La reversión de las tasas amplió la diferencia entre el nivel de la curva y las expectativas de inflación. En el mediano plazo, la relación debería normalizarse

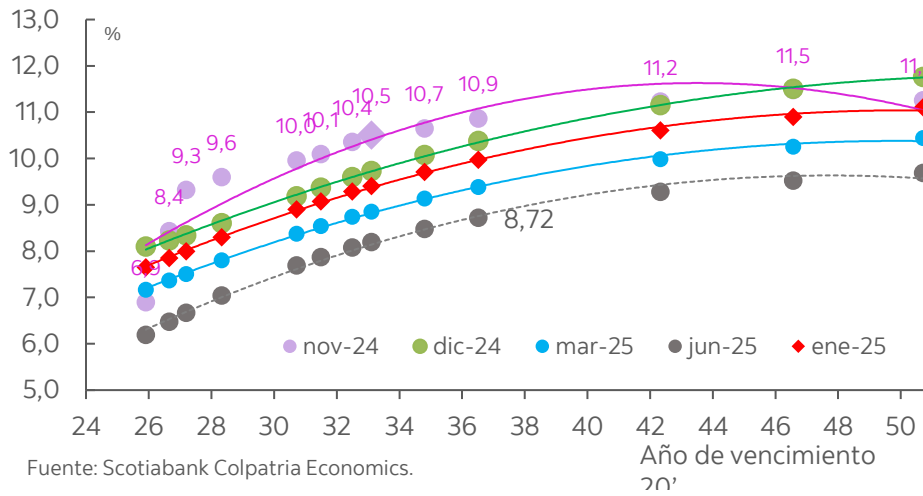


Fuente: Precia, BanRep, Scotiabank Economics,

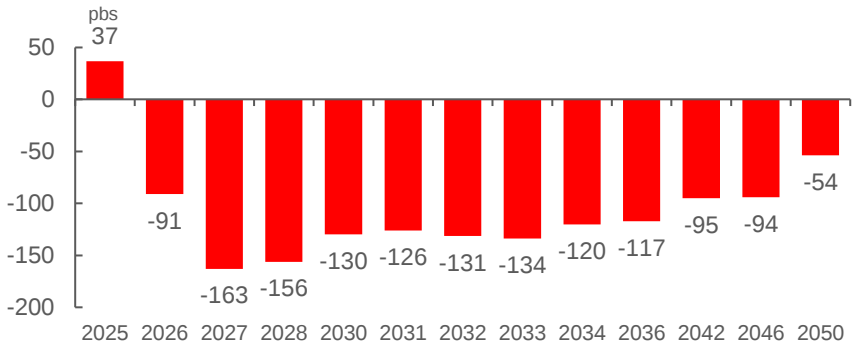
Renta fija: Perspectiva a tres meses (Febrero 2025).

La curva de rendimientos tendría espacio de ver menores tasas en la medida en que avance el ciclo de recorte de tasas de interés y la continuación en la reducción de la inflación.

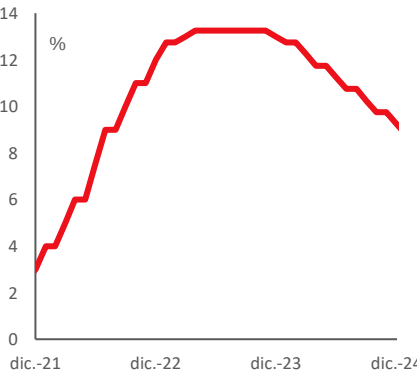
Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro



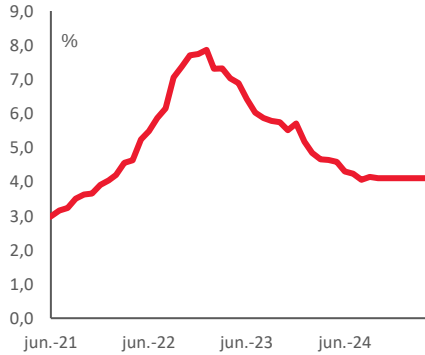
Potencial de movimiento
Hoy vs Febrero 2025



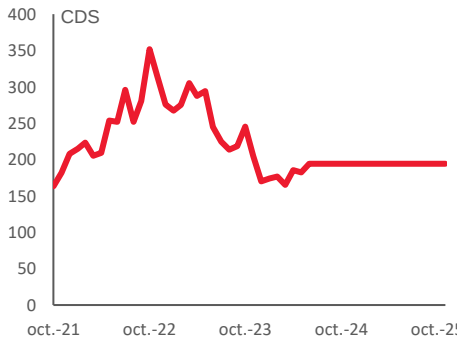
Tasas Banrep



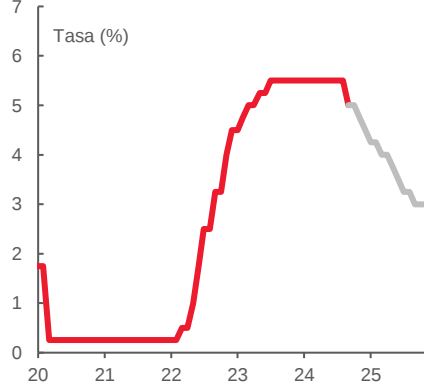
Expectativas de Inflación



CDS 5 años



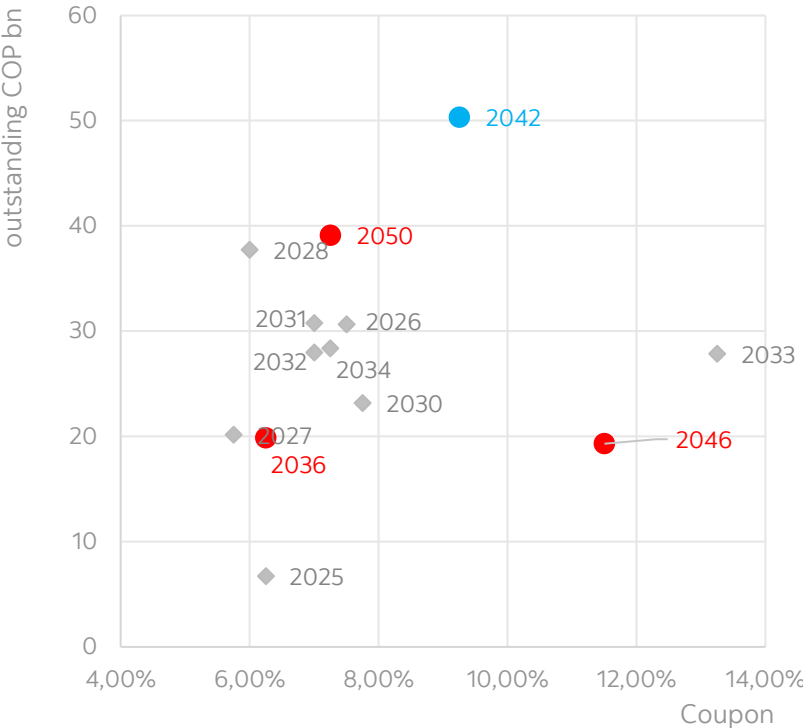
Tasa Reserva Federal



Renta fija: Perspectiva a tres meses (Febrero 2025).

En los próximos meses la mayoría de las referencias se beneficiaría del ciclo de recortes local y externo, especialmente la parte media de la curva.

Colombia: COLTES curve
Outstanding vs Coupon



Nota: En rojo referencias On the Run 2024

Características de la curva de COLTES y expectativas según modelo macro

Referencia COLTES	Cupón	Duración	Movimiento estimado por el modelo macro a Enero 2025 (pbs)
26-Nov-2025	6.25%	0.98	37
26-Aug-2026	7.50%	1.71	-91
3-Nov-2027	5.75%	2.80	-163
28-Apr-2028	6.00%	3.11	-156
18-Sep-2030	7.75%	4.81	-130
26-Mar-2031	7.00%	5.01	-126
30-Jun-2032	7.00%	5.83	-131
9-Feb-2033	13.25%	5.22	-134
18-Oct-2034	7.25%	7.03	-120
9-Jul-2036	6.25%	7.73	-117
28-May-2042	9.25%	8.27	-95
25-Jul-2046	11.50%	8.53	-94
26-Oct-2050	7.25%	9.74	-54

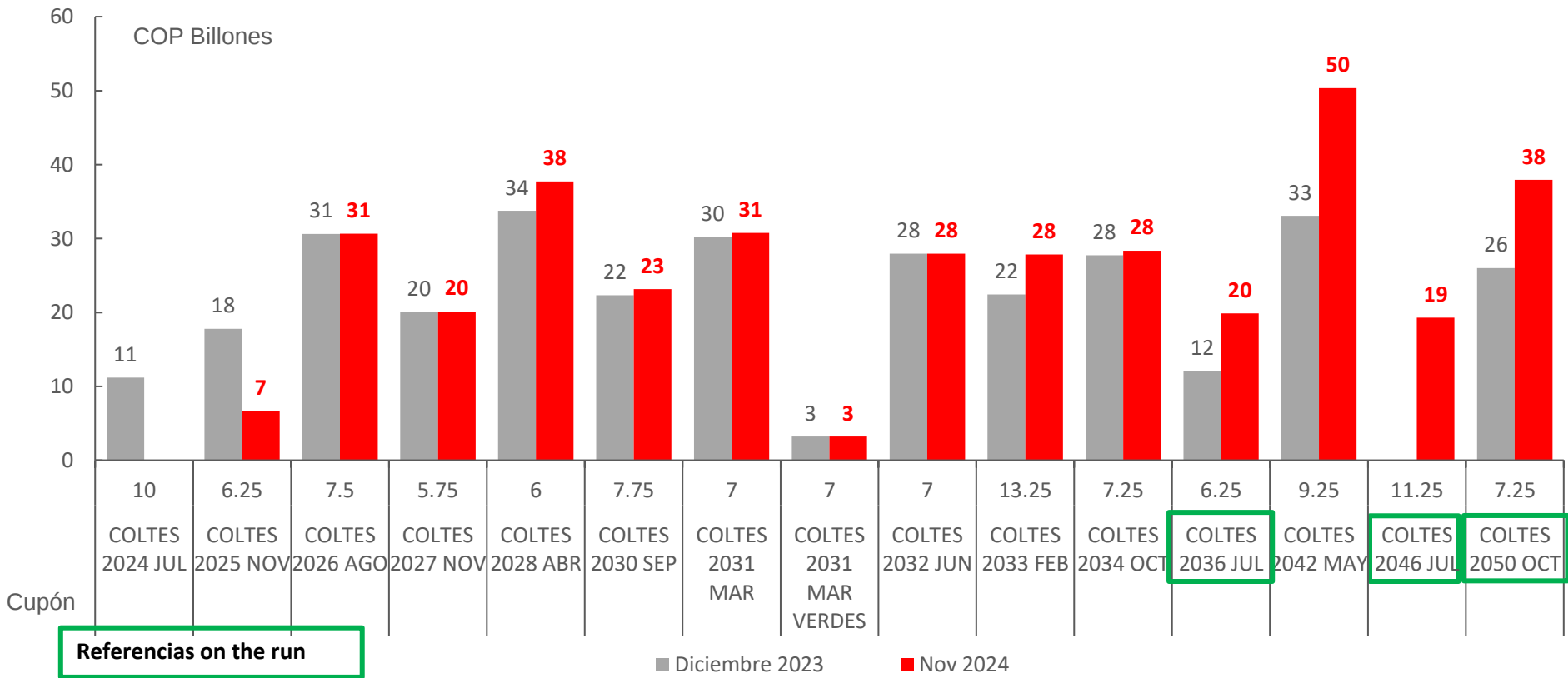
Nodos con la mejor capacidad de absorber la reducción de tasas del Banrep,

Fuente: Ministerio de Hacienda, Scotiabank Colpatría Economics,

Outstanding COLTES Pesos

El Ministerio de Hacienda continúa haciendo canjes de deuda. En lo corrido del año se evidencia que no solo las referencias on-the-run están utilizándose para este fin.

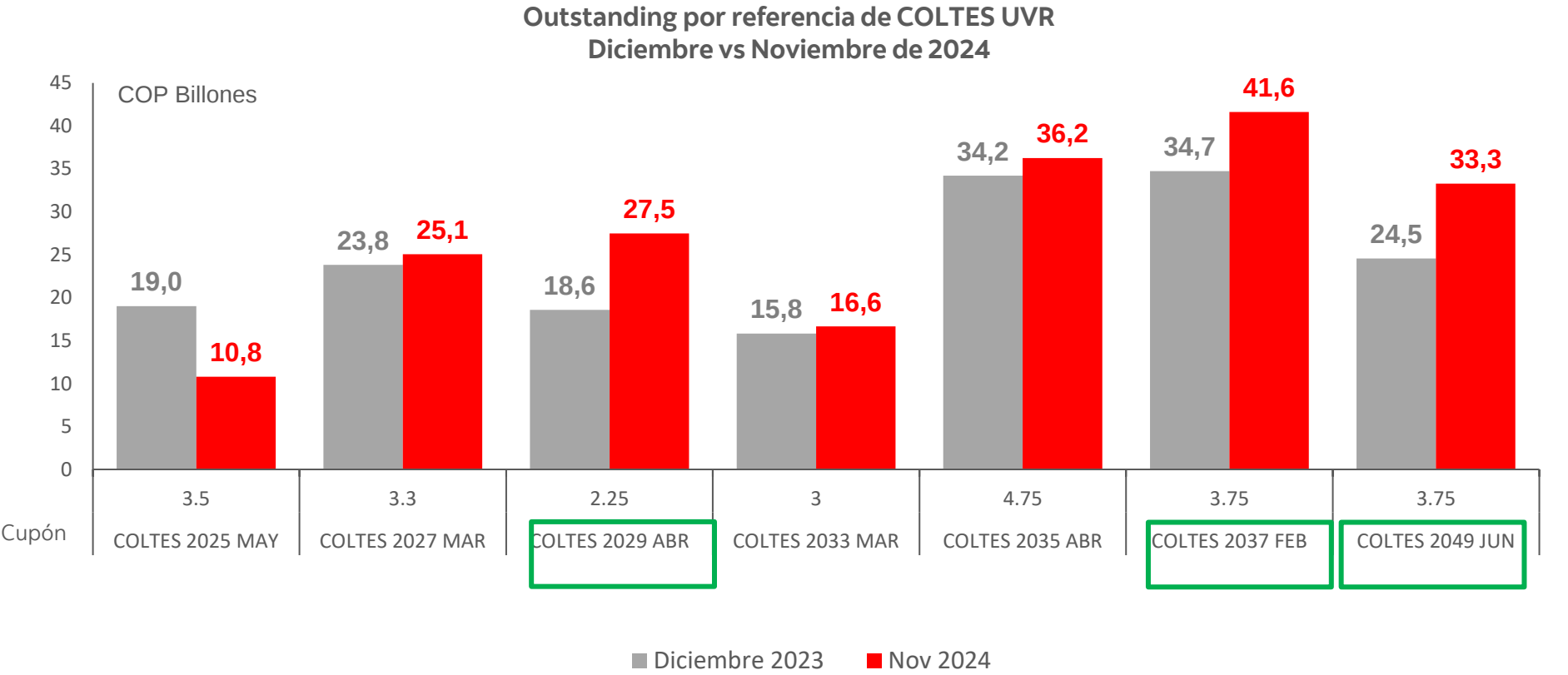
Outstanding por referencia de COLTES pesos
Diciembre 2023 vs Noviembre 2024



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics. Fecha de corte: Noviembre 8, 2024.

Outstanding COLTES UVR

Se identifica la ejecución de un canje de deuda en los COLTES UVR 2025.



Referencias on the run

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics. Fecha de corte: Noviembre 8, 2024.

Pronósticos Macroeconómicos

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023	2024pr	2025pr
Cuentas Nacionales							
Crecimiento real del PIB (anual %)	3,2	-7,3	11,3	7,5	0,6	1,5	2,9
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,9	10,4	-3,9	1,3	3,5
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,2	14,0	9,4	1,0	1,1	2,7
Privado (a/a, %)	4,0	-4,9	15,2	11,0	0,9	1,1	2,4
Gobierno (a/a, %)	5,5	-0,8	10,0	2,0	0,3	1,6	4,8
Formación bruta de capital (a/a, %)	2,4	-21,5	14,5	16,2	-26,3	5,1	8,3
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,5	17,0	13,4	3,4	2,0	1,4
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	28,5	24,8	-14,8	-0,9	3,7
Mercado Laboral							
Desempleo (% , promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,9	11,2
Balanza de Pagos							
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14,1	-13,1	-20,0	-16,6	-8,2	-10,44	-14,21
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,2	50,9	73,1	67,8	68,25	69,62
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,6	76,0	78,69	83,84
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-21,3	-9,7	-10,4	-14,34
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,6	-3,4	-5,6	-6,2	-2,7	-2,5	-3,3
Términos de Intercambio (a/a, %)	4,04	-12,62	20,74	5,94	-18,0	-1,2	
Precios, tasas & Tasa de Cambio							
IPC (a/a, %, fin periodo)	3,80	1,61	5,62	13,12	9,28	5.03	3.86
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6.61	3.91
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	5.46	3.84
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4338	4367
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4147	4334
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	13,0	9,25	5,75
Indicadores Fiscales*							
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,7	53,8	55,3	56,5
Balance de primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-0,9	-0,5
Déficit del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-5,6	-5,1
*Fuente: MFMP 2024							

Contacto:

Jackeline Piraján

Gerente de Research

jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com

Daniela Valentina Guio

Profesional Senior Research

daniela.guio@scotiabankcolpatria.com

Daniela Silva

Profesional I de Research

Daniela1.silva@scotiabankcolpatria.com

Carlos Felipe Cruz

Estudiante en Práctica de Research

carlos.cruz@scotiabankcolpatria.com

Página web:



Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com

Scotiabank Colpatria | Capital Markets
Carrera 7 No 114-33 | Piso 16 | Bogotá, Colombia

DISCLAIMER

- Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Colpatría S,A, Establecimiento Bancario, para ser distribuido entre sus clientes y entre los de sus filiales en Colombia: Fiduciaria Scotiabank Colpatría S,A, Sociedad de Servicios Financieros y Scotia Securities (Colombia) S,A, Sociedad Comisionista de Bolsa, entidades sometidas a la inspección, vigilancia y control por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia,
 - El contenido del presente documento no constituye una recomendación profesional o un informe de investigación sobre inversiones para realizar inversiones, en los términos de los artículos 2,40,1,1,2 y 2,40,1,1,3 del Decreto 2555 de 2010 o de las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen,
 - La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación personalizada de inversión, ni invitación, oferta, solicitud, sugerencia u obligación por parte de Scotiabank Colpatría S,A,, ni sus filiales en Colombia, sus administradores, representantes, asociados, directores, socios, empleados, asesores o contratistas, En ese orden de ideas, la información contenida en este documento se publica para su utilización general y no tiene en cuenta objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de algún inversionista en particular, El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor, El lector debe tener claro que el objetivo del documento no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados, La información contenida es de carácter estrictamente referencial y así debe ser interpretada,
 - Las personas interesadas, deben buscar asesoramiento profesional autorizado sobre la conveniencia de tomar decisiones de inversión y deben comprender que es posible que las declaraciones con respecto a las perspectivas futuras no se realicen,
 - Las opiniones contenidas en este documento se han compilado o se han obtenido de fuentes información públicas que se consideran confiables, pero no se hace ninguna declaración de garantía, expresa o implícita, en cuanto a su exactitud o integridad,
 - Ni Scotiabank Colpatría S,A,, ni sus filiales aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de la información contenida en este documento,
 - La información contenida en este documento se basa en ciertos supuestos y análisis de la información disponible en el momento en que esta se preparó, los cuales pueden ser o no correctos, Por lo anterior, no hay ninguna certeza acerca de que las proyecciones contenidas en este documento se cumplirán; por lo cual, nada de lo contenido en este documento es o debe ser considerado como una promesa o garantía en cuanto al comportamiento de las proyecciones en el futuro,
 - Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas en este documento están sujetas a cambios, sin previo aviso,
 - Este documento no es, y no debe interpretarse como: (i) una oferta de venta o solicitud de una oferta para comprar valores; (ii) una oferta para realizar transacciones comerciales; o (iii) una asesoría de inversión,
- ® Marca registrada de The Bank of Nova Scotia, utilizada bajo licencia, * Scotiabank se refiere a The Bank of Nova Scotia,

ACERCA DE SCOTIABANK COLPATRIA

Scotiabank Colpatría cuenta con un amplio portafolio de productos destinados a clientes de los segmentos Corporativo, Empresarial, Pyme y Banca Privada así como créditos de consumo, préstamos hipotecarios, entre otros dirigidos al segmento Retail, Es uno de los principales emisores de tarjetas de crédito -incluyendo las de marca compartida- y créditos rotativos, Tiene presencia en 22 ciudades colombianas, una amplia red de oficinas, corresponsalía bancaria y más de 700 cajeros automáticos propios a nivel nacional, más de 190 de ellos multifuncionales para pagos y depósitos en línea, Para acceder al variado portafolio de productos se puede consultar la página web: www.scotiabankcolpatria.com, con la fuerza comercial en las sucursales o en la línea de atención en Bogotá (601) 756 1616 y a nivel nacional 01 8000 522222,

Acerca de Scotiabank

La visión de Scotiabank es ser el socio financiero más confiable de nuestros clientes para lograr un crecimiento sostenible y rentable y maximizar el rendimiento total para los accionistas. Guiados por nuestro propósito, “por nuestro futuro”, ayudamos a nuestros clientes, sus familias y sus comunidades a lograr el éxito a través de una completa gama de asesoría, productos y servicios en los sectores de banca personal y comercial, gestión patrimonial, banca privada, corporativa y de inversión, y mercados de capitales. Con activos de aproximadamente \$1.4 billones (al 31 de julio de 2024), Scotiabank cotiza en la Bolsa de Valores de Toronto (TSX: BNS) y en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE: BNS). Para obtener más información, visite www.scotiabank.com y siganos en X @Scotiabank.