

Análisis Macroeconómico: Tercer trimestre 2024

**Camino a tasas de interés más bajas ahora la
discusión sobre los fundamentales de largo plazo.**

Octubre 2024

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com



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

Interiorizando **tasas de equilibrio más altas** y la necesidad de mejorar los fundamentales de largo plazo.

La Reserva Federal va en camino a tasas de interés más bajas, sin embargo, el ciclo se detendría en una tasa de interés cercana al 3%, similar a la tasa normal de hace 30 años. En este sentido, los mercados evalúan los fundamentales de largo plazo ahora que hay más claridad sobre el punto final en la tasa base.

En Colombia, la evolución de la actividad y los precios soportan nuevas bajadas en la tasa de interés. En el frente fiscal, no hay duda sobre el compromiso con el cumplimiento de la regla fiscal, pero el entorno de bajo recaudo a elevando la incertidumbre sobre la capacidad de mantener las afugias fiscales bajo control.

EN ESTA ENTREGA DESTACAMOS:

- La bajada de tasas de la Reserva Federal se da en un entorno en el que la economía está logrando un aterrizaje suave. Lo que hace suponer que la tasa de equilibrio va a ser mayor a la de prepandemia. Los mercados han dejado de operar la tendencia y se concentran más en el cálculo de las primas de riesgo adecuadas.
- En Colombia la economía ha empezado a dar señales dispares de recuperación que podrían consolidarse en un entorno de una inflación encaminada a la meta del BanRep y de menores tasas de interés. La promoción de mayores niveles de inversión sigue siendo la prioridad para tener una mejor estructura de largo plazo.

- Los mercados locales enfrentan volatilidad no solo por la evolución de la política monetaria, sino por el chocado entorno geopolítico. En Colombia, la volatilidad de la tasa de cambio se ha incrementado, aunque no se vislumbra una tendencia. En el mercado de deuda pública, el riesgo fiscal podría mantener la curva de renta fija con un empinamiento alto frente al promedio histórico.

Colombia	2021	2022	2023	2024 pr	2025 pr
PIB (a/a %)	11	7,5	0,6	1,5	2,9
IPC (a/a %)	5,62	13,2	9,28	5,31	3,98
Tasa Banrep	3,0	12,0	13,0	9,0	5,5
USDCOP	4077	4850	3902	4116	4150

Índice

- **Contexto internacional 3**
- **Economía Colombiana 4**
- **Mercado laboral..... 5**
- **Déficit de cuenta corriente 6**
- **Inflación 7**
- **Tasas de Interés 8**
- **Gobierno..... 9**
- **Mercados..... 10**
- **Proyecciones Macro 12**

Contexto internacional: La atención se centra en los fundamentales de largo plazo.

El momento más esperado por los mercados llegó en septiembre, **la Reserva Federal inició el ciclo de recorte en las tasas de interés a una velocidad más fuerte de la prevista**, pero reafirmando el mensaje de que las tasas de interés se equilibrarían en niveles más altos y técnicamente no vistos en 30 años. La proximidad de la inflación a las metas de los bancos centrales de economías desarrolladas ha enfocado la conversación internacional a los indicadores de crecimiento económico y de empleo, que por el momento continúan favoreciendo el escenario de un ajuste gradual de la economía y sin una probabilidad inminente de presentar una destorcida abrupta.

De esta manera, la economía global ahora se encuentra sincronizada en el recorte de las tasas de interés y la expectativa de un equilibrio con tasas más altas ha traído la pregunta sobre **cuál debería ser el equilibrio de las primas de riesgo**, en un contexto en el que las economías se equilibran con niveles de endeudamiento más alto, un crecimiento económico más lento y con una incertidumbre geopolítica elevada. En este contexto, las tasas de interés parecen decantarse por curvas de rendimiento más empinadas que en la prepandemia, mientras que los activos de riesgo siguen en busca de un nuevo catalizador para soportar nuevos avances.

En Latinoamérica, el proceso de recorte de tasas ha sido más errático y, en paralelo, la observancia por los eventos políticos se ha incrementado. En México, la presidente Claudia Sheinbaun se posesionó, mientras que, el gobierno saliente logró sincronizarse con las supermayorías del Congreso para aprobar la reforma judicial.

En Brasil, el ruido por las políticas de gasto de Lula no opacó la lectura positiva de Moody's que revisó al alza su calificación soberana, dejándola solo un escalón por debajo del grado de inversión, argumentando que el moderado aumento de la deuda post pandemia, el crecimiento económico y las políticas fiscales de ingreso y gasto podrían generar una mejor perspectiva para la posición fiscal de la nación.

En Chile, el banco central continúa con un avance cauteloso en sus recortes de tasas a medida que la economía presenta algunas sorpresas positivas en su desempeño, mientras que en Perú hay una cierta calma política y el Banco Central de Reserva del Perú mantiene su tasa con ligera diferencia frente a la tasa de la Reserva Federal.

En el contexto político, el mundo se prepara para las elecciones en EEUU, las preguntas han girado alrededor de los efectos estructurales de ambos candidatos tales como perspectivas de carga fiscal y qué tanto se puede incrementar la productividad en cada programa. Por otro lado, los conflictos geopolíticos continúan elevados y el ambiente de incertidumbre es alto, aunque el mercado parece acostumbrado y el impacto en los precios internacionales no ha escalado a las magnitudes observadas cuando se tuvo la disrupción por la invasión de Rusia a Ucrania.

Todo lo anterior sugiere que es momento de hablar de fundamentales de largo plazo, asignar el adecuado precio a los riesgos y continuar vigilantes del impacto de los eventos de corto plazo en la volatilidad de los mercados financieros.



¿Volver al pasado o buscar un nuevo horizonte?

La economía necesita un mayor impulso.

Las sorpresas de crecimiento que la economía ha experimentado en la primera parte del año podrían verse como un punto de repunte desde la desaceleración experimentada en 2023. Sin embargo, existen muchas variantes para pensar que las bases del crecimiento aún están por consolidar.

La economía colombiana está superando la volatilidad generada luego de la pandemia y luego de la disrupción de precios por los conflictos internacionales. La pregunta es **¿será posible retornar al ritmo de expansión del pasado?**.

En el segundo trimestre, el Producto Interno Bruto creció 2,1% frente al mismo periodo de 2023, no obstante, se evidenció un desempeño desigual entre los diferentes sectores. La agricultura mantuvo un paso firme creciendo 10,2%, al tiempo que las actividades de entretenimiento avanzaron en un 11,1%, reflejando que los eventos deportivos suelen desencadenar un alto interés en las apuestas en línea. Sin embargo, para otros sectores el panorama no resulta muy favorable, siendo el débil desempeño de la industria manufacturera, de la construcción y el comercio el reflejo de los bajos niveles de inversión y de demanda que enfrenta el país.

La manufactura completó 5 trimestres en terreno contractivo y aunque algunos eventos puntuales pueden seguir pensando en el total de la actividad, como el cierre de la planta Colmotores en abril e interrupciones en la refinación de combustibles, otras actividades, tales como, la fabricación de productos textiles, han sufrido de una baja. Además, a pesar de ver una ligera recuperación en la formación bruta de capital, resulta insuficiente para pensar que en el corto plazo la inversión retornará a los niveles pre-pandemia (Gráfico 1).

La baja inversión es el principal reto para el crecimiento económico, ya que limita la capacidad de la economía para crecer a un ritmo alto y sostenible, dejando que la dinámica recaiga en sectores con un crecimiento volátil. En 2024, el caso de la agricultura es favorable gracias a algunas condiciones climáticas favorables, sin embargo, podría tener una desaceleración en el futuro ante la incertidumbre alrededor de disponibilidad de recursos clave.

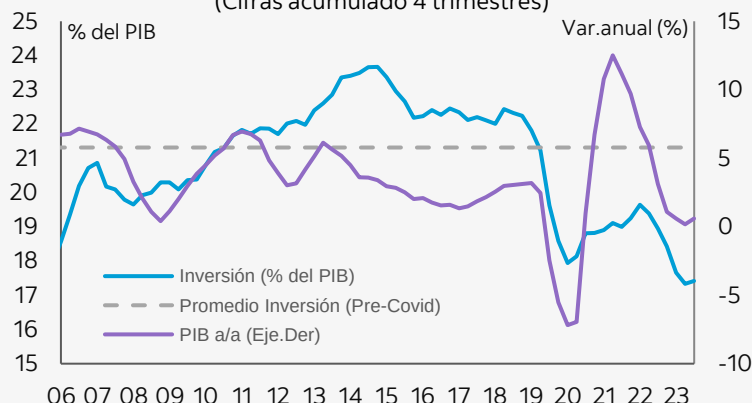
Por otro lado, la recuperación del consumo también representa un reto. A pesar de un repunte en el gasto de los hogares, la distribución de este consumo es desigual, lo que indica que el aumento no está necesariamente presente en todos los sectores. Esto se hace evidente en el sector de los bienes no duraderos, que experimentó una caída en la demanda. La bajada de la tasa de interés del Banco de la República en línea con menores tasas de inflación generaría un mejor impulso para el consumo, especialmente en 2025, aunque con un ritmo menor al de prepandemia.

La reciente mejora en el ISE, con un crecimiento del 3.7% a/a en julio, proporciona un respiro temporal. Sin embargo, es importante señalar que este aumento fue impulsado principalmente por el sector de la administración pública y actividades de ocio, que pueden no ser representativos de una recuperación económica sostenible. La celebración de eventos deportivos y festividades locales pudo haber distorsionado los datos, creando una **percepción de recuperación que podría no mantenerse en el largo plazo.**

En resumen, Colombia estaría superando la peor parte de la desaceleración y está en búsqueda de los pilares de un nuevo ciclo de expansión. Por el momento, la recuperación ha sido desigual, por lo que proyectamos una expansión de 1,5% en 2024 y de 2,9% en 2025, aún por debajo del ritmo de crecimiento promedio de pre-pandemia, superior al 3,5%.

Gráfico 1: Inversión sobre PIB (%)

(Cifras acumuladas 4 trimestres)



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatria Economics

La creación de empleo se enfría y la informalidad parece ser la salida.

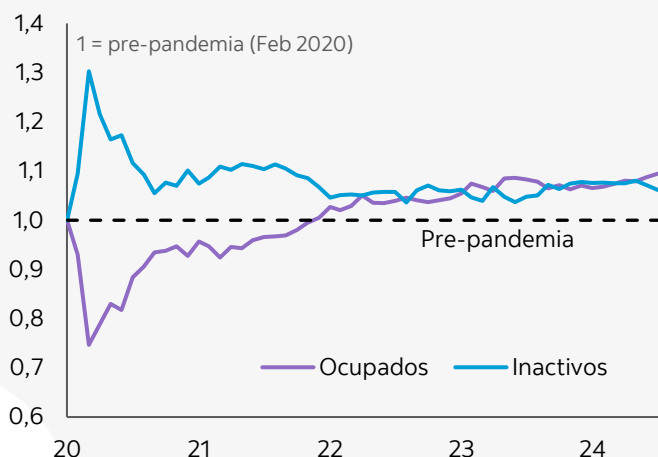
El mercado laboral ha mostrado importantes cambios luego de la pandemia, inicialmente con **una tendencia a la baja en la tasa de desempleo que se ha detenido y revertido ligeramente en 2024**. La creación de empleo se ha reducido significativamente, pues en 2023 la creación promedio entre enero y agosto fue de 848 mil empleos, mientras en el mismo periodo de 2024 el promedio alcanzó penas 170 mil empleos nuevos, es decir una reducción cercana al 80%.

El mercado laboral podría estar ajustándose al usual comportamiento que existía antes de la pandemia, con una creación de empleo promedio anual que no superaba los 200 mil puestos de trabajo. No obstante, no se descarta que también sea el reflejo de una debilidad en actividades intensivas en mano de obra, como la construcción, la manufactura y el comercio.

La población fuera del mercado laboral aún se mantiene en un nivel alto, sin embargo, sobre una base desestacionalizada, en los meses de julio y agosto esta variante mostró una reducción, lo que supone una mayor entrada de personas al mercado laboral en condición de trabajar (Gráfico 2), que a su vez influye en una tasa de desempleo más alta al no haber una creación de empleo proporcional.

Gráfico 2: Ocupados vs Inactivos

Índice 1 = nivel prepandémico



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics

Mientras tanto, las condiciones de empleabilidad podrían estar conduciendo a una búsqueda de trabajo más informal. Durante la pandemia se adoptó un modelo de trabajo virtual, el cual contribuyó a que más agentes de la población pudieran desempeñar sus trabajos y estar al tanto de labores domésticas. Y en teoría, el retorno a actividades presenciales podría estar limitando el acceso de aquella población que tiene menos flexibilidad para ajustar sus tiempos de desplazamiento o tiene personas a cargo. Algo de esto se ve reflejado en un **aumento del empleo por cuenta propia que suele ser en su mayoría informal**, además en una mayor cantidad de personas que ha salido del mercado laboral para dedicarse a oficios del hogar.

Combatir el empleo informal ha sido uno de los retos más persistentes y difíciles de afrontar que ha tenido el país por décadas. Luego de la pandemia, la proporción de trabajadores informales en el mercado laboral logró reducirse, dando algo de aliento a que las condiciones de empleabilidad podrían mejorar, sin embargo, en agosto el panorama se tornó más negativo con una tasa de informalidad aumentando en todos los dominios geográficos. **El 62% de la creación de empleo en agosto se concentró en empleos informales**, siendo las zonas rurales las que enfrentan una mayor tasa de informalidad (84,6%), reflejando que el buen desempeño de actividades agrícolas no transmite una mejora en las condiciones laborales. Al mismo tiempo, las zonas urbanas registraron un aumento en términos anuales de 0,8 p.p ubicándose en 41,7%, otra métrica que demuestra que el empleo creado no garantiza una estabilidad laboral.

Para la última parte del año, la creación del empleo podría seguir siendo desigual concentrándose en actividades de servicios y el comercio, dada la temporada vacacional y de festividades. Además, **la discusión del salario mínimo será una variante por monitorear**, puesto que en los últimos 2 años el ajuste ha sido alto, y un ajuste muy por encima de la inflación podría desencadenar mayor informalidad, al elevar demasiado los costes laborales de las empresas.

El déficit de cuenta corriente sugiere que la economía sigue débil.

En el segundo trimestre de 2024, la balanza de pagos reflejó una actividad económica aún débil. El déficit de la cuenta corriente se situó en USD \$1,63 bn, equivalente al 1,6% del PIB, siendo el más bajo desde 2009.

Las exportaciones de productos agrícolas mostraron un mejor desempeño durante este período. Productos como bananos y flores tuvieron un impulso asociado a las condiciones climáticas. Contrario al comportamiento de las exportaciones de carbón que se vieron afectadas por una caída en los precios internacionales, presentando caídas en términos de valor a pesar de los incrementos en volúmenes exportados. Por otro lado, las importaciones de bienes, aunque nominalmente elevadas debido a un repunte de los precios internacionales, presentaron una disminución en los volúmenes, lo que se relaciona con una débil actividad de inversión. Las importaciones de transporte y combustible fueron especialmente bajas, reflejando un estancamiento en la demanda interna.

El comercio de servicios mostró una dinámica interesante. El déficit en la balanza de pagos se mantuvo bajo gracias a un aumento en actividades turísticas. La apreciación de la moneda local favoreció la demanda de servicios internacionales, con el turismo como principal factor de expansión.

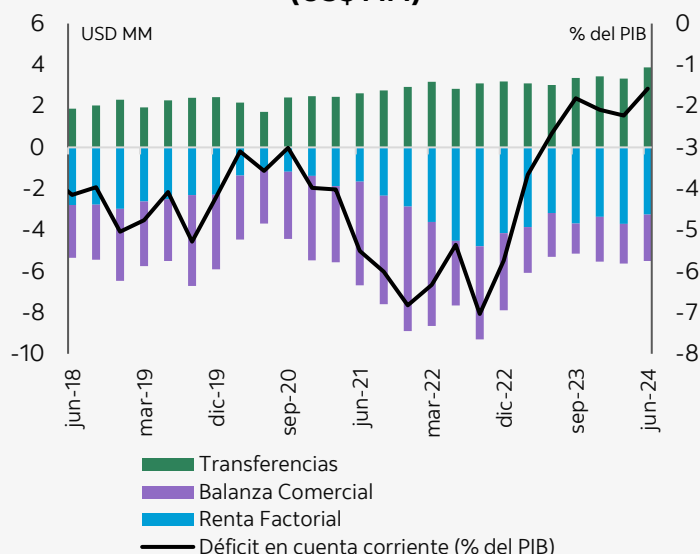
La renta factorial mostró menores salidas debido a una reducción en las ganancias de las inversiones extranjeras directas, particularmente en los sectores de minería, petróleo y servicios públicos, algo que supone momentos desafiantes para las empresas privadas. Mientras que, en términos de transferencias, las remesas continuaron creciendo, representando el 12,2% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos. Además, otras transferencias, como pagos de seguros y donaciones, contribuyeron positivamente al balance, ayudando a mitigar el déficit de la cuenta corriente.

La cuenta financiera mostró entradas netas de USD 2.77 bn complementadas por una acumulación de reservas internacionales de USD \$1,87 bn por parte del banco central. **Las entradas de Inversión Extranjera Directa (IED) disminuyeron en comparación con el primer trimestre**, alcanzando el nivel más bajo desde el 2021, siendo el petróleo y minería, los servicios financieros y la manufactura los principales sectores receptores de IED.

Por su parte, las entradas en inversión de capital mejoraron, en gran parte por la emisión de deuda pública en los mercados internacionales. Sin embargo, estas siguen siendo débiles, reflejando un equilibrio en los escenarios de riesgo a nivel internacional y las decisiones de política monetaria del BanRep.

En resumen, la balanza de pagos del segundo trimestre es el reflejo de una actividad económica que no ha logrado una recuperación sólida. La reducción del déficit que puede ser vista como favorable, sin embargo, en Colombia suele ser síntoma de una debilidad persistente- Para 2024, el déficit en cuenta corriente se proyecta en 2,5% del PIB, mientras que en 2025 se ampliaría a 3,3%.

Gráfico 3: Cuenta corriente por componentes (US\$ MM)



Fuente: BanRep, Scotiabank Colpatria Economics

Las sorpresas de la inflación serían insuficientes para acelerar el ritmo de recortes

La inflación ha descendido más de lo esperado en los meses de agosto y septiembre, sin embargo, el descenso parece insuficiente para desencadenar un mayor ritmo de recortes.

La inflación total ha logrado descender en 753 pbs desde su máximo alcanzado en marzo de 2023, situándose en 5,81% a/a en septiembre de 2024, no obstante, el descenso ha sido desigual en los diferentes grupos que componen la canasta del IPC. En grandes grupos, la inflación de bienes ha descendido en más de 1400 pbs en ese mismo periodo de tiempo, e incluso se ha mantenido por debajo del rango meta por 5 meses consecutivos. Mientras tanto, la inflación de servicios ha tenido un descenso mucho más gradual, situándose actualmente en 7,48% a/a y registrando un descenso de 170 pbs desde su máximo de 9,19% a/a en julio de 2023. (Gráfico 4)

El ajuste desigual de la inflación obedece principalmente a unos efectos de indexación persistentes en los arrendamientos. Hay que recordar los arriendos se ajustan acorde a la inflación final del año inmediatamente anterior, sin embargo, en 2022 la inflación cerró en un nivel históricamente alto, y no fue transmitida en su totalidad a los precios, mientras en 2024 la inflación de referencia para el ajuste de estos precios ha tenido una transmisión más alta en las tarifas de alquiler, convirtiéndose en uno de los rubros que más ha presionado la inflación en lo corrido del año.

Mientras tanto, el acelerado descenso en la inflación de bienes se ha explicado por una tasa de cambio más favorable para los productos importados (bienes transables), y por una menor demanda de productos por parte de los consumidores, contribuyendo a una moderación en los precios de vehículos, electrodomésticos, entre otros bienes durables.

Los alimentos por su parte han mostrado variaciones moderadas, gracias a unos costos de producción más bajos y una mayor oferta de productos agrícolas, contribuyendo de manera significativa al descenso de la inflación total.

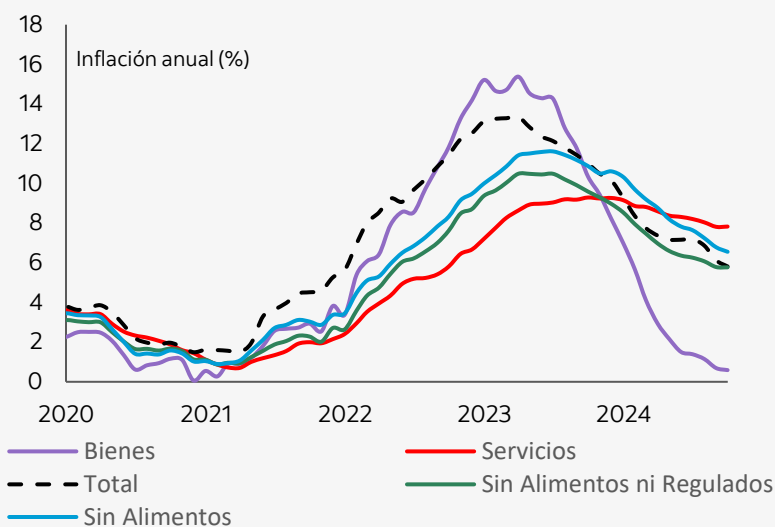
Sin embargo, a pesar de los avances en la inflación y la normalización de precios en una parte importante de los productos de la canasta, el Banco de la República en su última reunión resaltó que son aquellas inflaciones básicas (excluyendo alimentos, alimentos y regulados), las que se mantienen en constante vigilancia.

Estas inflaciones, si bien han descendido no dan espacio para un mayor ritmo de recortes.

En septiembre, la inflación sin alimentos retrocedió 25 pbs, ubicándose en 6,55%, mientras la inflación sin alimentos y regulados solo cayó en 2pbs pasando del 5,51% en agosto al 5,49% en septiembre. Adicionalmente, el incremento del salario mínimo para el 2025 se contempla como un obstáculo de un mayor descenso de la inflación total, en caso de que el ajuste se ubique muy por encima de la inflación de cierre de 2024, la cual estimamos se ubique en el alrededor del 5.3% a/a, mientras que en 2025 se espera un cierre cercano al 3,9%

El descenso de la inflación total continuaría en los meses próximos, y podría ubicarse dentro del rango meta en el primer trimestre del año. Sin embargo, habrá que estar vigilante a las inflaciones básicas, las cuales podrían dar más señales sobre las futuras decisiones de política monetaria por parte del BanRep.

Gráfico 4: Evolución de la inflación



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics

El BanRep no tiene prisa y la cautela sigue pensando más.

La discusión sobre el ritmo de flexibilización de la tasa de interés fue clave en la última reunión del BanRep el 30 de septiembre.

La junta directiva en una decisión dividida decidió recortar la tasa de intervención en 50pbs, situándola en 10,25%, manteniendo el ritmo de las cuatro reuniones anteriores. En la discusión, los miembros coincidieron en la necesidad de continuar con el ciclo de relajación de la política monetaria, sin embargo, 3 de los codirectores que votaron por un recorte de 75pbs, remarcaron la necesidad de avanzar en una magnitud mayor de recortes, resaltando las sorpresas positivas en el descenso de la inflación, y la necesidad de apoyar en mayor medida el crecimiento económico, además de contemplar un debilitamiento del mercado laboral. No obstante, los 4 miembros a favor de mantener el ritmo de recortes resaltaron algunos riesgos en torno al proceso desinflacionario, resaltando la persistencia de la inflación de servicios, especialmente en los arriendos, la incertidumbre asociada al ajuste del salario mínimo para el año entrante, unas primas de riesgo más altas, con panorama fiscal que no favorece.

La decisión demuestra nuevamente que la postura mayoritaria del BanRep, prefiere ir con cautela en el ritmo de recortes, y a pesar de ver avances significativos en la inflación, una de las preocupaciones que pesa más es tener que interrumpir el ciclo de recortes por choques que afecten la trayectoria descendente de la inflación, como los mencionados por la junta.

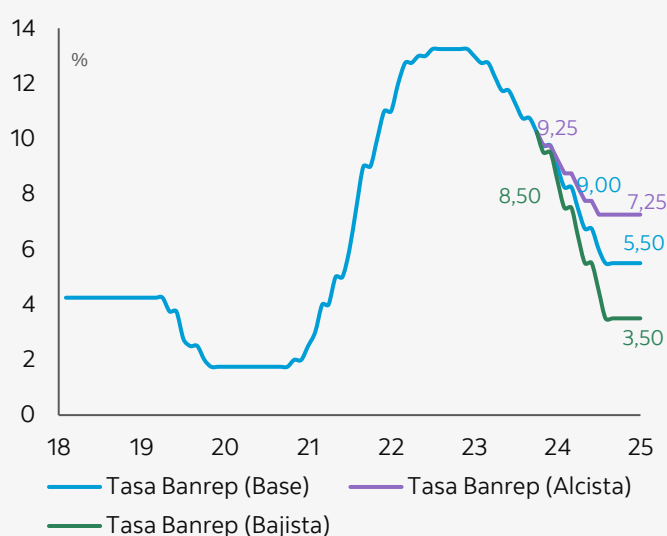
Para las últimas dos reuniones que restan en el año, la discusión puede que no cambie lo suficiente como para anticipar una aceleración en el ritmo de recortes. La actividad económica ha mostrado un mejor desempeño del esperado, y a pesar de ser un crecimiento desigual en los diferentes sectores, parece ser suficiente para no desencadenar mayor preocupación en la mayoría de la junta. Adicionalmente, la incertidumbre fiscal sería persistente en octubre, pues no será hasta que finalice el año cuando se exponga más claridad sobre el presupuesto para el año 2025 y en especial la ley de financiamiento anclada a este.

Por otro lado, la decisión de la Reserva Federal en Estados Unidos se celebrará días después de que el BanRep decida sobre su tasa de interés en octubre, lo cual deja la discusión sobre los mismos términos de septiembre.

La discusión del salario mínimo puede ser determinante para la última reunión en diciembre, pues un ajuste muy por encima de la inflación tendría implicaciones en la inflación que presionen los precios indexados al salario, incurriendo en un descenso más gradual de la inflación en general.

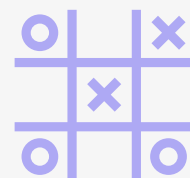
Así las cosas, esperamos que en la reunión de octubre el BanRep mantenga el ritmo de recortes y la tasa descienda al 9,75%, mientras que para diciembre las expectativas de inflación nos alientan a pensar que puede existir un recorte de 75pbs que ubique la tasa en el 9%, sin embargo, en un escenario adverso en el que el ajuste del salario mínimo supere el estimativo del BanRep y que la incertidumbre fiscal siga pensado en las primas de riesgo, el recorte de tasas podría continuar al mismo ritmo y la tasa cerraría en el 9,25%. No obstante, el escenario seguiría favoreciendo la continuidad en el ciclo de flexibilización, dando paso a que en el 2025 la tasa alcance un ancla en el 5,5%.

Gráfico 5: Evolución Tasa Banrep y escenarios



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatria Economics

Construyendo puentes: Reformas y consensos en el escenario político.



Desde el 20 de julio inició el tercer periodo legislativo del gobierno de Gustavo Petro, el cual hasta la fecha se ha caracterizado por el impulso de diferentes iniciativas del Gobierno en cuanto a la discusión del presupuesto y su ley de financiamiento, planes para la reactivación económica, ajustes para las cuentas fiscales, y el trámite de las reformas laboral, y de salud. El nuevo ministro del Interior, Juan Fernando Cristo, ha sido un agente clave en cuanto a la negociación y trámite de los diferentes proyectos del Gobierno, sin embargo, a lo largo del trimestre el Congreso de la Republica ha sido restrictivo frente a estas iniciativas.

La discusión del Presupuesto General de la Nación de 2025 ha sido producto de debate e incertidumbre por parte de los mercados. La caída del recaudo de este año y el incumplimiento de sus expectativas no ha sido oportuna para el Gobierno frente a la radicación de un monto de \$ 523 bn el cual ha sido cuestionado por el legislativo. Dentro de las razones que fueron resaltadas por el Congreso se encuentran la baja ejecución presupuestal de este año, la reducción en los ingresos tributarios, y el bajo crecimiento económico. Esta situación dejó abierta la puerta a que el PGN de 2025 sea decretado por presidencia, el cual es un hecho sin precedentes y con la particularidad de una posible desfinanciación de \$12 bn que, según el Gobierno, serían recaudados a través de una Ley de Financiamiento.

Al respecto, la Ley de Financiamiento recientemente radicada que tiene por objetivo recaudar \$ 12 bn, propone la implementación del IVA a los juegos de azar en línea, el incremento de los impuestos a sectores de hidrocarburos y el adelanto de la parametrización de la regla fiscal del 2026 al 2025, entre otras medidas. Adicionalmente, se propone la inclusión de un componente verde a la actual regla fiscal, lo cual ha traído incertidumbre ante una amplia flexibilización de la regla y la posibilidad de adquirir mayores montos de deuda.

Entre tanto, la reforma laboral avanza en su segundo debate en la Plenaria de la Cámara, a pesar de retrasos en su discusión. Al respecto, esta propuesta ha sido cuestionada por diversos sectores en el país debido al posible incremento en los costos para las empresas lo cual podría derivar en una mayor informalidad laboral. Por su parte, el ministro de Salud, Guillermo Alfonso Jaramillo, presentó de nuevo la reforma a la salud la cual avanza en el Congreso en paralelo con la conformación de mesas técnicas para su divulgación y unificación en un proyecto único.

La propuesta de inversiones forzosas del Gobierno generó incertidumbre en los mercados. Bajo este contexto, “Pacto por el crédito” fue el consenso entre el Gobierno Nacional y los banqueros con el cual se descartó la propuesta de inversiones forzosas y que contempla desembolsos de \$ 55 bn en nuevos préstamos a los sectores de construcción, vivienda, industria, agrícola, y turismo para los próximos 18 meses con lo cual tanto el sector bancario como el Gobierno busca impulsar la reactivación económica.

El Ministerio de Hacienda acordó un aumento de \$ 800 en el precio del diésel luego de una semana de paro de camioneros a principios de septiembre. Con el fin de cubrir el déficit del FEPC, el ministro de Hacienda anunció tres aumentos de \$ 2.000 en el precio del galón, sin embargo, esta medida no fue bien recibida por los transportadores los cuales generaron bloqueos en las principales vías del país ocasionando un aumento en los precios de bienes agrícolas y pérdidas en los diferentes sectores. Luego de varios días en las mesas de diálogo, el Gobierno y los transportadores acordaron dos aumentos de \$400 para fin de año.

Para el próximo trimestre se espera el desarrollo de las discusiones de las reformas laboral y salud. A su vez, se anticipa que el Gobierno presente nuevos proyectos como una reforma agraria, la reforma a la educación, y la reforma política. Entre tanto se espera que se discuta sobre el acuerdo nacional propuesto por el Ministerio del Interior.

Mercados - Tasa de cambio: Entre riesgos geopolíticos y normalización monetaria

Durante el tercer trimestre del año la tasa de cambio osciló entre los 3944 y los 4285 pesos.

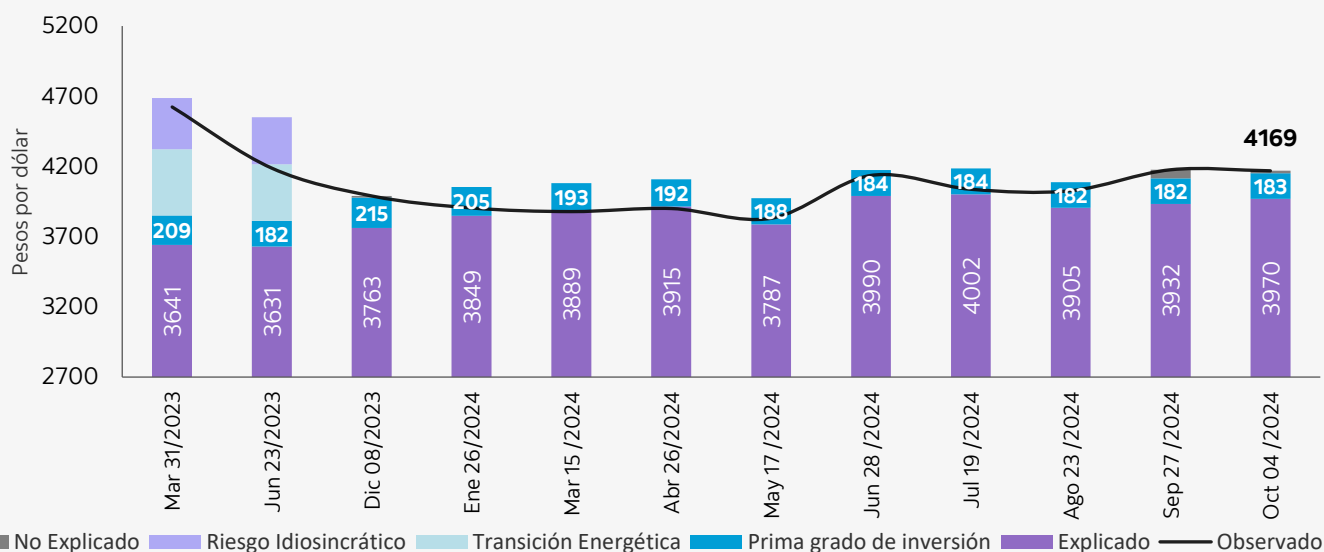
Este comportamiento estuvo influenciado por la expectativa del inicio de recortes en la tasa de la Reserva Federal (Fed), hecho que se materializó a finales de septiembre. No obstante, las desvalorizaciones en la tasa de cambio resultan un hecho compartido con las economías emergentes en medio de conflictos geopolíticos que han obligado a los inversionistas a la búsqueda de activos refugio, especialmente hacia el dólar. Si bien la escalada del conflicto internacional podría continuar explicando las desvalorizaciones en el corto plazo, la caída en el diferencial de tasas de la mano con la continuación de los recortes en la tasa de política de la Fed puede significar una gran oportunidad de inversión que favorecería al peso colombiano en el corto plazo.

A mediados de julio, la tasa de cambio comenzó a experimentar movimientos al alza en medio de un escenario internacional cargado de volatilidad como respuesta al incremento de la tasa de política en Japón y la posible desaceleración económica en Estados Unidos.

Sumado a los factores internacionales, a nivel local el Gobierno Nacional presentó el proyecto de ley del Presupuesto General de la Nación para 2025 junto con la ley de financiamiento como respuesta al faltante de \$ 12 bn que tendría el presupuesto para 2025. Al respecto, la propuesta incluye la flexibilización de la regla fiscal al incorporar un componente verde en la métrica, lo cual reavivó los temores de incrementos significativos en el endeudamiento y el posible impacto negativo en la sostenibilidad de las finanzas públicas. Bajo este contexto, la tasa de cambio continuó operando con una prima de riesgo que se había desvanecido sin un respaldo estructural.

Los riesgos geopolíticos junto con el inicio de recortes en la tasa de interés de la Fed han generado gran volatilidad en las monedas a nivel global, hacia adelante esperamos que la tasa de cambio se ubique en un nivel terminal de 4116 y 4150 para 2024 y 2025, respectivamente.

Gráfico 11: Factores explicativos del modelo fundamental de la tasa de cambio



Fuente: Scotiabank Colpatría Economics

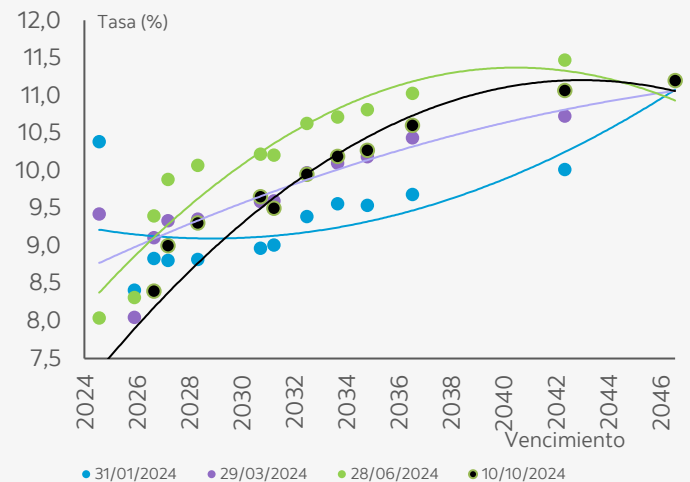
Mercados - Tasas de interés: Descubriendo la prima fiscal adecuada.

Los mercados de renta fija a nivel global han experimentado una volatilidad alta, la principal fuente de discusión ha estado alrededor de la política monetaria, pero en los últimos meses se ha conjugado con la conversación sobre los riesgos fiscales.

En Colombia, el desvanecimiento de la expectativa por un ciclo de recorte de tasas de interés más pronunciado supuso una desvaloración de la curva hasta mediados del año, no obstante, a medida que la inflación ha seguido corrigiendo y que a nivel global se aproximaba más el recorte de tasas, la senda de valorización se retomó con altibajos. Sin embargo, la incertidumbre alrededor del desempeño fiscal ha generado volatilidad y especialmente ha mantenido a la curva colombiana con niveles de empinamiento altos y que pueden persistir en la medida en que serían la forma más natural de incorporar en precios los riesgos alrededor de las cuentas públicas.

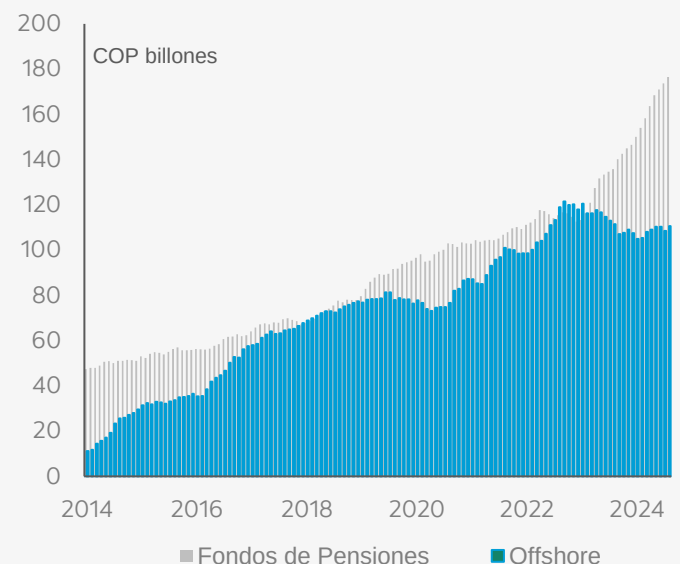
Dicho esto, luego de que la Reserva Federal ejecutara su primer recorte, la pregunta en los mercados internacionales es sobre cuál es el nivel de prima de riesgo adecuado. En Colombia, el Banco de la República tiene espacio para seguir recortando sus tasas de interés, y la inflación va lentamente a posicionarse en el rango meta del banco central, lo que ofrece la posibilidad de ver tasas de deuda pública más bajas. Sin embargo, debido a la incertidumbre alrededor de las cuentas fiscales que ha redundado en la continuación de operaciones de manejo de deuda y en la necesidad de pago de compromisos utilizando deuda pública, la curva de rendimientos podría continuar con un empinamiento cercano a los 100pbs entre el tramo de 10 años y el de más largo plazo por más tiempo.

Gráfico 12. Evolución de la curva COLTES pesos durante 2024



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.

Gráfico 13. Evolución de tenencias de COLTES por parte de Fondos de Pensiones y de Inversionistas extranjeros.



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.



- A nivel internacional, la discusión sobre la tasa terminal de la Reserva Federal seguirá siendo relevante.
- Las elecciones presidenciales se acercan en EEUU, y el resultado podría dar un giro a las perspectivas económicas.
- En Colombia, el panorama fiscal seguirá siendo un punto de análisis clave para la política monetaria, mientras la inflación continúa su camino descendente.
- El avance en la Ley de Financiamiento será determinante para el presupuesto del 2025.

Lo que sigue...

PROYECCIONES

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	5,31	3,98
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,68	4,21
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	5,66	4,02
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4116	4150
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4050	4134
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	13,0	9,0	5,5
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: Plan Financiero 2024							

Disclaimer:

- Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Colpatria SA Establecimiento Bancario, para ser distribuido entre sus clientes y entre los de sus filiales en Colombia: Fiduciaria Scotiabank Colpatria
 - SA Sociedad de Servicios Financieros y Scotia Securities (Colombia)
 - SA 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
 - 240.112 y 240.113 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 Colpatria SA, 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 de 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 Colpatria SA, 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

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.

About Scotiabank

Scotiabank's vision is to be our clients' most trusted financial partner, to deliver sustainable, profitable growth and maximize total shareholder return. Guided by our purpose: "for every future," we help our clients, their families and their communities achieve success through a broad range of advice, products and services, including personal and commercial banking, wealth management and private banking, corporate and investment banking, and capital markets. With assets of approximately \$1.4 trillion (as at July 31, 2024), Scotiabank trades on the Toronto Stock Exchange (TSX: BNS) and New York Stock Exchange (NYSE: BNS). For more information, please visit www.scotiabank.com and follow us on X @Scotiabank.

CONTACTO

Jackeline Piraján

Gerente de Research
jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com

Daniela Guio

Profesional Senior de Research
daniela.guio@scotiabankcolpatria.com

Daniela Silva

Profesional de Research
daniela1.silva@scotiabankcolpatria.com

Felipe Cruz

Practicante Universitario de Research
carlos.cruz@scotiabankcolpatria.com