

# Análisis Macroeconómico: Primer trimestre 2024

Avance cauteloso a tasas de  
interés más bajas

Marzo 2024

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com

Scotiabank Colpatria | Capital Markets

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

# Los datos macroeconómicos dan la razón a los bancos centrales por ahora

La fortaleza de la economía estadounidense y el menor ímpetu en la bajada de inflación han hecho que los mercados trasladaran sus expectativas para el primer recorte en la tasa de interés de la Reserva Federal desde marzo a mitad del año 2024. Pese a lo anterior, los activos de riesgo continúan mostrando un balance positivo pues incorporan la expectativa de menores tasas a futuro y el buen balance económico actual.

En Colombia, la actividad económica presentó un desempeño inferior a lo esperado en 2023, mientras que la inflación anual bajó con fuerza en los primeros meses del 2024. El Banco de la República tiene espacio para continuar bajando sus tasas de interés. Mientras, las discusiones de mediano plazo se centran en la capacidad de la inversión por recuperarse.

## En esta entrega destacamos:

- **La bajada de las tasas de interés está tardando más de lo esperado por el mercado a finales del 2023.** El ajuste en las expectativas implicó volatilidad en los mercados de renta fija, no obstante, los mercados de activos de riesgos se mantienen resistentes.
- **En Colombia la actividad económica se debilitó más de lo previsto en 2023 y mostró un débil arranque en el 2024.** Es probable que se está atravesando por la parte más débil del ciclo económico. La recuperación del consumo llegaría paulatinamente con las menores tasas, mientras que la inversión no solo busca tasas de fondeo más bajas, sino también, claridad institucional. Scotiabank Colpatría revisó su proyección de crecimiento a la baja desde 1,8% a 1,4% para 2024.
- **El Banco de la República ha iniciado un ciclo de flexibilización monetaria gradual.** Si bien la inflación ha mostrado una tendencia descendente, el Banco mantiene una postura cautelosa a la espera de mayores avances hacia la convergencia a la meta. Para final de año se proyecta una tasa de interés en 7,5% acorde con una inflación del 5,5% esperada.
- **Las reformas sociales propuestas por el gobierno nacional han tomado más tiempo de lo previsto.** El tiempo se acaba y las posibilidades se acotan, pues la falta de consensos y poca claridad en el frente fiscal han sido los principales factores que se interponen en el avance de los proyectos de ley.

### Tabla de Pronósticos Macroeconómicos

Colombia	2021	2022	2023	2024 pr	2025pr
PIB (a/a %)	11	7,5	0,6	1,4	2,2
IPC (a/a%)	5,62	13,2	9,28	5,54	3,72
Tasa Banrep	3,0	12,0	13,0	7,5	5,5
USDCOP	4077	4850	3902	4116	4150

# Contexto internacional: la reducción en las tasas internacionales llegaría en el segundo semestre del año

En 2024 se ha visto una convergencia entre las expectativas del mercado y de los bancos centrales que se reflejó en una volatilidad significativa en los mercados de renta fija, volatilidad que incluso es superior a la experimentada por los mercados de renta variable. Los mercados de renta variable en paralelo se continúan valorizando lo que refleja que los precios estarían incorporando el escenario de un aterrizaje suave de la economía que permite tener resultados corporativos positivos y la expectativa de que las tasas de interés bajarían en el mediano plazo.

En los mercados de tasas de cambio las fluctuaciones también estuvieron guiadas por las expectativas de movimientos en la política monetaria, la debilidad del dólar medida a través del índice DXY fue pronunciada al final del 2023, mientras que en 2024 el dólar ha vuelto a ganar terreno frente a monedas de economías desarrolladas luego de que se aplazara la expectativa en la baja de tasas. De cualquier forma, los mercados cambiarios están demostrando que el diferencial de tasas de interés frente a EEUU se vuelve clave en la dirección de los movimientos.

En el ámbito macroeconómico, se está corroborando que el costo de bajar la inflación vía mayores tasas de interés no está por ahora siendo significativo para el crecimiento económico. En EEUU, la inflación enfrenta dificultades para seguir bajando, mientras que la creación de empleo continúa robusta, lo que mantiene a los consumidores con capacidad de absorber el entorno adverso de tasas e inflación. En Europa, la actividad económica se mantiene débil y oscilando alrededor de la posibilidad de la recesión, sin embargo, en esta oportunidad son las economías con tradición de mayor fortaleza las que tienen el balance más deteriorado, en particular, Alemania. En línea con lo anterior, los banqueros centrales se mantienen cautelosos sobre la bajada de tasas, pero han señalado que hay algunas señales macroeconómicas que estarían ambientando la discusión de recortes.

En el ambiente político, las elecciones primarias en EEUU apuntan a que las elecciones volverán a disputarse entre Joe Biden y Donald Trump. La fase más intensa de las elecciones se prevé entre Septiembre y Octubre, momento en que se espera que ambos candidatos sean más claros en su agenda de propuestas. Por parte de Donald Trump, se anticipan medidas proteccionistas, las estimaciones iniciales sugieren que dichas medidas podrían implicar un choque alcista en la inflación en el país, en una combinación que sugiere menor crecimiento, pero con altas tasas de interés.

En China, los mercados continúan considerando que los estímulos gubernamentales son insuficientes y la meta de crecimiento del 5% para 2024 se percibió como modesta. En general China enfrenta un panorama estructural retador en la medida en que el rebote post-covid no tuvo un momentum fuerte y en el enfoque de un crecimiento derivado del consumo interno no muestra signos de repuntar significativamente. En el resto países emergentes y en especial en Latinoamérica, se espera que las tasas de interés continúen bajando gradualmente, no obstante, se equilibrarían en niveles promedio más altos de los observados antes de la pandemia. Durante el primer trimestre del año en Perú el banco central hizo una pausa en el ciclo de recortes y complementó su expansión monetaria bajando el porcentaje de requerimiento de encaje, mientras que Chile está observando un paso considerado por los mercados como errático en el ciclo de bajas que le ha costado mayor volatilidad en la moneda. En México, las perspectivas apuntan a un inicio del ciclo de recortes en marzo, mientras que, en Brasil el paso de 50 pbs de recorte ha sido una estrategia que balancea la prudencia y la predictibilidad de la política monetaria.

Para el equipo internacional de Scotiabank Economics, la fortaleza de la actividad económica estadounidense está respaldada por el incremento en la productividad, lo cual podría garantizar que el contexto de altas tasas de inflación no perjudique materialmente al mercado laboral y en general a la actividad económica. En este sentido, la postura oficial se orienta a esperar el primer recorte en las tasas de interés en el tercer trimestre del año 2024. Por otro lado, en los países de la Alianza Pacífico se proyecta una prolongación del ciclo de recortes de tasas, aunque con discursos cada vez más cautos por parte de las autoridades de política monetaria.

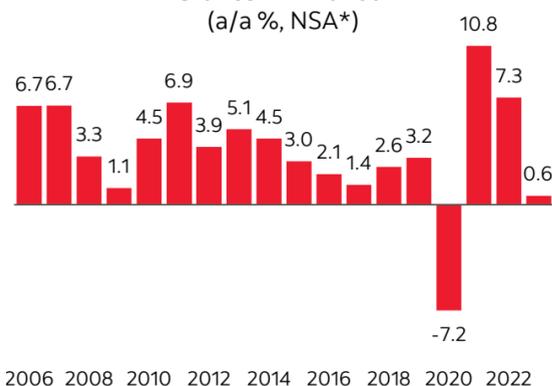
# Economía Colombiana: el 2023 desafió las expectativas con una desaceleración mayor, mientras que en el 2024 se prevé un impulso gradual

Al cierre del 2023 la economía colombiana mostró un desempeño inferior al esperado con un crecimiento moderado del Producto Interno Bruto (PIB) real de Colombia del 0,6% (el más bajo desde la pandemia y, si se excluye el periodo de la pandemia, el más bajo del siglo). En el último trimestre del año el avance fue de 0,3% a/a, cifra que se situó por debajo de las proyecciones del Banco de la República, el consenso del mercado y de la estimación de Scotiabank Colpatría, que se situaban en torno al 1% a/a.

Durante el año anterior el efecto del entorno de una inflación alta y las tasas de interés altas supuso una reacción mixta a lo largo de las actividades económicas. Las que más contribuyeron al crecimiento en 2023 fueron las de Administración Pública y Defensa, Educación, y Actividades de Atención a la Salud Humana, con un incremento del 3,9% y una contribución de 0,6 pp. A estas se sumaron las Actividades Financieras y de Seguros, con un crecimiento del 7,9% y una contribución de 0,3 pp, y las Actividades Artísticas y de Ocio, con un crecimiento del 7,0% y una contribución de 0,2 pp. Sin embargo, estos avances se vieron contrarrestados por un retroceso en el Comercio, con una disminución del 2,8% y una contribución negativa de 0,6 pp, la Industria manufacturera, con una disminución del 3,5% y una contribución negativa de 0,4 pp, y la Construcción, con una disminución del 4,2% y una contribución negativa de 0,2 pp.

Cuando se analiza el PIB por el lado del gasto, el principal obstáculo en 2023 fue una caída significativa de la formación bruta de capital (incluyendo inventarios) del 24,8% anual. Esta disminución se explica en gran medida por la contracción de la formación de capital fijo, que descendió un 8,9% anual, tanto en maquinaria y equipo como en construcción (residencial y no residencial) y que a su vez se reflejó en un menor nivel de importaciones.

Gráfico 1: PIB anual (a/a %, NSA\*)



Fuente: DANE.

En cuanto al gasto en consumo final, se registró un crecimiento del 1,1% en comparación con 2022, impulsado por el gasto en consumo final de los hogares, que aumentó un 1,1% respecto a 2022, y el gasto en consumo final del gobierno, que aumentó un 0,9% respecto a 2022. No obstante, se produjo una desaceleración significativa en el consumo final, solo superada por la pandemia. La demanda de bienes duraderos y semidurables fue débil, con contracciones de 10,3% anual y 5,6% anual, respectivamente. Por otro lado, el gasto en servicios creció un 3,1% en 2023, seguido del consumo de bienes no duraderos, que registró un crecimiento del 1,4%. A pesar de que los servicios y el gasto defensivo se situaron en terreno positivo, se observó una reducción en los ritmos de crecimiento en comparación con los registros antes y después de la pandemia.

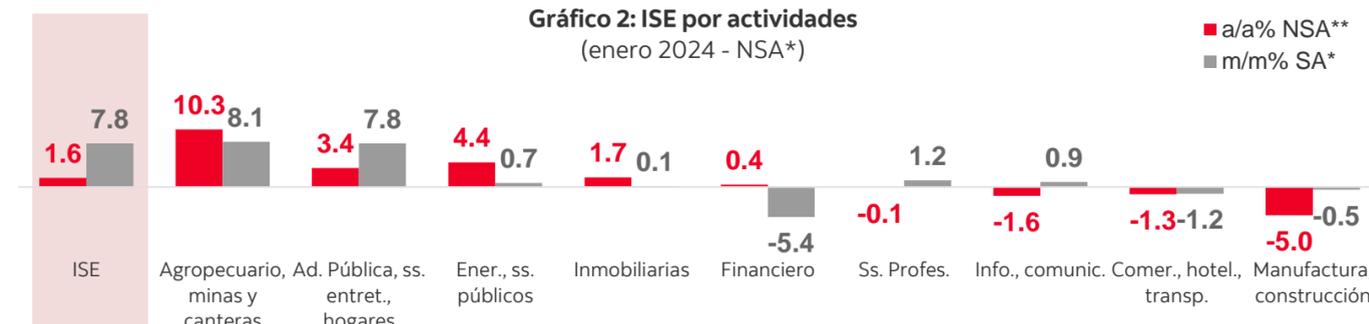
En relación con el inicio del año 2024, el DANE publicó los datos más recientes del Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) correspondientes al mes de enero. Este indicador evidenció un crecimiento anual del 1,6%, superando las expectativas de los analistas y nuestras propias estimaciones, que se situaban en -0,4% y 0,5% anual, respectivamente. Este resultado positivo se explicó principalmente por el notable crecimiento anual del 10,3% y una contribución de 1,6 pp en las actividades primarias (agro y minería), seguido de un incremento del 1,0% anual en las actividades terciarias (servicios). Dentro del sector terciario, el crecimiento fue impulsado por la administración pública, las artes, el entretenimiento (3,4% a/a y 0,7 pp), servicios públicos (4,4% a/a y 0,2 pp) y las actividades inmobiliarias (1,7% a/a y 0,1 pp).

\* Datos sin ajustar por efecto estacional y calendario constantes.

No obstante, los sectores de comercio, transporte y alojamiento experimentaron una variación negativa (-1,3% a/a y -0,3 pp), marcando el undécimo mes consecutivo de contracción. Este fenómeno se atribuyó en gran medida a una disminución en las ventas de prendas de vestir y vehículos de motor y sus partes, lo que sugiere que la demanda de bienes duraderos y semidurables por parte de los consumidores continúa siendo baja.

Por otro lado, las actividades secundarias, que incluyen la manufactura y la construcción, tuvieron un inicio de año lento, registrando una caída interanual del 5% y -0,5 pp de contribución en enero. Este fue el undécimo mes consecutivo de cifras negativas, al igual que en el caso del comercio. En el sector manufacturero, las prendas de vestir, los productos minerales no metálicos y el hierro y el acero fueron los que más contribuyeron al resultado negativo de enero, debido a la disminución de la demanda de los hogares tanto de prendas de vestir como de construcción en el caso del hierro y el acero.

Gráfico 2: ISE por actividades (enero 2024 - NSA\*)



Fuente: DANE.

Los resultados económicos de 2023 y las proyecciones iniciales para 2024 evidencian cómo sectores clave para el crecimiento, como el comercio minorista, la industria y la construcción, continúan exhibiendo un rendimiento más débil de lo esperado. Este fenómeno refleja el impacto de las altas tasas de interés en la economía y la disminución de la demanda de los hogares. En contraposición, los servicios públicos, la administración pública, las artes y el entretenimiento, y el sector inmobiliario son los sectores que han contribuido en mayor medida a impulsar la actividad económica, aunque en una escala menor que en años anteriores.

Para el año 2024, se anticipa un consumo total estable, con un crecimiento del componente público que supera al privado. A medida que transcurre el año, se espera que el consumo total mejore, impulsado por una leve recuperación del consumo privado y una expansión del consumo público. En relación con la inversión, se prevé que el bajo dinamismo observado en 2023 persista al menos durante la primera mitad del año, debido principalmente a la disminución de la inversión en vivienda y maquinaria y equipo. Se espera que este componente inicie una recuperación gradual durante el segundo semestre de 2024, aunque una baja ejecución del gasto público de inversión podría limitar el crecimiento de este componente.

En este contexto, nuestro escenario base para 2024 asume una reducción gradual de la inflación y de las tasas de interés, una política monetaria local contractiva y niveles moderados de confianza de los consumidores y las empresas operando por debajo de su potencial. Estos factores nos llevaron a revisar a la baja nuestra estimación de crecimiento de la economía colombiana, de 1,8% a 1,4% en 2024. Esta nueva estimación se ve reforzada por el hecho de que todos los datos del PIB han sido revisados a la baja en la publicación más reciente del DANE.

# El mercado laboral reacciona de forma mixta a la desaceleración económica

El mercado laboral ha mostrado resistencia a la desaceleración económica, registrando una menor tasa de desempleo en el inicio de año. En enero la tasa de desempleo para el total nacional se ubicó en 12,7%, cayendo desde el 13,7% registrado en enero de 2023. Del mismo modo la tasa de desempleo urbana cayó en un poco más de 2 puntos porcentuales en términos anuales hasta el 12,4%. En el margen, la tasa de desempleo nacional también mostró una mejora al ubicarse en 10,4% desde el 10,8% registrado en diciembre del 2023.

Por otro lado, la creación de empleo muestra una dinámica mixta con aumentos en algunos sectores y recortes en otros. En términos anuales se crearon +533 mil empleos con corte a enero, concentrados mayoritariamente en el sector agrícola (+244 mil), en administración pública (+174 mil) y en la industria manufacturera (+115 mil empleos), sin embargo, la política monetaria, aún restrictiva ha comenzado a reflejar sus efectos en algunos sectores del mercado laboral. La industria manufacturera es un ejemplo de esto, pues si bien enero mostró un comportamiento favorable, durante 3 meses fue uno de los sectores en registrar recortes en el número de ocupados. Adicionalmente, en enero, 5 de los 13 sectores de análisis redujeron el volumen de mano de obra, reduciendo en conjunto 247 mil empleos. En términos mensuales el número de personas ocupadas aumento en +214 mil, recomponiendo la destrucción presentada en diciembre.

Al analizar la serie desestacionalizada, el deterioro en el mercado laboral es más evidente, pues en septiembre de 2023 el número total de ocupados alcanzó un máximo de 22,99 millones, posteriormente la cifra comenzó a descender y en enero se ubicó en 22,79 millones, lo que corresponde alrededor de 200 mil empleados menos. La brecha entre el número de ocupación y su tendencia pre- covid aumentó dejando de lejos la posibilidad de alcanzar ese nivel, por el contrario, el total de ocupados se ajustó a una nueva tendencia post- covid (Gráfico 3).

Del lado positivo, los nuevos empleos que se han sumado se posicionan en sectores formales. En enero se sumaron +694 mil empleos formales, y se redujeron 161 mil empleos informales, dejando un balance de una tasa de informalidad del 55,7%, siendo esta la proporción más baja en algo más de 2 años. En el top de ciudades con menos informalidad se ubican: Bogotá, Manizales y Medellín, con tasas de 32,3%, 33,8% y 37,4%, ciudades que además presentaron una tasa de desempleo inferior a la del promedio.

Para el resto del año, se espera que la creación de empleo mantenga un crecimiento moderado, y que la tasa de desempleo presente un deterioro, reflejando en parte el menor crecimiento económico, sin embargo, el ciclo de recorte de tasas por parte del BanRep contribuirá de manera importante a alivianar la carga financiera de los hogares, lo cual resulta positivo para la recuperación económica en general.

Las remesas mantuvieron una dinámica positiva, con el ingreso de USD 10,1 billones durante en 2023, lo que a un aumento del 7,02% frete a la entrada de remesas de 2022. En enero, el comportamiento positivo continuó, e ingresaron USD 912,8 millones, lo que representa un aumento de 16,3% frente a la cifra de enero de 2022 (USD 785 millones)

Gráfico 3: Evolución de Ocupados vs Tendencia



Fuente: DANE, Scotiabank Economics.

# El déficit de cuenta corriente dejaría de bajar

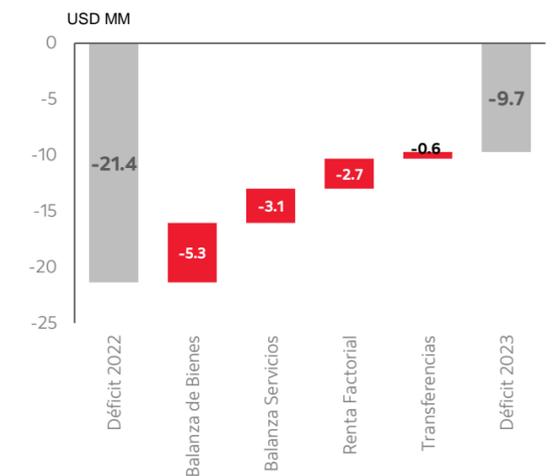
El déficit en cuenta corriente en 2023 se ubicó en 2,7% del PIB, equivalente a un monto en dólares de USD 9.715 millones, bajando cerca de 55% frente al déficit registrado en 2022 y el déficit más bajo desde 2009. La principal fuente de reducción en el déficit fue la reducción en el déficit comercial, especialmente en el mercado de bienes (Gráfico 4), la caída de las importaciones de bienes fue de 17%, más profunda que la caída de las exportaciones de 11%. Dicha corrección es el reflejo de la desaceleración de la demanda doméstica durante 2023.

Sin embargo, en el último trimestre del año, dicha dinámica se detuvo, las importaciones se expandieron moderadamente intertrimestralmente, mientras que, las exportaciones se mantuvieron técnicamente estables. Lo anterior sugiere que la reducción del déficit de cuenta corriente podría detenerse y que, en caso de tener un mejor desarrollo de la actividad económica, podría ampliarse. Para el año 2024, en Scotiabank Colpatría se proyecta un déficit en cuenta corriente de 3,5% del PIB, equivalente a USD 13.000 millones, la proyección involucra una expansión de las importaciones que contrastaría con una relativa estabilidad de las exportaciones, unos niveles de remesas similares a los del 2023 y un balance de rentas factoriales levemente más deficitario que refleje el repunte gradual de la economía.

Por el lado del financiamiento del déficit, en 2023 la Inversión Extranjera Directa fue la principal fuente de ingresos (Gráfico 5). Las entradas al sector petróleo y minero representó el 34% de los flujos entrantes, lo cual pudo estar asociado parcialmente a la necesidad de traer recursos para el pago de impuestos, pero también a la inversión necesaria para mantener los proyectos existentes alrededor del sector. En cuanto a la cuenta de capitales, los principales flujos provinieron de las emisiones de deuda externa. Durante 2023 la emisión de deuda por parte de entidades privadas fue de USD 2.216 millones, especialmente en entidades financieras e industrias manufactureras, mientras que, por parte del Gobierno, el endeudamiento fue de USD 2.173 millones, especialmente por desembolsos de la banca multilateral. En esta medida, dichas fuentes compararon las ventas netas de activos en moneda local por parte de agentes extranjeros, que particular para el mercado de deuda pública superó los COP 10 billones en el año.

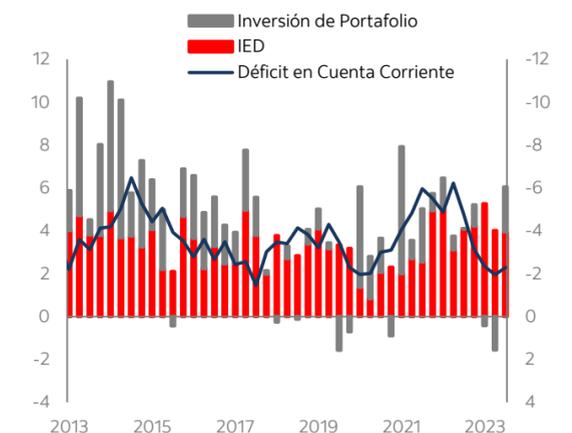
En 2024, la financiación del déficit en cuenta corriente se espera siga siendo principalmente por la inversión extranjera directa, probablemente la IED será mayor que la inversión de cartera, balanceando la expectativa de una emisión de deuda en mercados internacionales moderada y una acumulación neta positiva de activos locales en portafolios de inversionistas extranjeros.

Gráfico 4: Déficit en Cuenta Corriente Cambio 2022 vs 2023 (USD Miles de Millones)



Fuentes: BanRep, Scotiabank Economics.

Gráfico 5: Cuenta Financiera por componentes (US\$ MM)



Fuentes: BanRep, Scotiabank.

# La inflación continúa bajando, la indexación de precios hace que el proceso sea gradual

La inflación continúa su convergencia gradual, sin embargo, su descenso sigue siendo más lento al observado en el resto de la región. En 2024 la principal expectativa para la reducción de la inflación en Colombia se concentró en el efecto que las grandes bases estadísticas generarían en el primer trimestre del año. Dicha tesis se está cumpliendo parcialmente, pues si bien los reemplazos de inflaciones altas en los alimentos y en los precios de bienes transables están contribuyendo a la desinflación, la indexación del servicio de arrendamientos está jugando en contra, lo que eleva la pregunta de en qué medida la tasa de interés del Banco de la República puede contribuir a acelerar el proceso de desinflación en mercados como el de los arriendo que al parecer no solo refleja una presión de demanda sino un debilitamiento marcado de la oferta ante la caída de la actividad constructora.

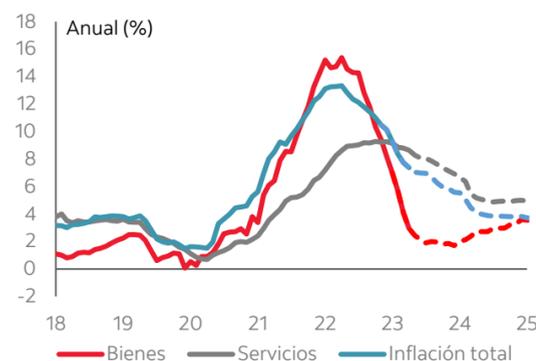
La inflación de alimentos se encuentra en los niveles más bajos desde 2019 en 1,89%. La estabilización y en algunos casos reducción de los precios de los insumos junto con una tasa de cambio menor han contribuido a llevar a los precios de los alimentos a niveles más bajos incluso en un contexto en el que el desarrollo de fenómenos climáticos mantuvo una elevada incertidumbre en el sector agrícola. El Fenómeno de “El Niño” se está debilitando y el hecho de que no se prolongue sugiere que el impacto en el precio de los alimentos será limitado, no obstante, a partir del segundo trimestre del año, el viento a favor generado por el efecto de base estadística jugará en contra y el proceso de desinflación se puede ver interrumpido. De cualquier forma, no se espera un choque de gran magnitud en los precios de los alimentos si la situación climática evoluciona como lo ha hecho hasta ahora.

La inflación de los regulados se ha desacelerado lentamente mostrando tendencias encontradas entre el precio de la gasolina y el de los servicios públicos. El último ajuste en el precio de la gasolina con propósitos de cerrar el déficit del Fondo de Estabilización en los Precios del Combustible se efectuó en enero, y los ajustes subsiguientes han respondido a fuerzas de mercado asociadas a la fórmula. En línea con lo anterior, la inflación de la gasolina ronda el 43% anual, bajando desde el pico de 48% registrado en meses atrás. Por el contrario, el precio de los servicios públicos ha contrarrestado parcialmente la dinámica bajista pues por motivos de salarios y del fenómeno climático de “El Niño”, las tarifas del agua, gas y electricidad se han visto impactadas. Este año se proyecta una inflación de regulados cercana al 9%, inferior a la del 2023 de 18.20% anual. La pregunta sigue siendo en cómo el aumento de los precios del diesel puede generar efectos de segunda ronda en otros precios de la economía, pero por el momento es difícil anticiparlo.

En los capítulos de la inflación sin alimentos ni regulados, la inflación de bienes siguió disminuyendo con fuerza y con corte a febrero se ubicó en 5,8%, la gran contribución en este rubro provino de menores precios de los bienes transables tales como los vehículos en los que la debilidad de la demanda y la menor tasa de cambio han contribuido a caídas en los precios consecutivos desde junio del 2023. Para finales de 2024 se proyecta una inflación de bienes de alrededor del 2%. (Gráfico 6)

En cuanto a los servicios hay dos historias diferentes, la mayoría de los servicios está contribuyendo con la desinflación, especialmente los relacionados con la recreación, restaurantes y hoteles, lo cual demuestra el ajuste de la demanda interna. Sin embargo, los servicios de arrendamientos siguen aumentando pues si bien la referencia de indexación bajó, el grado de traspaso a los precios finales se ha intensificado con la reducción en la oferta inmobiliaria nueva y la competencia que pueden generar los servicios de rentas cortas contra las rentas de habitación tradicional. En esta línea, al incorporar esta última dinámica en nuestros pronósticos, se revisó al alza la proyección de inflación para finales del 2024 desde el 4,5% del informe pasado a 5,5%.

Gráfico 6: Inflación de bienes y Servicios (observado vs proyecciones)



Fuente: DANE, Scotiabank Economics.

# El Banrep mantiene la cautela en la bajada de la tasa de interés

Luego de que el Banco de la República dio el primer paso en el recorte de las tasas de interés en diciembre, con una bajada de 25 pbs, dejando la tasa de interés a 13%, los mercados empezaron el 2024 con expectativas de que el BanRep aceleraría el ciclo de reducción de las tasas. Sin embargo, la reunión de enero fue sorpresiva pues el emisor decidió continuar con el ritmo de recortes de 25 pbs llevando a la tasa a 12,75% y señalando que la cautela debe prevalecer en la medida en que la inflación se mantiene muy por encima de la meta del 3% y que los riesgos de tener una reducción lenta persisten.

Los miembros de la junta directiva reconocieron el avance en la inflación, sin embargo, los cinco miembros que votaron a favor del recorte de 25pbs en la reunión de enero, hicieron énfasis en los riesgos que podrían desencadenar mayores presiones en los precios. Uno de los argumentos fue el incremento salarial de 2023, el cual se habría fijado por encima de las expectativas del emisor, sumado a la incertidumbre del fenómeno de El Niño y su impacto en los precios regulados y de alimentos. Mientras tanto, los miembros a favor de un recorte de 50pbs, mostraron preocupación por el alto nivel en la tasa de real y sus implicaciones en la actividad económica.

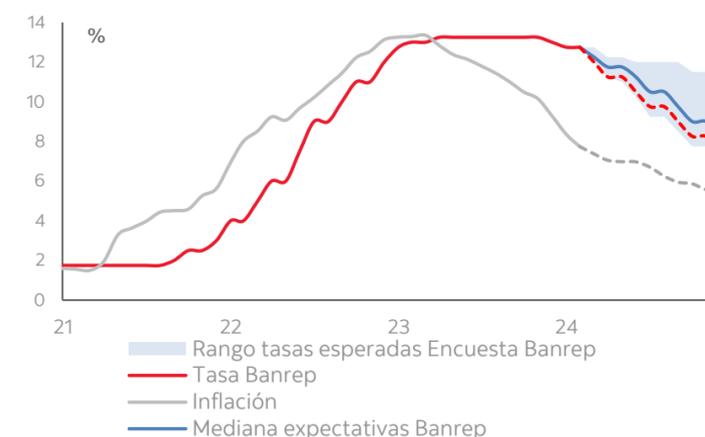
Ha pasado un poco más de mes y medio, tiempo en el que resultado de diferentes datos macroeconómicos apoyarían la idea de ver pasos más acelerados en los recortes de tasas. La inflación ha mantenido una senda descendente constante, e incluso la inflación de alimentos se ubica en el rango meta, indicador que aquejaba de manera importante al emisor, la inflación de bienes durables ha presentado caídas significativas, reflejando la debilidad de la demanda luego del ciclo contraccionista en las tasas de interés. Y no solo eso, la inflación de servicios ha caído 72pbs tras alcanzar su pico en agosto de 2023. Por otro lado, el crecimiento económico tuvo un desempeño mucho menor al anticipado, lo cual podría generar una presión adicional para que la junta se incline por acelerar el recorte de tasas.

Ad portas de la decisión de política monetaria de marzo, un mayor recorte parece estar por sentado. Al momento de escritura de este reporte, no se conoce la decisión del Banco de la República de marzo, no obstante, como se mencionó anteriormente, la actividad económica está mostrando una desaceleración más pronunciada, lo que podría ser fuente de división en el banco central, por un lado, un grupo de miembros favoreciendo acelerar la reducción en las tasas de interés y por el otro lado, otro grupo prefiriendo ir más lento hasta estar más seguros de que la inflación continuaría bajando.

Si bien es cierto que mantener la tasa en terreno contractivo no aporta a la recuperación económica, algunos miembros como el gerente Leonardo Villar, han mantenido una postura de mayor cautela, señalando que un recorte de tasas acelerado podría implicar una pausa o retroceso en el ciclo de flexibilización en caso de darse futuros saltos en la inflación. Es decir, la discusión radicará en la magnitud del recorte y la senda que se trace a futuro. Aunque, con un enfoque dependiente de la evolución de las principales variables macroeconómicas.

Desde Scotiabank Colpatría, se estima que la tasa terminal de 2024 se ubique en 7,50% (Gráfico 7), idea soportada en una inflación que continuará mostrando una corrección hacia la meta del 2% y un crecimiento que se mantendría por debajo de su potencial.

Gráfico 7: Evolución Tasa Banrep, Inflación y Expectativas



Fuente: Banrep, Scotiabank Colpatría Economics.

# Luz y sombra en las cuentas fiscales

El panorama económico para el 2024 se vislumbra enmarcado en un contexto de ajuste macroeconómico, según las proyecciones presentadas por el Ministerio de Hacienda. Este ajuste se reflejaría en una reducción de la inflación y un déficit de cuenta corriente bajo, lo que apunta hacia una estabilización de la economía nacional.

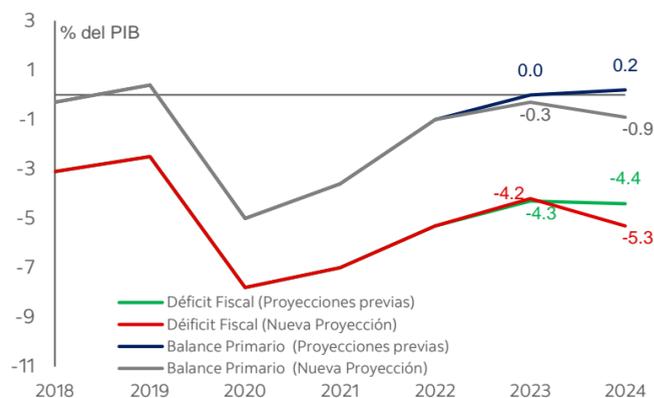
La tasa de cambio promedio en 2023 mostró una apreciación importante, reflejando mejoras en las condiciones de financiamiento externo y una reducción en la prima de riesgo local. El año pasado cerró con un déficit fiscal de 4,2% del PIB (Gráfico 8), un logro apoyado por el crecimiento del recaudo tributario y una subejecución del gasto. Sin embargo, el escenario fiscal para 2024 presenta desafíos significativos. De acuerdo con el plan financiero, presentado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el déficit fiscal del gobierno nacional ascendería al 5,3% del PIB en 2024, debido a la desaceleración económica y la reducción de ingresos. **El 2023 cerró con un balance primario negativo de 0,3% del PIB, por debajo de las estimaciones contempladas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, pero mostrando una mejora frente al registrado en 2022 (-1,0% del PIB).** El panorama de 2024 no pinta muy distinto e incluso parece ser más retador, pues para compensar la reducción de ingresos, se ha planteado un recorte de \$16,7 billones en el gasto público, y pese a que este ajuste cumple con la regla fiscal, el saldo primario se ubicaría en terreno negativo (-0,9% del PIB), por lo que se requerirá financiar la deuda con más deuda futura, estableciendo además algunas restricciones fiscales.

En cuanto a la deuda neta del Gobierno Nacional, en el 2023 cerró en 52,8% del PIB, por debajo del ancla de la regla fiscal (55% del PIB). La reducción de la deuda neta observada en 2023, principalmente por la apreciación de la moneda local, no se repetiría en 2024, lo cual podría agravar la situación fiscal. **El MinHacienda, proyecta que la deuda ascienda al 57% del PIB en el presente año, ligeramente por encima del ancla establecida en la regla fiscal (Gráfico 9).**

De acuerdo con el director de Crédito Público, José Roberto Acosta, una mayor emisión de deuda local apoyará en gran medida el aumento de las necesidades de financiamiento. Las subastas de COLTES pasarían de COP 34 tn en 2023 a COP 37 tn en 2024, incluyendo referencias verdes. La subasta total de COLTES representará cerca del 2,5% del PIB en 2024.

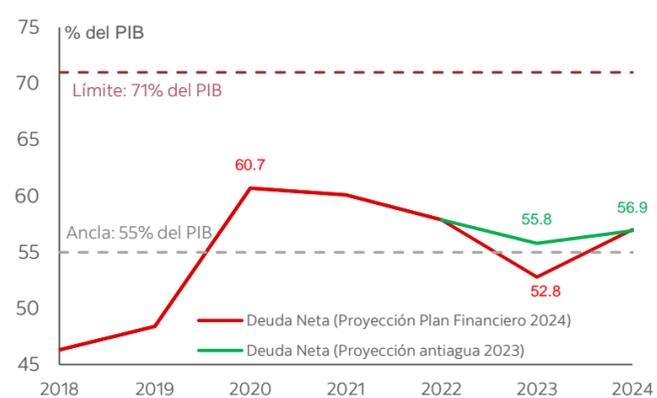
Las perspectivas para este año presentan desafíos importantes en términos de ajuste fiscal y la estabilización macroeconómica. Se ha proyectado un aumento del gasto fiscal en 1,4 p.p del PIB, un reto importante en cuanto a la ejecución presupuestal, la cual durante 2023 tuvo un balance preocupante, pues solo el 70% del presupuesto destinado a inversión fue efectivamente utilizado, mientras solo un tercio de las entidades gubernamentales logró alcanzar una ejecución aceptable, lo cual supone un escenario de baja efectividad del gasto público. La baja ejecución presupuestal podría poner en juego los supuestos planteados por el gobierno, con la estimación de un crecimiento económico del 1,5% en 2024.

Gráfico 8: Déficit Fiscal del Gobierno Nacional (% del PIB)



Fuente: Plan Financiero 2024, Scotiabank Economics

Gráfico 9: Deuda neta del Gobierno Nacional (% del PIB)



Fuente: Plan financiero 2024, Scotiabank Economics

# El tiempo se agota: las Reformas Sociales en la cuerda floja del Congreso

Las reformas sociales propuestas por el actual gobierno del presidente Gustavo Petro, han generado incertidumbre no sólo en los cambios estructurales que se plantean en los articulados, sino también en la viabilidad fiscal de las mismas. La reforma a la salud, la reforma pensional, y la reforma laboral han sido consideradas como las de mayor impacto y a las que el gobierno ha proporcionado sus mayores esfuerzos por sacar adelante.

Las sesiones ordinarias en el Congreso de la República del segundo periodo legislativo iniciaron el 16 de febrero, con una agenda bastante cargada de proyectos radicados, entre ellos la reforma a la salud, la cual, tras 10 meses en discusión, logró salir de la Cámara de Representantes, abriéndose paso para su tercer debate en la Comisión Séptima del Senado de la República, si bien ha sido uno de los proyectos que más avance ha tenido, en las primeras semanas de marzo antes de llevarse a votación, 8 de los 14 congresistas de la comisión firmaron una ponencia negativa del proyecto, con el argumento de que la propuesta del gobierno genera retrocesos para el sistema de salud actual, a esto se suma la falta de claridad sobre los costos fiscales que implicaría implementar el proyecto de ley. Las opciones de que se apruebe el articulado se reducen, dejando como opción la ponencia alternativa del senador Fabián Díaz, la cual podría darle una oportunidad para que el proyecto continúe en trámite, pese a que los ocho congresistas que firmaron la ponencia negativa han mostrado rechazo a esta idea. **El debate se retomaría en abril, por lo que el gobierno tendrá tiempo limitado para lograr consensos y evitar que uno de sus proyectos más importantes se hunda en el legislativo.**

Mientras tanto, la reforma pensional ha presentado retrasos en su segundo debate en la plenaria del senado, las primeras 4 sesiones no tuvieron éxito, siendo aplazadas por falta de quorum, sin embargo, en la sesión del 13 de marzo, se logró culminar la votación de 58 impedimentos, dando paso así a la discusión de las ponencias. En el centro del debate se encuentran dos propuestas principales: la liderada por la senadora Martha Peralta, del Pacto Histórico, y la alternativa encabezada por Norma Hurtado, del partido de la U. Las diferencias entre ambas propuestas son significativas, a aspectos clave como el umbral para cotizar en Colpensiones y la administración del fondo de ahorro.

Las discrepancias han adquirido una particular relevancia, pues la propuesta de gobierno, respaldada por Peralta, apunta a un umbral de tres salarios mínimos y la administración del fondo por parte de Colpensiones. En contraste, la propuesta alternativa aboga por un umbral de 1,5 salarios mínimos y la administración por el Banco de la República. Adicionalmente, las proyecciones económicas subyacentes en ambas propuestas divergen, lo que genera incertidumbre sobre su viabilidad a largo plazo. Mientras el gobierno confía en un escenario optimista de recuperación económica, la oposición exige claridad sobre los fundamentos de estas proyecciones, argumentando la necesidad de tomar decisiones responsables que garanticen el bienestar futuro de la población.

Así las cosas, uno de los principales desafíos radica en la necesidad de conciliar posturas entre distintos partidos políticos, pues la oposición ha empleado estrategias para prolongar el debate, aprovechando el límite temporal como una herramienta de presión, dado que, **si las iniciativas no se aprueban antes del 20 de junio, se hundirían debido a la falta de avance en su trámite legislativo.**

La reforma laboral por su parte ha sido objeto de intenso debate y análisis de diferentes agentes económicos. La discusión de la iniciativa no se ha retomado, dando prioridad a los proyectos clave de gobierno, sin embargo, ha sido tema de discusión en torno a los impactos que se darían a largo plazo en la economía y sociedad en general, por tanto, **el equilibrio entre la protección de los derechos laborales y la promoción de la competitividad empresarial será un factor determinante para el éxito del proyecto de ley.**

# Mercados: El carry trade desvanece la prima fiscal en el corto plazo.

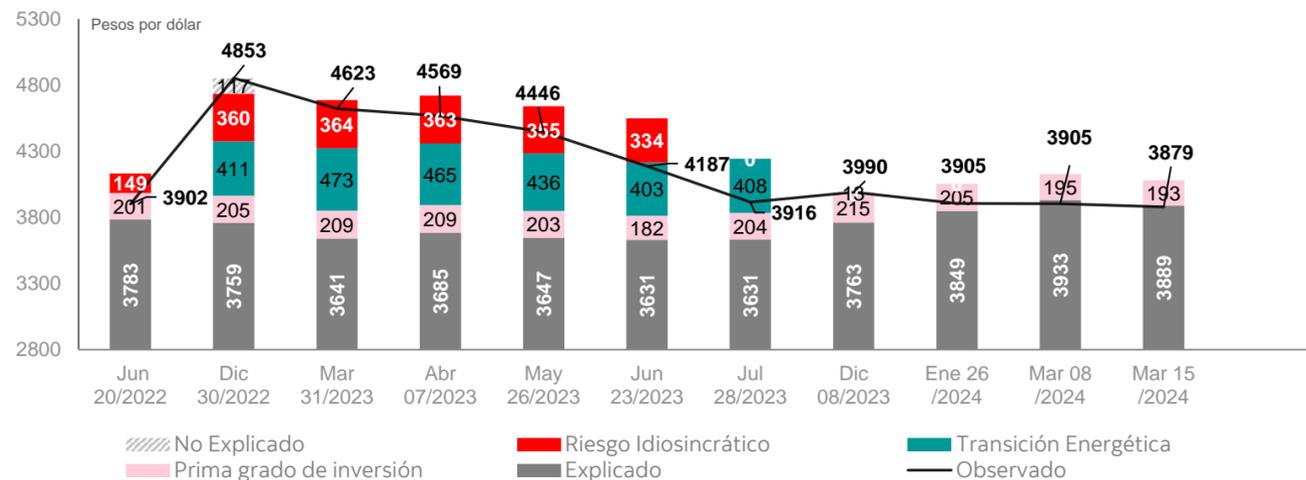
En lo corrido del año, la fluctuación de la tasa de cambio en Colombia se ha moderado y la política monetaria ha sido uno de los factores detrás de este comportamiento. En 2024, los mercados se han enfocado en afinar sus expectativas sobre el recorte de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal (Fed). En este contexto, los países que mantienen un diferencial amplio frente a la Fed son los que ven una volatilidad inferior en su tipo de cambio. En Colombia, el Banco de la República ha sido cauteloso en la reducción de la tasa de interés, lo que estaría alentando la ejecución de estrategias de *carry trade*, en la que los inversionistas buscan fondeo en monedas de países con tasas de interés bajas para invertir en países con tasas de interés altas. En Colombia el diferencial frente a las tasas internacionales es alta, lo que incentiva la inversión en pesos colombianos y limita la reacción a episodios de volatilidad internacional.

En el anterior contexto, la tasa de cambio en Colombia ha pasado de fluctuar en promedios semanales de 80 pesos o más a estabilizarse en fluctuaciones semanales de 50 pesos o menos, sin embargo, la percepción de los operadores del mercado está sesgada a pensar que el peso colombiano tiene una fortaleza que se podría afectar en la medida en que el Banco de la República decida reducir su tasa de interés.

Por el lado de la actividad real, las exportaciones dejaron de contraerse y se mantienen en niveles similares a los del año anterior, mientras que, las importaciones continuaron debilitándose, lo que sugiere que la demanda de dólares por parte del sector real continuó débil al inicio del año. El déficit en cuenta corriente fue de 2,7% del PIB en 2023, pero en el último trimestre del año se evidenció un repunte trimestral en las importaciones que sugiere que el déficit en cuenta corriente tiene un impacto limitado para seguir bajando. Con lo anterior, la tasa de cambio no tendría un fundamental macroeconómico significativo para prolongar una tendencia bajista.

En Scotiabank Colpatria se proyecta una tasa de cambio para cierre del año de 4116 pesos, dicho nivel sugiere que el proceso de reducción en las tasas de interés locales podría permitir una depreciación moderada. Por el canal real, se espera que la estabilización de la economía y eventual repunte contribuye a mejorar la demanda de dólares para las importaciones. En cuanto a riesgos, la situación fiscal sigue suponiendo una prima en la tasa de cambio al entender que Colombia no está prospectada a volver a tener el grado de inversión en la deuda de moneda extranjera.

Gráfico 10: USDCOP desagregado por efectos macroeconómicos



Fuente: Scotiabank Colpatria Economics.

# Tasas de interés: esperando la materialización del recorte de tasas.

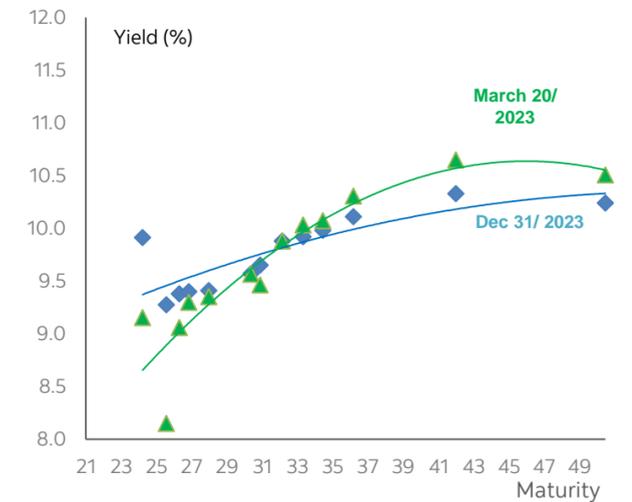
Si bien el Banco de la República inició el recorte en las tasas de interés en diciembre, los inversionistas se muestran cautos en seguir incorporando sus expectativas de la tasa de política monetaria en la renta fija. La curva de rendimientos en lo corrido del año se ha empinado (Gráfico 11), favoreciendo la valorización de los plazos cortos y el deterioro de los plazos largos, en un movimiento en el que hay varios factores detrás.

El primero es una cautela respecto a qué tan bajo pueden llegar las tasas de interés en Colombia luego de iniciarse el ciclo de recortes y en esa medida cuánto hay incorporado en los precios actuales. En segundo lugar, el ajuste de las expectativas de política monetaria a nivel internacional elevó la cautela, especialmente en inversionistas extranjeros, y, por otro lado, el aumento de las metas de déficit fiscal y deuda estarían sugiriendo continuar pensando en primas de riesgo para la deuda pública más altas de las que se tenían previo a la pandemia.

En este sentido, el comportamiento en los flujos de la deuda pública sigue siendo similar al del 2023: son principalmente los inversionistas domésticos los que añaden posiciones en el mercado de deuda pública (Gráfico 12), mientras los inversionistas extranjeros siguen esperando el momento adecuado para maximizar sus beneficios.

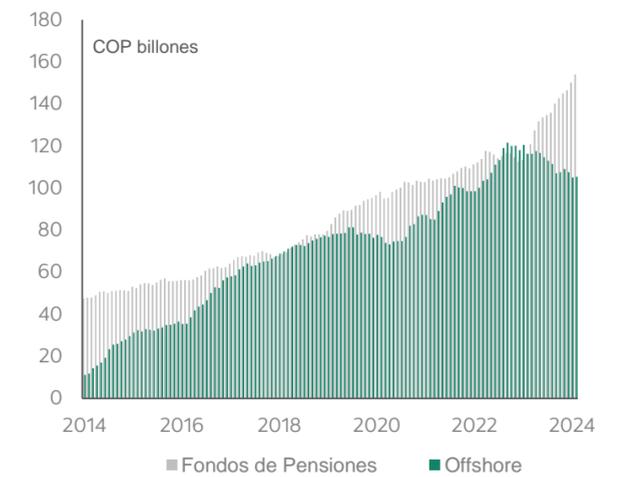
Dado que en Scotiabank Colpatria se proyecta una caída de la tasa de política de política monetaria hasta el 7,50% para el final del 2024 y de 5,50% para final del 2025, se estima que una tasa factible promedio para la curva de rendimientos en el mediano plazos sería cercana al 7% o 7,50%, sin embargo, en estos niveles se estima que la curva podría mantenerse más empinada, pues en la segunda parte del año es cuando los riesgos fiscales por el menor recaudo tributario podrían volverse más materiales.

Gráfico 11: Yield Curve COLTES



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.

Gráfico 12. Evolución de tenencias de COLTES por parte de Fondos de Pensiones y de Inversionistas extranjeros.



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.

## Lo que sigue...

- **A nivel internacional, la vigilancia sobre la acción de los bancos centrales continuará.** Las expectativas apuntan a recortes en las tasas de interés entre junio y julio de 2024, pero todo seguirá dependiendo de los datos de crecimiento, empleo e inflación.
- **El Banco de la República continuaría con el ciclo de flexibilización de la política monetaria.** Se espera que la inflación continúe mostrando una convergencia hacia la meta y apoye la idea de mayores recortes en la tasa de interés de referencia.
- **En el frente político colombiano, será relevante monitorear si la agenda de reformas sigue en pie o si la estrategia del gobierno cambia.** De igual forma, la evolución de los planes económicos en las regiones se vuelve cada vez más clave.

## Proyecciones

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (Pr)
<b>Cuentas Nacionales</b>						
Crecimiento real del PIB (anual %)	3,2	-7,3	11,3	7,5	0,6	1,4
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,9	9,7	-3,8	1,0
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,2	14,0	8,3	1,1	0,6
Privado (a/a, %)	4,0	-4,9	15,2	9,8	1,1	0,7
Gobierno (a/a, %)	5,5	-0,8	10,0	1,4	0,9	5,2
Formación bruta de capital (a/a, %)	2,4	-21,5	14,5	16,9	-24,8	-0,9
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,5	17,0	16,1	3,1	2,9
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	28,5	23,4	-14,7	-0,9
<b>Mercado Laboral</b>						
Desempleo (% , promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,6
<b>Balanza de Pagos</b>						
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14,1	-13,1	-20,0	-16,6	-8,2	-11,6
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,2	50,9	73,1	67,8	68,0
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,6	76,0	79,1
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-21	-10	-13,77
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,6	-3,4	-5,6	-6,2	-2,7	-3,5
Términos de Intercambio (a/a, %)	4,04	-12,62	20,74	5,94		
<b>Precios, tasas &amp; Tasa de Cambio</b>						
IPC (a/a, %, fin periodo)	3,80	1,61	5,62	13,12	9,28	5,54
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,69
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	6,06
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4116
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4050
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	13,0	7,50
<b>Indicadores Fiscales*</b>						
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,9	55,8	57,1
Balance de primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	0,0	0,0
Déficit del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-4,5

\*Fuente: Plan Financiero 2023



## CONTACTO

### Sergio Olarte

Gerente de Research  
sergio.olarte@scotiabankcolpatria.com

### Jackeline Piraján

Director de Research  
jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com

### Santiago Moreno

Profesional Senior de Research  
santiago1.moreno@scotiabankcolpatria.com

### Daniela Silva

Profesional I de Research  
daniela1.silva@scotiabankcolpatria.com

### David Sarmiento

Estudiante en Práctica  
David.sarmiento@scotiabankcolpatria.com

## 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 Colpatría

#### Acerca de Scotiabank

La visión de Scotiabank es ser el socio financiero más confiable de nuestros clientes para ofrecer un crecimiento sostenible y rentable y maximizar el rendimiento total para los accionistas. Inspirándonos en nuestro propósito corporativo, “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 capital. Con alrededor de \$1.4 billones en activos (al 31 de enero de 2024), Scotiabank cotiza sus acciones en la Bolsa de Valores de Toronto (TSX: BNS) y la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE: BNS). Para obtener más información, visite <http://www.scotiabank.com> y síganos 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 January 31, 2024), Scotiabank trades on the Toronto Stock Exchange (TSX: BNS) and New York Stock Exchange (NYSE: BNS). For more information, please visit <http://www.scotiabank.com> and follow us on X @Scotiabank.