

# Perspectivas Macroeconómicas Diciembre 2024

Estabilización económica en medio de presiones fiscales  
e incertidumbre política

---

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com

Scotiabank Colpatria

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

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

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

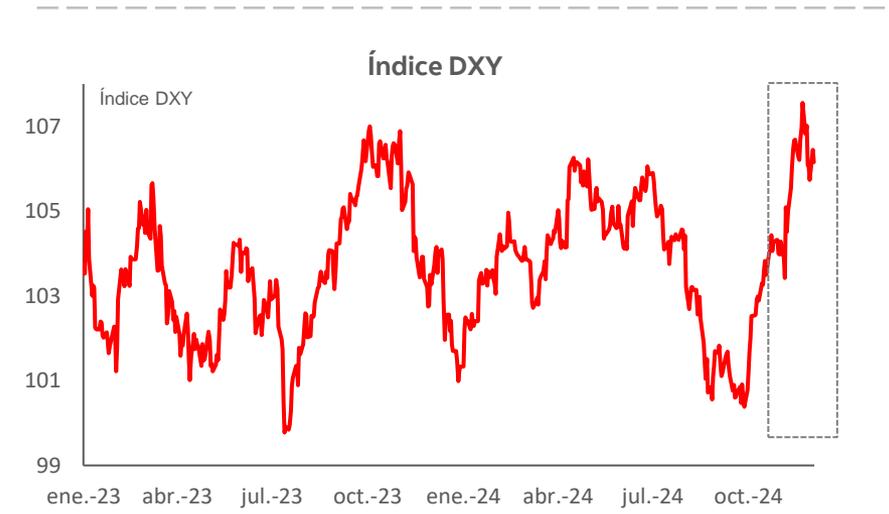
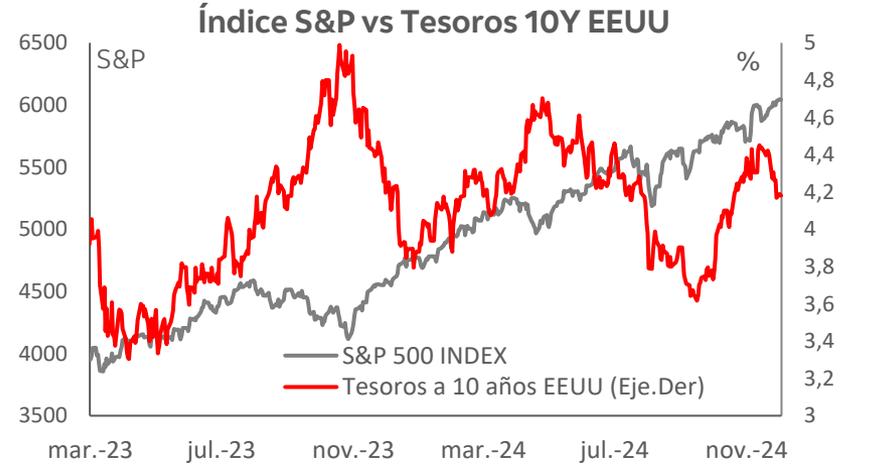
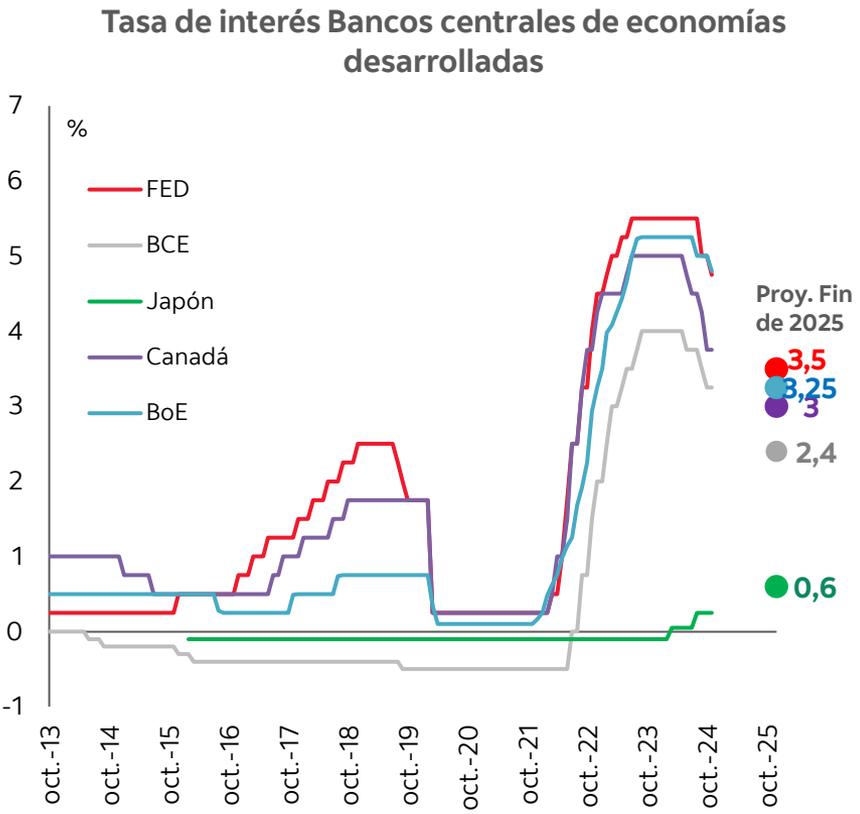
El menor crecimiento económico genera restricciones fiscales que sumado a la alta carga de intereses en la deuda, está dejando como rezago un bajo espacio para la inversión pública. Los activos en Colombia deben seguir primando el riesgo fiscal en sus precios.

**Global**

# Las tasas de interés se equilibrarían en niveles altos.

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

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



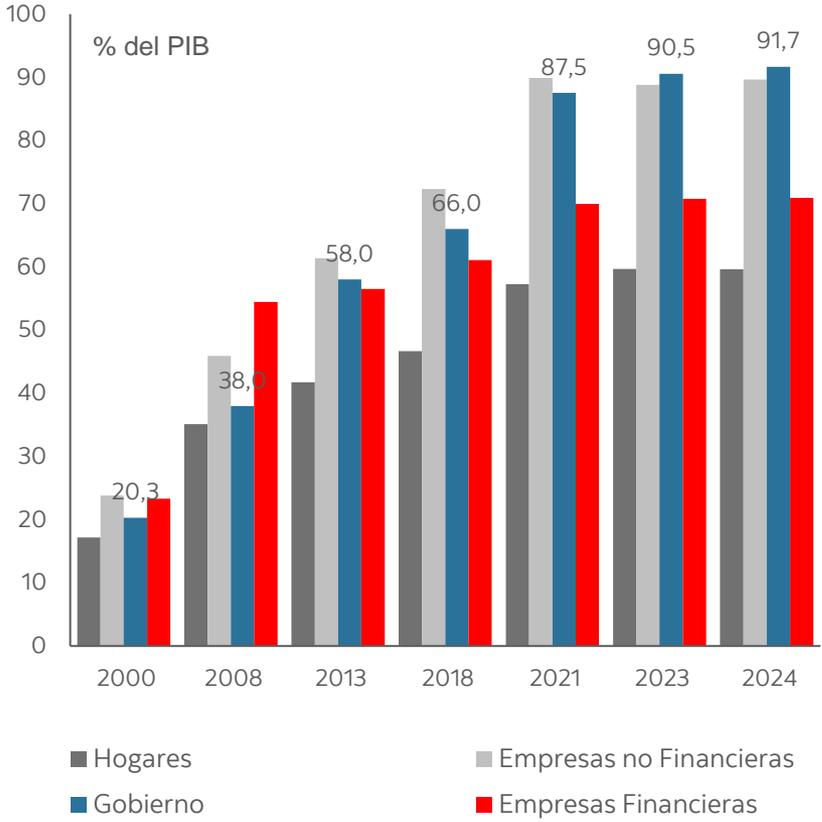
Fuentes: Haver, Bloomberg, Scortiabank Colpatría Economics.

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

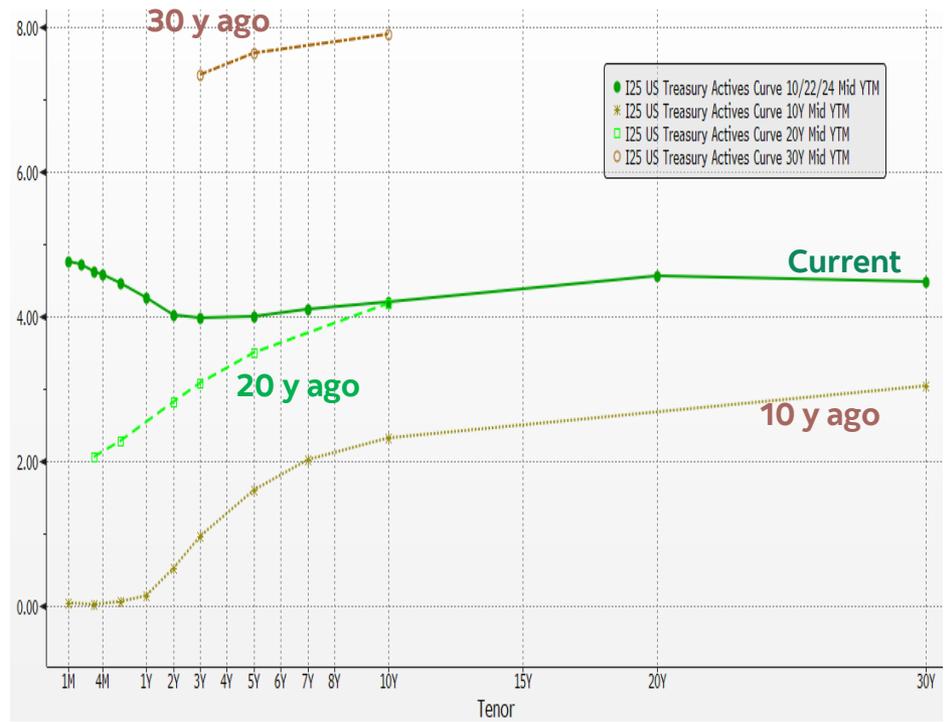
La pregunta de la sostenibilidad fiscal vuelve a emerger en medio del ajuste de la economía.

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

**Evolución de la Deuda Global**



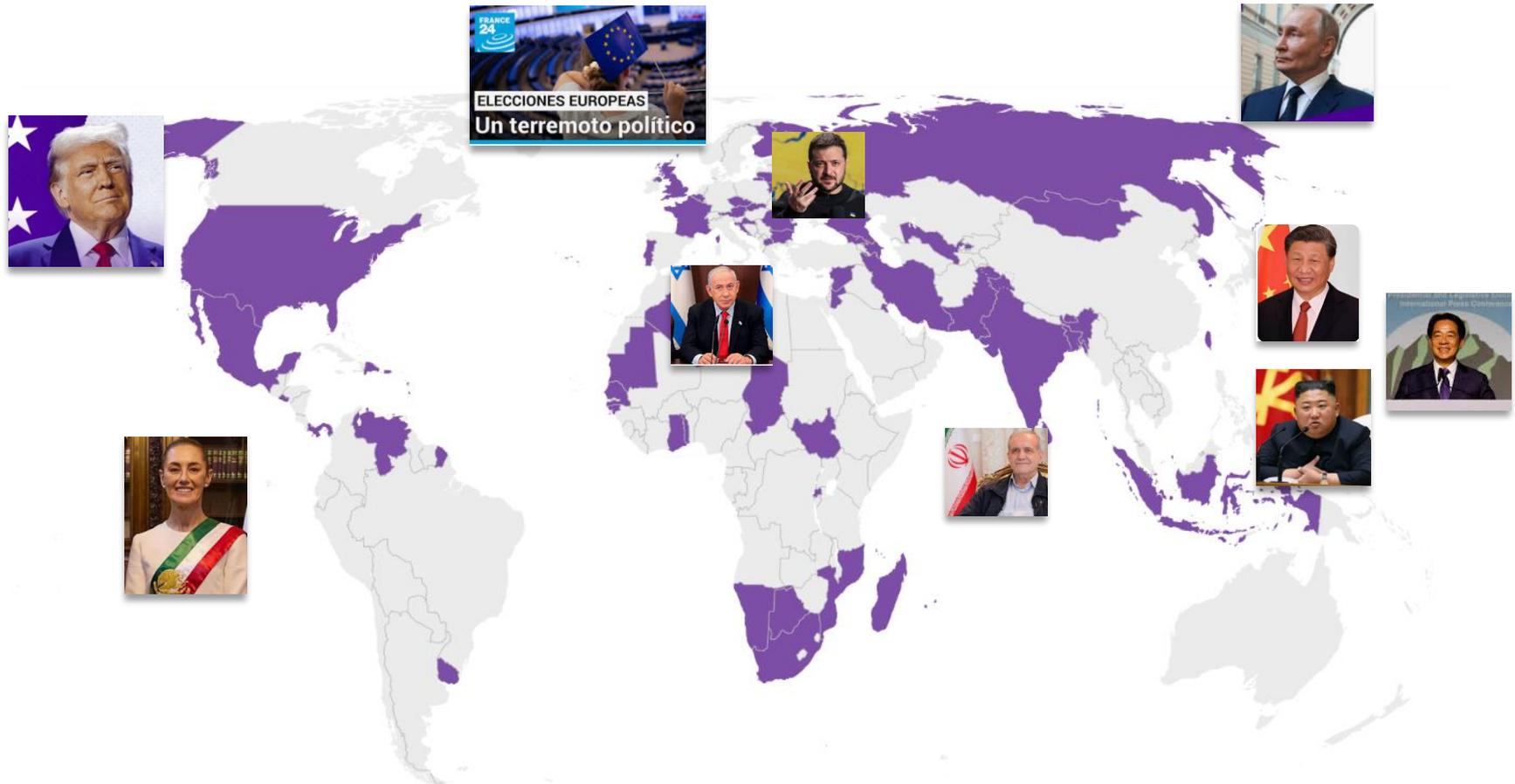
**Curva de Rendimientos en EEUU**



Fuente: IIF, Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics,

# La política ha sido y continuará siendo una fuente de incertidumbre

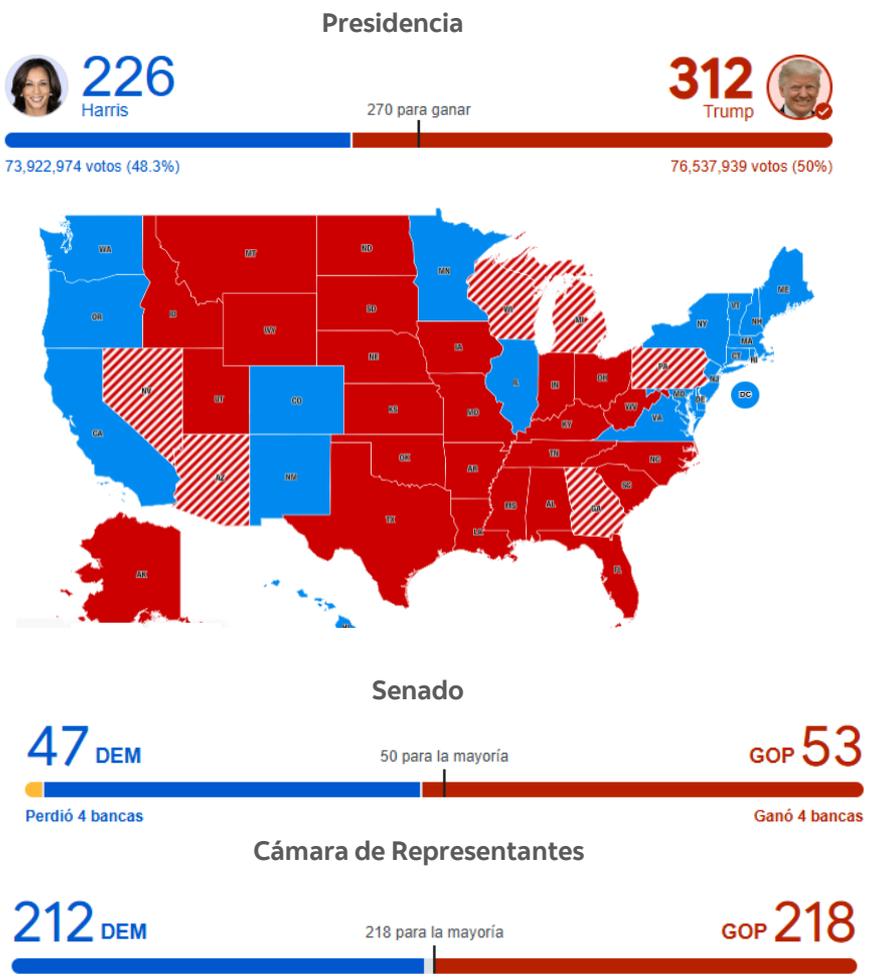
## Mapa de Países con Elecciones durante 2024



Fuente: Imágenes diarios internacionales, mapa CNN.

# Expectativa sobre el cambio de mando presidencial en EEUU

## Resultados de las Elecciones en EEUU 2024



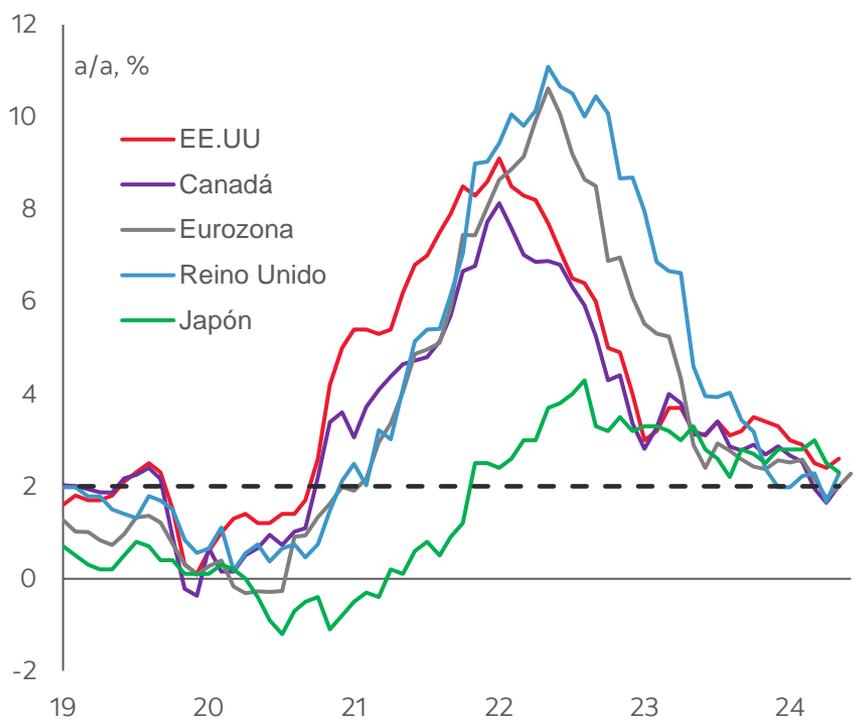
Fuente: gráficos CNN.

## Potenciales políticas e impactos de la presidencia de Donald Trump

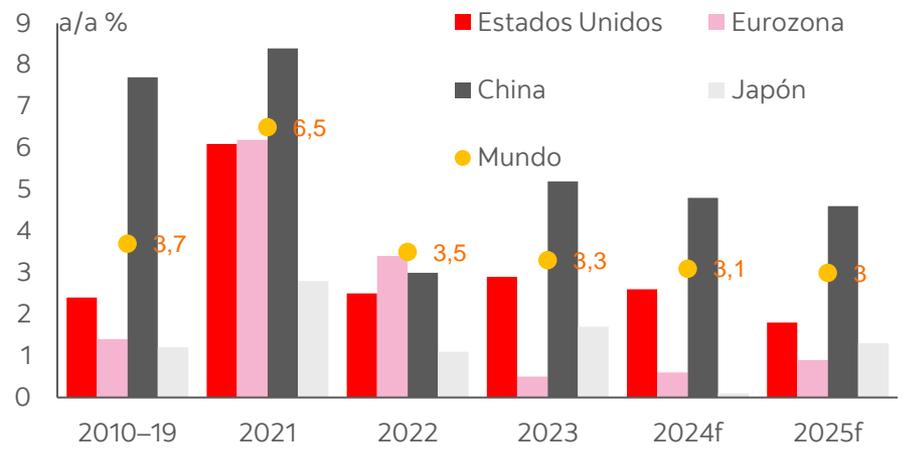
- 1. Expansión Fiscal vía menores impuestos:**  
Probabilidad **alta**  
Efectos:  
Impacto en el incremento de deuda y alza en tasas de interés.  
En el mediano plazo depende del sector privado un incremento de la productividad
- 2. Guerra comercial como instrumento de persuasión**  
Probabilidad :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

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

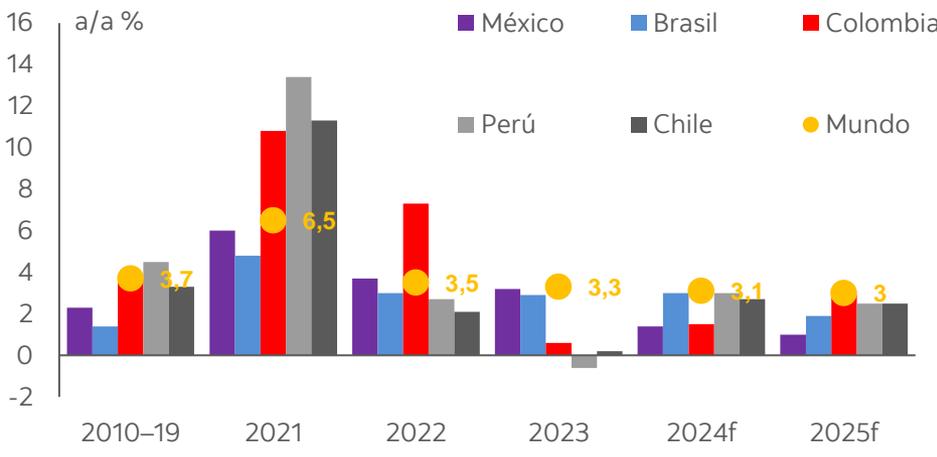
### Evolución de la Inflación países desarrollados



### Crecimiento Económico - Economías Avanzadas



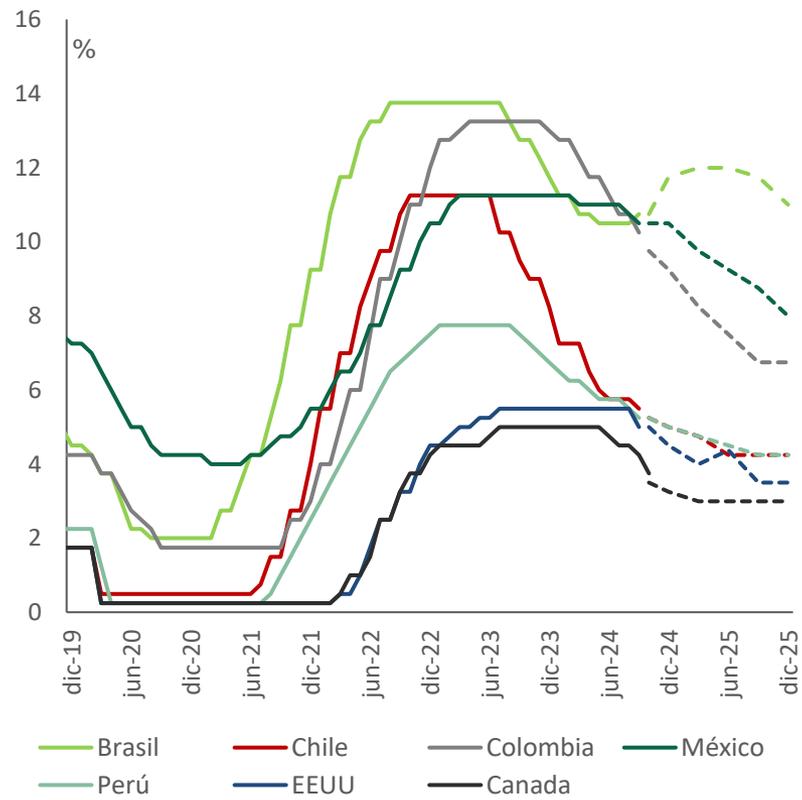
### Crecimiento Económico - Latam



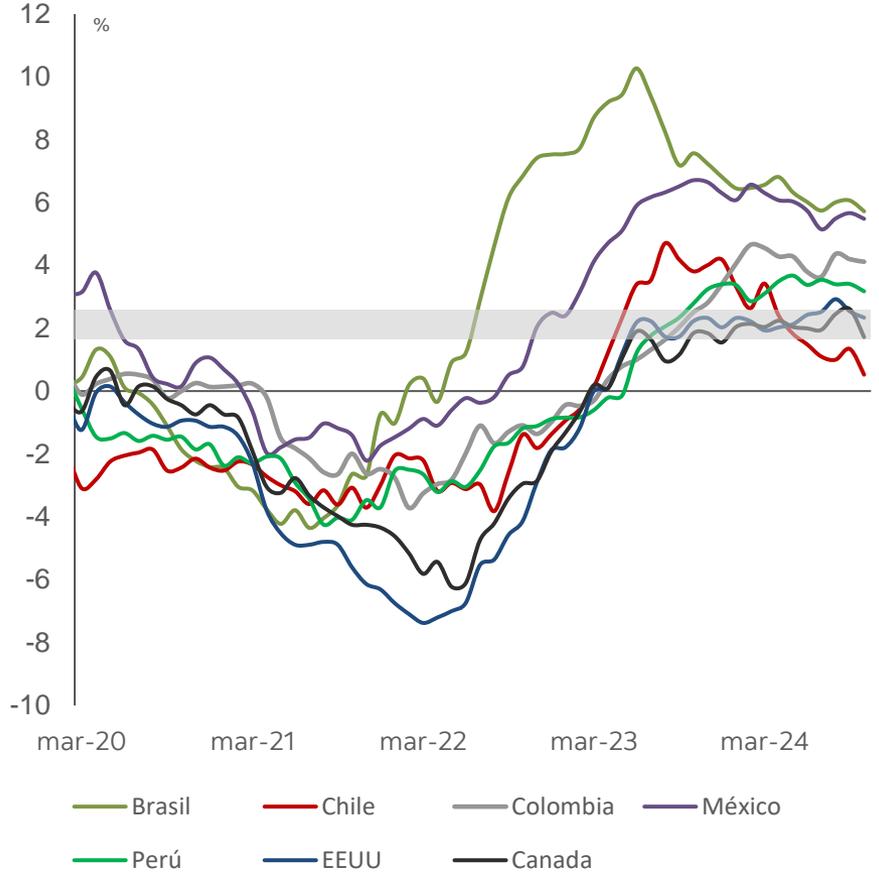
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics

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

### Expectativas de Tasas de Interés Latinoamérica



### Evolución de la tasa de interés real



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

**Colombia**

# Monitor de eventos relevantes

**PIB**  
**3T 2,0%**

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

**Inflación**  
**5,20%**  
**Noviembre**

La inflación se desacelera, sin embargo, su descenso no ha sido suficiente para acelerar el ciclo de BanRep.

**Tasa Interés**  
**9,75%**

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

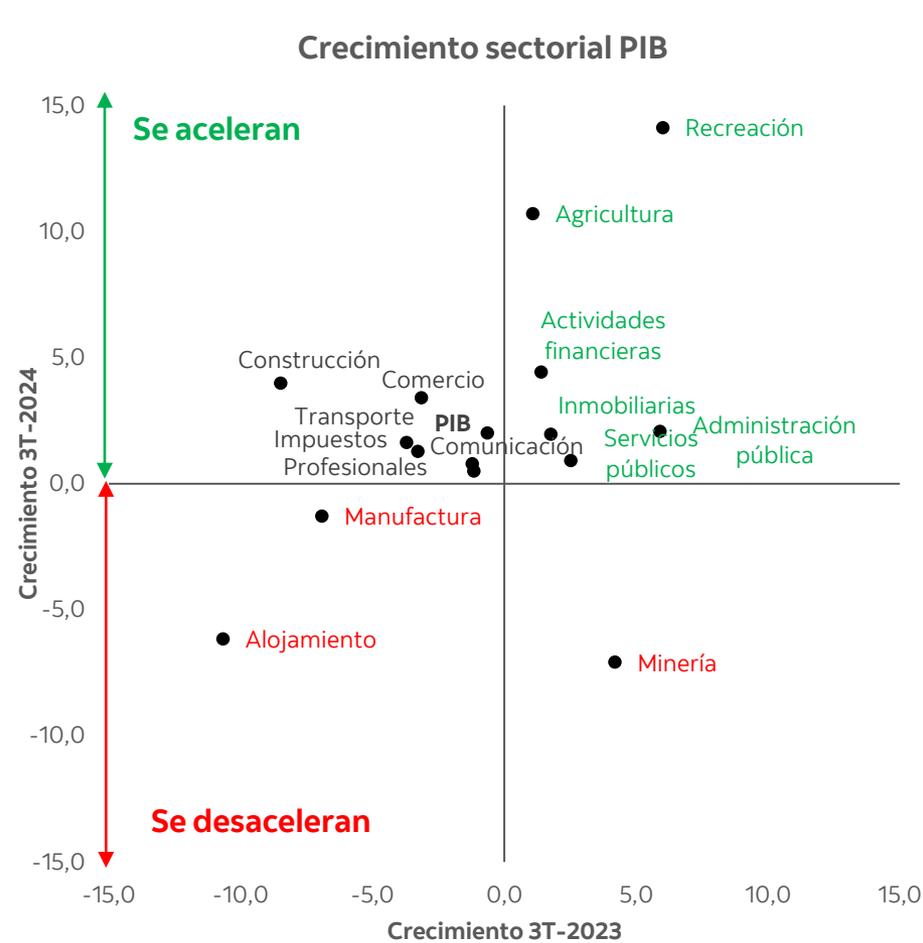
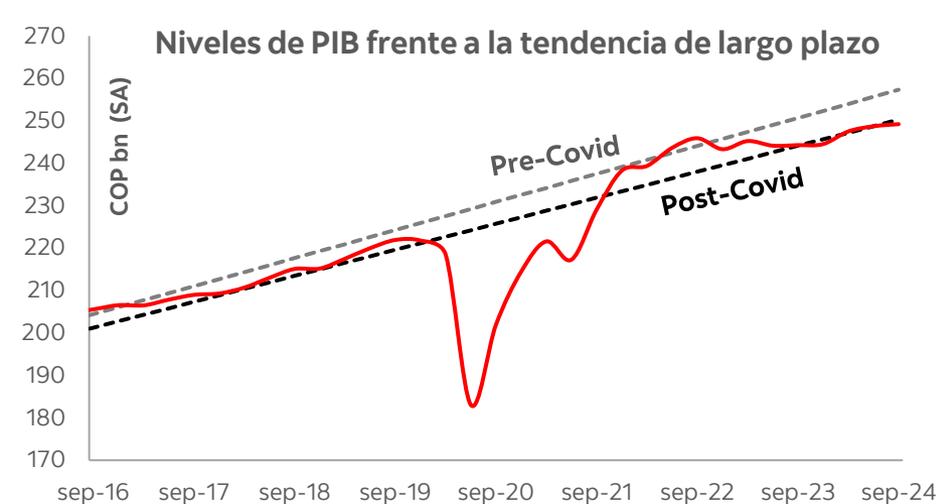
En noviembre la Reserva Federal recortó en 25 pbs su tasa de intervención, por ahora las expectativas sobre un nuevo recorte de 25 pbs en diciembre será lo que genere volatilidad en los activos de riesgo.

## Eventos próximos

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

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

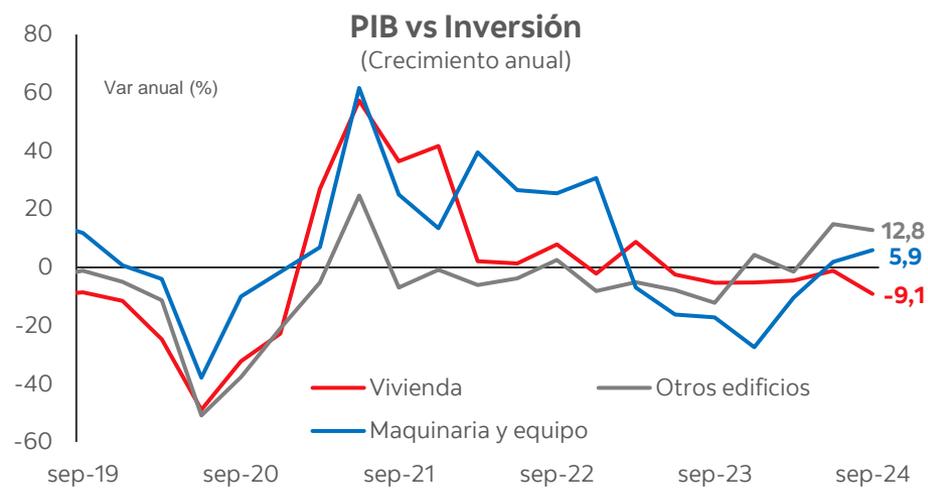
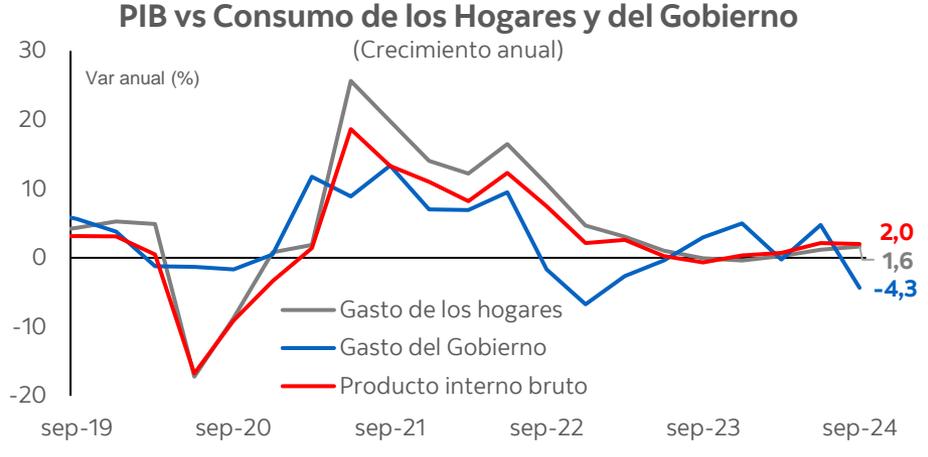
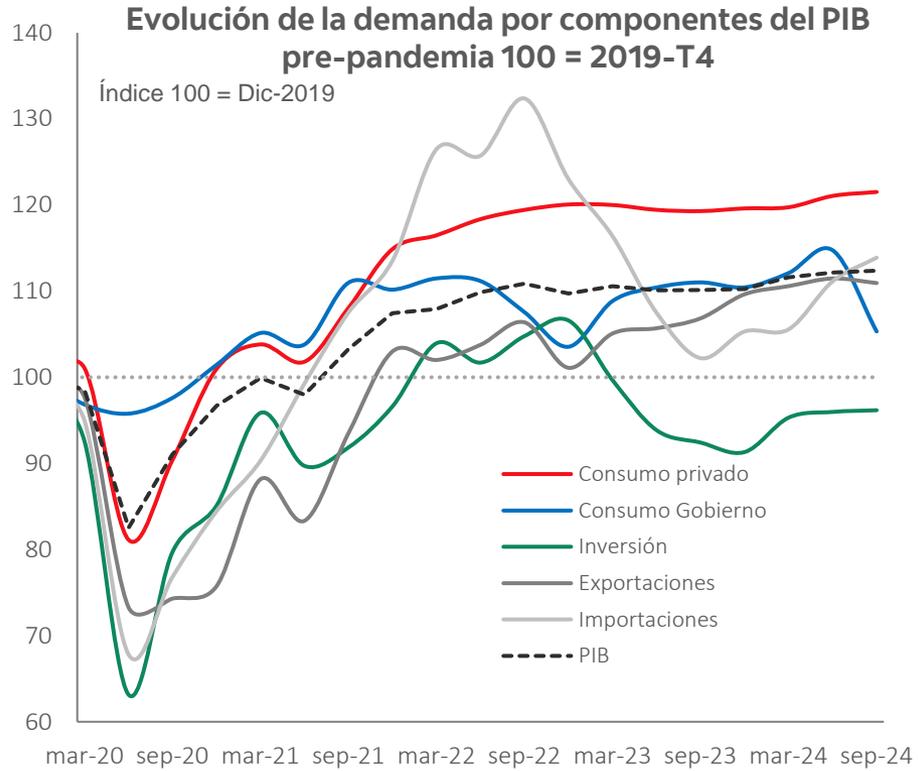
La agricultura y la administración pública han sido los sectores con mejor desempeño en lo corrido de 2024. Sin embargo, este comportamiento podría desvanecerse en la segunda mitad del año.



Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

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

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

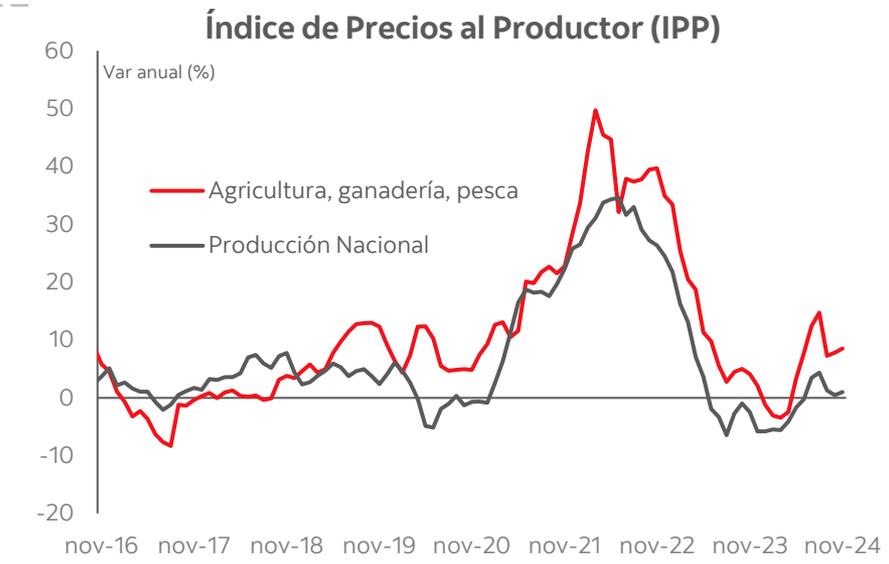
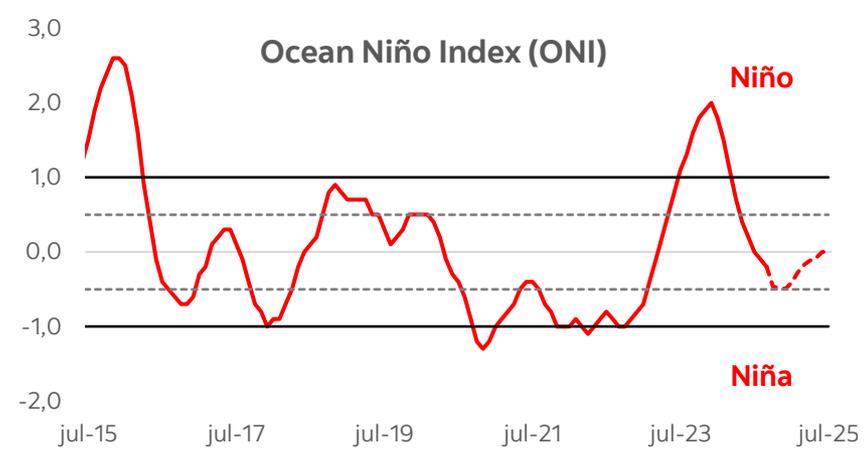
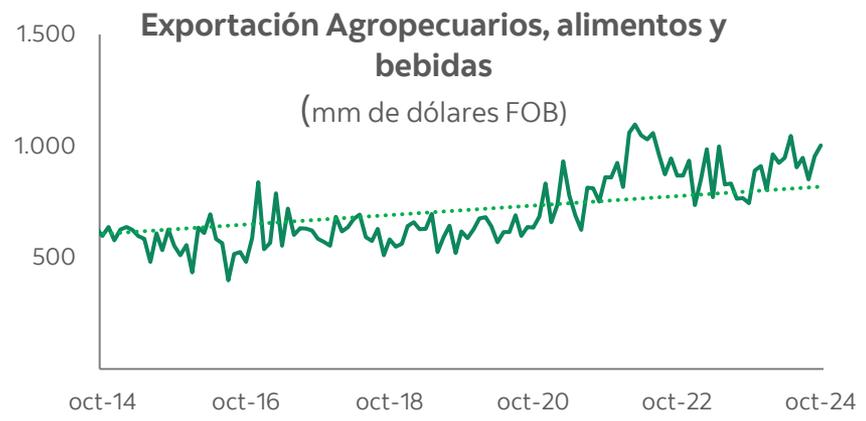


	Var y/y 3T	YTD
<b>Consumo privado</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,0%</b>
<b>Consumo público</b>	<b>-4,3%</b>	<b>0,1%</b>
<b>Inversión</b>	<b>4,0%</b>	<b>0,6%</b>
<b>Exportaciones</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,0%</b>
<b>Importaciones</b>	<b>11,0%</b>	<b>1,4%</b>

Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

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

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

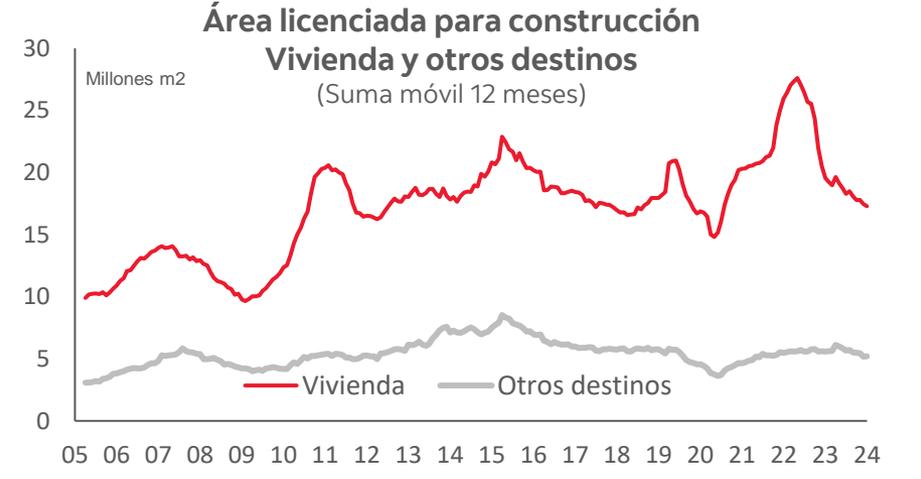
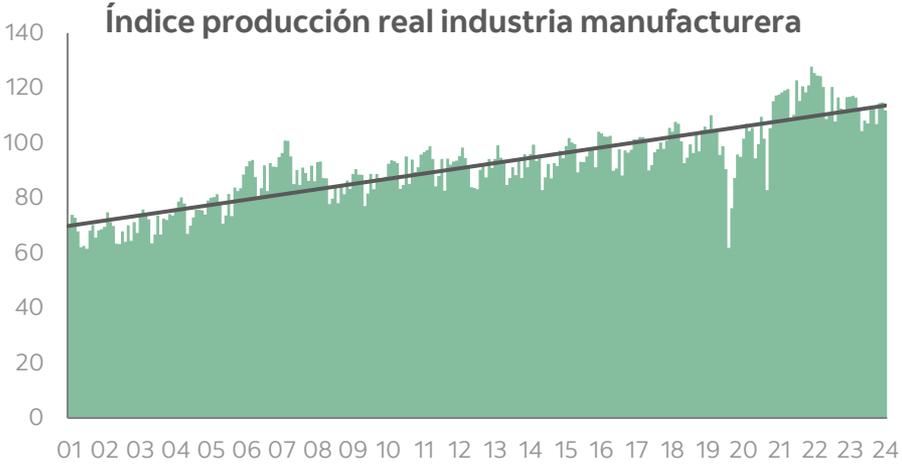


Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

# El sector secundario mantiene una dinámica débil.

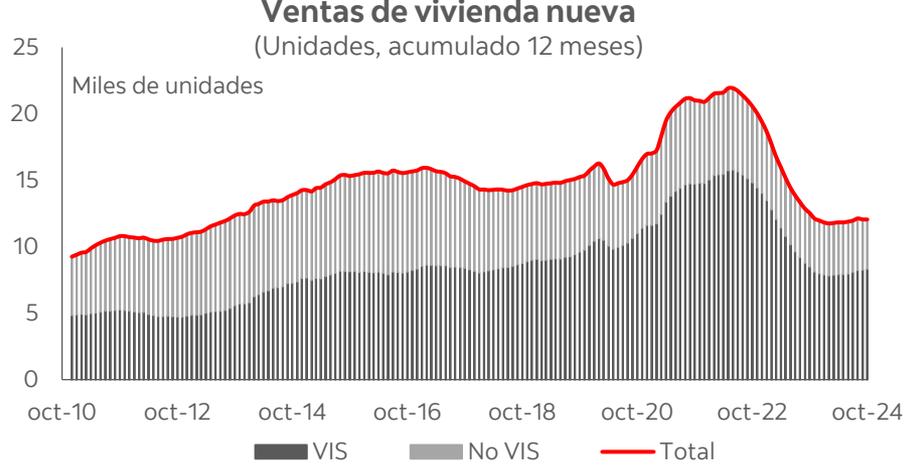
La producción manufacturera se ha visto afectada por la interrupción en actividades de refinación, la salida de agentes del sector vehicular y una menor demanda interna.

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



## Mapa de Calor: Actividades de la industria manufacturera (Variación anual)

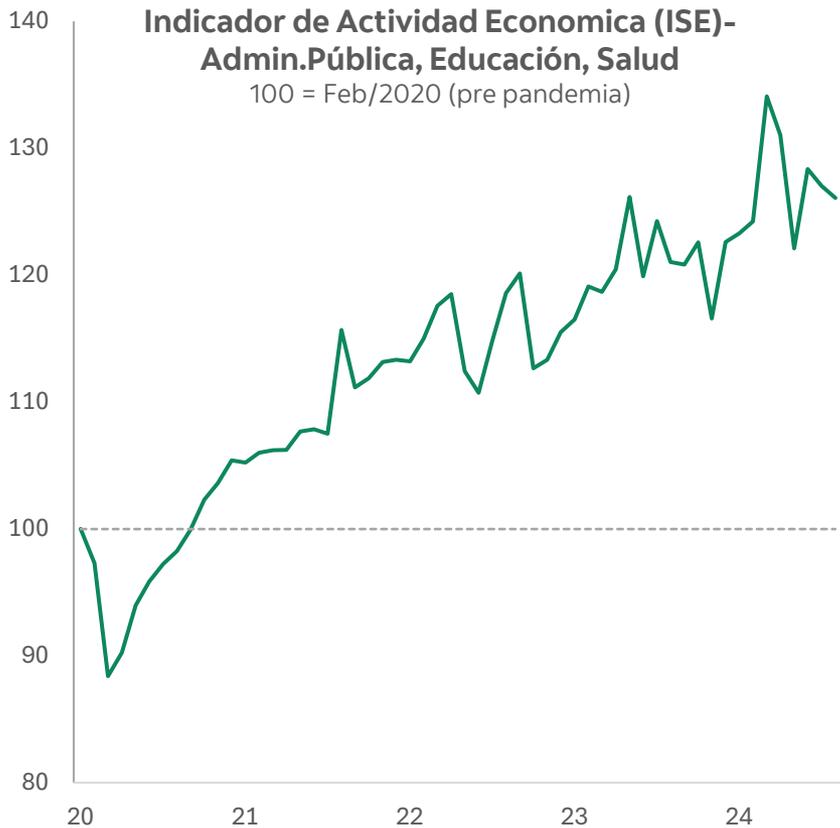
	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jul-24	ago-24	sep-24
Alimentos y Bebidas	3,8%	0,5%	14,6%	2,1%	0,7%	-1,1%	-4,8%
Textiles y Calzado	7,3%	-2,1%	15,9%	2,5%	3,4%	-1,5%	-5,1%
Químicos y Farmacos	7,8%	0,1%	14,9%	-0,7%	5,2%	-1,8%	-4,3%
Caucho, Plástico, Vidrio, Metales	0,3%	3,2%	14,0%	-0,6%	5,1%	0,2%	-7,2%
Maquinaria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



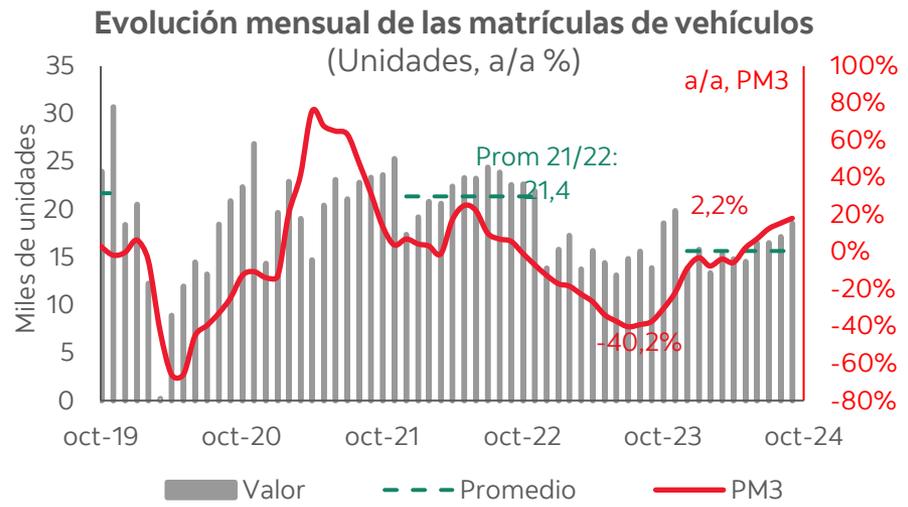
Fuentes: DANE, Camacol, Scotiabank Economics.

# Una actividad en particular estaría jalonando el sector de servicios.

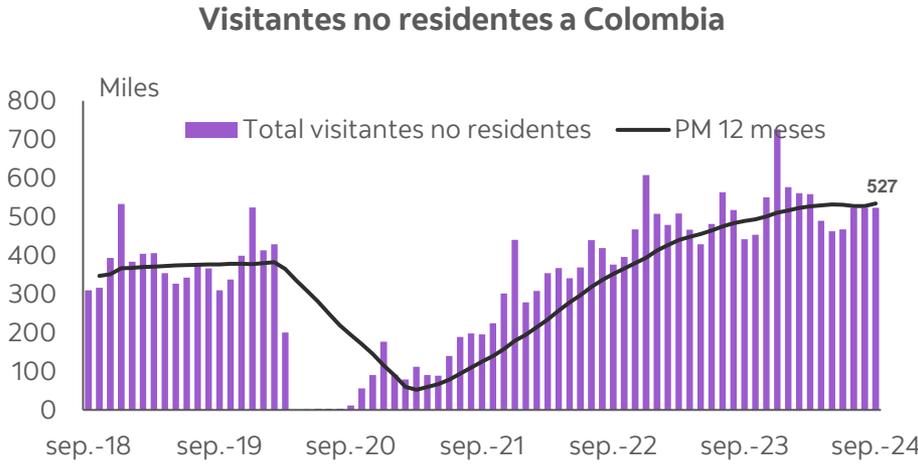
La **administración pública** ha sido uno de los sectores que más ha apalancado el crecimiento en la primera parte del año, sin embargo, esto se atribuye a efectos transitorios, que se desvanecerían en el futuro.



Fuentes: DANE, Andemos, Scotiabank Economics.



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



## Mercado laboral

# Estructura del mercado laboral en Colombia

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

## Aspectos generales

### Tasa de desempleo (año corrido)

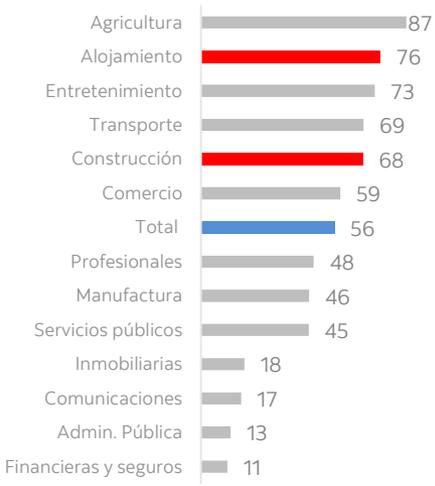
Año	Total nacional	13 ciudades y a. m.*
2019	10,9%	11,5%
2023	10,2%	10,4%
2024**	10,8%	10,7%

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

\*Áreas metropolitanas. \*\*Corte agosto 2024.

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

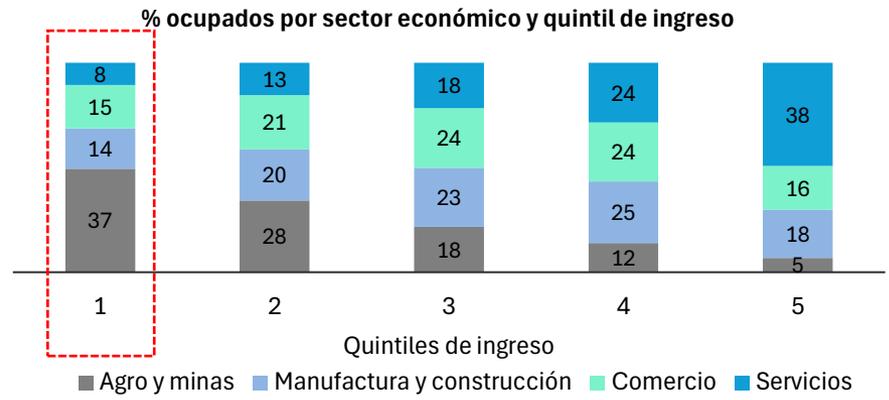
## Informalidad laboral por sectores 2023



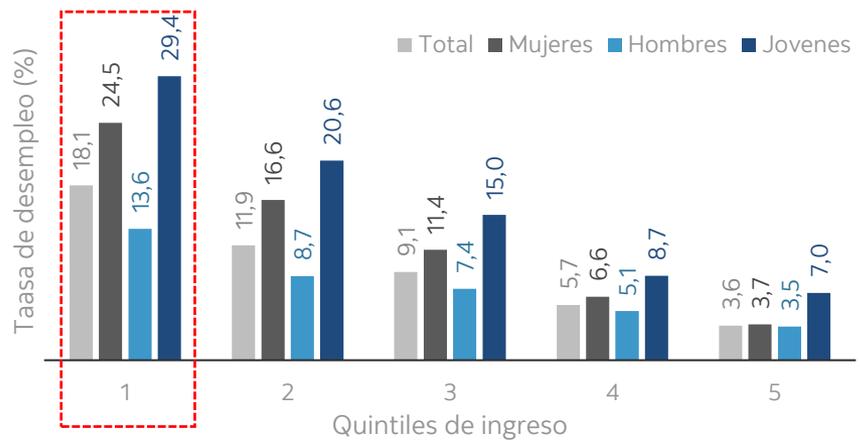
- Sectores como la agricultura, alojamiento y entretenimiento registran tasas de informalidad superiores al total nacional.

## Ocupación e ingresos, 2023

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



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



# Estructura empresarial y empleo en Colombia

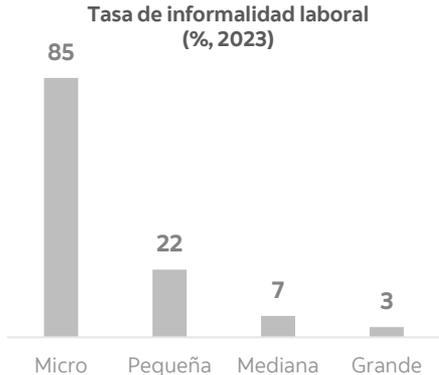
En Colombia más del **90%** de las empresas son MiPymes (micro y pequeñas empresas) y concentran el **73%** del empleo en el país.

## Participación del empleo por tamaño de empresa, 2023

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



## Tasa de informalidad por tamaño de empresa, 2023



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

Fuente: DANE

## Formalidad laboral por tamaño de empresa

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

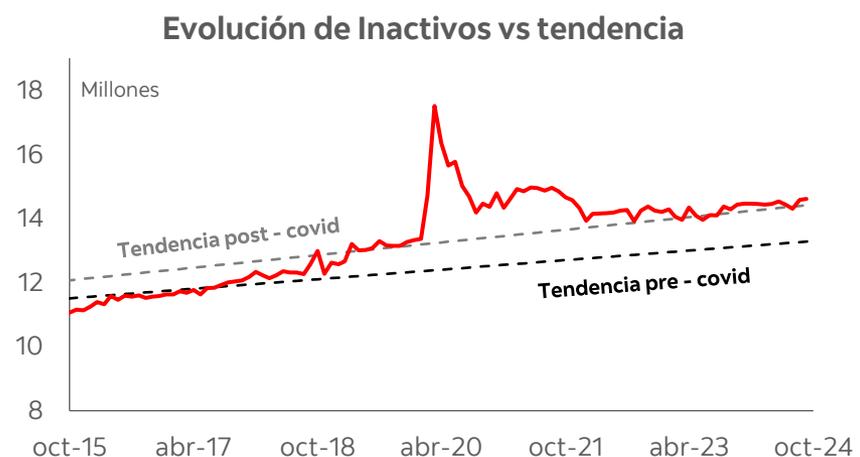
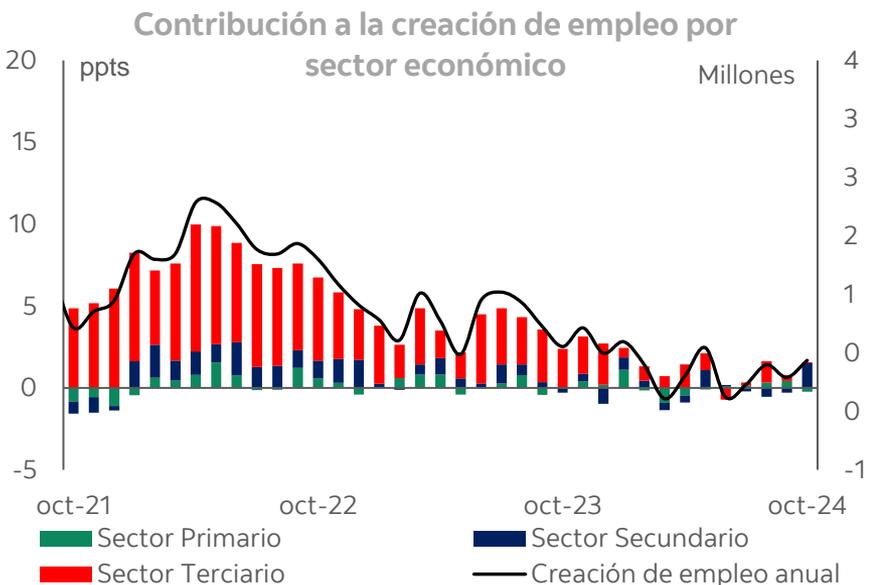
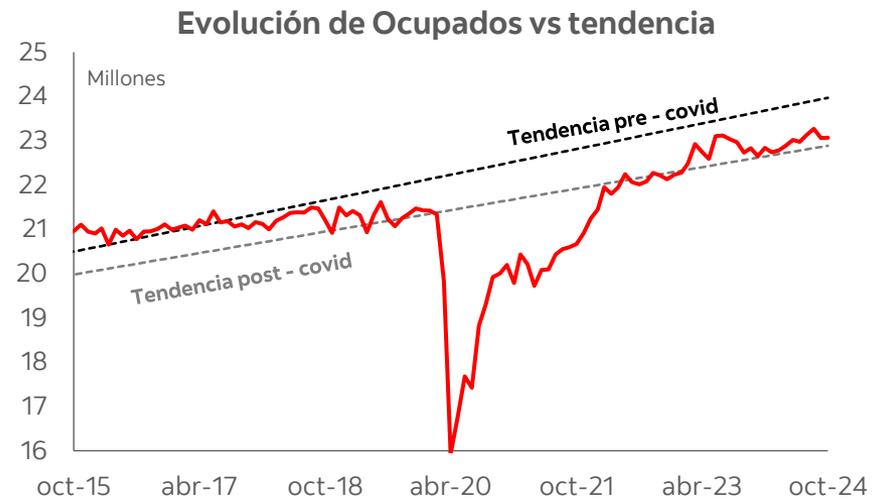
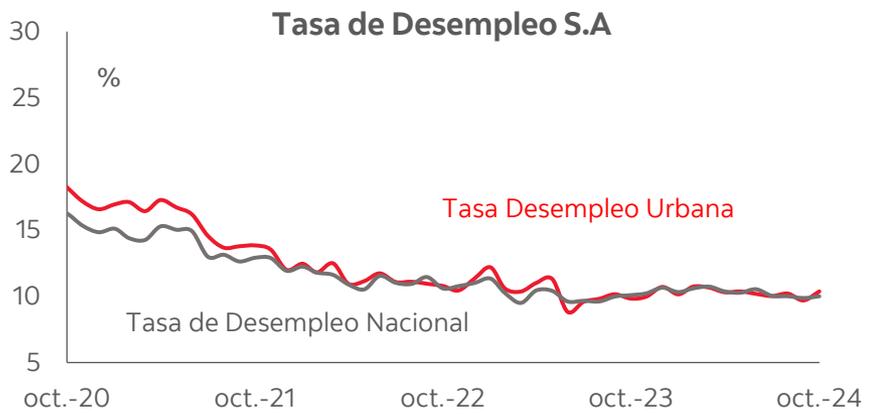


- Las **microempresas tienen más de 12 millones de empleados que se encuentran en la informalidad**, los cuales representan el 94% del total de ocupados informales.



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

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

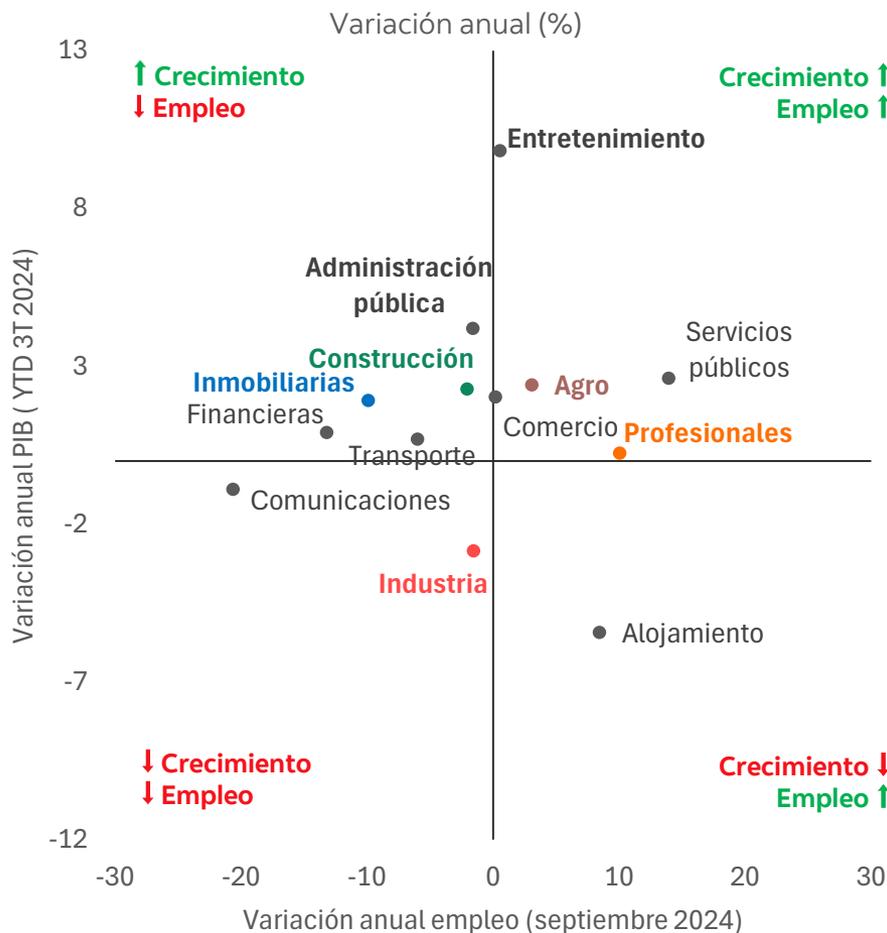


Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

Fuente: DANE, Scotiabank Economics.

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

## Empleo vs. PIB por sectores



## Participación sectorial de la FBK (%)



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

Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

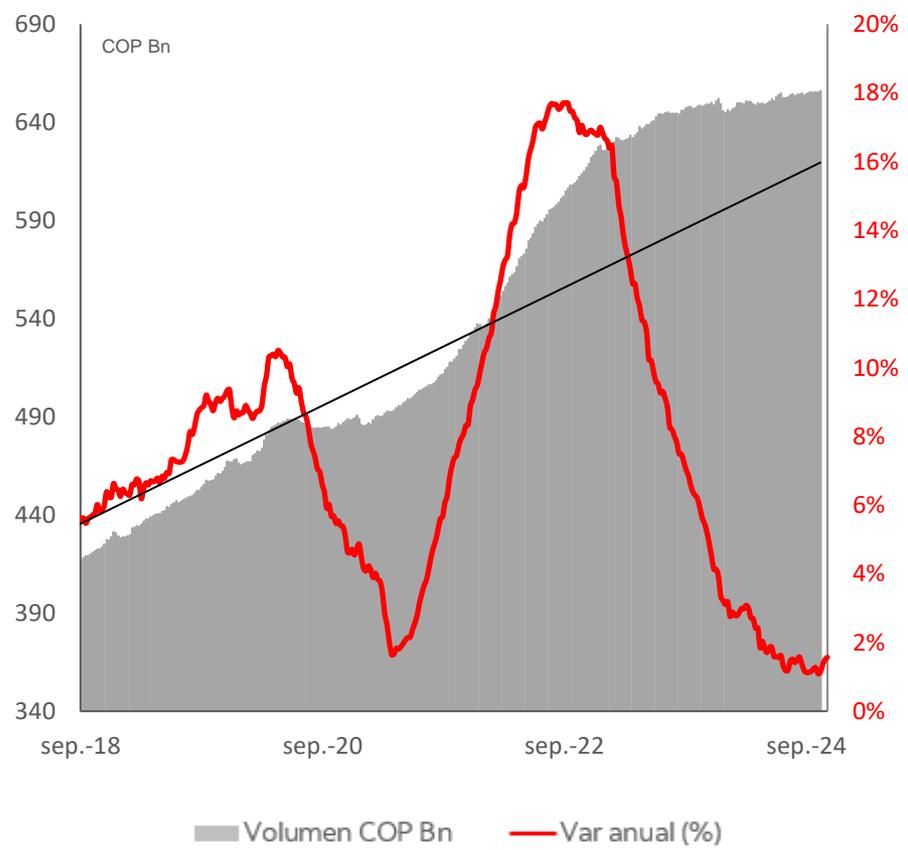
## Cartera

# La cartera se estabilizó en niveles más sostenibles.

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

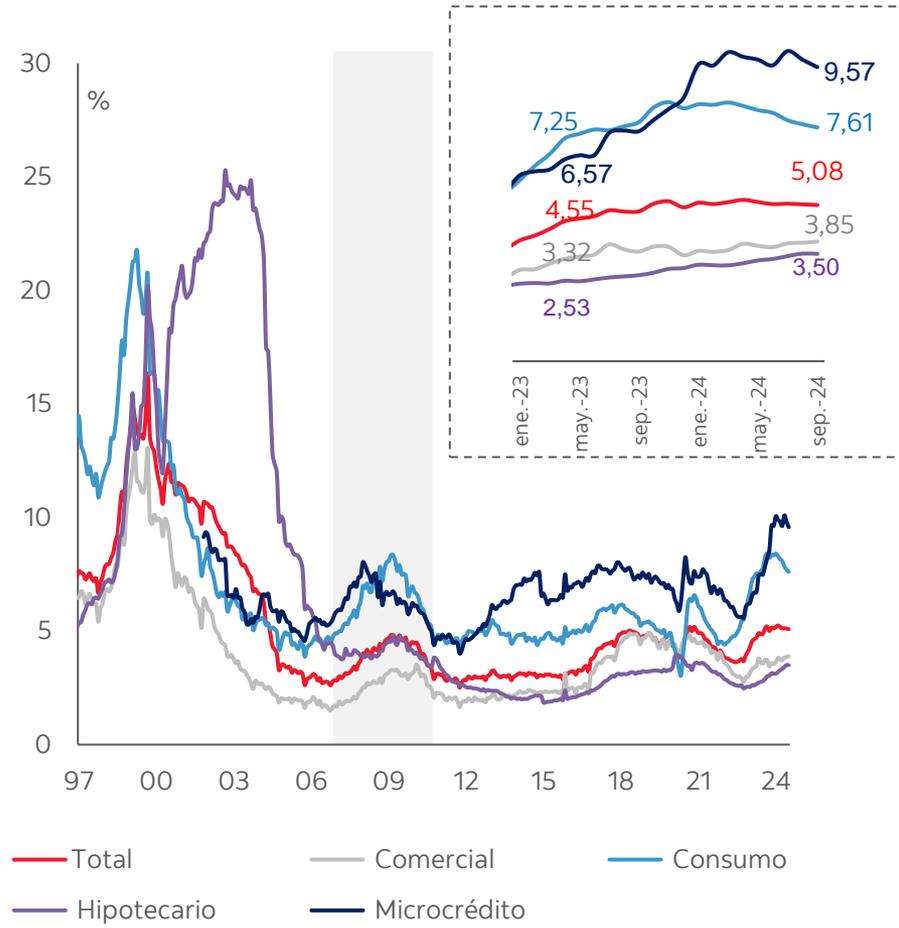
La calidad de la cartera comienza a mejorar, especialmente la cartera de consumo

### Cartera Bruta Total Sin Ajustar



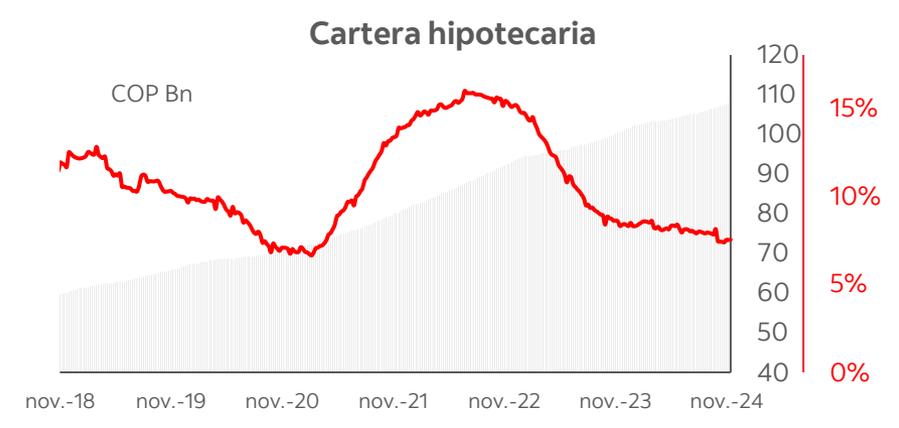
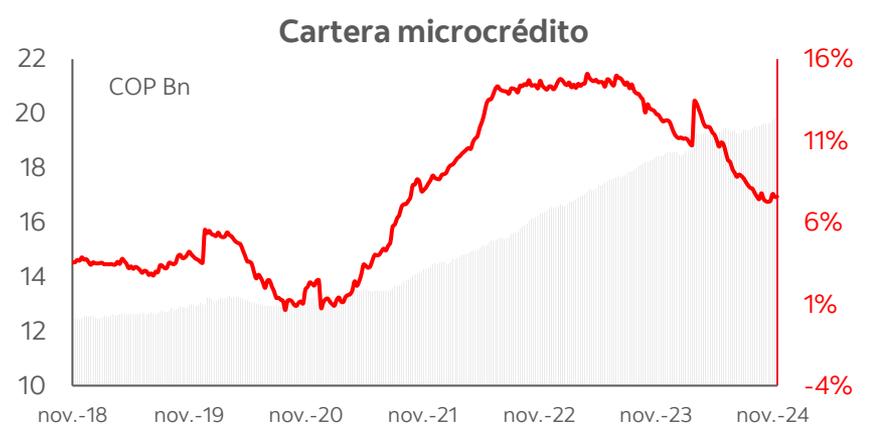
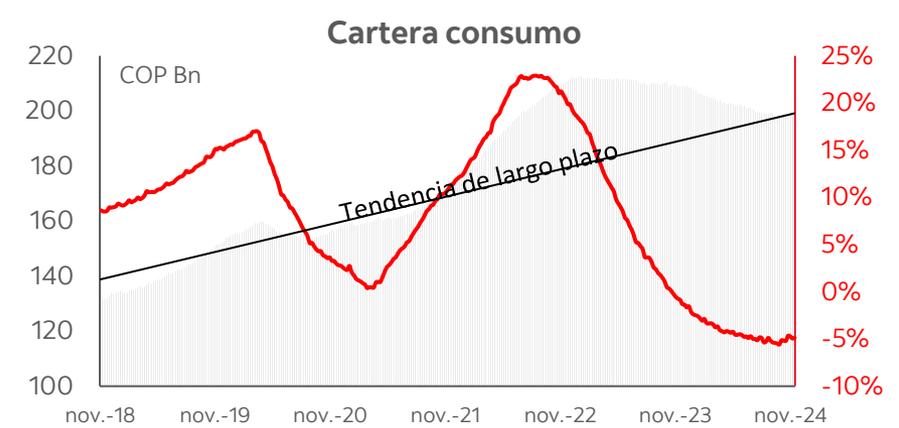
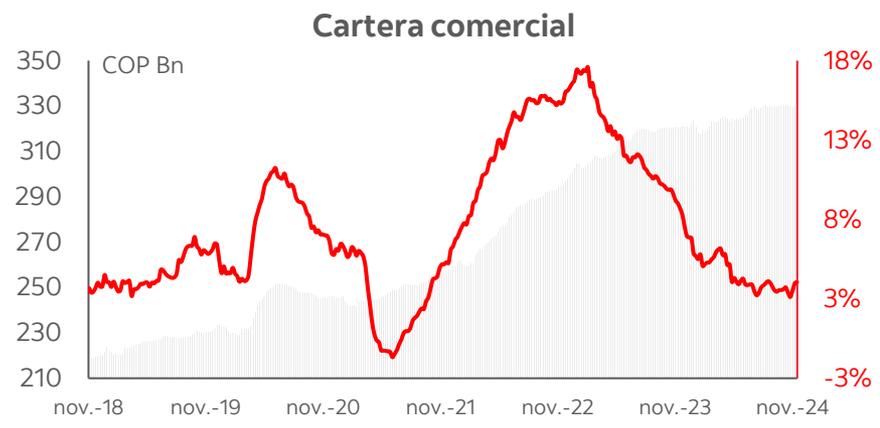
Fuente: BanRep, Scotiabank Economics,

### Indicador de calidad de cartera (%)



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

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



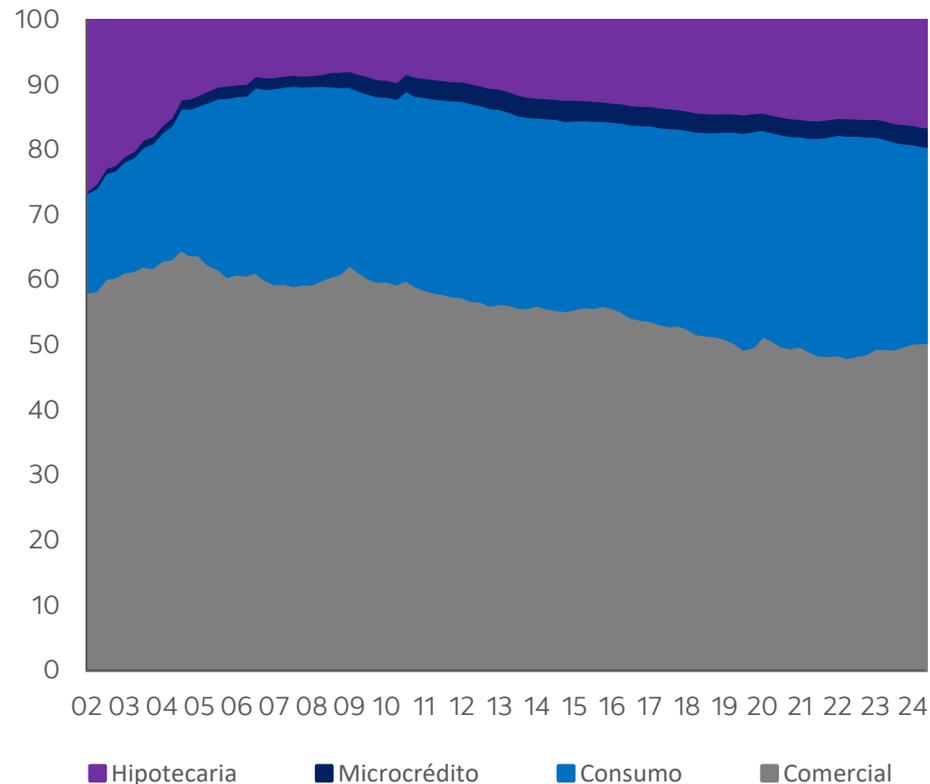
Fuentes: Banco de la República, Scotiabank Colpatría Economics

■ Volumen COP Bn    — Var anual (%)

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

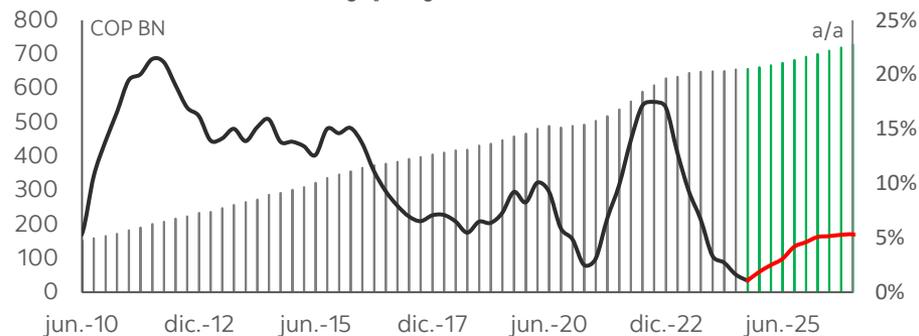
Lo peor del ciclo parece haber sucedido a lo largo del 2024. La recuperación apoyada por el sector privado se reflejaría en una cartera de créditos más dinámica.

### Composición de la cartera de créditos por modalidad

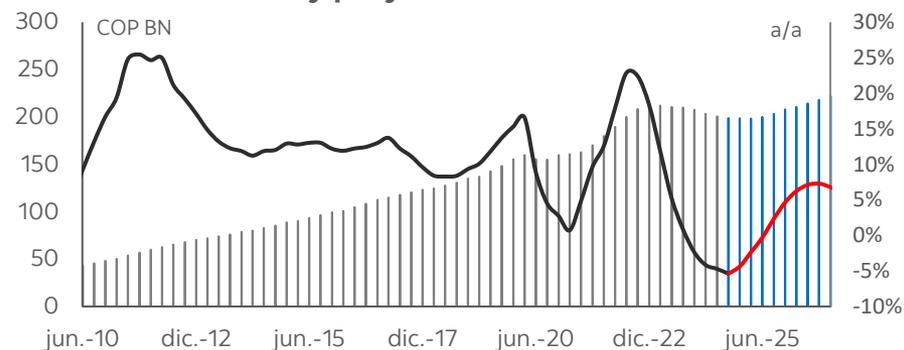


Fuentes: Banco de la República, Scotiabank Colpatría Economics

### Evolución y proyección cartera Total



### Evolución y proyección cartera Consumo



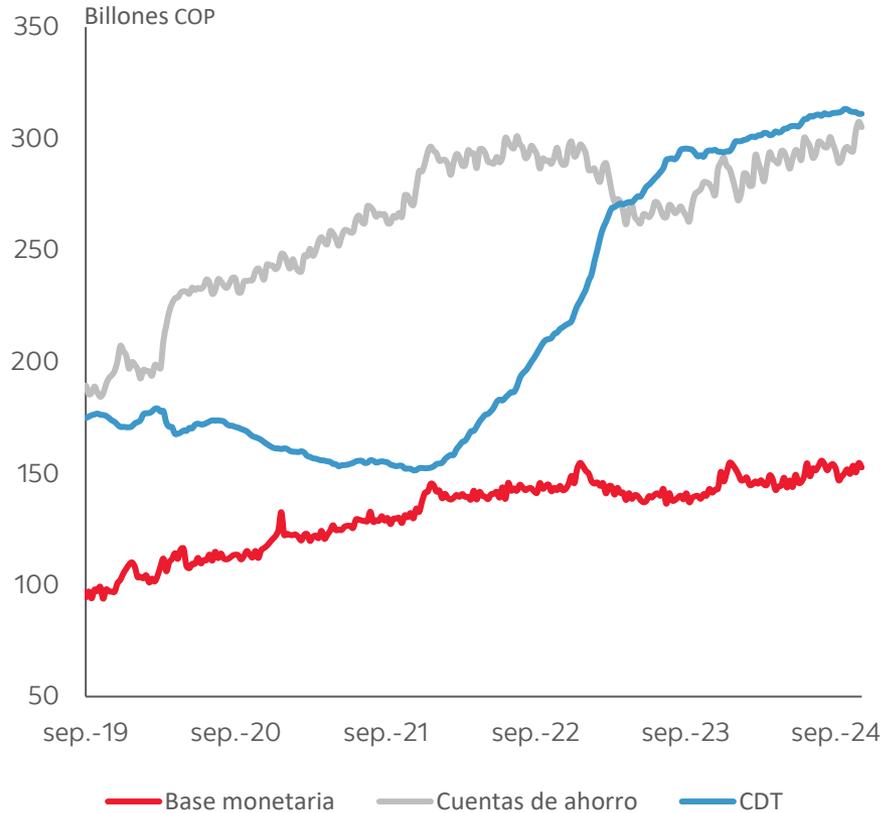
### Pronóstico por tipo de cartera (Promedio anual)

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

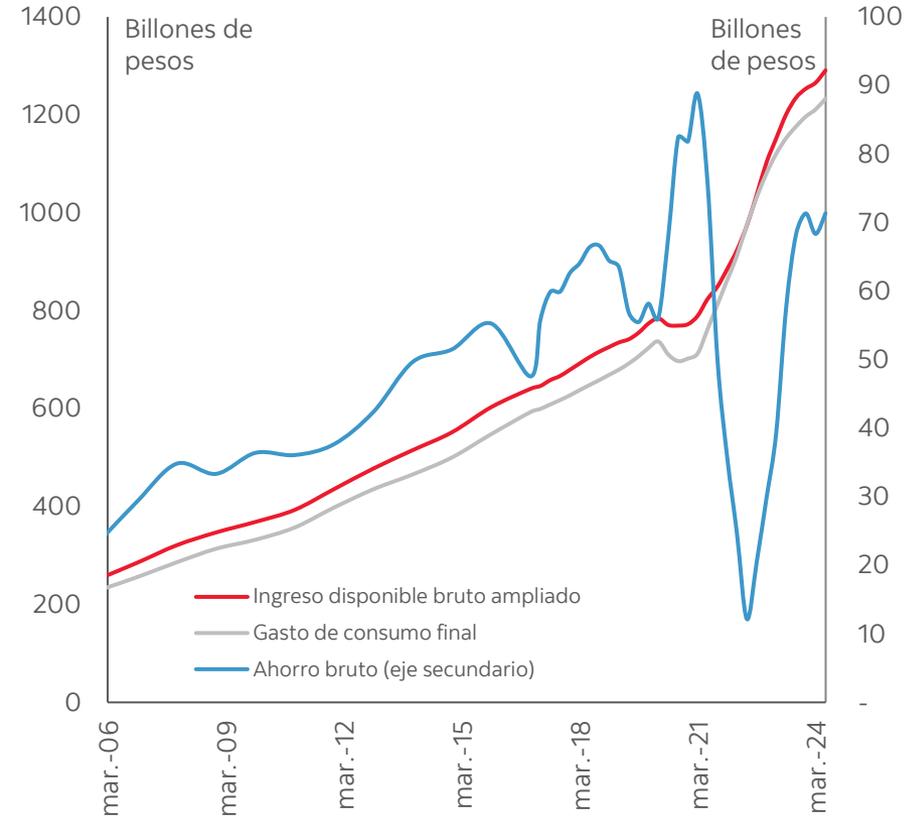
# La acumulación de estária impulsando los pasos iniciales del avance del consumo.

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

## Evolución de la Base Monetaria, Cuentas de Ahorro y CDTs



## Ahorro bruto de los hogares y sus componentes



Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

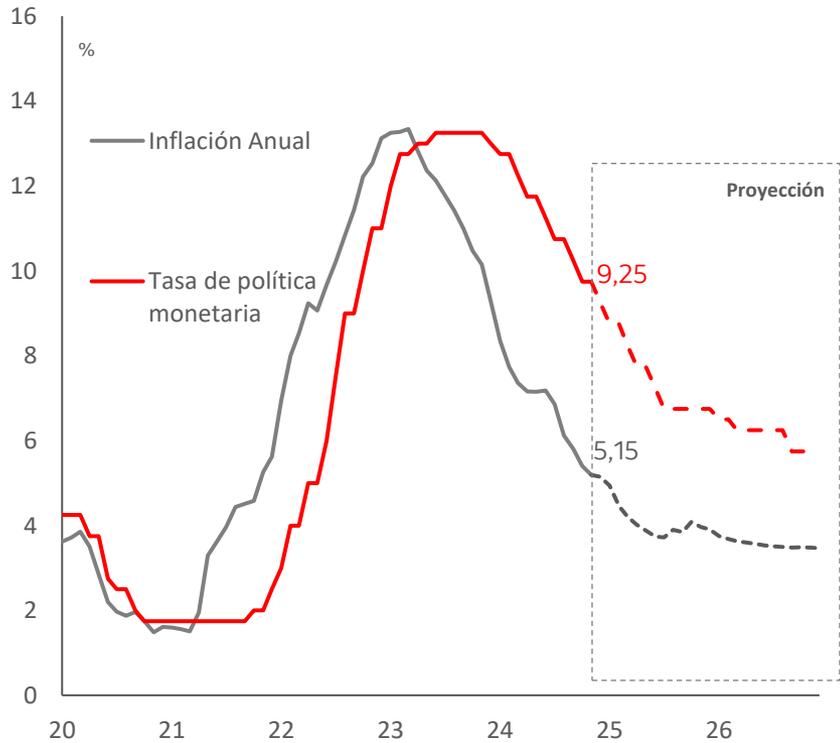
# Inflación

# El proceso desinflacionario continuaría.

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

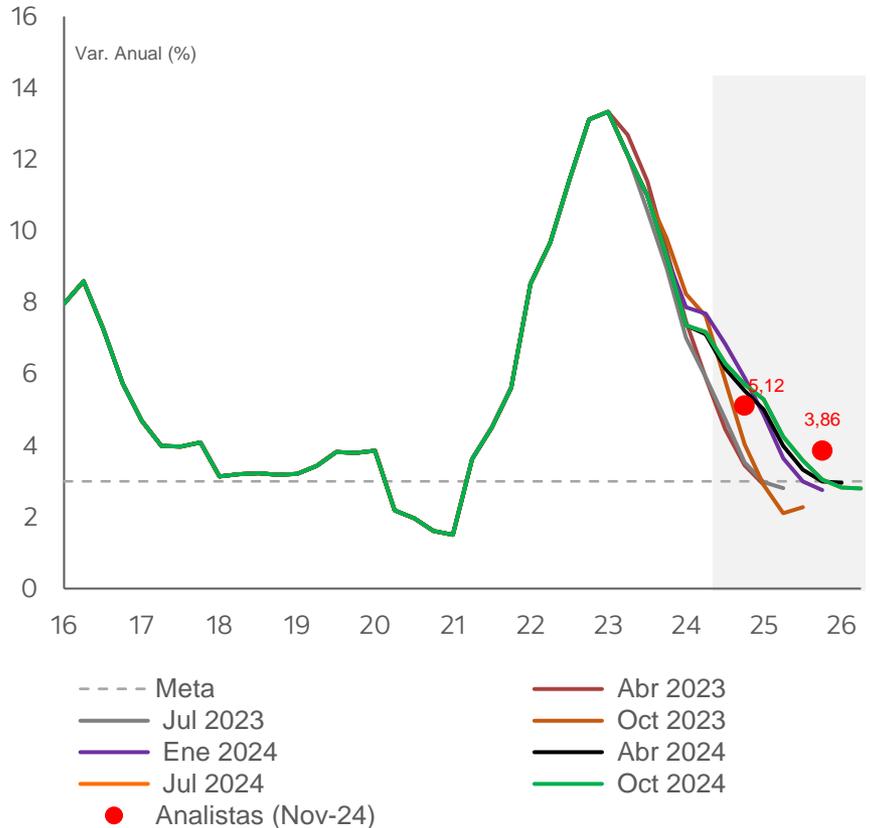
Las expectativas de inflación favorecen la **continuidad del ciclo de flexibilización** de la política monetaria

### Inflación y Tasa BanRep



### Inflación Total

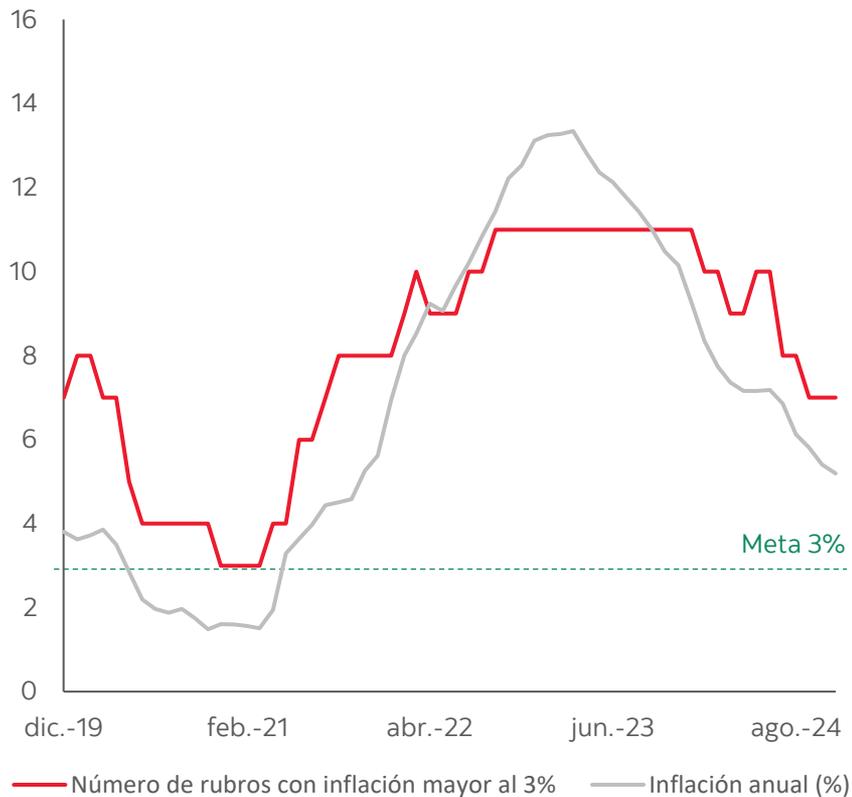
Informe de Política Monetaria BanRep



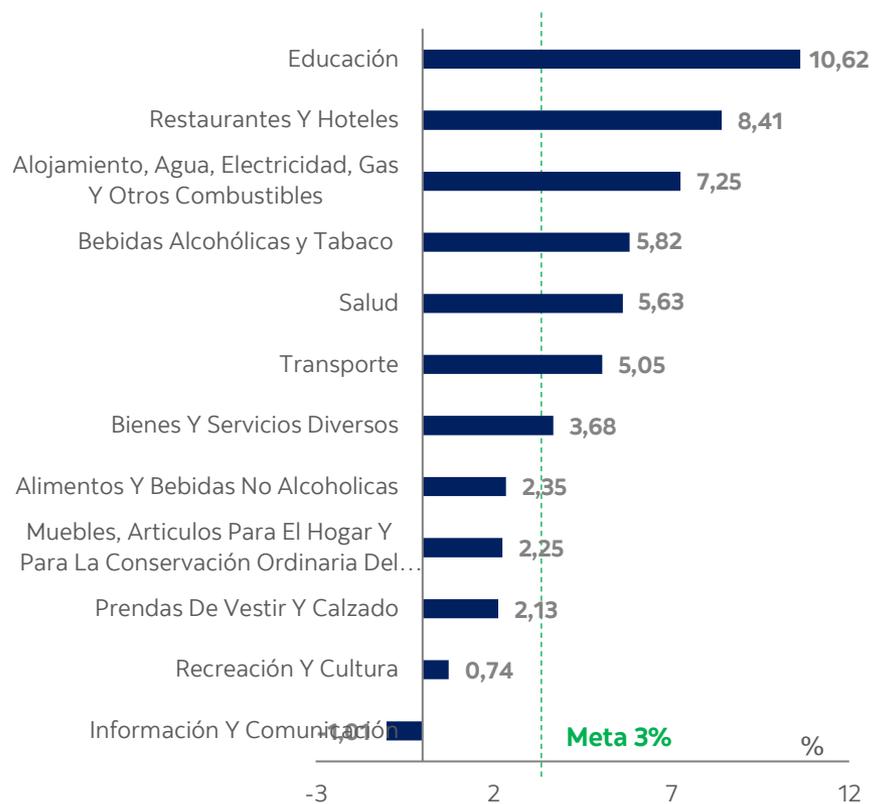
Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

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

### Número de rubros\* con inflación superior al 3% VS la evolución de la inflación total



### Inflación anual de las grandes divisiones del IPC (Noviembre 2024)

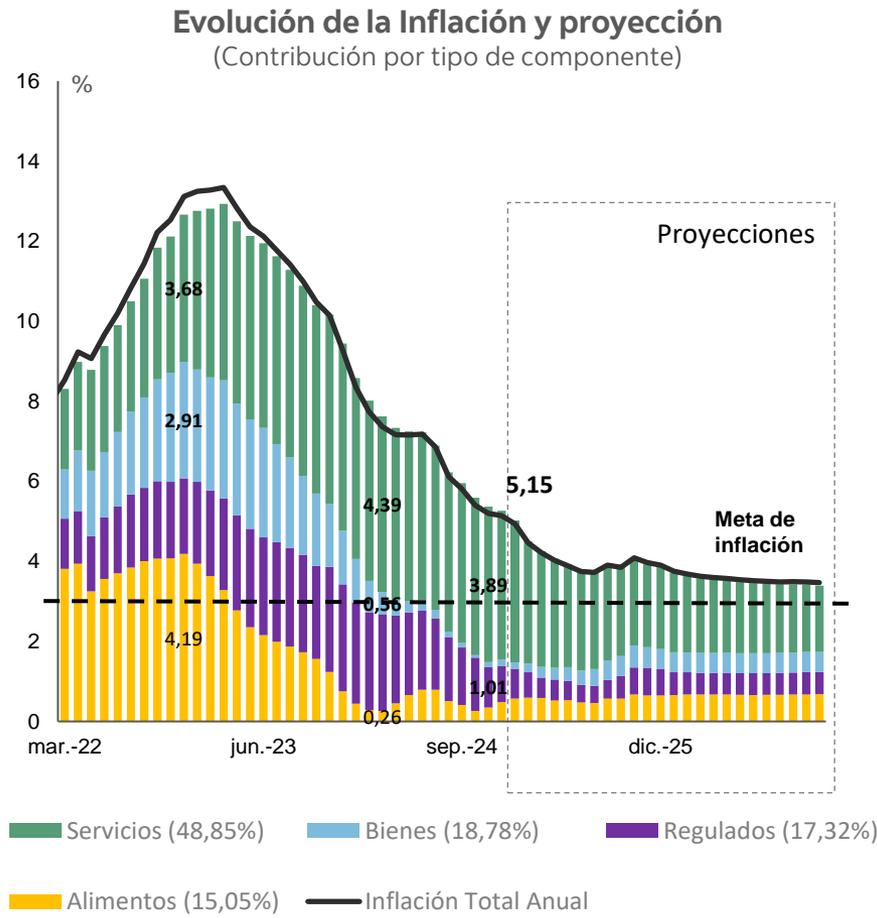
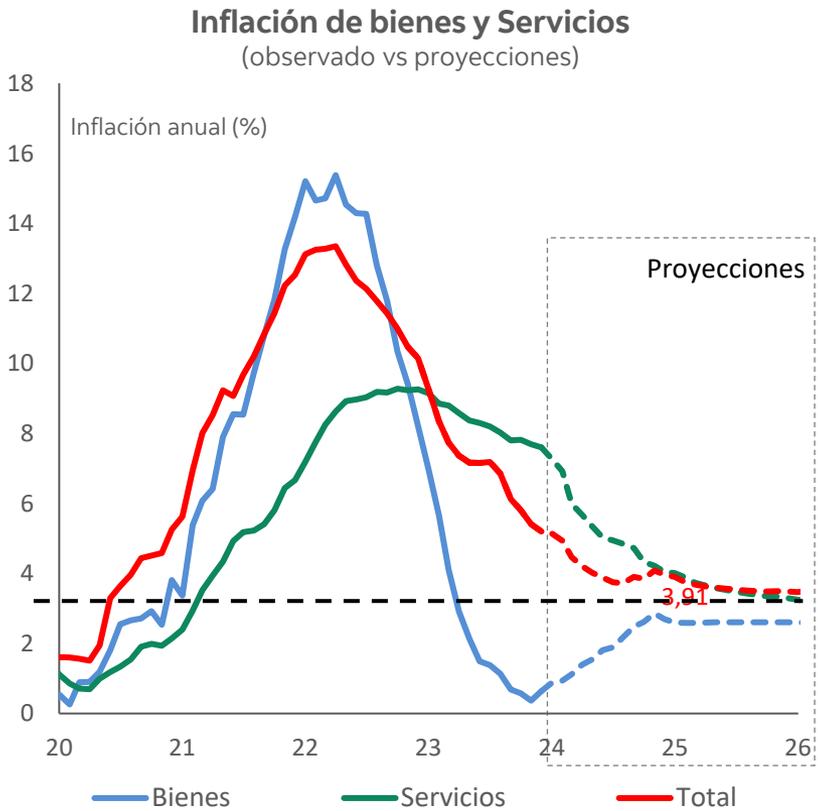


\*Se realiza conteo en base a las 12 principales divisiones  
Fuente: Dane, Scotiabank Economics.

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

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

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

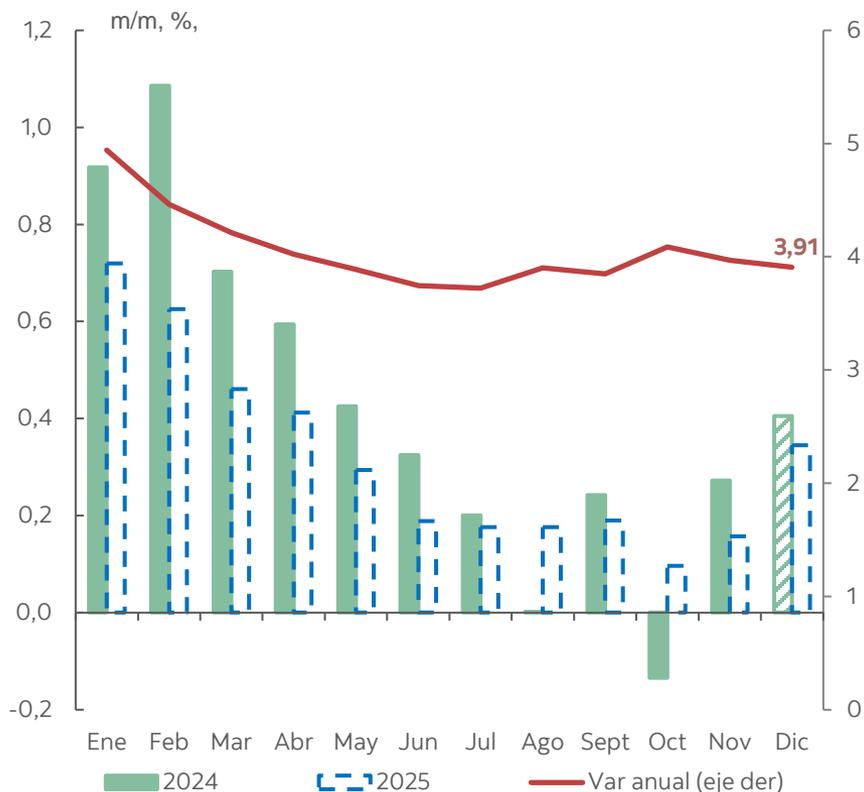


Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

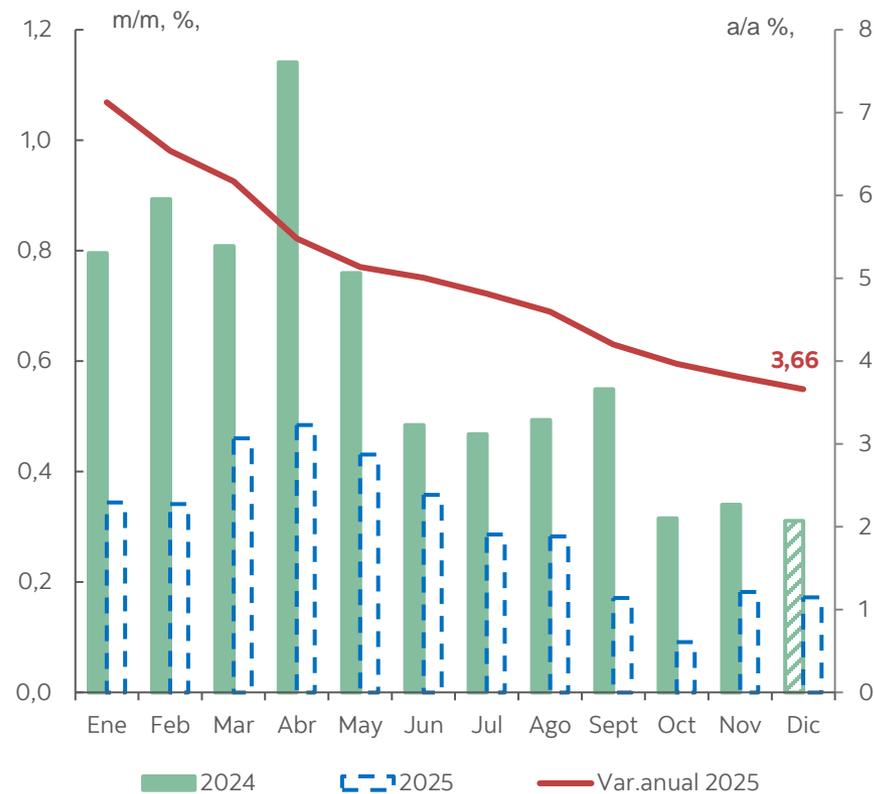
# Los servicios han tenido un descenso más lento, aun así, la trayectoria de descenso estaría apoyada en el comportamiento de los arriendos.

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

### Efectos base en la inflación total



### Efectos base en la inflación de arriendos

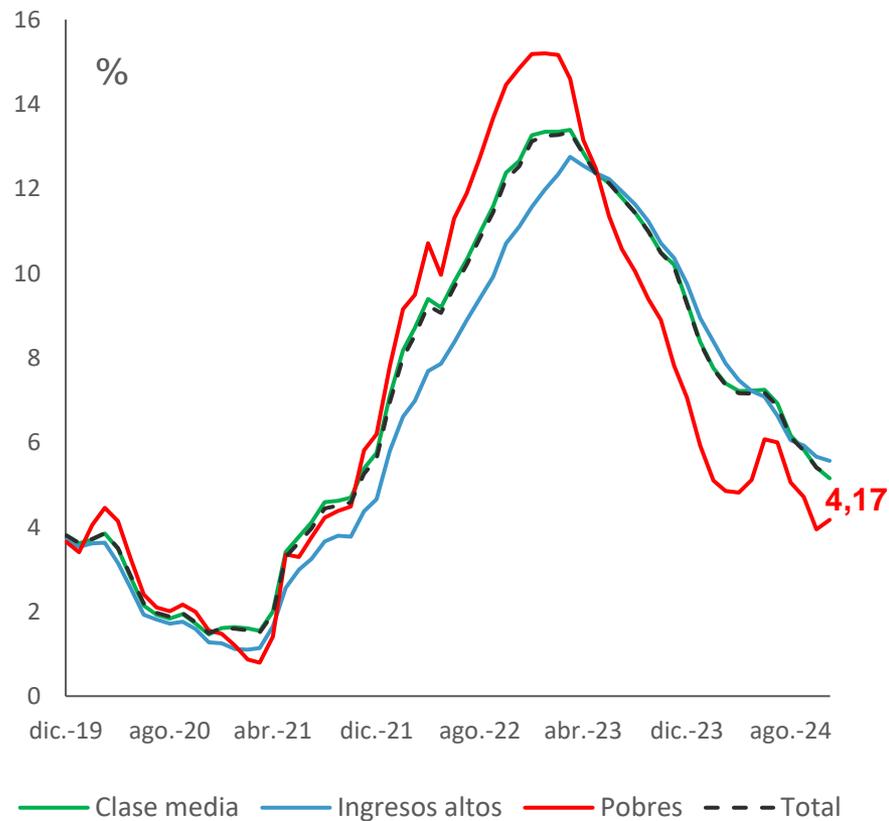


Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

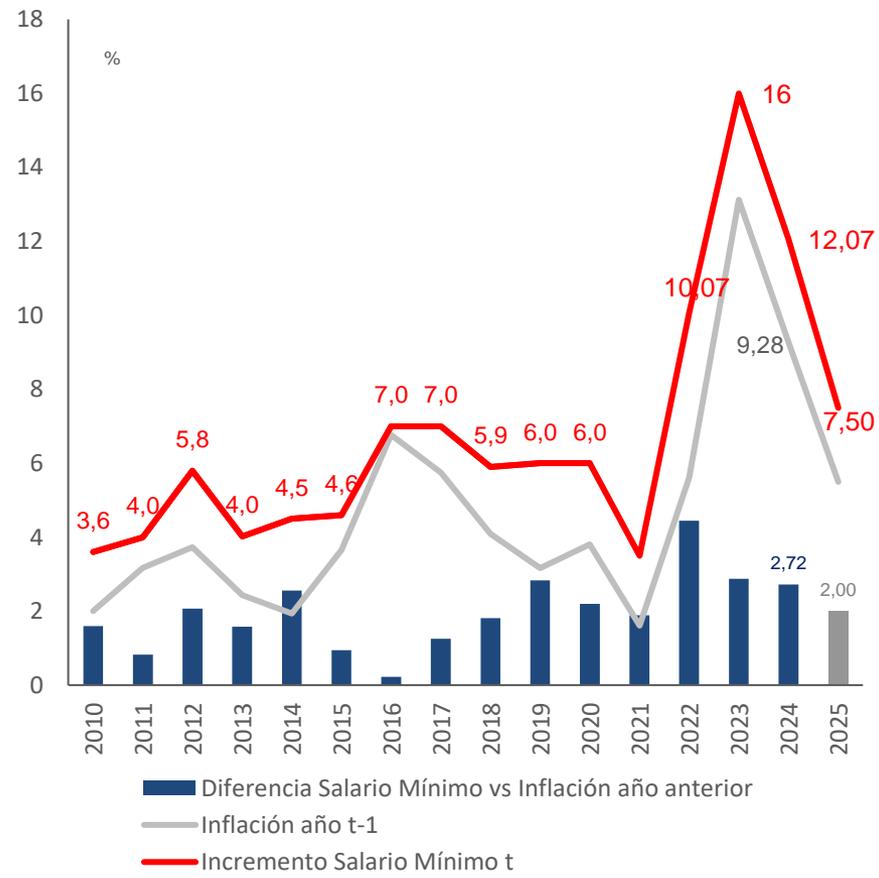
# Expectativas de Salario Mínimo

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

**Inflación según niveles de ingreso.**



**Ajuste Salario Mínimo**



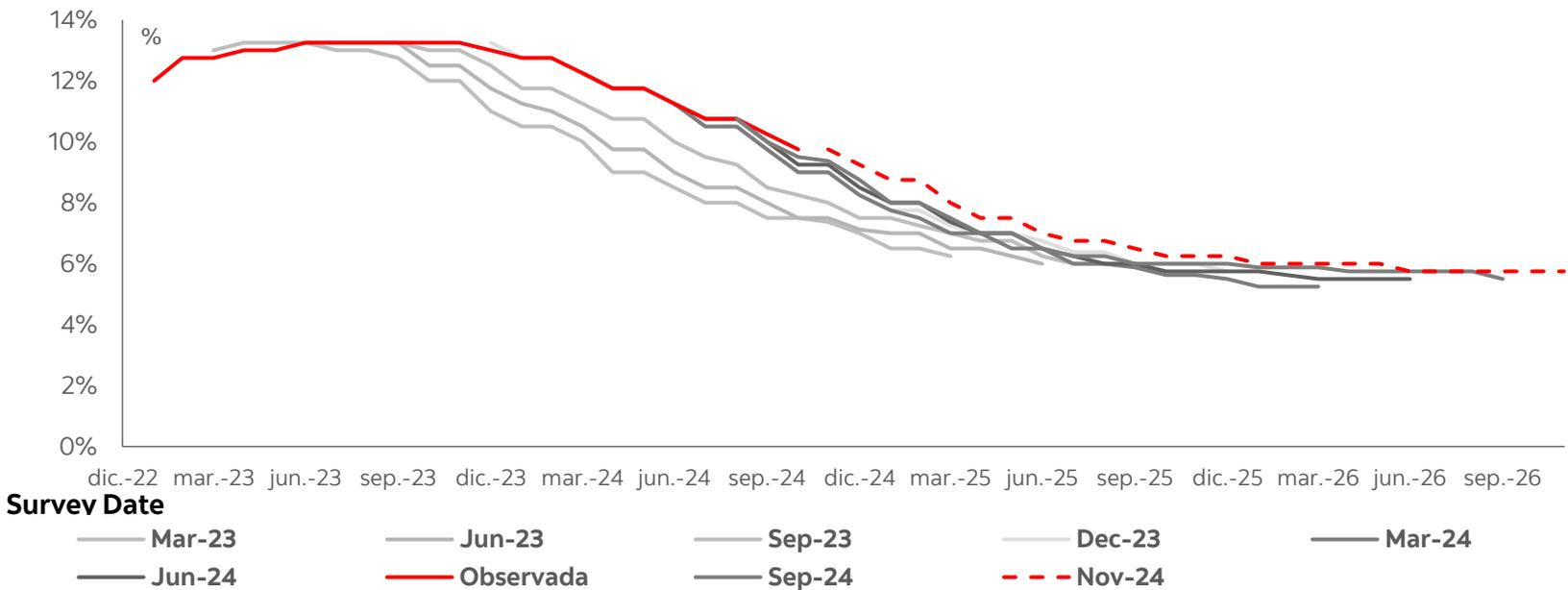
Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría

## Política Monetaria – Tasas de Interés

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

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

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



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

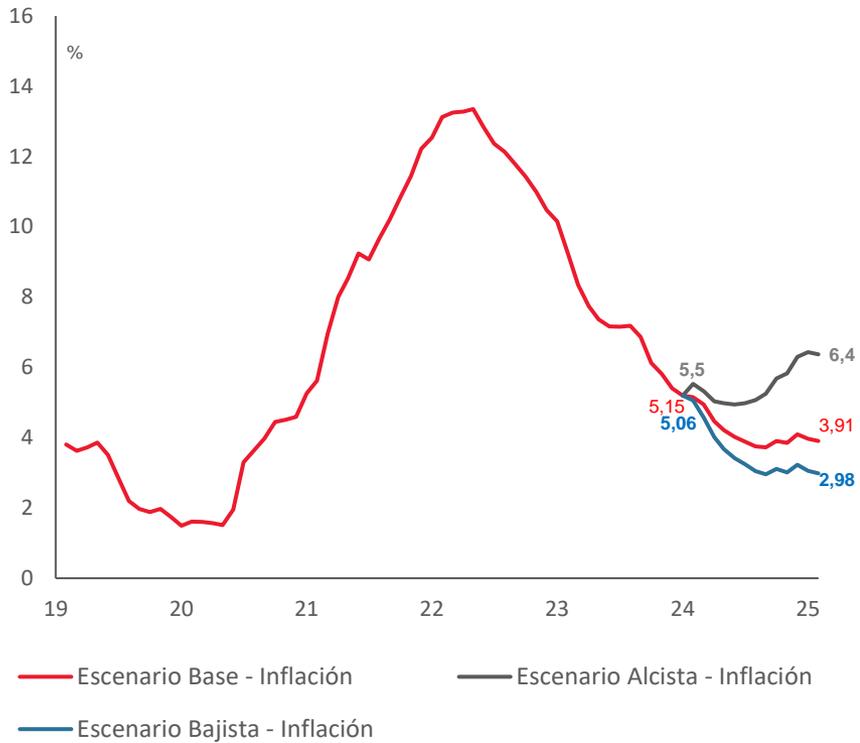
						
<b>Ingreso a la junta</b>	<b>Roberto Steiner</b>	<b>Mauricio Villamizar</b>	<b>Bibiana Taboada</b>	<b>Jaime Jaramillo</b>	<b>Olga Lucia Acosta</b>	<b>Leonardo Villar</b>
	Octubre 2019	Febrero 2021	Febrero 2021	Abril 2021	Enero 2023	Noviembre 2024 – Relecto

Fuente: BanRep, Scotiabank Colpatría Economics.

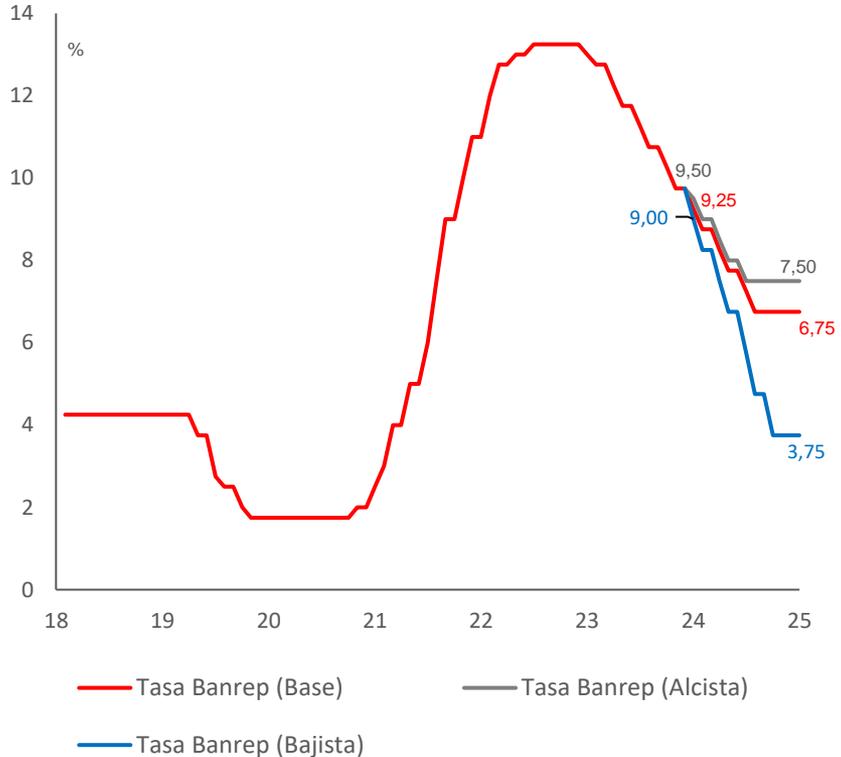
# Política monetaria

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

**Expectativas de Inflación**



**Expectativa de tasas de interés.**

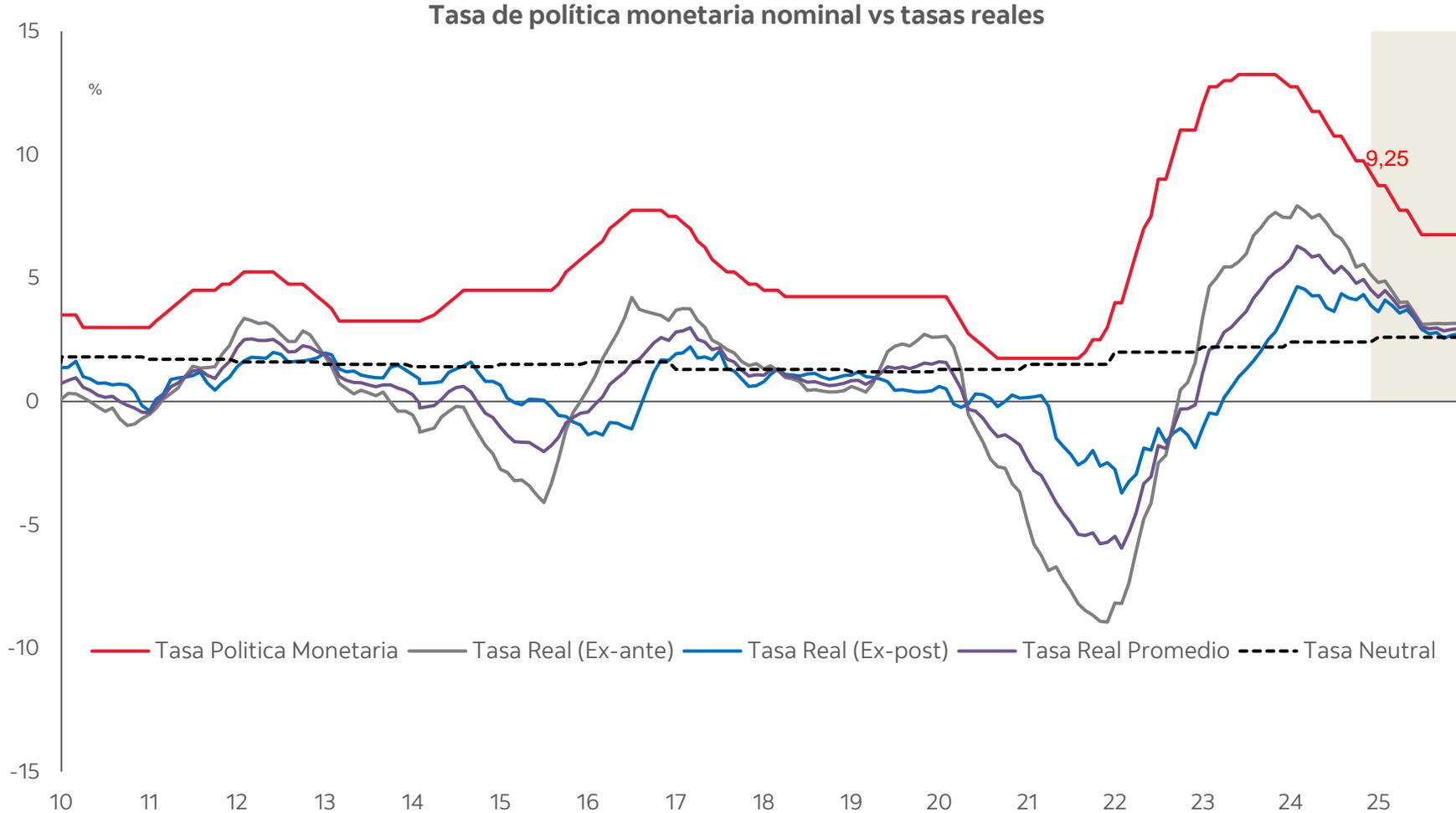


Tasa de interés 2024												Tasa de interés 2025											
ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	ene	feb	mar	abr	may	jun	Jul	ago	sep	oct	nov	dic
12,75	12,75	12,25	11,75	11,75	11,25	10,75	10,75	10,25	9,75	9,75	9,25	8,75	8,75	8,25	7,75	7,75	7,25	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75

Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatría Economics.

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

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

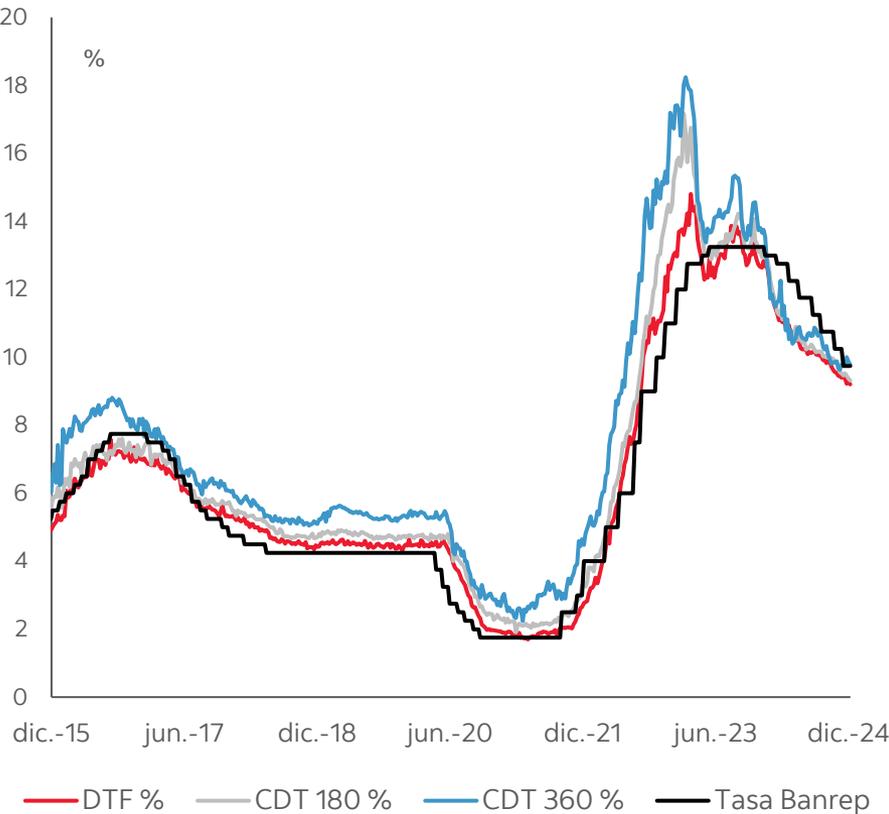


Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatría Economics.

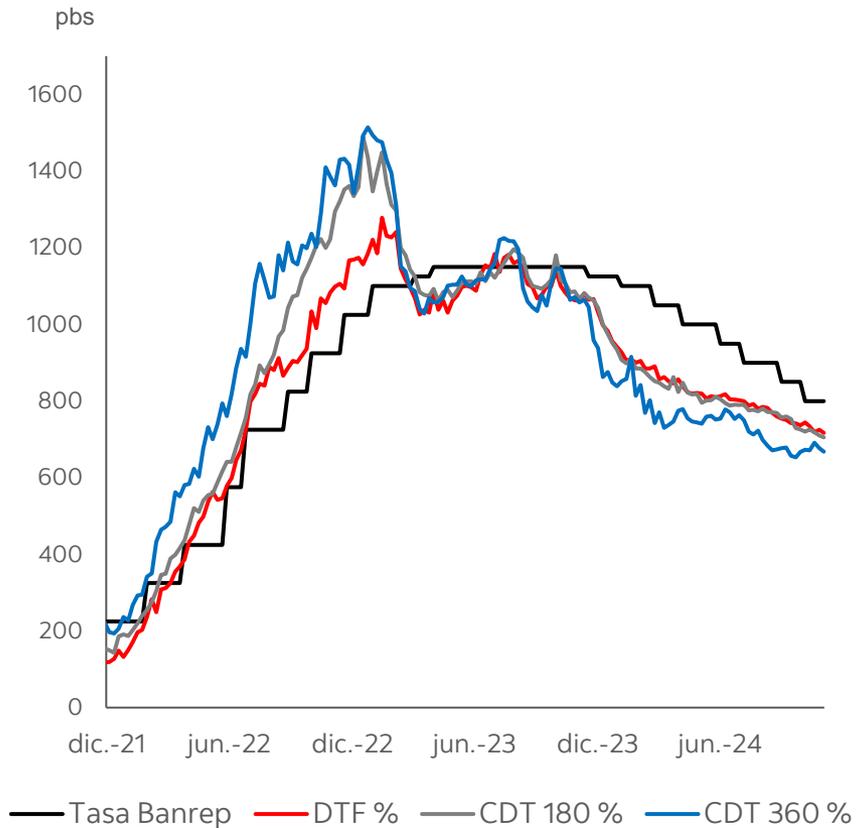
# CDTS captación – Colocación – demanda crédito

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

**Evolución tasas de captación vs tasa Banrep**



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



Fuente: Banrep, Scotiabank Economics

## Gobierno y Política fiscal

# Balance de proyectos del Gobierno

## PGN 2025 + Ley de financiamiento

En tramite

**Monto Presupuesto 2025:** \$523 billones (+8,37% vs PGN 2024 recortado)  
Hay \$12 bln desfinanciados los cuales serán financiados a través de una **ley de financiamiento que está en primer debate.**

Se espera el  
decreto  
presidencial

## Reforma del SGP

Aprobada

Busca incrementar las transferencias a las entidades territoriales al 39% de los Ingresos Corrientes en un periodo de 12 años.  
Ha generado **incertidumbre fiscal** dada la duplicidad de competencias del gobierno central.

Se espera el  
decreto  
presidencial

## Reforma laboral

En tramite

Tras su aprobación en la Cámara la reforma se prepara para una discusión menos amena en el Senado.  
**Preocupa el impacto en los costos laborales** al aumentar la inflexibilidad en el empleo.

Se prepara para  
el tercer de  
cuatro debates

## Nueva reforma de la salud

En tramite

Busca transformar el sistema de salud para aumentar la cobertura de atención médica, en donde las EPS ya no manejaran recursos.  
**Los altos costos de financiamiento serán el punto central de la discusión.**

Se prepara para  
el segundo de  
cuatro debates

## Reforma política

En tramite

**Propone que los magistrados sean elegidos a través de convocatoria pública** en donde el Congreso determine los magistrados luego de un concurso de mérito.

Se prepara para  
su tercer de  
ocho debates

## Reforma pensional

Aprobada

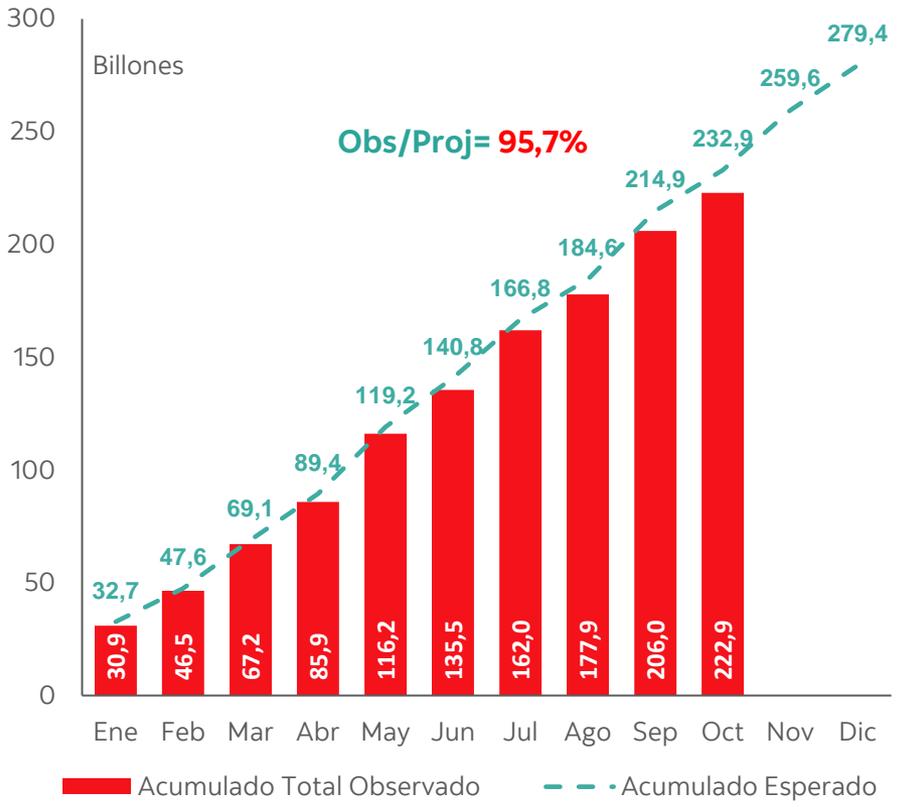
La reforma avanza en la regulación de las AFPs, junto con la adecuación de los fondos públicos para la administración de los recursos.  
A pesar de las demandas a la corte constitucional, se espera que la reforma entre en vigor.

Entrará en  
vigor el 1 de  
julio de 2025

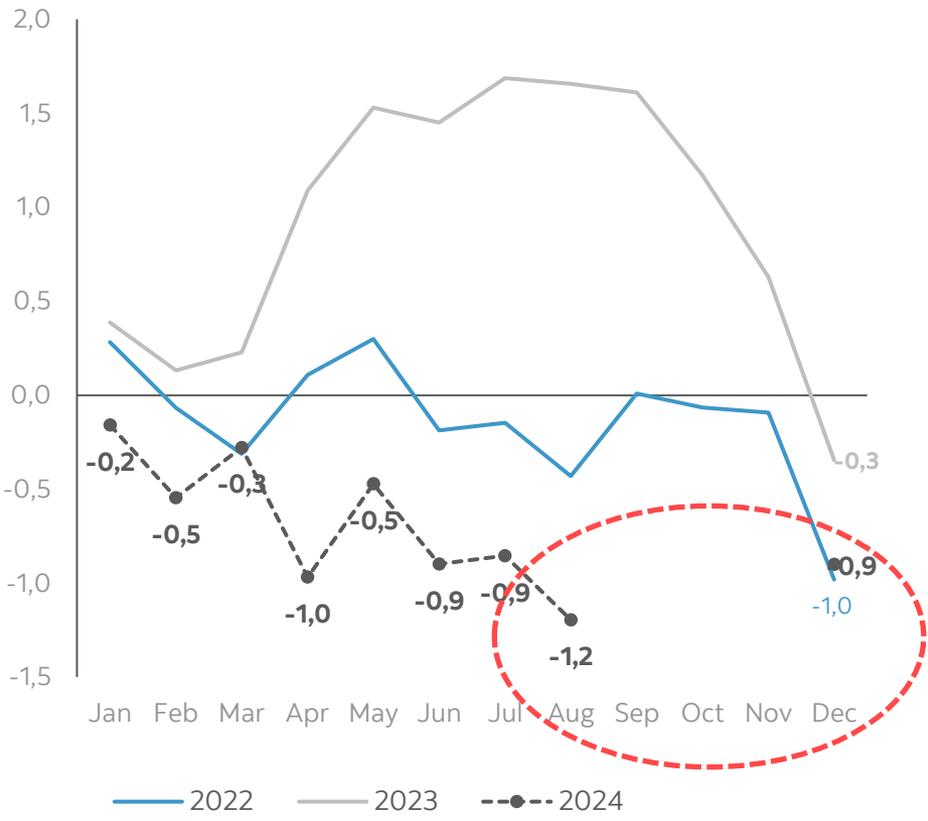
# El Gobierno nacional necesita superávits primarios entre septiembre y diciembre de 2024

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

### Recaudo Tributario 2024



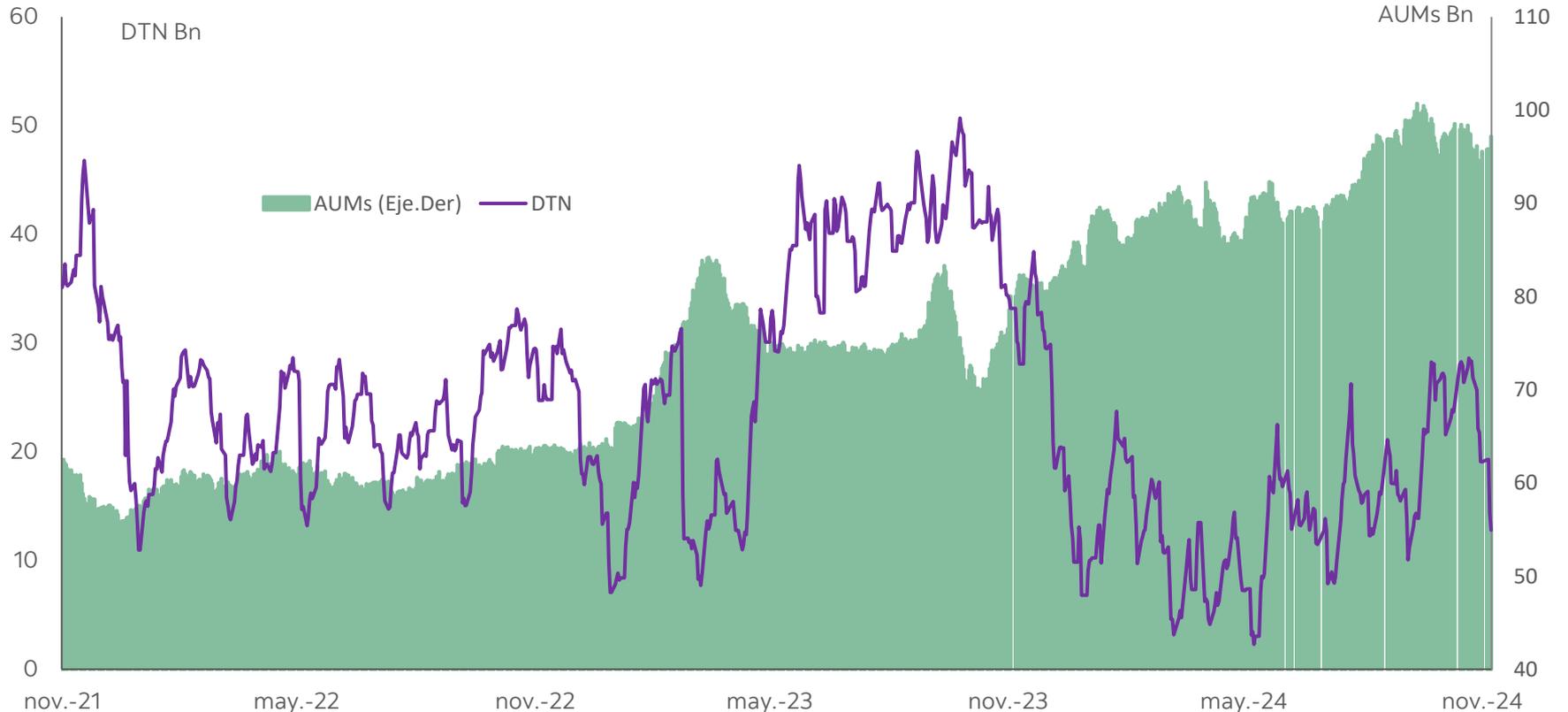
### Balance primario GNC (% del PIB)



Fuente: Estimaciones CARF, Scotiabank Colpatría Economics

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

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

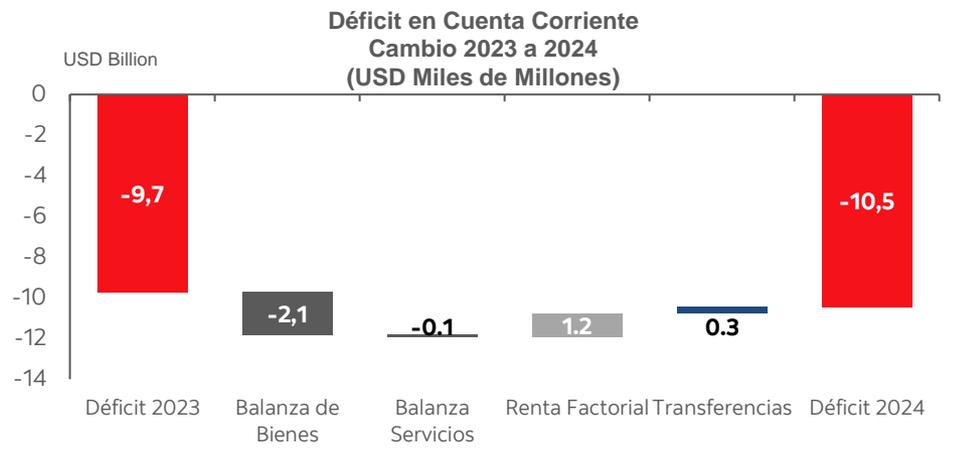
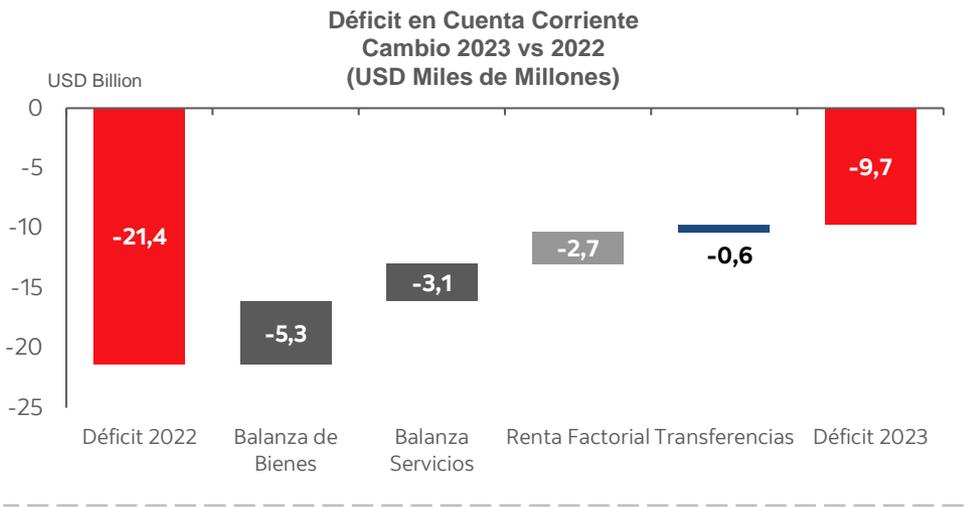
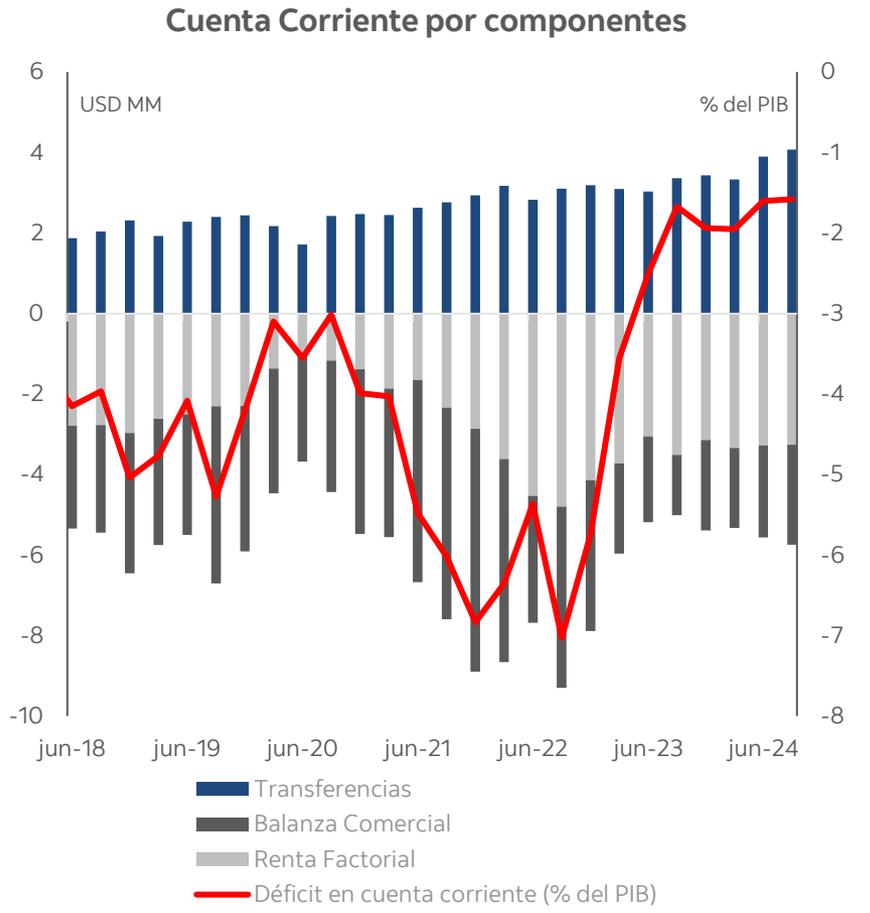


Fuente: Asofiduciarias, BanRep, Scotiabank Economics,

## Tasa de Cambio

# Balanza de Pagos: Cuenta Corriente

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

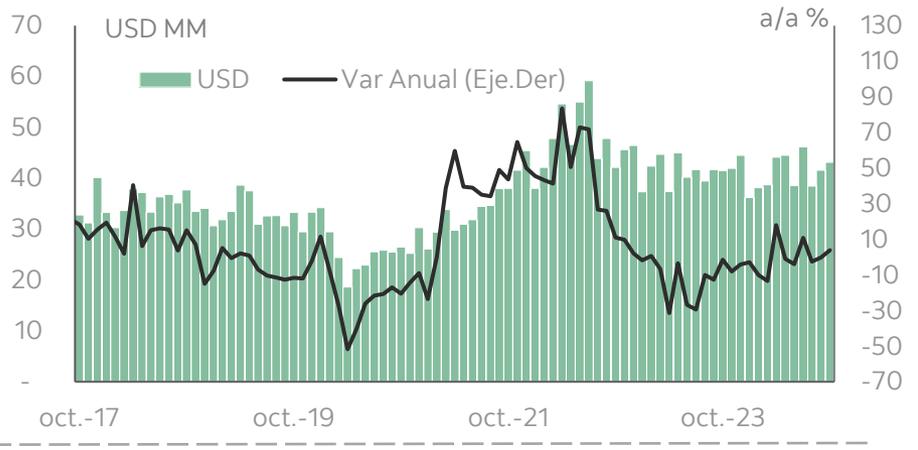


Fuente: Scotiabank Colpatría Economics, BanRep,

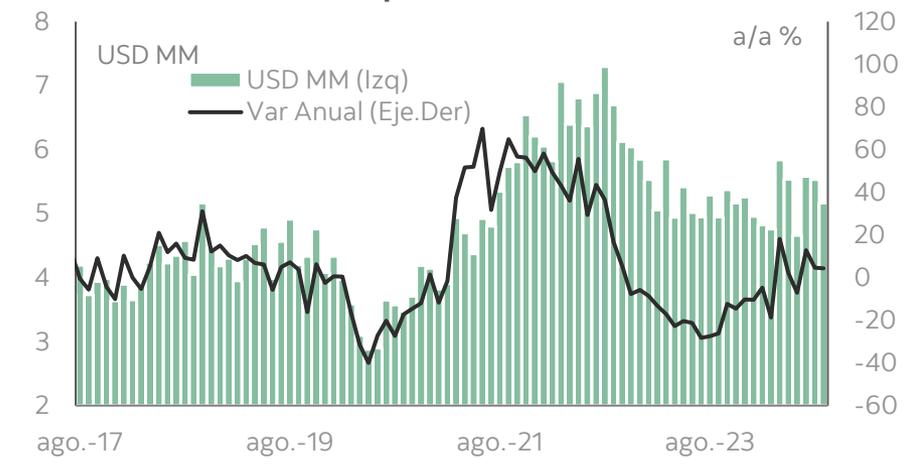
# Comercio Internacional

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

## Exportaciones

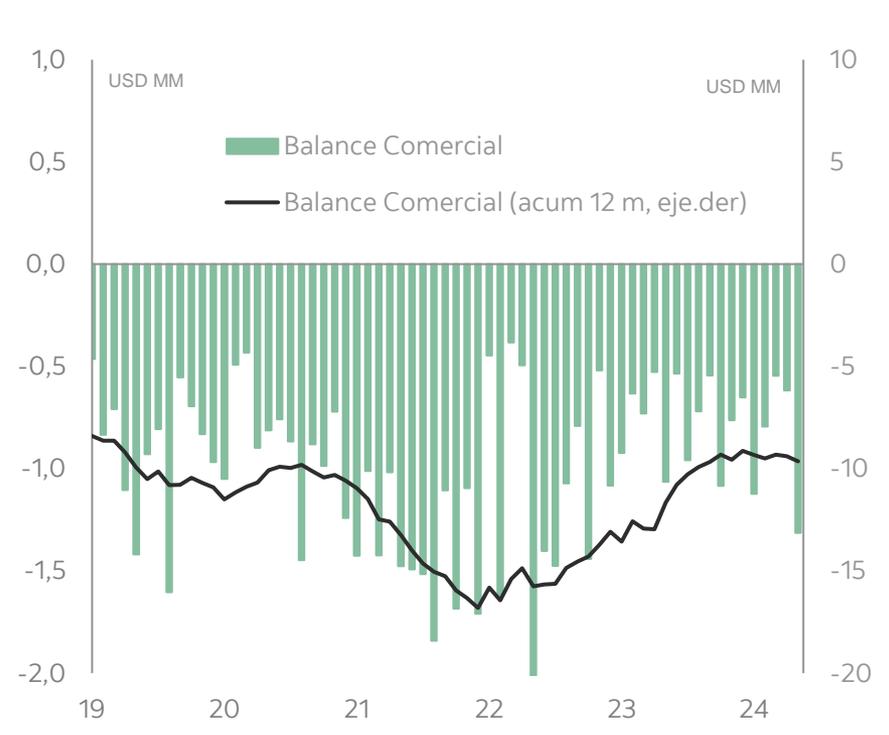


## Importaciones



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

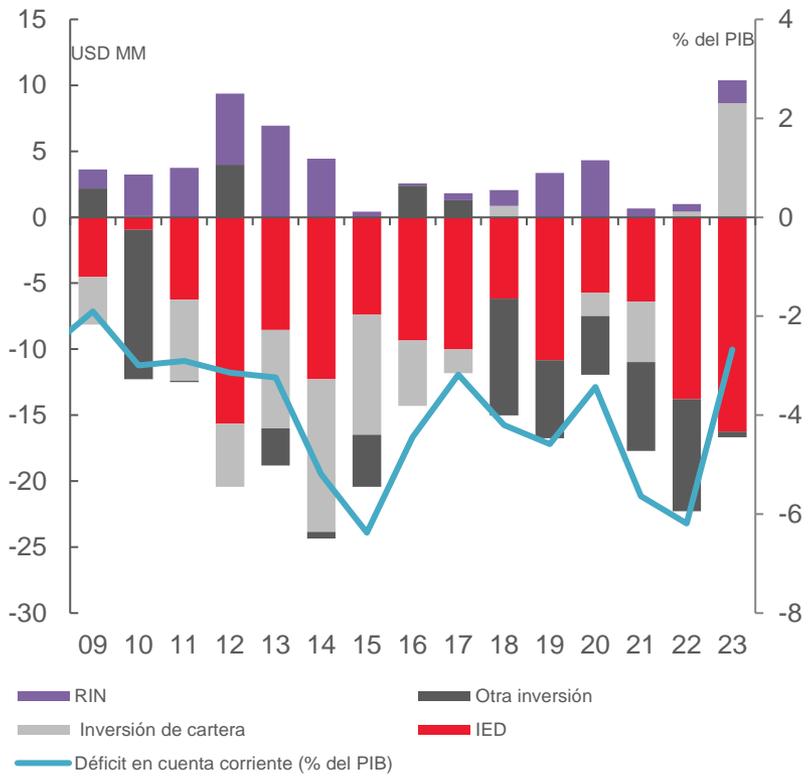
## Balanza Comercial



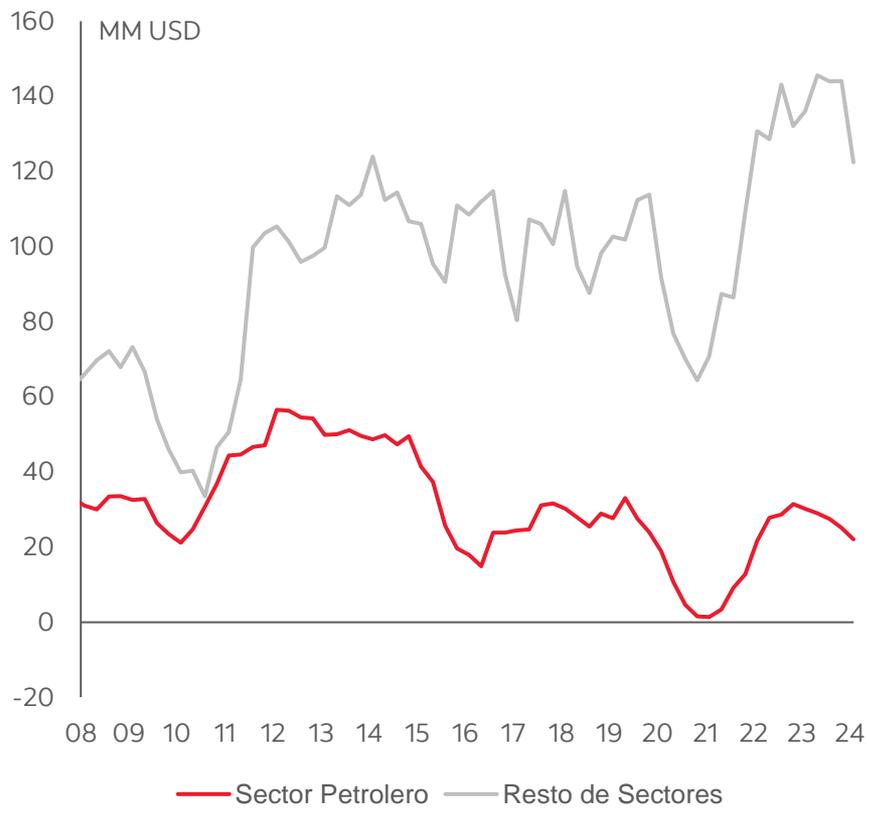
# Balanza de Pagos: Financiamiento

En 2024 la Inversión Extranjera Directa volvió a tomar relevancia en el flujo de financiamiento de la Balanza de Pagos, el sector minero fue el mayor contribuyente, en parte asociado a la necesidad de pago de impuestos

### Déficit en cuenta corriente y su financiamiento



### Inversión Extranjera Directa en Colombia

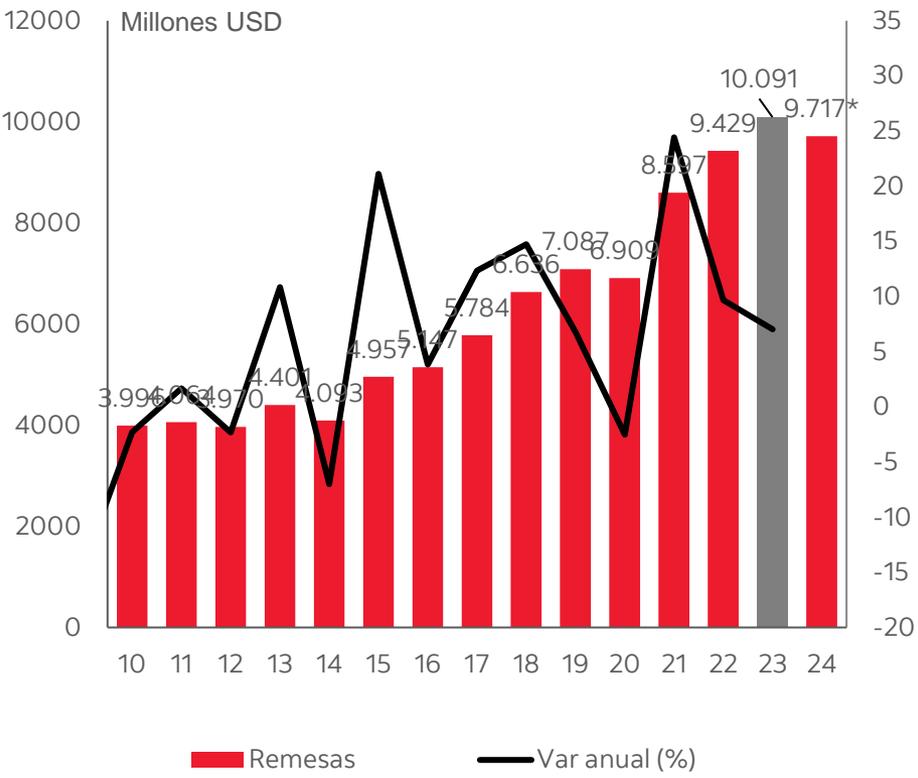


Fuente: Banrep, Scotiabank Economics,

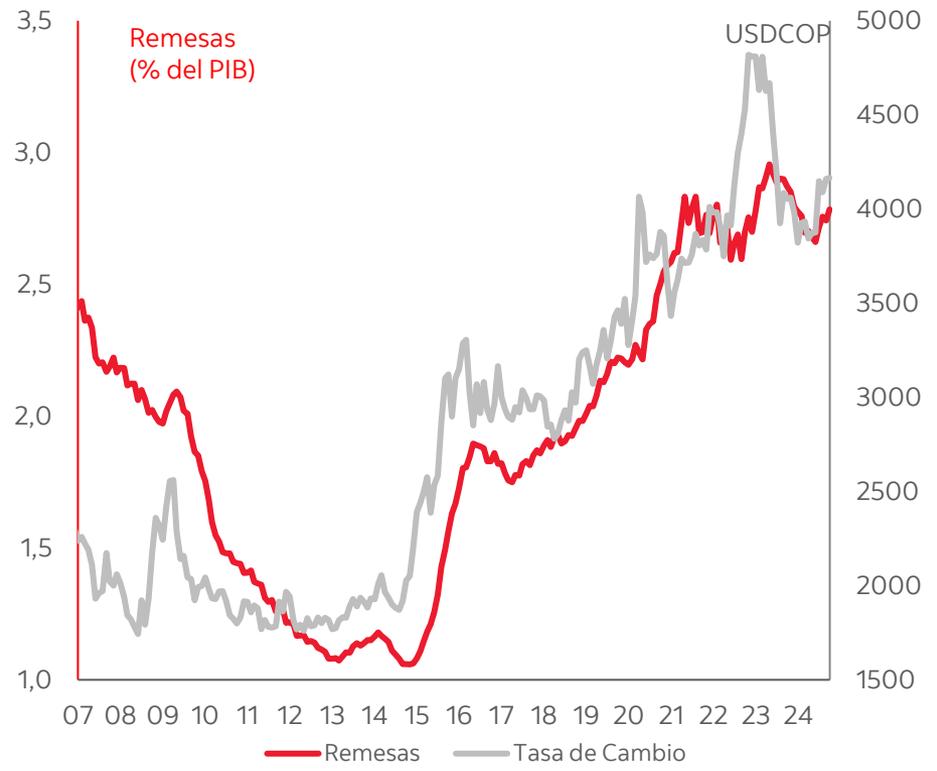
# Remesas

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

**Remesas por Año**



**Remesas como % del PIB vs USDCOP**



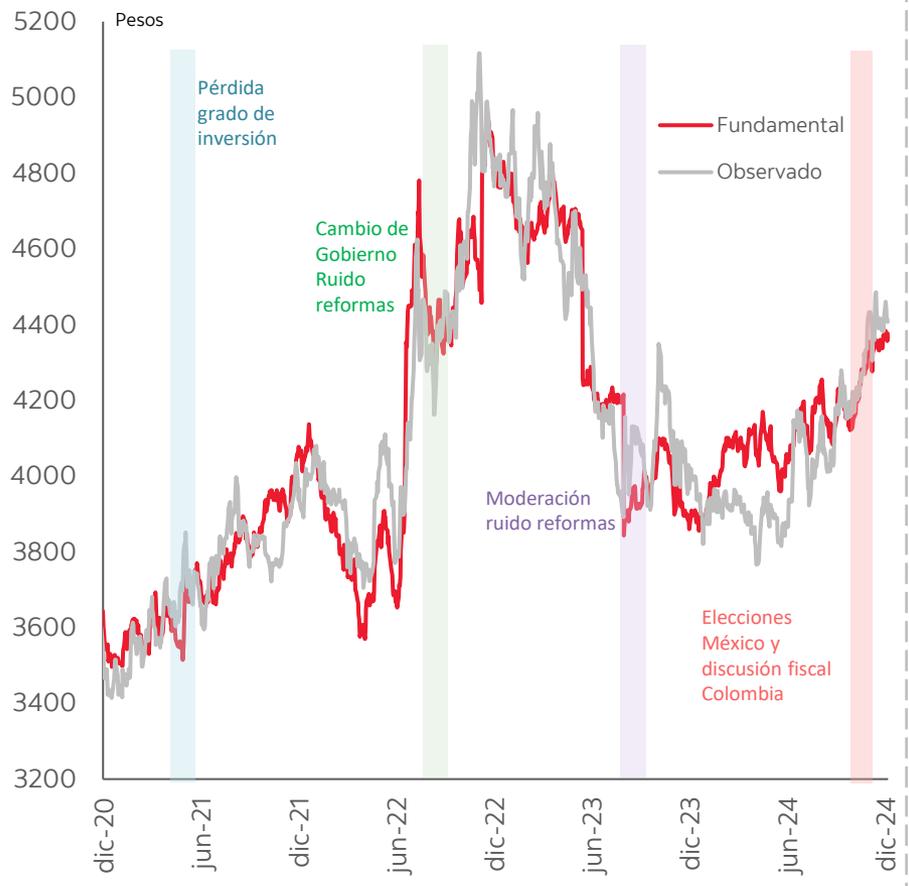
Fuente: Banrep, Scotiabank Economics.

\*Acumulado hasta Octubre 2024  
Fuente: Banrep, Scotiabank Economics,

# Tasa de cambio

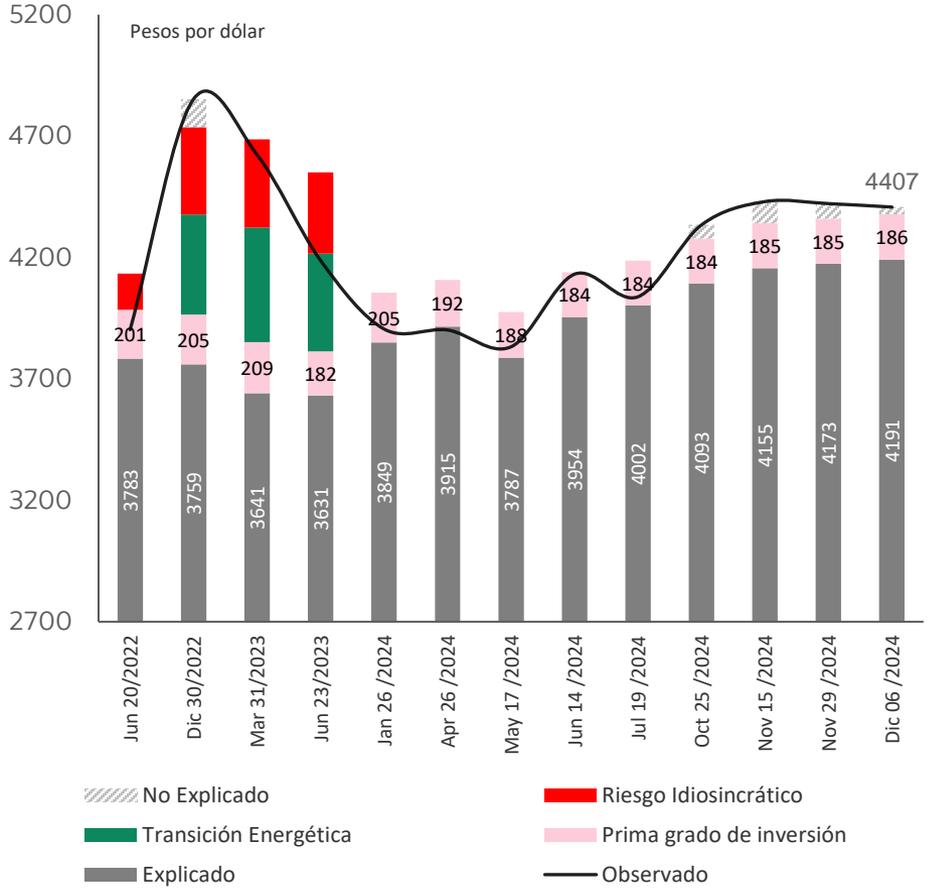
La tasa de cambio ha respondido a la volatilidad internacional, sin embargo, se estaría gestando un nuevo equilibrio soportado en los fundamentales.

**Evolución USDCOP teórico vs USDCOP observado**



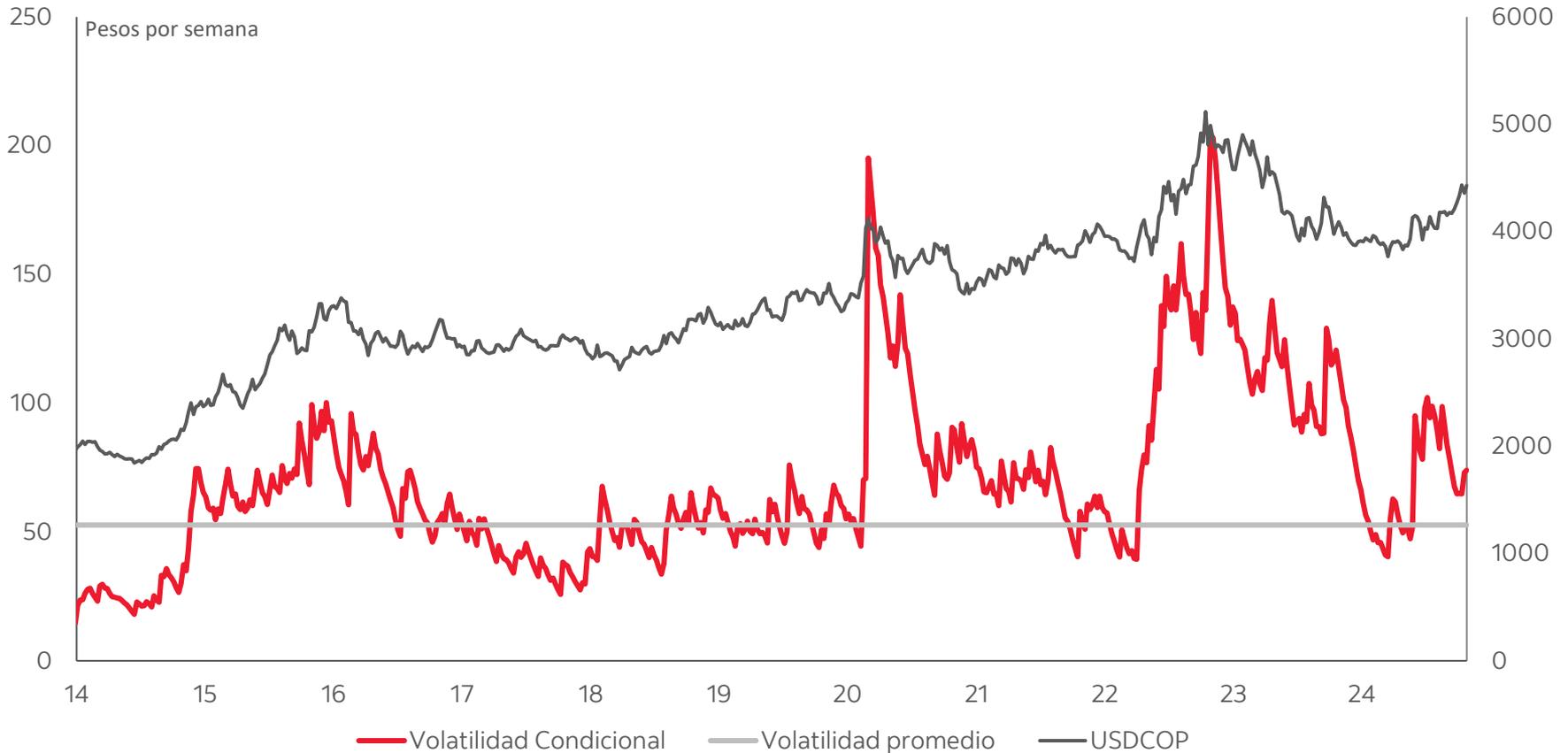
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

**Factores explicativos del modelo fundamental de la tasa de cambio**



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

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



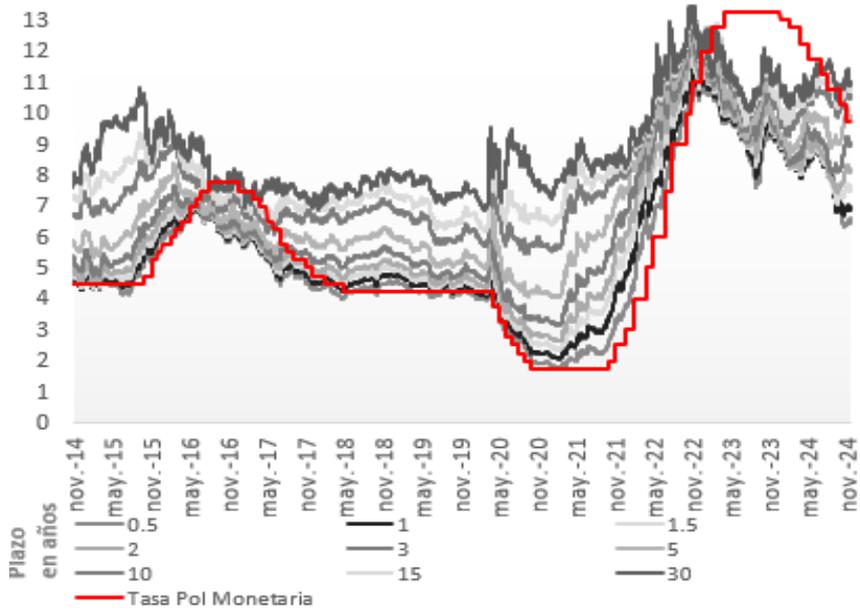
	mar-24	jun-24	sep-24	dic-24	mar-25	jun-25	sep-25	dic-25	mar-26	jun-26	sep-26	dic-26
<b>Colombian peso (USDCOP, eop)</b>	3863	4078	4102	4341	4349	4358	4375	4367	4356	4363	4355	4364

Fuente: Scotiabank Economics,

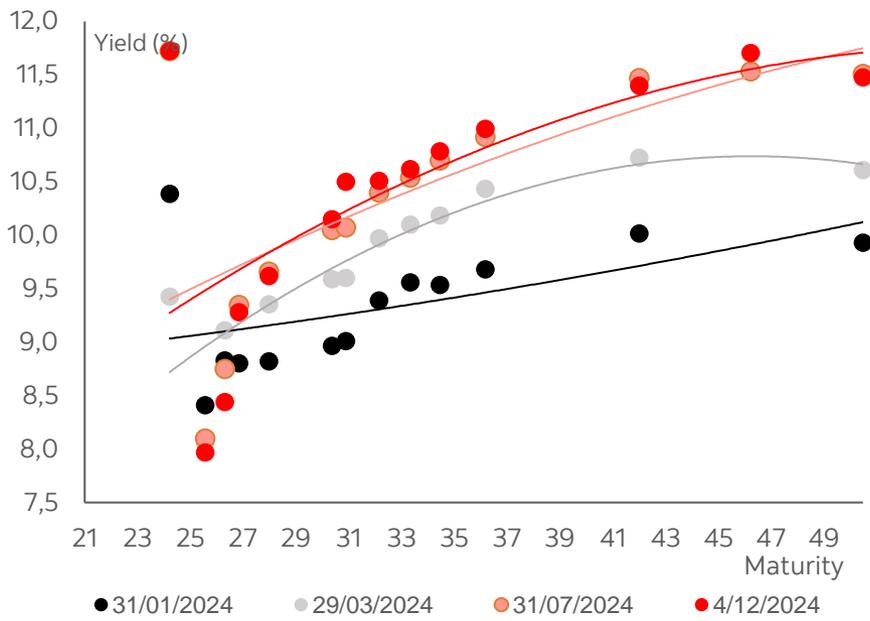
Renta fija

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

Colombia Evolución de la curva cero cupón 2014-2024



Curvas COLTES pesos durante 2024.



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

## Cambio Neto de las tenencias de COLTEs por tipo de agente

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

\*Año corrido a Octubre 2024

Fuente: Precia Bloomberg, Min Hacienda, Scotiabank Economics

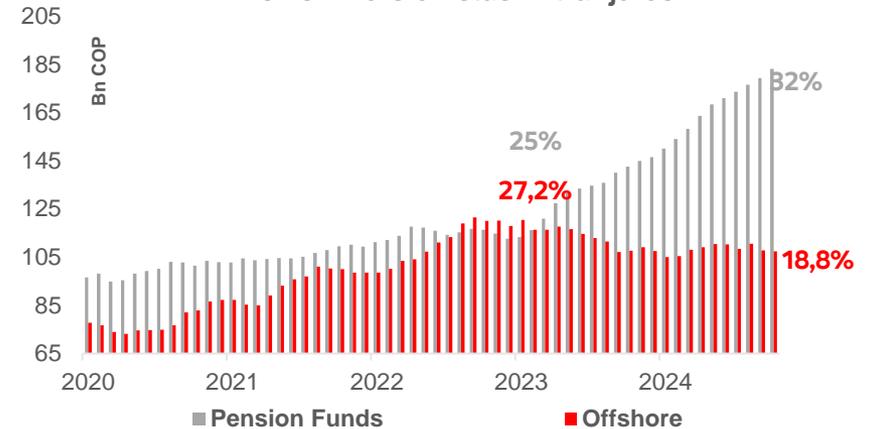
# La compra de COLTES se ha concentrado en inversionistas locales

## Participación por agente en las tenencias de COLTES TOTAL

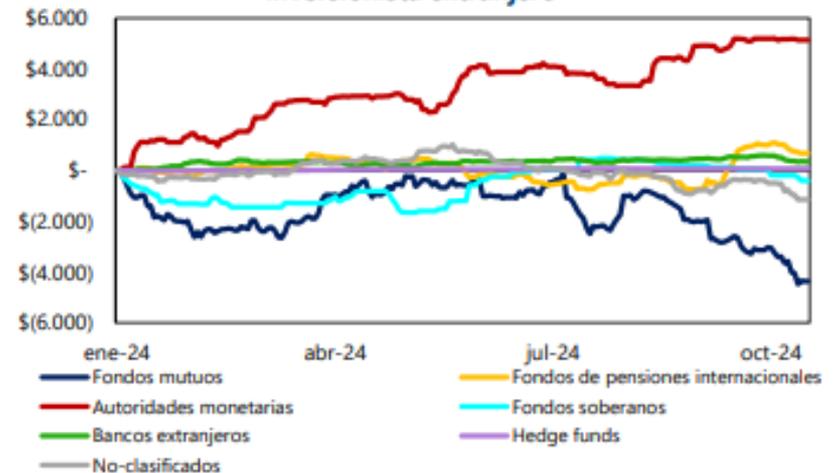


Sources: Scotiabank Economics.

## Evolución de la tenencia de TES AFPs vs Inversionistas Extranjeros



## Flujos netos acumulados en TES por tipo de inversionista extranjero

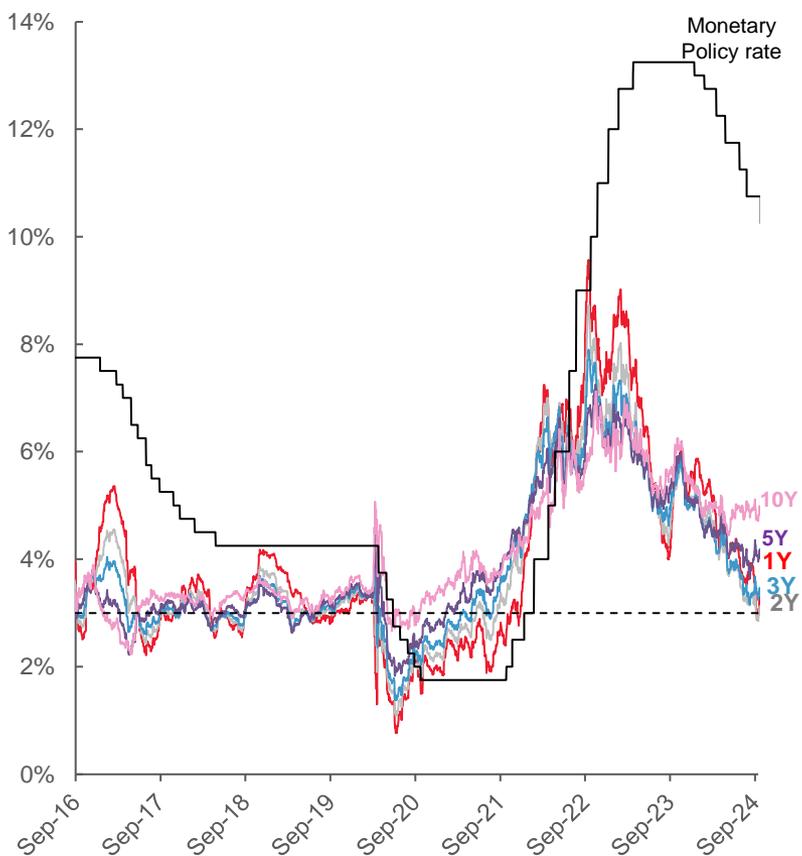


Fuente: BanRep, Min Hacienda, Scotiabank Economics

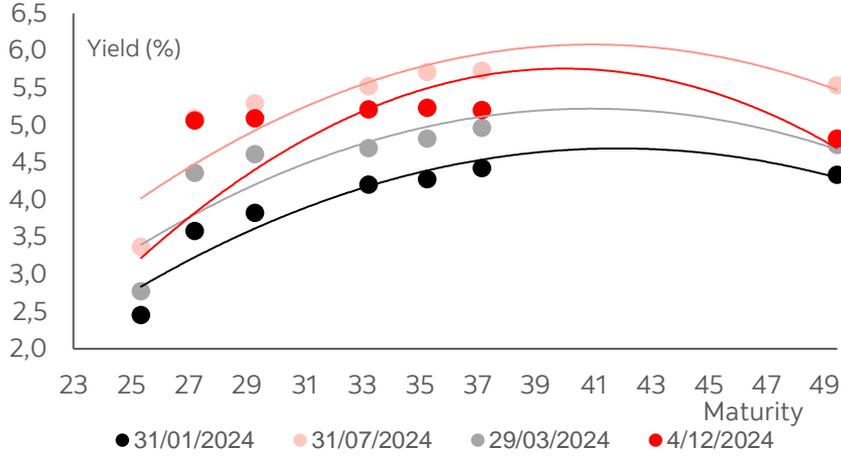
# Los BEI convergen gradualmente a los niveles meta del Banco de la República.

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

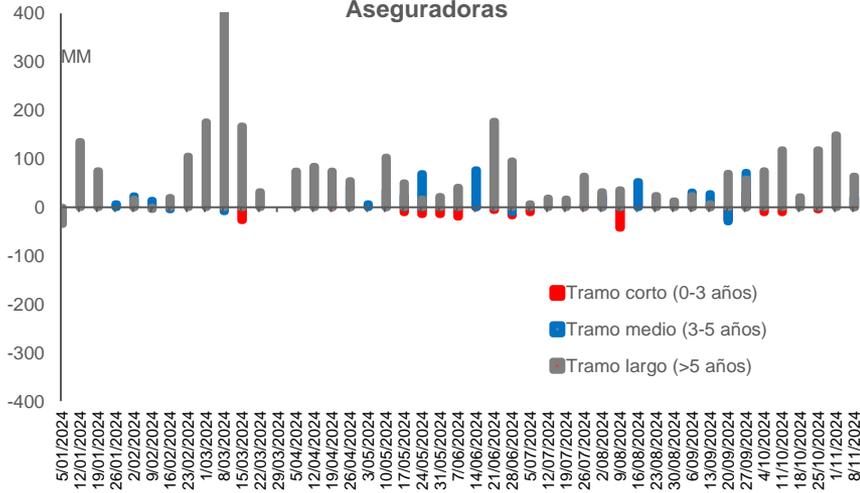
**BreakEven Inflation vs Monetary Policy Rate,**



**Curvas COLTES UVR durante 2024.**



**Movimiento neto semanal TES UVR Aseguradoras**

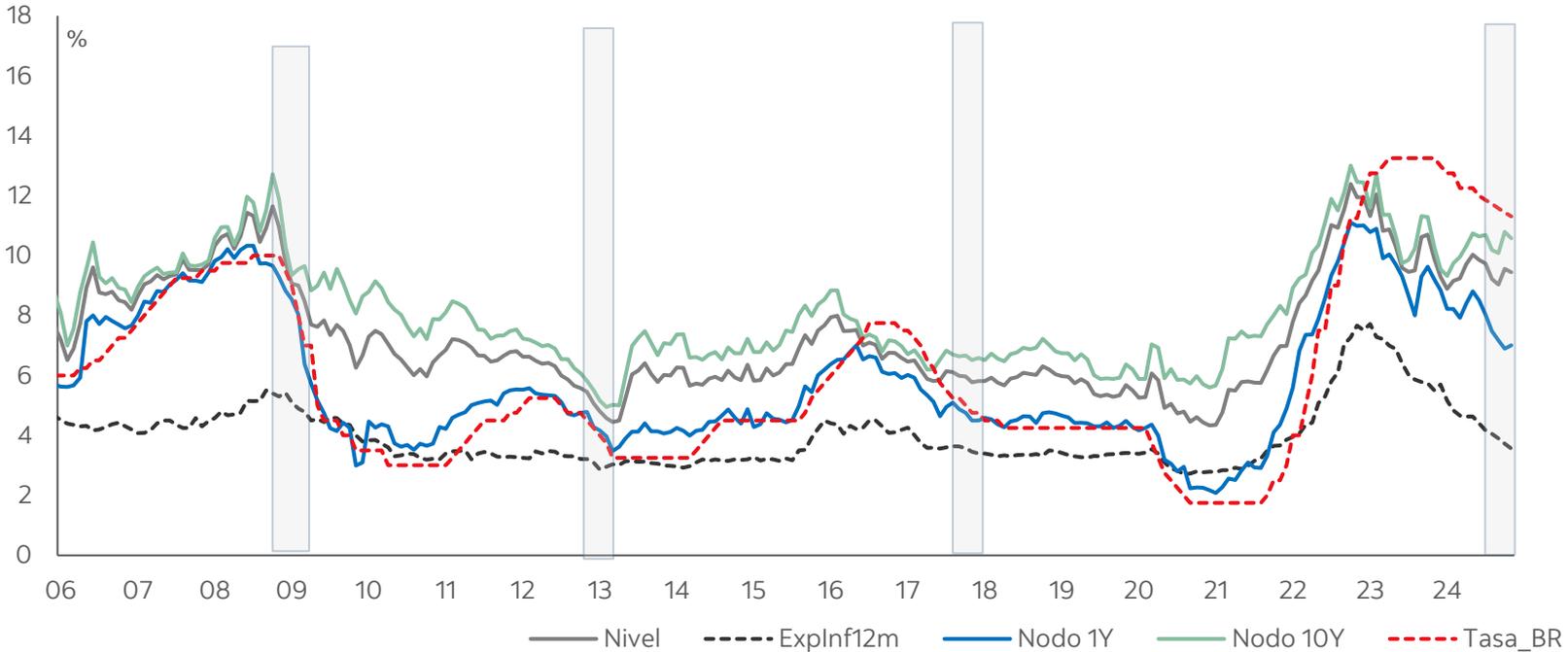


Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics,

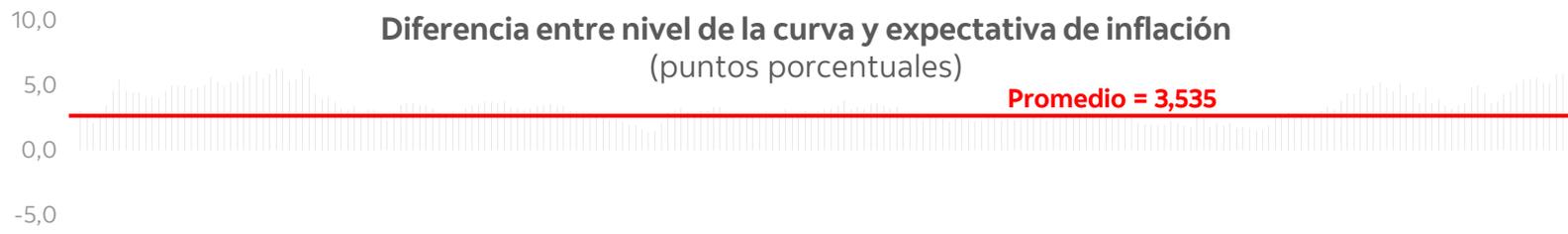
# Renta fija: La evolución de la inflación seguiría siendo el ancla del nivel de la curva.

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

Relación nivel de la curva, nodos a 1 y 10 años vs expectativas de inflación a un año y tasa Banrep



Diferencia entre nivel de la curva y expectativa de inflación (puntos porcentuales)

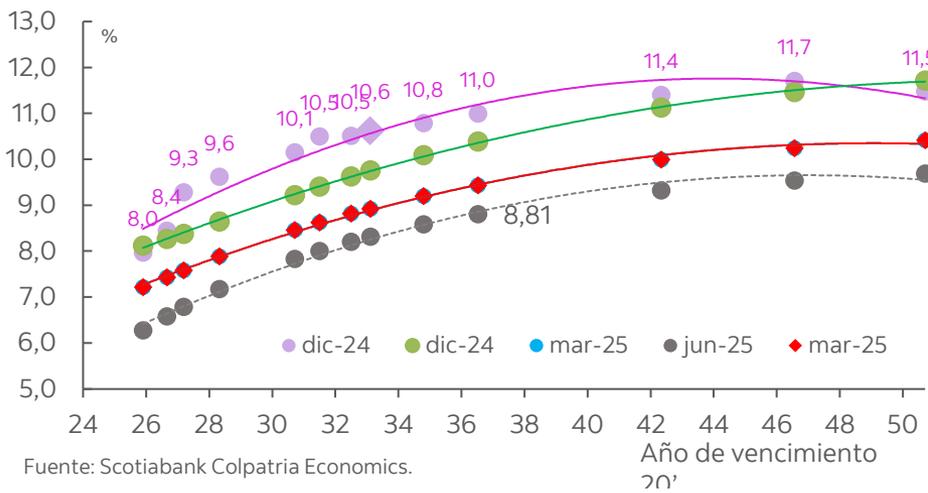


Fuente: Precia, BanRep, Scotiabank Economics,

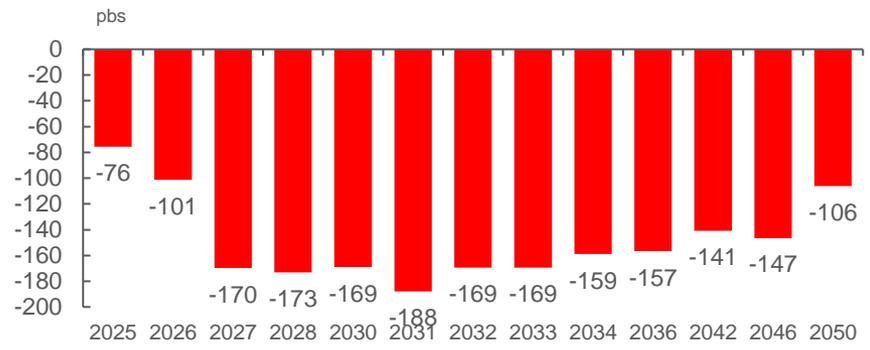
# Renta fija: Perspectiva a tres meses (Marzo 2025).

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

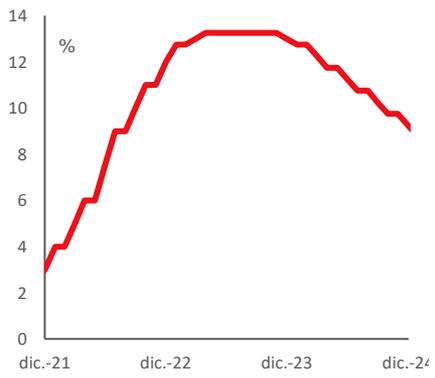
**Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro**



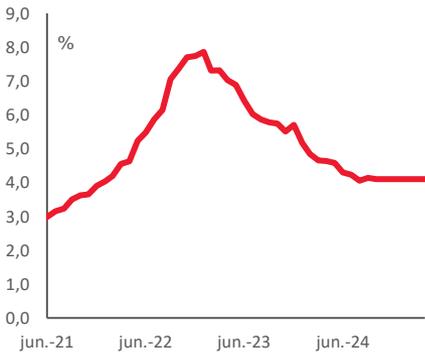
**Potencial de movimiento Hoy vs Febrero 2025**



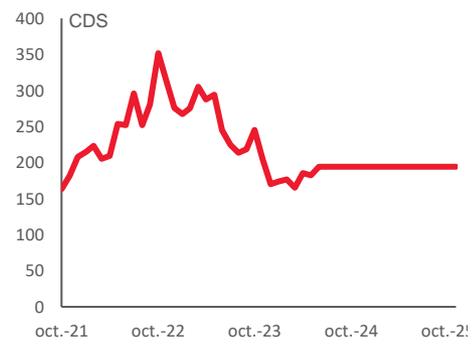
**Tasas Banrep**



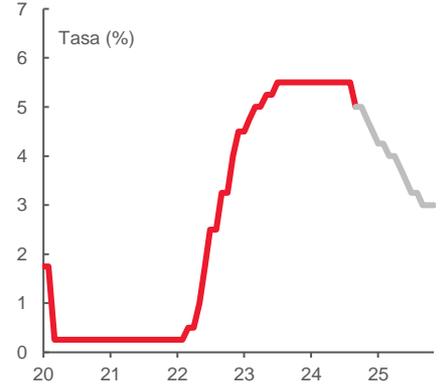
**Expectativas de Inflación**



**CDS 5 años**



**Tasa Reserva Federal**

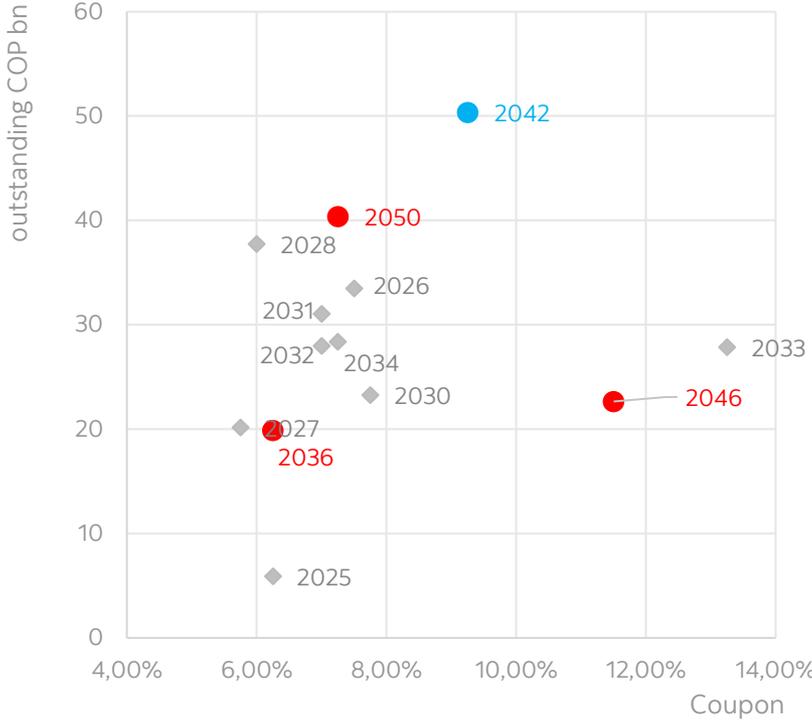


Fuente: Cálculos Scotiabank Economics,

# Renta fija: Perspectiva a tres meses (Marzo 2025).

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

Colombia: COLTES curve  
Outstanding vs Coupon



Nota: En rojo referencias On the Run 2024

Características de la curva de COLTES y expectativas según modelo macro

Referencia COLTES	Cupón	Duración	Movimiento estimado por el modelo macro a Marzo 2025 (pbs)
26-Nov-2025	6.25%	0.99	-76
26-Aug-2026	7.50%	1.74	-101
3-Nov-2027	5.75%	2.93	-170
28-Apr-2028	6.00%	3.41	-173
18-Sep-2030	7.75%	5.81	-169
26-Mar-2031	7.00%	6.32	-188
30-Jun-2032	7.00%	7.59	-169
9-Feb-2033	13.25%	8.20	-169
18-Oct-2034	7.25%	9.89	-159
9-Jul-2036	6.25%	11.62	-157
28-May-2042	9.25%	17.50	-141
25-Jul-2046	11.50%	21.67	-147
26-Oct-2050	7.25%	25.92	-106

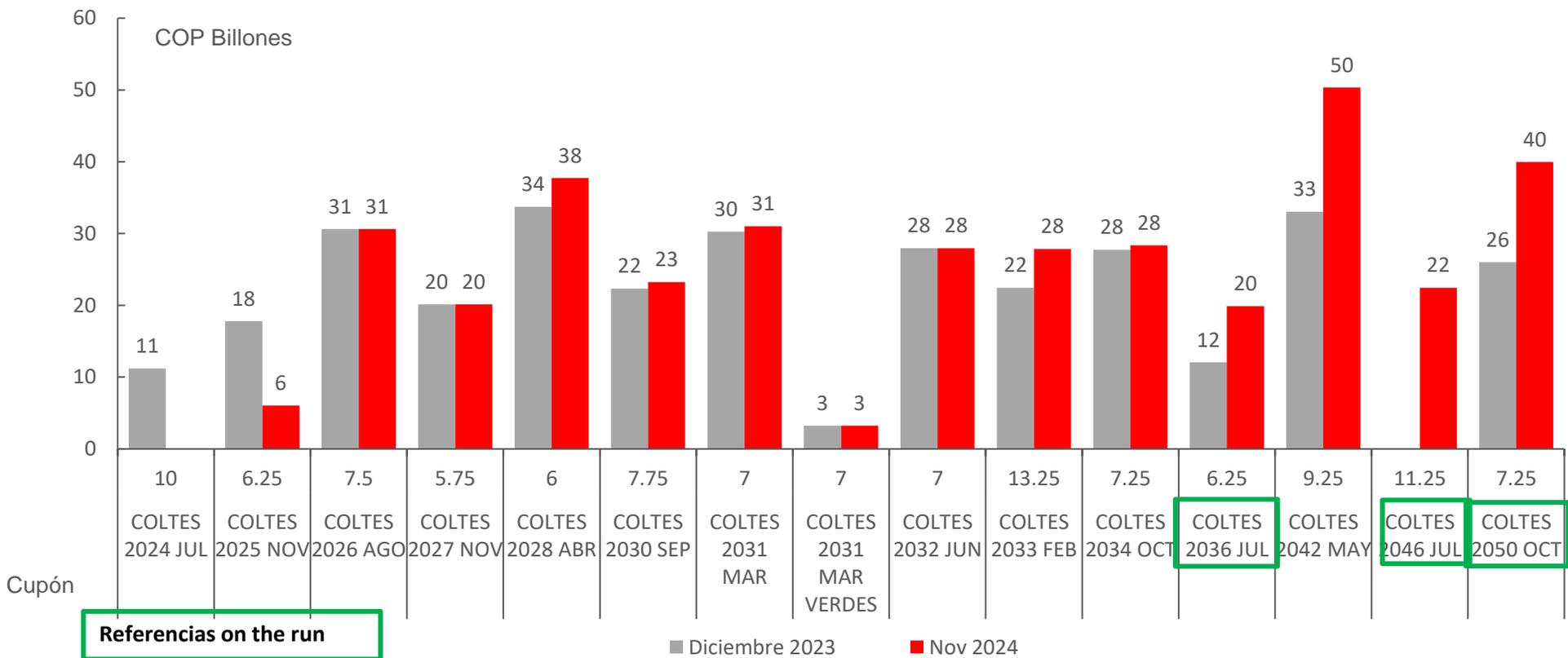
Los nodos con la mejor capacidad de absorber la reducción de tasas del Banrep, son los referenciados con estrellas rojas: 9-Feb-2033, 28-May-2042 y 25-Jul-2046.

Fuente: Ministerio de Hacienda, Scotiabank Colpatría Economics,

# Outstanding COLTES Pesos

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

**Outstanding por referencia de COLTES pesos  
Diciembre 2023 vs Noviembre 2024**

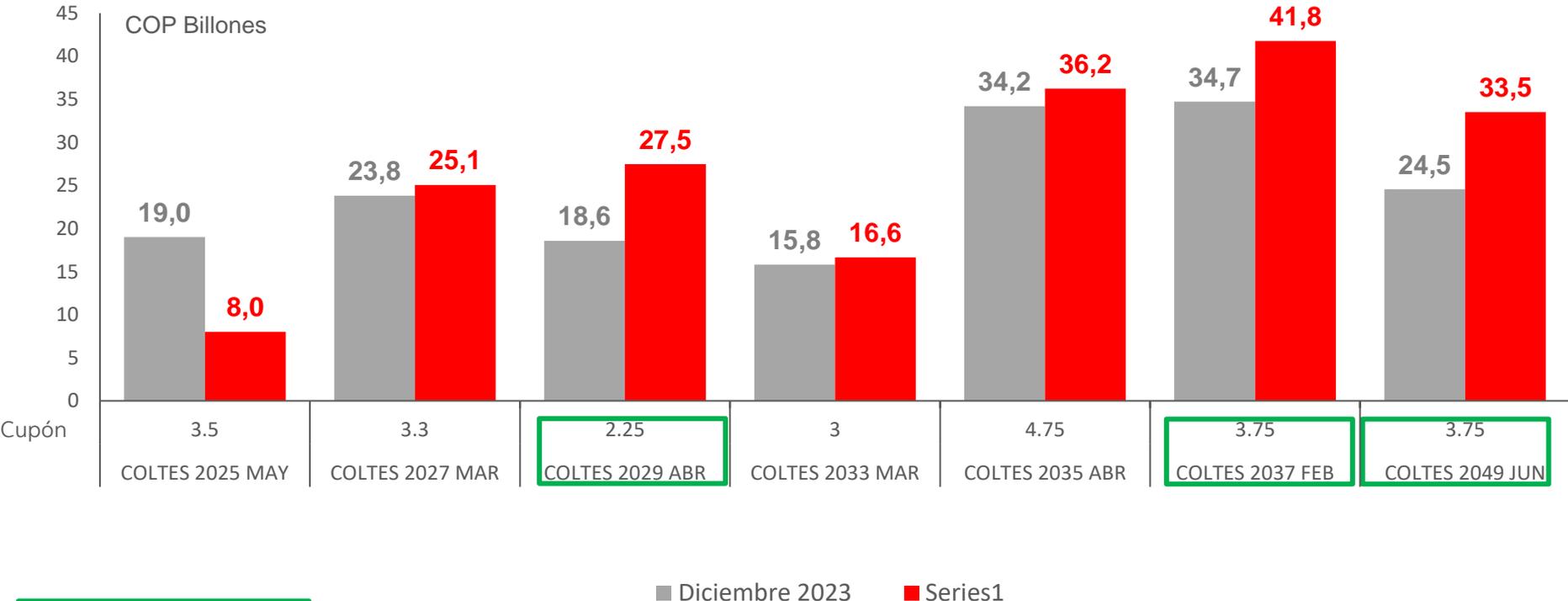


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics. Fecha de corte: Noviembre 8, 2024.

# Outstanding COLTES UVR

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

Outstanding por referencia de COLTES UVR  
Diciembre vs Noviembre de 2024



Referencias on the run

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

# Pronósticos Macroeconómicos

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023	2024pr	2025pr
<b>Cuentas Nacionales</b>							
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	1,4	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	0,3	4,8
Formación bruta de capital (a/a, %)	2,4	-21,5	14,5	16,2	-26,3	7,1	8,3
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,5	17,0	13,4	3,4	3,1	1,4
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	28,5	24,8	-14,8	1,5	3,7
<b>Mercado Laboral</b>							
Desempleo (% , promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,4	10,4
<b>Balanza de Pagos</b>							
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	
<b>Precios, tasas &amp; Tasa de Cambio</b>							
IPC (a/a, %, fin periodo)	3,80	1,61	5,62	13,12	9,28	5,15	3,91
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,62	4,06
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	5,60	3,60
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4338	4367
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4147	4334
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	13,0	9,25	6,75
<b>Indicadores Fiscales*</b>							
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,7	53,8	55,3	56,5
Balance de primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-0,9	-0,5
Déficit del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-5,6	-5,1

\*Fuente: MFMP 2024

# Contacto:

---

## **Jackeline Piraján**

Gerente de Research

[jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com](mailto:jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com)

## **Daniela Valentina Guio**

Profesional Senior Research

[daniela.guio@scotiabankcolpatria.com](mailto:daniela.guio@scotiabankcolpatria.com)

## **Daniela Silva**

Profesional I de Research

[Daniela1.silva@scotiabankcolpatria.com](mailto:Daniela1.silva@scotiabankcolpatria.com)

## **Carlos Felipe Cruz**

Estudiante en Práctica de Research

[carlos.cruz@scotiabankcolpatria.com](mailto:carlos.cruz@scotiabankcolpatria.com)

Página web:



## **Research Team Colombia**

[EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com](mailto:EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com)

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

## DISCLAIMER

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

## Acerca de Scotiabank

La visión de Scotiabank es ser el socio financiero más confiable de nuestros clientes y lograr un crecimiento sostenible y rentable. 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 octubre de 2024), Scotiabank es uno de los bancos más importantes de Norteamérica por sus activos y 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](http://www.scotiabank.com) y síganos en X @Scotiabank.

## About Scotiabank

Scotiabank's vision is to be our clients' most trusted financial partner and deliver sustainable, profitable growth. 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 October 31, 2024), Scotiabank is one of the largest banks in North America by assets, and trades on the Toronto Stock Exchange (TSX: BNS) and New York Stock Exchange (NYSE: BNS). For more information, please visit [www.scotiabank.com](http://www.scotiabank.com) and follow us on X @Scotiabank