

Análisis Macroeconómico: Perspectiva 2025

Navegando entre tasas altas y mayores necesidades de financiamiento

Enero 2025

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com



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

Con la expectativa de **tasas altas**, la **sostenibilidad fiscal** gana protagonismo

Los bancos centrales a nivel global han declarado que las tasas no bajarán a su nivel neutral antes del 2027. Dicho esto, la carga de deuda y el pago de intereses torna la conversación hacia la sostenibilidad fiscal y en paralelo, los mercados de capitales reconocen cada vez más que es importante poner el precio adecuado a los riesgos y a la liquidez.

En Colombia, el banco central se mantiene cauto. En el frente fiscal, las maniobras para suplir la necesidad de liquidez están impactando el costo de la deuda, mientras que el sector privado podría estar sufriendo de una recuperación más lenta en medio de algunos riesgos para que la inflación vuelva a su rango meta.

EN ESTA ENTREGA DESTACAMOS:

- La reducción de la inflación sin un costo alto en el crecimiento abre paso a un escenario de tasas altas. El endeudamiento pasado y nuevo mantiene a los mercados operando curvas de rendimiento que incorporan primas más altas que antes.
- En Colombia la economía ha consolidado señales de recuperación en la demanda. La subida del salario mínimo supone un riesgo en la convergencia de la inflación a la meta. Mientras tanto, el BanRep se mantiene cauto y en cierto modo restringido por la incertidumbre fiscal. En este contexto, el sector privado podría seguir reactivándose, aunque en un proceso más gradual ante el entorno de tasas que bajan más lentamente.

- Los mercados locales reflejan los riesgos internacionales y las primas generadas por los requerimientos de liquidez del gobierno. La tasa de cambio tendría un ancla alrededor de los 4350 pesos con alta volatilidad. Mientras que, la deuda pública tendería a permanecer empinada incorporando el efecto de la consecución de recursos por parte de Hacienda en un contexto de recaudo por debajo de las metas.

Colombia	2021	2022	2023	2024 pr	2025 pr
PIB (a/a %)	11	7,5	0,6	1,9	2,6
IPC (a/a %)	5,62	13,2	9,28	5,20	4,47
Tasa Banrep	3,0	12,0	13,0	9,5	7,5
USDCOP	4077	4850	3902	4405	4367

Índice

- **Contexto internacional 3**
- **Economía Colombiana 4**
- **Mercado laboral..... 5**
- **Recuadro.....6**
- **Déficit de cuenta corriente 7**
- **Inflación 8**
- **Tasas de Interés 9**
- **Gobierno..... 10**
- **Mercados..... 11**
- **Proyecciones Macro 13**

Contexto internacional: Del protagonismo de los bancos centrales al protagonismo de los ministerios de Hacienda.

El año 2024 cerró con la continuación del recorte de tasas de interés de los bancos centrales alrededor del mundo, pero con la afirmación de una premisa que se vuelve casi un parámetro para los mercados globales y es que los bancos centrales no esperan llegar a la tasa de interés neutral antes del 2027. Incluso si llegasen a una tasa neutral, esta tasa estaría en un equilibrio más alto al que se acostumbró en el periodo posterior a la gran crisis financiera.

El 2025 es un año en el que cada vez más se hace una transición de tener un foco sobre la variación de las tasas de interés a una conversación en la que toma más relevancia la sostenibilidad de la deuda y el precio adecuado a los riesgos en general, pero en especial a los riesgos fiscales. La transición de la inflación a niveles más cercanos a la meta se ha dado sin tener un efecto extremadamente negativo en la actividad económica, en efecto, la característica más destacada del ciclo postpandemia ha sido la ganancia de productividad en EEUU y podría ser la razón de esta transición suave.

Dicho esto, durante 2024 los mercados financieros se comportaron de un modo diferente al previsto. Las acciones en promedio se valorizaron más del 15%, con la referencia del S&P valorizándose más del 20%. Por otro lado, la renta fija no materializó la tesis de valor respaldada por la expectativa de bajada de las tasas de interés, mientras que, el dólar ganó terreno globalmente en un movimiento que se pronunció luego de las elecciones en EEUU que dejaron a Donald Trump y al partido Republicano con un liderazgo indiscutible.

En 2025 el año inicia con vigilancia sobre el desarrollo de la agenda de gobierno planteada por el presidente Donald Trump. La posibilidad de implementar mayores aranceles y tarifas al comercio internacional, restricciones a la migración y cambio en el esquema de impuestos se enmarca en un contexto con menor espacio fiscal.

En EEUU el pago de intereses de la deuda pública como proporción del PIB pasó de 2,5% al cierre del 2021 a una estimación del 4,2% del PIB al cierre de 2024, con una proyección de seguir aumentando, por lo que, **cualquier programa que impacte las finanzas públicas se vería reflejado en las tasas de interés.** Dicho esto, los mercados de renta fija están trasladando estas expectativas a estructuras de curva de rendimientos más empinadas en las que se está involucrando primas de remuneración al dinero asociadas a los plazos y a la sensación de un riesgo crediticio que debe ser más alto. En el anterior contexto, el dólar estadounidense se prevé manteniendo fortaleza frente al grueso global de monedas, mientras que en el mundo accionario el valor dependería de los sectores que se puedan desempeñar mejor en un contexto de estructura de tasa de interés empinadas.

La Reserva Federal anticipó que sus tasas de interés bajarían solamente en medio punto porcentual tanto en 2025 como en 2026. En Europa, las señales mixtas de actividad económica probablemente generen espacio para el Banco Central Europeo baje sus tasas de interés en mayor proporción, mientras que en Reino Unido la problemática de ajuste en las cuentas fiscales está condicionando el panorama.

En Latinoamérica los ciclos de los bancos centrales se desincronizaron. En Brasil los riesgos de inflación en medio de la fortaleza de la economía y cuestionamientos altos al ajuste fiscal han llevado al banco central a elevar nuevamente sus tasas de interés. En Chile la pausa estaría próxima en medio de una depreciación significativa de las monedas. Mientras que, en Perú el banco central operaría con un diferencial estable frente a la tasa de interés de la Reserva Federal. En medio del panorama, Colombia y México tendrían espacio para seguir reduciendo sus tasas de interés, condicionados en principio por los riesgos fiscales del lado de Colombia y por la situación internacional en el caso mexicano.

En búsqueda de fuentes de crecimiento sostenibles

Durante 2024 se mantuvo la heterogeneidad en el crecimiento económico, donde el agro continuó siendo protagonista al tiempo que la administración pública perdió dinamismo. En particular, **las fuentes de crecimiento actual llevan a cuestionar la sostenibilidad del crecimiento en el mediano plazo** debido a los niveles bajos de la inversión privada y la ausencia de un estímulo fiscal que contrarreste los efectos del ciclo monetario en el que se encuentra el país.

Durante el tercer trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto creció 2,0% frente al mismo periodo de 2023, evidenciando un desempeño desigual entre los sectores. **Las mayores contribuciones al crecimiento provinieron de la agricultura, recreación y entretenimiento, y administración pública**, esta última desacelerándose. En contraste, está el débil panorama que continúa mostrando la manufactura y la minería, las cuales producen más del **90%** de la inversión fija en el país. En este contexto, **la calidad del crecimiento económico comienza a tomar relevancia bajo la premisa de que sectores altamente informales y no intensivos en capital son los que han contribuido al crecimiento económico luego de la pandemia**. Con esto, el crecimiento potencial de la economía colombiana se ha reducido gradualmente luego de la pandemia, lo cual pone en riesgo la capacidad de crecimiento a largo plazo del país.

Por el lado de la demanda, el consumo de los hogares se estabiliza al tiempo que el gasto del gobierno pierde terreno. Durante el tercer trimestre de 2024, el consumo de los hogares creció 1,6% impulsado por los servicios, y los bienes durables en medio de la relativa estabilidad cambiaria evidenciada en la primera mitad del año, sumado a la entrada de remesas que para 2024-3T totalizaron los USD 2,9 MM (+20% vs. 2023-3T). La inversión fija, aunque se mantuvo en niveles inferiores a pre-pandemia, registró un crecimiento de 4,0% explicado por la reciente aceleración de las obras civiles y la compra de maquinaria y equipo.

Para 2024 estimamos un crecimiento económico de 1,9% (revisado al alza desde 1,5%) y para 2025 de 2,6% (revisado a la baja desde 2,9%). El comercio, la construcción y la manufactura se verían favorecidos con la continuación en el recorte de tasas y la tendencia decreciente de los costos de insumos, sumado a esto, la demanda interna crecería por encima de la producción, por lo que las importaciones cobrarían relevancia al tiempo que las exportaciones se verían perjudicadas ante un posible panorama de guerra comercial sumado a políticas de descarbonización que desfavorecen a más del 40% de la canasta exportadora. Por su parte, la mejora gradual en el nivel de inventarios, los cuales registraron una caída significativa en lo corrido de 2024 permitiría ver cierto crecimiento en la inversión total, al tiempo que la inversión fija continuaría en terreno positivo.

Gráfico 1: PIB-Oferta Colombia

(Variación anual, %)



Gráfico 2: PIB-Demanda Colombia

(Variación anual, %)



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatria Economics

*Contiene los sectores de admin. Pública, educación y salud.

Fuente: DANE, Scotiabank Colpatria Economics

Mercado laboral: El boom de remesas y el incremento en la inactividad

La tasa de desempleo se ha mantenido en descenso luego de la pandemia, hecho que se revirtió hacia la mitad de 2024, pero que continuó a cierre del año. **A corte de noviembre de 2024, la tasa de desempleo nacional se ubicó en 8,2% mientras que la de las 13 principales ciudades fue de 8,0%, el nivel más bajo de los últimos 8 años.** Llama la atención la creación de 420 mil puestos de trabajo durante el periodo con lo cual los niveles de ocupación ya estarían cerca de alcanzar su tendencia de largo plazo. No obstante, la inactividad también ha sido protagonista pues más de 346 mil personas han salido del mercado laboral, hecho reflejado en que, luego de 4 años, aun no se superan las tasas de participación laboral registradas antes de la pandemia. **Dicho comportamiento coincide con la entrada de USD 8,6 MM (+17%) en remesas, lo cual pudo haber desincentivado la participación laboral en el año.**

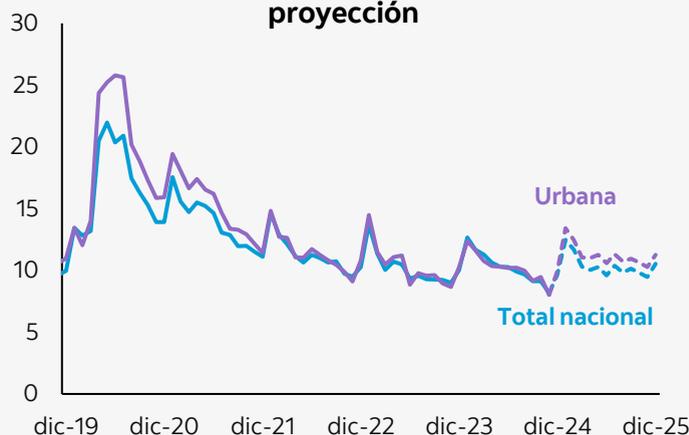
A nivel sectorial, **la creación de empleo ha estado concentrada en actividades de servicios y en ocupaciones que se caracterizan por ser altamente coyunturales.** Durante noviembre, servicios como la administración pública, alojamiento y comercio registraron una creación de 402 mil puestos de trabajo (96% del total), seguido por la industria manufacturera (147 mil). En cuanto a la posición ocupacional, llama la atención el incremento de los empleados del sector público evidenciado en un aumento del 11% en el periodo. Dicho comportamiento ha obedecido a las diferentes contrataciones realizadas por el Gobierno, en contraste con la desaceleración que se ha registrado en el sector privado.

La aceleración en el empleo también se ha concentrado en puestos de trabajo informales. Entre sep-nov 2024, la tasa de informalidad se ubicó en 55,4%, representando una caída de 0,1pps respecto al año anterior. Del total de empleos creados durante el periodo, 43% correspondió a empleos informales, el 57% fueron hombres y el 43% restante fueron mujeres. **Aun cuando las bajas tasas de desempleo han permitido disminuir la brecha**

entre mujeres y hombres, cabe destacar el incremento considerable del empleo informal para las mujeres durante el periodo, donde más de 51 mil mujeres (76% del total de empleo femenino generado) pasaron a la informalidad. Adicional a esto, la coyuntura económica ha permitido la recuperación de los ingresos laborales de forma heterogénea, principalmente para los grupos cercanos al sm. **En efecto, los ingresos laborales reales de los ocupados cercanos al sm se han incrementado hecho contrarrestado por la caída de los salarios reales para ocupados con remuneraciones superiores al sm.**

Para 2024 y 2025 esperamos que la tasa de desempleo nacional promedie 10,3% y 10,4%, respectivamente. En particular, para este año, la creación del empleo podría continuar siendo desigual concentrándose en actividades de servicios y el comercio dada la recuperación sectorial que se experimentaría durante todo el año. **No obstante, el incremento salarial del 9,54% podría tener efectos adversos en la creación de empleo principalmente en aquellos sectores intensivos en mano de obra cuyas remuneraciones estén más cerca al sm (Recuadro).** Por su parte, es posible evidenciar cierta recuperación en la participación laboral, principalmente en las zonas urbanas, por lo que la brecha histórica en el desempleo que se ha visto con las principales ciudades podría comenzar a evidenciarse de nuevo.

Gráfico 3: Evolución tasa de desempleo y proyección



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatria Economics

Recuadro: Vulnerabilidad sectorial e incrementos del salario mínimo en Colombia

En 2024, el Gobierno nacional decretó un incremento salarial del 9,54% para 2025, lo cual excedió significativamente lo técnicamente esperado. En particular, **la sorpresa en el alza del salario mínimo (sm) fue de más de 200 pbs**, teniendo en cuenta la inflación de cierre de 2024 (5,20% a/a) y el cálculo preliminar del aporte de la productividad (PTF) calculado por el DANE (1,73%), sorpresa superior al promedio de los últimos 19 años. Según el Banco de la República(1), los incrementos sorpresivos en el sm tienen consecuencias negativas en la creación de empleo, tanto en términos coyunturales como estructurales.

En Colombia, más del 63% de los ocupados son remunerados con salarios iguales o inferiores al mínimo, y el 15% gana exactamente el sm. Dicha heterogeneidad se intensifica cuando se desagrega el panorama a nivel sectorial: en la agricultura, alojamiento y servicios de comida, artísticas, transporte y comercio, **actividades que concentran más del 55% del total de los ocupados, registran remuneraciones promedio cercanas e incluso inferiores al sm**, tal es el caso de la agricultura cuyo promedio salarial representa el 70% de un sm, seguido por el alojamiento y los servicios de comida (90%), artísticas en el que el promedio salarial iguala al sm, y transporte y comercio con remuneraciones promedio que exceden únicamente en un 10% al sm.

Gráfico 4: Salario promedio como razón del salario mínimo (ene-oct 2024)



*Servicios públicos, **Incluye educación y salud.

Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics

Adicional a esto e ignorando los posibles efectos dinámicos, **resalta el incremento en los costos de mano de obra para actividades con salarios iguales al sm en su ocupación formal.** En actividades como inmobiliarias y manufacturas, el 40% y el 34% de los ocupados formales gana específicamente el sm, seguido por la construcción (33%) y el comercio (33%), únicamente en el sector de la administración pública el porcentaje de empleados formales que es remunerado con el sm es cercano al 10%.

En cuanto a la calidad del empleo, se evidencia que en sectores en los que el sm excede el salario medio (definido como el salario que divide al 50% de los ocupados), hay una mayor tasa de informalidad laboral (Gráfico 5). Al respecto, se destaca el sector agrícola donde el sm representa 2 veces el salario mediano, además de registrar más de 80% de informalidad laboral.

Bajo este contexto, **en el mediano plazo, sectores con empleados de remuneración cercana al sm podrían evidenciar cambios en su demanda de trabajo en medio del incremento considerable en los costos de mano de obra.** Los incentivos hacia la informalidad hacen que esta sea la salida más rápida para mantener los niveles de empleo en actividades intensivas en mano de obra, lo que lleva a una precarización laboral considerable.

Gráfico 5: Salarios vs. Informalidad laboral



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics

(1) Banco de la República. "Efectos macroeconómicos del salario mínimo en Colombia," Revista ESPE - Ensayos Sobre Política Económica, Banco de la República, issue 103, pages 1-117, September.

El déficit de cuenta corriente se mantiene bajo, pero con dificultades de financiamiento.

Durante cerca de un año, el déficit en cuenta corriente de la Balanza de Pagos trimestral se ha mantenido en niveles estrechos no vistos desde 2009. En el tercer trimestre del 2024 el déficit fue cercano a los USD 1,63 MM, equivalente al 1,6% del PIB, lo que contrasta con las cifras de crecimiento económico, pues si bien la actividad ha demostrado que se pasó la peor parte del ciclo, las cifras de comercio externo no demuestran que la demanda interna esté ganando momentum.

Sin embargo, lo más curioso de la radiografía de la balanza de pagos es que, a pesar de que el déficit nominal es bajo, su financiamiento vía los tradicionales inlujos netos de inversión extranjera directa y de portafolio ha sido un reto. La brecha entre el déficit en cuenta corriente y el financiamiento tradicional es incluso comparable con la observada cuando Colombia exhibía déficits superiores al 6% del PIB, lo que revela una potencial fragilidad en la estabilidad de la tasa de cambio si la reactivación económica no va de la mano con una actividad de inversión robusta. En lo corrido del año al tercer trimestre el déficit de cuenta corriente equivale al 1,7% del PIB (~USD 5,33MM) y se proyecta en un nivel de USD ~USD 7 MM para todo el año (~1,8% del PIB).

En su composición, el déficit en cuenta corriente refleja un deterioro en el balance comercial explicado por menores precios de las materias primas exportadas, especialmente petróleo y carbón, que es parcialmente contrarrestado con el buen desempeño del sector agrícola. En contraste, las importaciones permanecen cercanas a los niveles del año anterior en una composición que desfavorece las compras de bienes asociados a la inversión y ve el repunte de la compra de bienes de consumo.

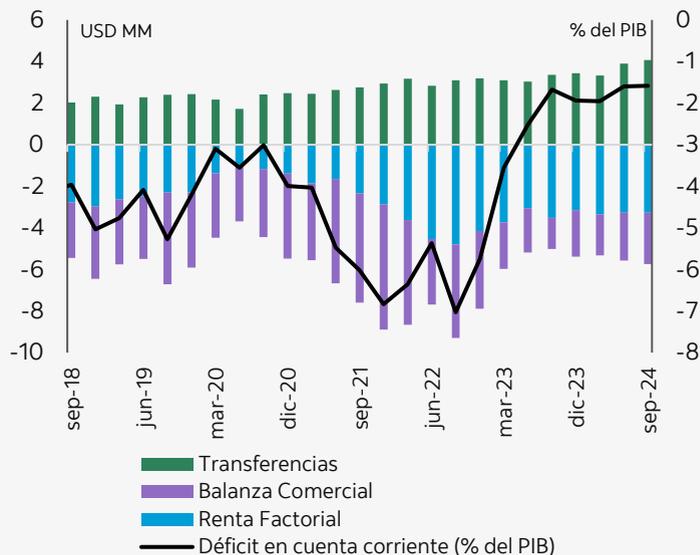
Las rentas factoriales son el mayor reflejo de que la economía aún no logra una tracción robusta, las utilidades del sector de minas y canteras, petróleo y manufacturas son inferiores a las del 2023, mientras que el pago de intereses ha ganado representatividad. En el capítulo de transferencias, la expansión de las remesas sigue siendo sobresaliente (17,2% anual en lo corrido de los tres trimestres, Gráfico 6), con una proyección de llegar a USD 12 MM en el año, aliviando las necesidades netas de dólares.

Respecto al financiamiento, la cuenta financiera registró entradas netas de USD 3,52 MM a septiembre, con una participación relevante en la acumulación de reservas internacionales de USD \$2,91 MM. Las entradas de Inversión Extranjera Directa (IED) han disminuido en cerca de 25% frente al mismo periodo de 2023 a USD 9,96 MM, y en algunos casos la entrada de recursos responde a la capitalización de entidades financieras, por lo que la perspectiva de incremento de capacidad instalada no es alentadora.

Por su parte, las entradas en inversión de capital fueron reflejo de un moderado apetito de los inversionistas extranjeros por los títulos de deuda colombiana (local e internacional). Por lo que el financiamiento provino especialmente de créditos al sector público.

En resumen, la balanza de pagos continúa mostrando que la actividad económica se ha recuperado, pero no de una forma robusta. El financiamiento no muestra apetito de inversión de largo plazo ni de capital, por lo que, en caso de una reactivación, la tasa de cambio podría enfrentar volatilidad. Para 2024, el déficit en cuenta corriente se proyecta en 1,8% del PIB, mientras que en 2025 se ampliaría a 2,3%.

Gráfico 6: Cuenta corriente por componentes (US\$ MM)



Fuente: BanRep, Scotiabank Colpatría Economics

Llegar a la meta tomaría un más tiempo: Un año de pausa para la desinflación

La inflación logró disminuir en 407 puntos básicos a lo largo del 2024 y a 220 puntos básicos para llegar a la meta, la subida inesperada del salario mínimo haría que la convergencia al 3% tome más tiempo de lo previsto. En 2024 la reducción de la inflación se apalancó en tres frentes: regulados, alimentos y bienes. Los alimentos apoyaron gran parte del descenso, gracias a un mayor abastecimiento de productos agrícolas y a un menor precio de los insumos. La inflación de bienes se mantuvo por debajo de la meta durante 10 meses continuos, un acontecimiento que se atribuyó en parte a la moderación en el consumo de los hogares y a una tasa de cambio que había permanecido en un nivel favorable para la importación de algunos productos, como vehículos, muebles y electrodomésticos. La inflación de regulados también contribuyó a la baja por los subsidios en tarifas de servicios públicos en algunas regiones y el menor incremento en la gasolina.

Sin embargo, la inflación de servicios fue persistente, avanzando a paso lento dado un alto efecto de indexación en algunos rubros, como las tarifas de arrendamiento, que tuvieron un elevado ajuste en la primera parte de 2024, y que a pesar de irse moderando no logró ser suficiente para apoyar en mayor medida el descenso de la inflación.

Para 2025, el camino para llegar a la meta de inflación sería más retador. El incremento del salario mínimo para el 2025 se estableció en 9,54%, un ajuste 439 puntos básicos más alto que la inflación final del 2024 y que repercutiría de manera significativa en el ajuste de algunos precios, especialmente de servicios, como el transporte, servicios de administración, restaurantes, hoteles, entre otros servicios cuyo costo de mano de obra es relevante. Además del impacto indirecto que tendrán algunos bienes al existir una transmisión de esos mayores costos de nómina que deberán asumir las empresas. En ese orden de ideas, en la primera parte del año la inflación reflejaría gran parte de estos ajustes de precios y sentaría las bases para los meses próximos.

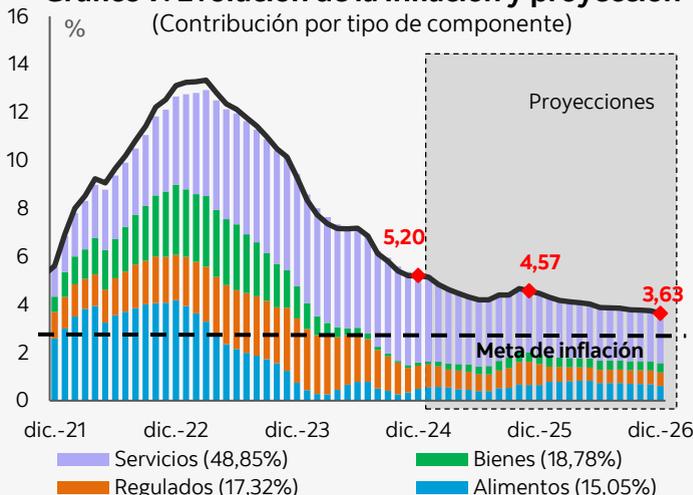
La inflación de servicios en esta carrera por llegar a la meta es el competidor más rezagado, mientras que, la inflación de bienes tendría un rebote, transmitiendo algunos efectos de la depreciación del tipo de cambio. Durante el 2024 la tasa de cambio promedió 4074 pesos, un nivel 5,7% inferior al promedio

registrado durante el 2023 (4322 pesos), lo cual apoyó en gran medida en el descenso de la inflación vía menores costos de insumos y unos bienes importados a precios más favorables, sin embargo, desde finales de 2024 la tasa de cambio se ajustó a un nivel de equilibrio más alto, un nivel que estimamos ronde en los 4350 pesos a lo largo de 2025, y que implicaría una presión inflacionaria adicional en el caso de los bienes.

En conclusión, desde Scotiabank Colpatría se estima que la inflación permanezca por encima del rango meta a lo largo del 2025 y buena parte del 2026, dada una base estadística menos favorable y unos efectos de indexación persistentes. **Para cierre de 2025, se estima que la inflación cierre en 4,47% a/a, mientras que para 2026 se espera una reducción más acelerada en los últimos meses para cerrar en 3,6% a/a.**

En grandes rubros, los alimentos mantendrían una inflación moderada, sin embargo, las condiciones climáticas y riesgos de paro de los transportadores por el incremento del diésel son algunos de los riesgos que se deben tener en cuenta. Por su parte, la inflación subyacente que excluye alimentos lograría reducirse alrededor de 60pbs con respecto al cierre de 2024 (5,65% a/a). La inflación de servicios, que representa alrededor del 49% de la canasta del IPC, permanecería alrededor del 6% a/a, contribuyendo en gran parte a la inflación total, mientras la inflación de bienes se estabilizaría en la meta del 3%.

Gráfico 7: Evolución de la Inflación y proyección



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics

Política Monetaria: Entre la prudencia y la necesidad de ajuste.

A lo largo del 2024, la junta directiva del Banco de la República tomó decisiones de política monetaria alineadas con el proceso de reducción de la inflación, aunque con un ritmo cauto justificado por el ambiente de incertidumbre global y local, mostrado una desaceleración más lenta de los esperado, cerrando el 2024 con una tasa de política monetaria de 9,50% (inferior en 350 pbs frente a diciembre de 2023)

La política monetaria en Colombia ha transitado por un proceso de normalización desde niveles elevados de tasas de interés en 2023. En el cuarto trimestre de 2024, el Banco de la República ejecutó recortes graduales en su tasa de referencia, en repuesta a la desaceleración de la inflación y la debilidad de algunos sectores productivos. Sin embargo, persisten riesgos que han llevado a la Junta Directiva a adoptar un enfoque más cauteloso.

Los determinantes de las últimas decisiones del emisor pueden agruparse en 4 puntos principales:

Inflación: La inflación ha mostrado una tendencia decreciente, pero aún se mantiene por encima del rango meta (2% - 4%). Los precios de algunos bienes y especialmente en los servicios han sido más rígidos a la baja, limitando el margen de maniobra del Banco.

Dinamismo económico: La actividad económica ha tenido una recuperación desigual, con rezagos en sectores como el comercio y la industria, lo que refuerza la necesidad de mantener condiciones monetarias menos restrictivas.

Condiciones externas: La volatilidad en los mercados financieros internacionales y las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal han influido en la tasa de cambio, lo que podría generar un riesgo en la trayectoria de la inflación.

Política Fiscal: La situación fiscal ha sido otro factor determinante. La incertidumbre alrededor de las finanzas públicas ha aumentado la prima de riesgo, lo que también genera una restricción para que la política monetaria pueda ser más expansiva.

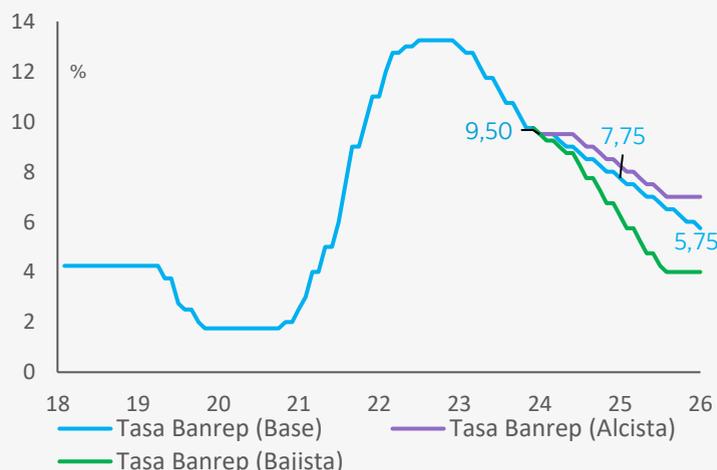
Los factores mencionados seguirían guiando las decisiones del BanRep durante el 2025.

Aunque un ajuste fiscal adecuado podría permitir una mayor flexibilización monetaria, los riesgos asociados a la deuda pública, el déficit y la percepción de los mercados llevarían al Banco a mantener una postura prudente en sus recortes de tasas. Cabe señalar que en febrero se materializará el cambio de dos codirectores de la junta, entrarán Cesar Giraldo y Laura Moisés en reemplazo de Roberto Steiner y Jaime Jaramillo. Con los cambios anunciados, se incrementa la posibilidad de una división más marcada en las decisiones, no obstante, el mandato de inflación objetivo establecido por la Constitución soporta la confianza en la independencia del Banco.

Para 2026, si la consolidación fiscal se desarrolla de manera ordenada y la inflación logra converger dentro del rango meta, el BanRep, podría llevar la tasa de interés a niveles más cercanos al 5,75%. Sin embargo, cualquier desviación en la senda tanto inflacionaria como fiscal podría modificar este escenario dadas las presiones sobre la política monetaria.

Desde Scotiabank Colpatría se estima que la tasa de política monetaria descienda gradualmente al 7,75% a finales del 2025, dada la persistencia de riesgos fiscales, una indexación alta por el lado de la inflación dado un alto ajuste salarial y un panorama internacional volátil.

Gráfico 8: Evolución Tasa Banrep y escenarios



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics

Las presiones de liquidez mantienen el Gobierno nacional al límite.



La falta de liquidez evidenciada en 2024 obligó al Gobierno a cubrir pasivos mediante emisión de deuda. Durante 2024, la caída del recaudo tributario en 4,4% generó presiones sobre las finanzas del Gobierno nacional, lo que se reflejó en niveles bajos en las disponibilidades de caja en el BanRep (DTN), razón por la cual el Gobierno se vio en la necesidad de intervenir el mercado de deuda pública mediante mayores emisiones. Dicho panorama dejó como resultado el incremento de más de \$36 bn en el saldo de los COLTES 2046 y 2050, que obedecieron no solo a las subastas regulares, sino a una combinación de pago de pasivos y operaciones de manejo de deuda, lo cual, resultó en el empinamiento significativo de las curvas de deuda pública durante el año.

Las dificultades en la gestión del gasto fueron razón suficiente para perder el apoyo del legislativo. El hundimiento de los proyectos de la Ley de Financiamiento ante el Congreso evidenció la falta de respaldo que tiene el Gobierno para aprobar la serie de reformas que aún faltan para culminar el actual periodo presidencial. Sumado a esto, los riesgos emergentes relativos al posible incumplimiento de la regla fiscal para 2024 hizo que se abriera la discusión sobre la modificación de ciertos parámetros de la regla que tampoco prosperaron.

La política fiscal seguirá siendo un tema central durante 2025. Luego del hundimiento de la ley de financiamiento, el gobierno decretó un PGN para 2025 por ingresos de \$511 bn y gastos por \$523 bn, al respecto, el gobierno nacional ha anunciado un Plan de Austeridad Fiscal para 2025 el cual deberá incluir el aplazamiento cercano a \$12 bn para sopesar dicho desfase presupuestal. No obstante, aun con estas modificaciones, el Gobierno mantiene una sobreestimación en los ingresos fiscales para 2025.

Las presiones de liquidez continuarían presentándose durante 2025. Según el Plan de Financiamiento presentado en el proyecto de decreto del PGN 2025, el Gobierno nacional espera una reducción del déficit fiscal hasta el 4,7% del PIB para 2025, consistente con la regla fiscal (desde el 5,1% esperado para 2025 en el

MFMP 2024) resaltando el supuesto en los ingresos fiscales proyectados por \$31 bn (1,7% del PIB), en los que, \$26,6 bn son atribuidos a mayor recaudo tributario y \$4,5 bn son de otros recursos de capital. Además de los \$12 bn que deben ser omitidos de dicha estimación, aún se esperan más de \$14 bn en ingresos como resultado del manejo eficiente por parte de la DIAN, lo cual, podría reflejar de nuevo una sobreestimación en los ingresos proyectados.

Respecto a los gastos, el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) ha enfatizado que para cumplir con la regla fiscal de 2025, el Gobierno nacional debe realizar recortes en el gasto de hasta \$32,9 bn, los cuales incluyen los \$12 bn por la caída de la ley de financiamiento y \$20,9 bn restantes por la sobreestimación de ingresos por eficiencia de la DIAN. Dicho panorama, sumado al incremento del 9,54% en el salario mínimo lo cual incrementa el gasto por pago de nómina y lo relacionado con la seguridad social, además de la entrada en vigor de la reforma pensional, cuyo costo ascendería a 0,7% del PIB sólo para este año, suponen un reto en el cumplimiento de la regla fiscal para 2025.

Desde la perspectiva de financiamiento, el costo de conseguir liquidez será una variable clave, el plan de subastas conocido en 2024 contempla emisiones por \$45 bn, aunque el cupo de endeudamiento ronda los \$60 bn, implicando que los pasivos tales como el FEPC seguirán solventándose con emisión de deuda, lo cual ha resultado ruidoso para el mercado.

Para 2025 aún se espera el desenlace de las discusiones de las reformas laboral, salud y la entrada en vigor de la reforma pensional. En febrero, luego de las vacaciones del Congreso, se retomará el primer debate de la reforma a la salud y el tercer debate de la reforma laboral.

Respecto a la reforma pensional, las preguntas emergen sobre la posibilidad de su implementación en los plazos previstos, y por la resolución de las demandas interpuestas en la Corte Constitucional. De cualquier manera, los mercados estarán atentos a los impactos que tiene la implementación de la reforma sobre el funcionamiento del mercado de capitales.

Mercados - Tasa de cambio: Un nuevo equilibrio guiado por los fundamentales

En el último trimestre de 2024 el comportamiento de la tasa de cambio estuvo estrechamente correlacionado con los acontecimientos internacionales. Las presiones al alza en el USDCOP comenzaron a sentirse en octubre, previo a las elecciones presidenciales en Estados Unidos. En la primera semana de octubre la tasa de cambio operaba por debajo de los \$4.200, pero luego de las elecciones del 5 de noviembre, la mezcla de incertidumbre sobre el cambio de gobierno y una Reserva Federal más cautelosa sobre los recortes de tasas de interés impulsaron un sentimiento de aversión al riesgo que impulsó a la tasa de cambio hasta un máximo de \$4.486.

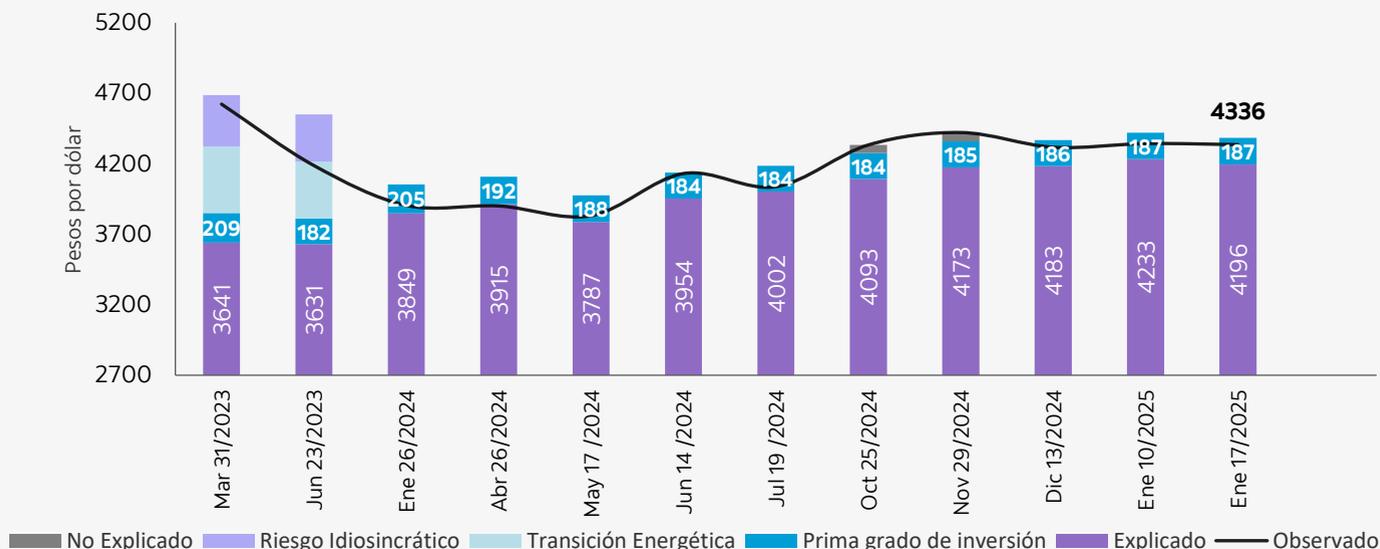
Un nuevo valor fundamental se ha ido gestando a medida que la expectativa de tasas altas por más tiempo se refuerza. El fortalecimiento del dólar luego de la última reunión de la Fed en diciembre, en la que el famoso “dot plot” mostró una expectativa de menores recortes a lo largo del 2025 restringió la entrada de capitales a economías emergentes como la colombiana depreciando la moneda local.

A medida que las tasas de interés en EEUU siguen siendo relativamente altas, la rentabilidad de los activos en dólares permanecería siendo atractiva para los inversionistas, reduciendo la demanda de divisas locales y generando un debilitamiento de las monedas a nivel regional.

No obstante, en la primera parte del año las operaciones de carry trade están contribuyendo a una corrección transitoria de la tasa de cambio, alejándose de sus pares de la región ante la expectativa de que el Banco de la República tenga un ciclo de recortes más moderado e incluso pause en su reunión de enero, lo cual genera incentivos para mantener posiciones en el peso colombiano.

En todo caso, de acuerdo con el modelo fundamental, la tasa de cambio debería operar en un rango entre \$4.300 y \$4.400, dados los choques externos, su correlación con las monedas de Latam, un precio del petróleo alrededor de 80 USD/b y un panorama fiscal ruidoso a nivel local.

Gráfico 9: Factores explicativos del modelo fundamental de la tasa de cambio



Fuente: Scotiabank Colpatría Economics

Mercados – La fuente de retorno provendrá de las primas de riesgo

El resurgimiento del “higher for longer” y las presiones fiscales han explicado la desvalorización de la renta fija a nivel global. Con la moderación en los recortes esperados de la Fed para 2025, sumado a los altos niveles de deuda que acumularon los países luego de la pandemia, la deuda pública ha estado bajo presión en los mercados globales. Es así como, luego de esperar un recorte acelerado en las tasas de interés, la discusión ahora se enfoca en la capacidad de los países para impulsar el crecimiento económico en un contexto de alta carga de intereses.

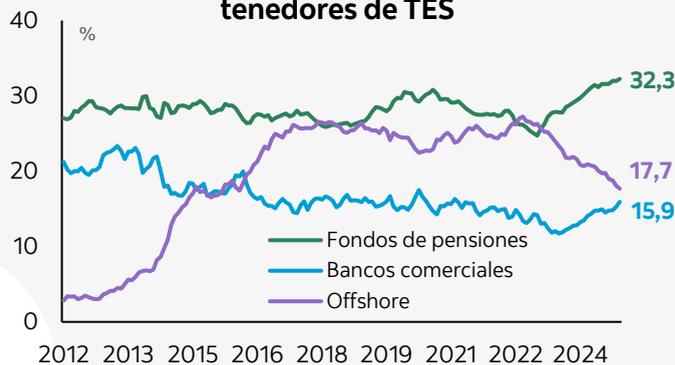
En Colombia, la moderación en el recorte de las tasas, las operaciones de manejo de deuda y la incertidumbre fiscal se reflejaron en una desvalorización de 130pbs en la deuda pública a lo largo del año 2024. Bajo este contexto, la participación de los agentes offshore en la tenencia de deuda pública ha disminuido desde el 22% en 2023 al 18% registrado en 2024, en contraste, los fondos de pensiones y los bancos comerciales han mantenido una alta demanda de COLTES (Gráfico 10). El mayor posicionamiento de los bancos comerciales en títulos de deuda pública ha prendido las alarmas en cuanto la mayor exposición de los balances a eventos de mercado y la posible afectación a la disposición de estas entidades a conceder préstamos, lo que en conjunto podría afectar la recuperación del crédito en el país.

Para este año la curva de rendimientos deberá continuar con empinamientos considerables

hasta que la incertidumbre fiscal se modere. Aun cuando se espera la continuación de recortes en la tasa de interés de política monetaria, el potencial de valorización de la deuda pública derivado de esta tendencia ha disminuido por cuanto el ciclo de recortes se espera sea más gradual y dado que el mercado aún está encontrando la prima adecuada al riesgo fiscal. Bajo este contexto, si bien el modelo teórico apunta a un aplanamiento de la curva, la realidad es que las necesidades de emisión del Gobierno continuarían favoreciendo **el empinamiento en al menos 100 pbs entre la parte más larga y el tramo a 10 años de la curva de rendimientos (Gráfico 11).**

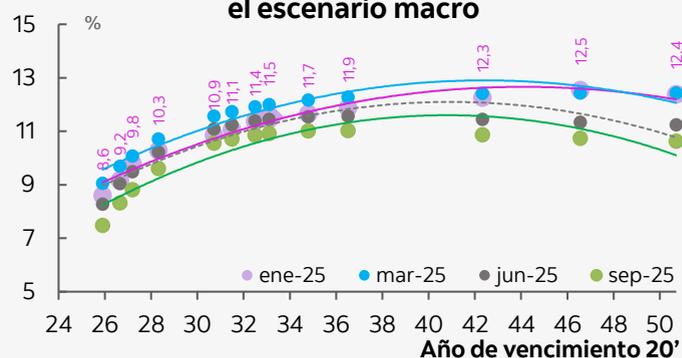
Dada la moderación en el recorte de tasas de interés, la principal fuente de retorno en la deuda pública cambiaría de un mayor rendimiento esperado debido a la reducción de tasas, a un valor dado por el precio adecuado de las primas de riesgo. Actualmente, el entorno en el que la política monetaria se mantendría cautelosa y la política fiscal imprime riesgos e incertidumbre adicional a la economía, el retorno de la deuda pública pasaría a depender de cómo su tasa incorpora las primas de riesgo del plazo y riesgo de crédito. En Colombia particularmente se ha evidenciado un gran interés por mantener la sostenibilidad fiscal, sin embargo, el costo de la consecución de liquidez está llevando a que las tasas de deuda pública se mantengan altas, lo cual es adecuado para inversionistas con horizontes de inversión largos.

Gráfico 10: Participación de los agentes tenedores de TES



Fuente: Minhacienda, Scotiabank Colpatría Economics

Gráfico 11: Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics



- A nivel internacional, los bancos centrales denotan una trayectoria de tasas que no se equilibrará en niveles neutrales antes del 2027.
- El cambio político en EEUU supone alto grado de incertidumbre sobre el comercio global, entre otras políticas económicas clave en el mediano plazo.
- En Colombia, la inflación tomaría más tiempo en regresar a la meta, lo que supone un descenso de tasas de interés más gradual.
- El panorama fiscal seguirá siendo relevante en la medida en que el costo de conseguir liquidez se seguirá reflejando en el precio de los activos locales.

Lo que sigue...

PROYECCIONES

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023	2024pr	2025pr
Cuentas Nacionales							
Crecimiento real del PIB (anual %)	3,2	-7,3	11,3	7,5	0,6	1,9	2,6
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,9	10,4	-3,9	1,9	3,8
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,2	14,0	9,4	1,0	1,2	2,3
Privado (a/a, %)	4,0	-4,9	15,2	11,0	0,9	1,5	2,6
Gobierno (a/a, %)	5,5	-0,8	10,0	2,0	0,3	-0,1	1,1
Formación bruta de capital (a/a, %)	2,4	-21,5	14,5	16,2	-26,3	6,6	12,2
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,5	17,0	13,4	3,4	4,0	0,7
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	28,5	24,8	-14,8	3,4	6,0
Mercado Laboral							
Desempleo (% , promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	10,4
Balanza de Pagos							
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14,1	-13,1	-20,0	-16,6	-8,2	-9,840	-13,37
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,2	50,9	73,1	67,8	66,9	68,44
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,6	76,0	76,8	81,81
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-21,3	-9,7	-7,60	-10,62
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,6	-3,4	-5,6	-6,2	-2,7	-1,8	-2,3
Términos de Intercambio (a/a, %)	4,04	-12,62	20,74	5,94	-18,0	-1,2	
Precios, tasas & Tasa de Cambio							
IPC (a/a, %, fin periodo)	3,80	1,61	5,62	13,12	9,28	5,20	4,47
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,63	4,52
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	5,60	5,07
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4405	4367
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4153	4334
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12,00	13,00	9,50	7,75
Indicadores Fiscales*							
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,7	53,8	55,3	56,5
Balance primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-0,9	-0,1**
Balance total del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-5,6	-4,7**

*Fuente: MFMP 2024 **Proyecto de ley PGN 2025

Disclaimer:

- Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Colpatría SA Establecimiento Bancario, para ser distribuido entre sus clientes y entre los de sus filiales en Colombia: Fiduciaria Scotiabank Colpatría
 - SA Sociedad de Servicios Financieros y Scotia Securities (Colombia)
 - SA Sociedad Comisionista de Bolsa, entidades sometidas a la inspección, vigilancia y control por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- El contenido del presente documento no constituye una recomendación profesional o un informe de investigación sobre inversiones para realizar inversiones, en los términos de los artículos
 - 2.40.1.12 y 2.40.1.13 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 SA, ni sus filiales en Colombia, sus administradores, representantes, asociados, directores, socios, empleados, asesores o contratistas. En ese orden de ideas, la información contenida en este documento se publica para su utilización general y no tiene en cuenta objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de algún inversionista en particular. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor. El lector debe tener claro que el objetivo del documento no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados. La información contenida es de carácter estrictamente referencial y así debe ser interpretada.
- Las personas interesadas, deben buscar asesoramiento profesional autorizado sobre la conveniencia de tomar decisiones de inversión y deben comprender que es posible que las declaraciones con respecto a las perspectivas futuras no se realicen.
- Las opiniones contenidas en este documento se han compilado o se han obtenido de fuentes de información pública 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 SA, ni sus filiales aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de la información contenida en este documento.

- La información contenida en este documento se basa en ciertos supuestos y análisis de la información disponible en el momento en que esta se preparó, los cuales pueden ser o no correctos. Por lo anterior, no hay ninguna certeza acerca de que las proyecciones contenidas en este documento se cumplirán; por lo cual, nada de lo contenido en este documento es o debe ser considerado como una promesa o garantía en cuanto al comportamiento de las proyecciones en el futuro.
- Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas en este documento están sujetas a cambios, sin previo aviso.
- Este documento no es, y no debe interpretarse como: (i) una oferta de venta o solicitud de una oferta para comprar valores; (ii) una oferta para realizar transacciones comerciales; o (iii) una asesoría de inversión.

● **Marca registrada de The Bank of Nova Scotia, utilizada bajo licencia, * Scotiabank se refiere a The Bank of Nova Scotia,**

Acerca de Scotiabank

La visión de Scotiabank es ser el socio financiero más confiable de nuestros clientes 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 y siganos en [X](https://www.x.com/Scotiabank) @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 and follow us on [X](https://www.x.com/Scotiabank) @Scotiabank.

CONTACTO

Jackeline Piraján

Gerente de Research
jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com

Daniela Guio

Profesional Senior de Research
daniela.guio@scotiabankcolpatria.com

Daniela Silva

Profesional de Research
daniela1.silva@scotiabankcolpatria.com