

Análisis Macroeconómico: Segundo trimestre 2024

Paciencia y Volatilidad antes de la llegada del ciclo de recorte en las tasas.

Julio 2024

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com



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

Entre la **paciencia de los bancos centrales** y la necesidad de reactivación

La palabra clave este año ha sido paciencia. La fortaleza inesperada de las economías desarrolladas y especialmente de EEUU al contexto de altas tasas de interés y la dificultad de la inflación para consolidarse en la meta han retrasado la expectativa de recortes en la tasa de interés. El mercado se ha vuelto reactivo a las sorpresas económicas, mientras que los bancos centrales permanecen pacientes esperando encontrar señales más contundentes para bajar sus tasas. Ahora la Reserva Federal recortaría a lo sumo dos veces sus tasas de interés en 2024.

En Colombia, la actividad económica presenta señales mixtas de recuperación, aunque la debilidad en la demanda de los hogares y en la inversión se ha prolongado. La inflación presenta progresos graduales, mientras que el Banco de la República ha optado por la cautela en la reducción de tasas lo que implicaría a su vez gradualidad para el ajuste macro. En paralelo algunas incertidumbres fiscales se despejaron y los activos en Colombia reflejan de mejor forma los riesgos en sus precios.

EN ESTA ENTREGA DESTACAMOS:

- La conversación sobre el aterrizaje de la economía se extinguió y en línea con la resistencia de la economía la inflación está presentando más dificultad para bajar. En el contexto anterior los bancos centrales y los mercados han tendido que ser más pacientes para el inicio del ciclo de recorte de tasas.
- En Colombia la actividad económica sigue creciendo por debajo de su potencial, mostrando señales mixtas que siguen planteando un panorama de débil consumo e inversión. Una mejor dinámica se podría consolidar en la segunda parte del año. Se mantiene la proyección de crecimiento en 1.4% para 2024.

- El Banco de la República continuará con un ciclo de recortes cauteloso. Sin embargo, la precaución en la bajada de tasas podría garantizar que el proceso será continuo. La tasa de fin del ciclo se sigue proyectando en 5,50% para el segundo semestre de 2025
- El Gobierno ha progresado de forma mixta en su agenda de reformas. La tercera legislatura que inicia el 20 de Julio será clave para monitorear la reforma laboral. En paralelo, el marco de implementación de la reforma pensional es clave para definir su impacto en el mediano plazo.
- Los activos domésticos están incorporando la prima por riesgo fiscal adecuadamente. En la segunda parte del año se espera que el avance del ciclo de recorte de tasas del BanRep sea la principal fuente de valor para la curva de Renta fija, mientras que el dólar se mantendría entre 4000 a 4150 pesos.

Colombia	2021	2022	2023	2024 pr	2025 pr
PIB (a/a %)	11	7,5	0,6	1,4	2,2
IPC (a/a %)	5,62	13,2	9,28	5,54	3,36
Tasa Banrep	3,0	12,0	13,0	8,50	5,5
USDCOP	4077	4850	3902	4116	4150

Índice

- **Contexto internacional 3**
- **Economía Colombiana 4**
- **Mercado laboral..... 6**
- **Déficit de cuenta corriente 7**
- **Inflación 8**
- **Tasas de Interés 9**
- **Política Fiscal 10**
- **Gobierno..... 11**
- **Mercados..... 12**
- **Proyecciones Macro 14**

Contexto internacional: La discusión sobre bajadas de la tasa de interés transcurre entre riesgos geopolíticos.

La tesis sobre una potencial desaceleración de la economía global se ha desvanecido a lo largo del 2024. La conversación pasó por la posibilidad de atravesar un aterrizaje fuerte de la actividad económica, luego a un aterrizaje suave y ahora no se habla de aterrizaje a pesar de una tasa de interés relativamente alta que se quedará por un tiempo prolongado. La economía de los países desarrollados, y especialmente la economía estadounidense ha mostrado un balance robusto y una demanda de los hogares que ha sido resistente a condiciones tan adversas tales como la inflación más alta en cuarenta años y las tasas más altas desde el año 2000. En este contexto, las esperanzas por tener una reducción temprana de las tasas de interés se han desvanecido. En efecto, la Reserva Federal (Fed) prevé a lo sumo dos recortes en sus tasas de interés durante este año, previsión que se encuentra alineada con las expectativas del mercado que ahora esperan la primera reducción de tasas entre septiembre o noviembre de 2024.

Durante la primera mitad del año, los resultados de la actividad económica han sido volátiles y han sorprendido de forma mixta a las expectativas del mercado. La volatilidad de los indicadores refuerza la necesidad de los bancos centrales por mantener una postura cautelosa. Los miembros de la Reserva Federal han enfatizado en la necesidad de tener más convicción en que la inflación llegará a la meta del 2%, antes de emprender un ciclo de recorte de tasas. Lo cierto es que la Fed está en un punto en el que es tarde para considerar subir de nuevo las tasas de interés y es temprano para empezar a recortar.

En el anterior contexto, los mercados han pasado de enfocarse en las grandes tendencias del ciclo de recortes de las tasas de interés, a enfocarse en las pequeñas diferencias. En Europa, los indicadores macroeconómicos muestran que desde finales del 2023 la economía se ha recuperado gradualmente, mientras que, la inflación está a medio punto porcentual de la meta del 2%. Lo anterior fue suficiente para justificar la primera reducción de las tasas de interés en la reunión del 6 de junio, sin embargo,

el Banco Central Europeo reiteró que las tasas de interés se mantendrán en terreno contractivo y que sus futuros movimientos dependerán de la información entrante.

En la región latinoamericana, los bancos centrales se tornaron más cautelosos en la bajada de las tasas de interés. México recortó por primera vez su tasa en marzo, pero luego interrumpió su proceso ante la incertidumbre global y probablemente previniendo un impacto adverso de las elecciones presidenciales, en las que el partido Morena resultó con un poder superior al esperado en el Congreso. En el caso de Brasil el ritmo de recortes se redujo de a 50 pbs por reunión a 25 pbs en mayo y estabilidad en la reunión de junio. Chile pasó de un ritmo de 100 pbs a uno de 25 pbs en su reunión de junio, mientras que Perú realizó una nueva pausa en el recorte de tasas. Las acciones anteriores reflejan la precaución global ante el retraso del accionar desde la Reserva Federal y de aquí en adelante parece será la regularidad.

En la segunda parte del año el mundo tendrá varias resoluciones, las reuniones de los bancos centrales seguirán en la mira, mientras que a partir de julio el avance de las elecciones presidenciales en EEUU podría influir en el ritmo de los mercados. Todo lo anterior en un contexto en el que los riesgos geopolíticos siguen elevados, pero sin marcar tendencias definitivas en los mercados internacionales.

El escenario base sigue siendo el de reducción en las tasas de interés, sin embargo, la materialización de este escenario está tomando más tiempo. La paciencia es la máxima de los bancos centrales y de los inversionistas.



Economía colombiana en camino a una recuperación gradual pero más duradera.

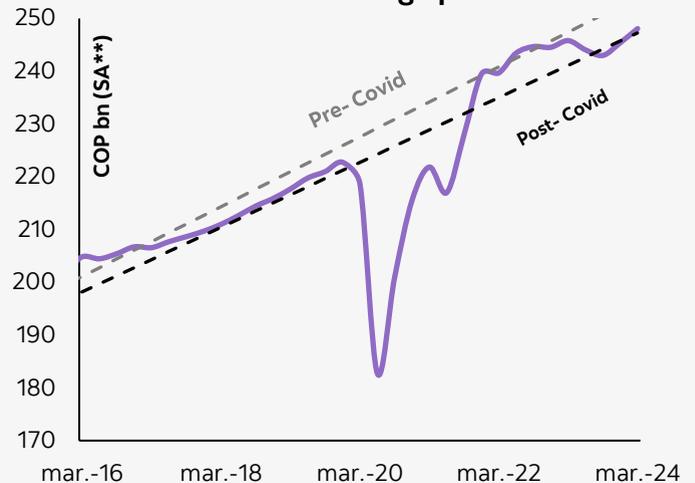
Ha pasado un poco más de 3 años desde la pandemia, y los choques económicos derivados del confinamiento aún no han logrado mesurarse. La reactivación económica trajo consigo fuertes desafíos, los excesos de demanda generaron problemas inflacionarios alrededor del mundo, que hasta la fecha no se han logrado resolver en su totalidad.

Uno de los principales instrumentos con los que cuentan los gobiernos para anclar las métricas de inflación a los niveles idóneos para cada economía, es elevar las tasas de interés, con el objetivo de desincentivar el consumo por parte de los hogares y llevar a que la economía tenga un crecimiento sostenible y acorde a sus capacidades de producción, y que posteriormente bajo la ley de oferta y demanda, los precios se estabilicen.

En Colombia, durante el 2021 y el 2022 el crecimiento económico alcanzó niveles no vistos en las últimas 2 décadas, la inflación alcanzó máximos históricos y las tasas de interés se elevaron al máximo de la época moderna. En 2023 se evidenció una desaceleración significativa de la actividad económica que, si bien era necesaria para lograr equilibrar las variables macroeconómicas, sorprendió muy por debajo de las expectativas con apenas una expansión del 0,6%.

Ahora, el 2024 se vislumbra como un año de recuperación moderada de la actividad económica con un nivel de actividad por debajo de su potencial (Gráfico 1) puesto que, la inflación no ha cedido tan rápido, la política monetaria sigue siendo restrictiva, los planes del gobierno han tardado más de lo previsto en ejecutarse y la inversión se mantiene en niveles bajos frente a la historia. En el primer trimestre el crecimiento fue de 0,7%, particularmente impulsado por actividades de agricultura, mientras otros sectores clave como la manufactura y el comercio, mostraron un balance negativo. El Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE), del mes de abril mostró algo de aliento para el grueso de la economía, con una expansión del 5,5% anual, que nuevamente reflejó el fuerte impulso de las actividades primarias, pero que también supuso un cambio de tendencia en las actividades del sector manufacturero,

Gráfico 1: Niveles del PIB frente a la tendencia de largo plazo



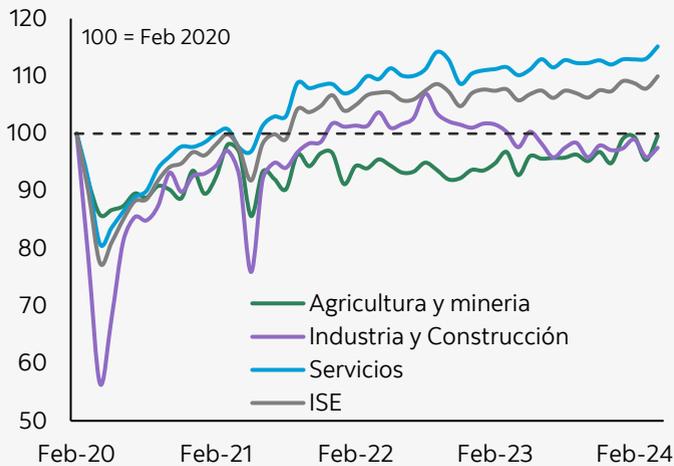
Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics

además de un ligero incremento en la actividad comercial. Si bien las cifras podrían suponer el inicio de un mayor dinamismo en la economía no se descarta que los resultados sean pasajeros y correspondan a unas bases estadísticas favorables.

Los hogares han ido adoptando su canasta de consumo acorde a la coyuntura económica. Como se mencionó previamente, los años posteriores a la pandemia tuvieron crecimientos exorbitantes si se compara con el promedio histórico, crecimiento que fue apalancado en créditos dirigidos a la compra de bienes durables y semi-durables (electrodomésticos, productos de tecnología, ropa, etc) y una serie de servicios que dado el confinamiento tomaron gran impulso, como plataformas de streaming, servicio de mensajería, entre otros; además de una gran afluencia de personas en eventos de entretenimiento y restaurantes. En la actualidad estos patrones de consumo se han ajustado a algo “más sostenible”, los hogares moderaron la demanda por este tipo de bienes, y sobreponderaron en su canasta bienes defensivos tales como, los alimentos y servicios como alojamiento y transporte que suplen las necesidades básicas.

Gráfico 2: Indicador de Actividad Económica – S.A

100 = Feb/2020 (pre pandemia)



Este cambio en los patrones de consumo por parte de los hogares se ve reflejado en una menor demanda de crédito, dado que, el crédito de consumo es usualmente usado para la compra de bienes durables y una menor dinámica de los mismos contrarresta en la colocación de crédito para este tipo de segmento. Sin embargo, este ajuste resulta necesario para anclar el crecimiento de la cartera a un nivel más sostenible. Se prevé que en 2024 la cartera de consumo continúe con un comportamiento negativo, mientras que para 2025 se espera que la cartera tenga un crecimiento promedio del 4% en términos nominales, dadas mejores condiciones de compra, como una inflación cercana al rango meta y una tasa de referencia mucho menos restrictiva.

En resumen, el sector primario ha mostrado resiliencia en 2024, beneficiándose de una demanda interna robusta y exportaciones sostenidas de productos como el café, banano y flores. Sin embargo, los desafíos climáticos como el Fenómeno de El Niño y La Niña podrían desencadenar afectaciones en la producción en lo que resta del año.

El sector manufacturero ha tenido un crecimiento moderado, sin embargo, enfrenta retos importantes relacionados con la inflación y la volatilidad de la tasa de cambio. Por su parte, la construcción ha tenido un ligero impulso, dados los proyectos de infraestructura pública y de vivienda. Por el momento la inversión en infraestructura vial y de transporte avanza desde los liderazgos regionales con soporte del Gobierno nacional, sin embargo, luego del agotamiento de los proyectos de vías 4G, no se vislumbra un proyecto de alcance nacional que impulse a la construcción a corto plazo.

La minería y el sector energético continúan siendo cruciales para generación de divisas en la economía colombiana. No obstante, las políticas ambientales y sociales han limitado la expansión de nuevos proyectos extractivos. La transición energética se ha enmarcado como uno de los aspectos más relevantes para el gobierno que si bien podría impulsar inversiones en energías renovables, persisten las tensiones entre sostenibilidad y crecimiento económico.

El sector servicios ha permanecido con expansiones positivas en 2024 aunque la expansión ha perdido ímpetu en los últimos meses y ha presentado una composición mixta (Gráfico 2). Los servicios asociados a la provisión de servicios públicos y sector público presentan buenos desempeños, aunque por efectos coyunturales, mientras que, los servicios privados siguen experimentando el impacto de la debilidad en la demanda, especialmente el comercio y el sector financiero.

En conclusión, el 2024 seguirá siendo un año de desafíos y oportunidades para la economía colombiana. Factores externos como los fenómenos climáticos y la volatilidad global han impactado negativamente la dinámica de algunos sectores, por ello, seguirá siendo necesario políticas de reactivación y un mayor dinamismo de las inversiones que apalanque sectores clave para una base de crecimiento sostenible. La administración del actual gobierno ha propuesto estrategias para mitigar los riesgos y promover un desarrollo inclusivo y sostenible, sin embargo, el éxito de estas dependerá de la capacidad de implementar estas políticas de manera rápida y efectiva y de mantener la estabilidad macroeconómica en medio de un entorno global incierto.

Desde Scotiabank Colpatría Economics se prevé un crecimiento económico del 1,4% para el 2024, explicado por un mejor comportamiento del comercio exterior, una leve recuperación de la inversión, mejor dinamismo en el sector manufacturero y un aumento en el consumo de los hogares en la última parte del año.

Gráfico 3: PIB anual

(a/a %, NSA)



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics

El extraño comportamiento del mercado laboral

Tras el choque de la pandemia, el mercado laboral se ha convertido en una variable macroeconómica difícil de entender. Un choque en las condiciones económicas ha desencadenado un panorama complejo para retornar a un escenario de mayor estabilidad.

El mercado laboral tiene una correlación importante con el dinamismo de la economía, sin embargo, el impacto de la actividad económica en el desempleo no es inmediato, puesto que, las empresas suelen esperar a confirmar que los cambios en la actividad económica sean duraderos antes de ajustar significativamente su fuerza laboral. Esto se debe a los costos asociados con la contratación y el despido, demoran la transmisión del crecimiento económico al mercado laboral.

El PIB mostró un crecimiento modesto en la primera parte del 2024, que al parecer fue suficiente para mantener cierta estabilidad en el mercado laboral. **La tasa de desempleo se situó en 10,3% en mayo de 2024,** una ligera disminución respecto al año anterior. Sin embargo, este comportamiento positivo no ha sido constante en lo corrido del 2024, pues en marzo la tasa de desempleo sufrió un fuerte aumento ubicándose en 11,7% (+1,3p.p vs marzo de 2023), principalmente por una destrucción significativa de empleos en el sector agrícola, sector que mostró un buen desempeño en los primeros meses del año, pero que por efectos estacionales no mantuvo la dinámica positiva.

Una de las razones que se puede atribuir a que el mercado laboral no se haya debilitado a la misma velocidad o en la misma magnitud que la actividad económica, está relacionada con su composición. El sector de servicios ha mostrado ganar participación en el mercado laboral, siendo este uno de los sectores económicos destacados por una fuerte resiliencia a la coyuntura macroeconómica, esto se ve reflejado en una mayor creación de empleo en el sector, pues en mayo, de los 463 mil puestos de trabajo que se crearon, el 51% se concentró en actividades de servicios.

La resistencia del mercado laboral es notoria, sin embargo, son algunos sectores más resilientes que otros, pues dentro del sector servicios las actividades

relacionadas al ocio y la actividad de administración pública, defensa y educación, son las que mejor comportamiento han tenido en la creación de empleo (Gráfico 4). Por el contrario, actividades como el comercio suelen tener mayor reactividad al choque de un menor dinamismo, como se evidenció en mayo con la destrucción de 137 mil empleos, siendo este el reflejo de una menor actividad económica en la actividad comercial.

Gráfico 4: Contribución a la creación de empleo por sector económico



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatria Economics

En conclusión, el mercado laboral parece no responder en la misma medida de la desaceleración económica, y si bien detrás de esto existen factores poblacionales, como una menor tasa de participación que compensa el deterioro, los resultados son positivos y sugieren que los ingresos de los hogares podrían mantenerse estables. No obstante, será necesario monitorear el comportamiento de otros sectores clave como la industria y la construcción que agrupan el 18% del total de empleados y que en mayo sorprendieron con la creación conjunta de +250 mil empleos, lo cual podría estar sugiriendo una reactivación, pero sin descartar que puede ser algo estacional.

De aquí en adelante, el mercado laboral podría tener algunos baches en el camino, sin embargo, se descarta un deterioro estructural, pues cada vez son más las señales que apuntan a un ciclo de recuperación.

El déficit de cuenta corriente debe ampliarse en caso de una reactivación económica

Una característica tradicional de la economía colombiana es la relación positiva entre el crecimiento económico y el déficit externo. Cuando Colombia crece, es usual que las importaciones crezcan más que las exportaciones, apuntando a un déficit comercial que en promedio es más alto que el de otros países comparables. En Colombia el déficit de cuenta corriente promedio antes de la pandemia osciló alrededor de 3,50% del PIB. De esta manera, **si bien la reducción del déficit en cuenta corriente ha sido un reflejo del ajuste de la economía a niveles más sostenibles de actividad, su prolongación en niveles estrechos podría tornarse en una fuente de preocupación, especialmente para la inversión.**

El déficit en cuenta corriente en 2023 se ubicó en 2,7% del PIB y en el primer trimestre del 2024 el déficit fue equivalente en 1,9% del PIB, uno de los registros más bajos desde 2018. Las exportaciones y las importaciones continuaron contrayéndose, en promedio, aunque la caída de las importaciones al ser más pronunciada sugiere que la demanda doméstica aún no ha tocado fondo, en especial porque la caída en las importaciones se sigue asociando a menor compra de insumos y materias primas. Una buena noticia fue el primer registro histórico de superávit en la balanza de servicios que se soporta en el sólido avance de los servicios de turismo al expandirse 19% anualmente.

El anterior balance supone una menor presión para la tasa de cambio desde el punto de vista de actividad económica. Sin embargo, se destaca que, en abril, las importaciones registraron un avance de doble dígito, lo que coincidió con el momento del año en el que Colombia experimentó la tasa de cambio más baja del año. La dinámica en las importaciones es clave para monitorear de cerca las señales de recuperación de la economía colombiana.

El financiamiento de la cuenta corriente sigue siendo la Inversión Extranjera directa, especialmente la dirigida a minería y petróleo con una participación del 35%, servicios financieros con 20%, y comercio y hoteles en el tercer lugar con 11%. **Por su parte las entradas de inversiones de capital se han mantenido débiles** desde que la mayor fuente proviene de emisiones de deuda en el exterior y la entrada de los inversionistas extranjeros al mercado de deuda local ha sido modesta comparada con la historia.

Para el año 2024, en Scotiabank Colpatría se proyecta un déficit en cuenta corriente de 2,5% del PIB, equivalente a USD 10.463 millones (Gráfico 5), la proyección involucra una expansión modesta de las importaciones que contrastaría con una relativa estabilidad de las exportaciones, unos niveles de remesas ligeramente superiores a los del 2023 y un balance de rentas factoriales levemente menos deficitario que se compatibiliza con una recuperación económica gradual.

En 2024, la financiación del déficit en cuenta corriente se espera siga siendo principalmente por la inversión extranjera directa (Gráfico 6), probablemente la IED será mayor que la inversión de cartera, esta última podría repuntar al final del año, momento en el que se espera que el panorama de recorte de tasas de la Reserva Federal esté más claro y permita la entrada más consistente de flujos de inversión a COLTES por parte de extranjeros.

Gráfico 5: Déficit en Cuenta Corriente Cambio 2024 vs 2023

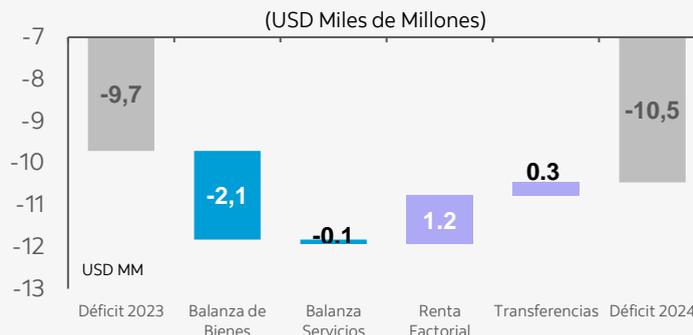


Gráfico 6: Cuenta Financiera por componentes (US\$ MM)



Fuente: BanRep, Scotiabank Colpatría Economics

Se acabaron los efectos de bases estadísticas y **la inflación ralentiza su descenso.**

La inflación continuó en una senda de decrecimiento lento, pero aún permanece muy por encima de rango meta del banco central definido entre 2% y 4%. La reducción en la inflación de bienes ha sido significativa, pero la inflación de los servicios ha bajado más lentamente debido al efecto de la indexación a los precios del pasado. En Scotiabank Colpatría se proyecta que la inflación seguirá bajando gradualmente, para fin de 2024 probablemente se mantendrá por encima de la meta del BanRep pero en 2025 concluirían más cerca a la meta.

Desde el máximo alcanzado en el primer trimestre de 2023, la inflación tuvo un descenso continuo por 15 meses hasta abril de 2024 cuando se ubicó en 7,16% a/a, sin embargo, en mayo el descenso se detuvo pues las bases de comparación de 2023 son más bajas y especialmente para los alimentos, esto supuso una interrupción en el descenso de la inflación.

Respecto a los principales grupos de análisis de la inflación se destaca que, para los alimentos el proceso de descenso se detuvo, pues desde diciembre de 2021, momento en el que se registró una inflación anual superior al 27%, se habían tenido progresos e incluso en marzo de 2024 se ubicó en el 1,7%, sin embargo, al cierre de mayo, la inflación de los alimentos se volvió a ubicar por encima del 4%, lo que todavía es una tasa de crecimiento de precios moderada y que podría mantenerse en ese nivel por el resto del año. Es interesante resaltar que el temor por el potencial impacto del fenómeno de El Niño se diluyó y por el momento no se espera una aceleración abrupta en los precios que se pueda atribuir a este fenómeno climático.

En la parte de los precios regulados, la inflación ha venido descendiendo moderadamente. El precio de los combustibles dejó de incrementarse, mientras que, los servicios públicos han presentado volatilidad en respuesta a que por el Fenómeno de “El Niño”, la generación de energía tuvo una mayor participación de la generación térmica que usualmente resulta más costosa. En la segunda parte del año, los mercados están atentos al incremento del diesel, sin embargo, en Scotiabank Colpatría se anticipa un impacto limitado en los precios al consumidor, pues el incremento se concentrará en grandes consumidores y no en el precio de venta a minoristas por lo que los transportadores de carga no se verían impactado por la medida.

En la parte subyacente de la inflación, la inflación de bienes ha mostrado un descenso significativo. Los precios de los bienes transables en un contexto de débil demanda y apreciación de la tasa de cambio han descendido significativamente, especialmente para los capítulos de los precios de vehículos y electrodomésticos. Lo anterior ha conducido a una inflación de bienes inferior al 2% con corte al mayo de 2024, sin embargo, en adelante los progresos serían más moderados.

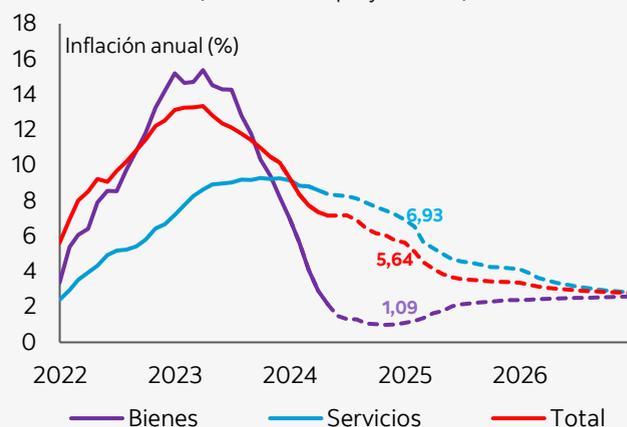
En el caso de los precios de los servicios, la inflación se mantiene cercana al 8%. Es de resaltar que **los servicios representan alrededor de 50% de la inflación total**, siendo los servicios de vivienda los que más participación tienen dentro de este rubro con cerca del 27%. Dicho esto, el grupo de servicios ha sido el más impactado por la indexación de precios, pues los arriendos se siguen ajustando con la inflación pasada, lo cual genera una dinámica lenta en los cambios de la inflación en Colombia.

Para lo que resta del año la inflación continuaría descendiendo hasta alcanzar el 5,6% a/a en diciembre de acuerdo con las estimaciones de Scotiabank Colpatría Economics (Gráfico 7).

El camino podría tener algunos baches pues existe incertidumbre sobre el potencial impacto del fenómeno de La Niña fuerte en los precios, aunque no se descarta que el efecto sea contrarrestado por mejores precios de la energía, dado un mejor nivel de los embalses. De todas formas, la junta del BanRep permanecerá cautelosa a la evolución de la inflación en especial la de servicios, al ser las más alejada del rango meta.

Gráfico 7: Inflación de bienes y Servicios

(observado vs proyecciones)



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics

El Banrep prefiere bajar la **tasa de interés** a un ritmo lento pero seguro

A junio de 2024, la tasa de interés de política monetaria ha bajado un total de 2 puntos porcentuales desde diciembre. El Banco de la República ha decidido seguir un ritmo moderado en el recorte de las tasas de interés buscando asegurar la convergencia de la inflación a la meta del 3% a mediados de 2025.

Durante la primera parte del año, la discusión de la junta de política monetaria se centró en los riesgos sobre la inflación derivados del Fenómeno de “El Niño”, la indexación de precios y el cambio en los precios regulados. Meses después, parte de esas preocupaciones se han moderado y en los comunicados del emisor empezaron a surgir referencias de preocupación por la situación política y fiscal de Colombia, especialmente en un contexto en el que las condiciones financieras internacionales fueron altamente volátiles y supusieron un riesgo relevante para la estabilidad de la tasa de cambio.

El balance de las discusiones de la junta del BanRep derivó en la preferencia en votación por mayoría por pasos cautos en el recorte de las tasas de interés.

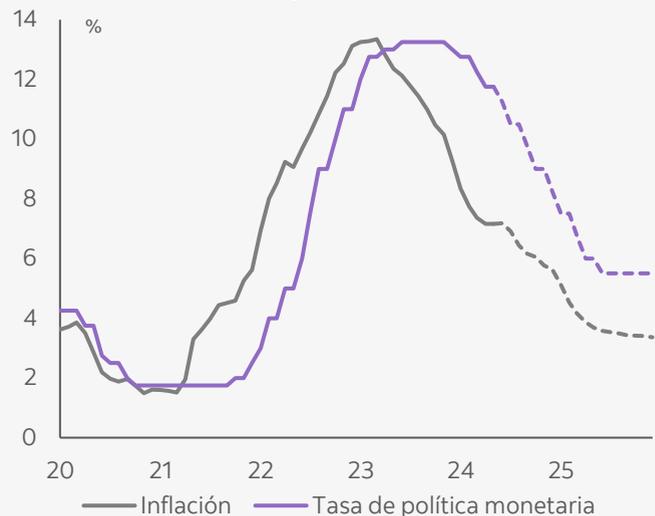
La percepción sobre el estado de la actividad económica es la principal fuente de diferencia entre el grupo mayoritario de la junta que ha optado por reducciones cautelosas de la tasa de interés y el grupo minoritario, en el que se identifica el ministro de Hacienda, votando por ir con más velocidad. Para el grupo minoritario, es momento de que la tasa de interés aliente más al sector productivo, mientras que, para el grupo mayoritario el amplio déficit fiscal y los anuncios gubernamentales en los frentes político, económico y social suponen una restricción para emprender un ciclo de recortes más agresivo.

En medio de lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República ha ajustado su visión sobre los riesgos macroeconómicos. Revisó al alza su previsión de crecimiento a 1,4% para 2024 y a 3,2% para 2025. Mientras que la inflación se proyecta en 5,5% al cierre de 2024 y en 3% para finales del 2025, senda que implica una senda de tasas de interés restrictiva al menos hasta mediados del año 2025.

En julio el Banco de la República continuó recortando su tasa de interés a una velocidad de 50pbs, lo que es un mensaje contundente de consistencia pues se continuó con un plan de reducciones ordenado, situación que no fue similar en el resto de la región pues durante junio Chile, Perú, Brasil y México alteraron su camino de reducción en las tasas, incluso sorprendiendo al mercado.

En Scotiabank Colpatría se proyecta que el ciclo de reducción en la tasa de interés podría acelerarse durante el segundo semestre del año. Lo anterior en un escenario que contempla una reducción continua en las expectativas de inflación, una economía colombiana mostrando debilidad y un contexto financiero internacional más próximo al recorte en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal. **De materializarse este escenario, recortes consecutivos de a 75 pbs desde Septiembre permitirían que la tasa cierre en 8,50% en diciembre 2024 y en 5,50% en diciembre de 2025 (Gráfico 8).**

Gráfico 8: Evolución Tasa Banrep, Inflación y Expectativas



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics

Luz y sombra en las cuentas fiscales. **El reto continúa.**

En 2024, la situación fiscal en el país ha estado marcada por incertidumbre pues contrario a los años anteriores, la debilitada coyuntura económica, entre otros eventos, han derivado en un recaudo tributario menos dinámico, elevando dudas sobre la estabilidad de las finanzas públicas. **En el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) el Gobierno se ajustó al escenario de menos ingresos respondiendo recortando su gasto y pese a que afirmó su compromiso con cumplir con la regla fiscal, los retos podrían continuar.**

Las agencias calificadoras han reaccionado advirtiendo que el bajo nivel de crecimiento e inversión siguen siendo un reto para la sostenibilidad fiscal de mediano plazo y junto con eso, la carga de intereses se percibe elevada. Lo anterior abre la posibilidad a tener un deterioro en el rating crediticio en el futuro si las condiciones no mejoran.

La ausencia de ingresos esperados por los litigios fiscales combinado con la decisión de la Corte Constitucional que declaró la inconstitucional la no deducibilidad de las regalías en el impuesto de renta de las empresas mineras ha implicado una revisión a la baja de la capacidad de recaudo del gobierno que tuvo que ser seguida de recortes el gasto público. **En efecto, en comparación con la Ley de Presupuesto (aprobada en 2023) para el MFMP-2024, la proyección del Gobierno de ingresos fiscales bajó en COP 63.62 bn (~4% del PIB) a COP 288,74 bn. En el caso del gasto, el ajuste implicó una reducción de COP 42.76 bn desde COP 426,41 bn en la Ley de Presupuesto a COP 383,65 bn en el MFMP 2024**

Los recortes de gasto se concentran en gastos de administración e inversión, ya que la principal inflexibilidad proviene ahora de que el pago de intereses está aumentando, pasando de 76,86 bn en la Ley de Presupuesto a COP 79,77 bn en el MFMP-2024, totalizando 4,7% del PIB, proporción que también se mantendrá en 2025 debido al escenario de “tasas más altas por más tiempo” que está impactando las finanzas de muchos países del mundo.

El Gobierno está utilizando sus reservas disponibles para cumplir con la regla fiscal. Sin embargo, se espera que los desafíos continúen durante el resto de 2024 y 2025, ya que la actividad económica no ha mostrado un cambio de rumbo, y aún podría significar más recortes de gasto y necesidades de financiamiento.

El déficit fiscal seguirá siendo elevado: en 2024, el déficit se revisó del 5,3% del PIB al 5,6% del PIB, mientras que la proyección para 2025 es del 5,1% del PIB, muy por encima de la proyección de hace un año (3.5% del PIB, Gráfico 9) y con un desafío político ya que el Ministerio de Hacienda supone que la implementación paramétrica de la Regla Fiscal podría comenzar a partir de 2025, lo que consideramos razonable dado el progreso inesperado de la deuda a PIB (Gráfico 10).

En síntesis, el reto fiscal permanece y si bien el gobierno tiene una voluntad irrefutable de cumplir con la regla fiscal, la mayor prima de riesgo seguirá pasando factura en los intereses que se pagan por la deuda pública.

Gráfico 9: Déficit Fiscal del Gobierno Nacional (% del PIB)

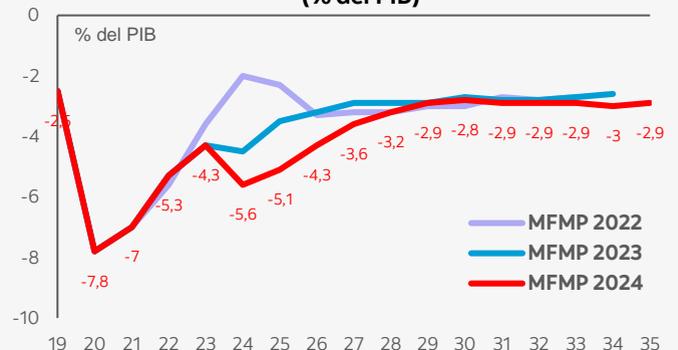
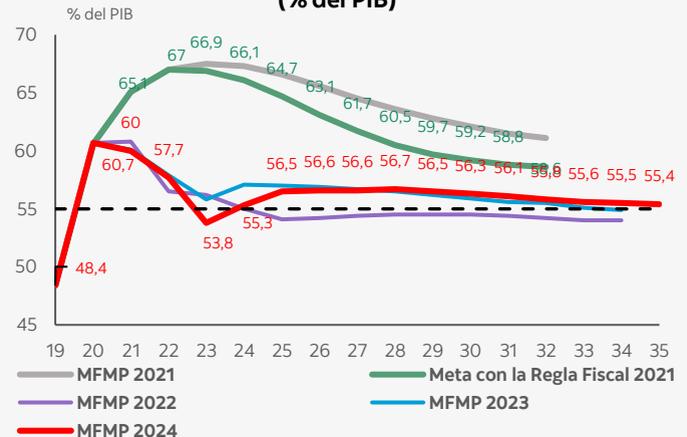
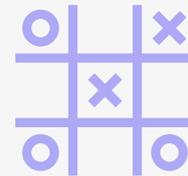


Gráfico 10: Deuda neta del Gobierno Nacional (% del PIB)



Fuente: MinHacienda, Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2024. Scotiabank Colpatría Economics.

Reformas: El marcador del juego no se ha definido.



La legislatura del Congreso que concluyó el 20 de junio de 2024 fue un periodo decisivo para la administración del presidente Gustavo Petro. Este ciclo legislativo estuvo marcado por la aprobación y el debate de varias reformas fundamentales abanderadas por el actual gobierno, con el objetivo de transformar frentes como: el trabajo, las pensiones, la salud y la justicia, sin embargo, **el tiempo fue un factor que jugó en contra de la aprobación de algunos proyectos.**

En el 2023 **la reforma a la salud** avanzó a buen ritmo, superando 2 debates. Se esperaba fuera uno de los proyectos que más tendría posibilidades de ser aprobado, sin embargo, este año **cuando llegó a la Comisión Séptima del Senado, se enfrentó a un gran número de congresistas en contra del articulado, siendo archivada luego de un intenso debate sobre su viabilidad financiera y operativa.** Una discusión centrada en cómo se financiarían los cambios propuestos y asegurar una transición efectiva, que se desarrolló en medio de una intervención masiva a algunas EPS por parte del Estado, sumado a la liquidación voluntaria de otras 2 prestadoras de salud. El entorno no resultó favorable para el gobierno, que ahora asume la gestión de más de 32 millones de afiliados, y que de algún modo deberá demostrar su capacidad para brindar un servicio de salud adecuado.

Mientras tanto, **la reforma laboral**, que ha sido uno de los pilares de la agenda del actual gobierno, **logró culminar su primer debate en la Comisión Séptima de la Cámara, aunque con varios cambios y retrasos.** El objetivo principal del proyecto se centra en mejorar las condiciones laborales y fortalecer los derechos de los trabajadores. La reforma tuvo un tardío debate enfrentando una fuerte oposición de sectores empresariales que argumentaron posibles efectos adversos en la competitividad y el empleo. Y si bien ya logró pasar la primera etapa, aún queda camino que recorrer, y los consensos entre las partes involucradas será determinante para el éxito del proyecto, además de la capacidad de asumir los fallos del congreso, puesto que algunos artículos relacionados con el funcionamiento de los sindicatos y la intermediación laboral fueron archivados, desatando algunas estrategias por parte del Gobierno para su implementación vía decreto, lo cual eventualmente podría jugarle en contra.

La reforma pensional fue radicada en marzo de 2023 en la Comisión Séptima de Senado, y luego de tres meses fue aprobada en primer debate en junio de 2023.

El proyecto permaneció estancado en el congreso hasta que el Gobierno logró consensos en algunos puntos clave como el umbral de cotización del **pilar contributivo, que se aprobó fuese de 2,3 SMMLV**, además del cambio de administrador del fondo público, que en un inicio se contemplaba fuera Colpensiones la entidad encargada, pero que se finalmente se decidió fuera el **Banco de la República**. Con estos dos puntos clave, el proyecto de reforma pensional logró avanzar rápidamente, superando los 3 debates restantes antes de que terminase la primera legislatura de este año. No obstante, el último debate en la Plenaria de la Cámara generó polémica al aprobarse el mismo texto aprobado en el Senado, lo que podría dejar espacio para que se invaliden algunos puntos o incluso el proyecto total por parte de la Corte Constitucional. Así mismo, persisten las dudas sobre su implementación, regulación y la línea que seguirá el Gobierno para ampliar la capacidad de Colpensiones, que será el ente encargado de pagar las pensiones de todo aquel que entre en el régimen de transición.

Existen otros proyectos que no tuvieron un final favorable, como la reforma a la educación, que había sido la más acogida por el Congreso, pero que ad portas de convertirse en ley, fue archivada por falta de trámite.

La próxima legislatura se perfila como un periodo de consolidación y ajuste de los proyectos aprobados. Se anticipa que el gobierno presente nuevamente aquellos proyectos que no lograron ser aprobados, y otros nuevos como la reforma a los servicios públicos, una posible reforma tributaria y algunos proyectos enfocados al medio ambiente, Sin embargo, deberá centrar sus esfuerzos una implementación efectiva de la Reforma Pensional, antes de culminar el mandato del actual presidente Gustavo Petro, pues este punto sería crucial en materia política, ya que así podrá sumar o restar puntos al balance legislativo.

Por el momento, los mercados no han reaccionado adversamente a la aprobación de la reforma pensional, sin embargo, el marco regulatorio que emerja en el próximo año será clave para decantar los potenciales impactos en la operatividad del mercado de capitales.

Mercados - Tasa de cambio:

Fundamentales vs flujos

Desde inicio del 2024 la tasa de cambio había fluctuado por debajo de los 4000 pesos, incluso alcanzado un mínimo de 3766 pesos. Este comportamiento estuvo explicado en gran parte por la política monetaria. Los mercados han venido revaluando sus perspectivas sobre los posibles recortes de tasas de interés por parte de la Reserva Federal (Fed), y el amplio diferencial de tasas se contemplaba como una gran oportunidad de inversión que favoreció al peso colombiano.

Al inicio de junio la tasa de cambio comenzó a experimentar movimientos al alza, a pesar de que, el diferencial de tasas continuaba “atractivo” para operaciones de carry trade. Y es que, estos niveles que parecían favorables en muchos aspectos no eran compatibles con los fundamentales que existen detrás de la tasa de cambio. En junio el Gobierno presentó el balance de sus cuentas ficales, pero previo a eso, las alertas de un menor recaudo tributario y la incertidumbre sobre anuncios de un cambio en la regla fiscal hicieron que la tasa de cambio volviese a incorporar una prima de riesgo que se había desvanecido sin un respaldo estructural.

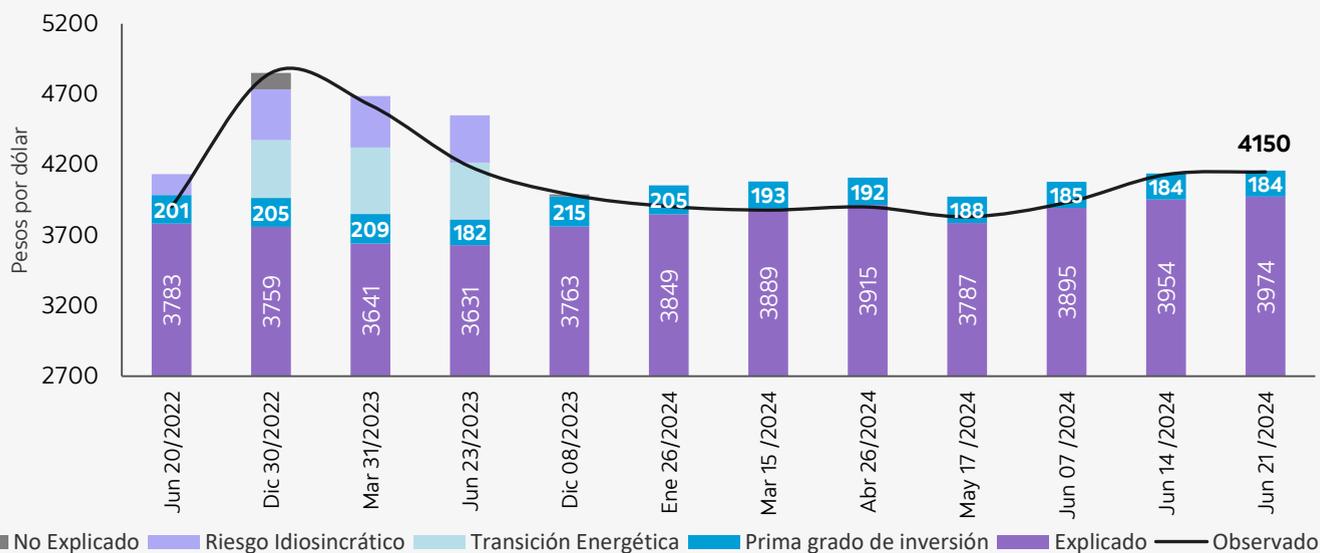
De acuerdo con el modelo fundamental de la tasa de cambio de Scotiabank Colpatria Economics, esta prima de riesgo incorporada en 2021, cuando Colombia perdió

el grado de inversión ronda los 200 pesos, un valor que no se veía reflejado en los niveles inferiores a los 4000 pesos, y que fue incorporado nuevamente por los mercados al poner las cuentas fiscales del país en la mira de algunas calificadoras de riesgo (Gráfico 11).

Adicional a los acontecimientos locales, la victoria de Claudia Sheinbaum en las elecciones presidenciales de México generó gran volatilidad, impulsando un debilitamiento de las monedas a nivel regional, dada la sensación de incertidumbre instantánea en los mercados al conocerse que el nuevo mandato del partido Morena también tendría una mayoría constitucional en el Congreso.

En adelante, la tasa de cambio debería mantenerse en un rango entre los 4000 y 4200 pesos de acuerdo con lo sugerido por el modelo (Gráfico 11) y, un nivel por debajo o por encima de esos niveles podría considerarse no sostenible estructuralmente. La recuperación del sector externo también apoya la idea de que no haya un movimiento de tendencia en el corto plazo, pues un mejor dinamismo de la economía apalancaría una mayor demanda de dólares para las importaciones.

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



Fuente: Scotiabank Colpatria Economics

Mercados - Tasas de interés: La paciencia de los bancos centrales ha implicado volatilidad.

Los activos de renta fija han experimentado una volatilidad significativa. Al inicio del 2024 muchos mercados a nivel global descontaban con alta convicción la cercanía al primer recorte de tasas de interés de la Reserva Federal. Los tesoros de EEUU a 10 años operaron un mínimo de 3.81% en febrero y posteriormente la evidencia de una economía más resistente sacudió las expectativas y ahora la tasa a 10 años de los bonos en EEUU está más cercana al 4.40%.

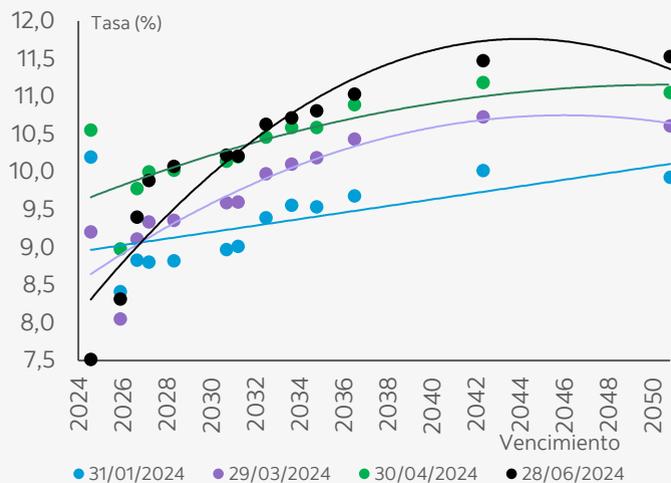
En Colombia, se generó una apreciación fuerte de la curva de rendimientos tasa fija desde octubre de 2023 hasta febrero de 2024 en el contexto de un ánimo internacional positivo y de la expectativa por una mayor corrección de la inflación local en el primer trimestre que podría alentar al BanRep a implementar recortes más agresivos de tasa.

Al igual que a nivel global, en Colombia la expectativa sobre el ímpetu del ciclo de recortes se moderó y la curva siguió el comportamiento de la renta fija internacional (Gráfico 12), con una volatilidad adicional generada por la incertidumbre alrededor de las cuentas fiscales.

Los flujos de inversión en COLTES siguen mostrando una mayor participación de agentes locales que de los internacionales (Gráfico 13) y es probable que la tendencia siga debido a que el proceso de recorte de tasas gradual del BanRep sería limitadamente atractivo para los inversionistas extranjeros.

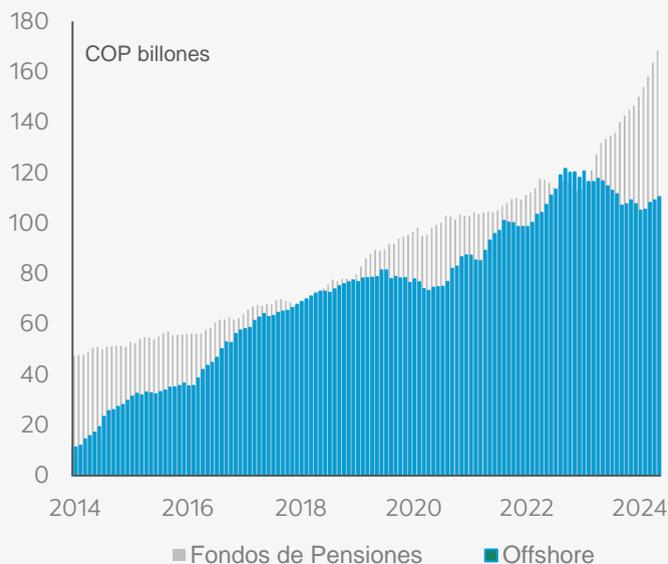
De cualquier manera, a pesar de la volatilidad es importante señalar que la visión estructural de tasas más bajas no se ha desvanecido. En Scotiabank Colpatria se proyecta una caída de la tasa de política monetaria con 5.50% como tasa terminal. Por lo que el nivel promedio de la curva compatible con ese escenario de mediano plazo se estima entre 7,50% y 8%, resaltando que el empinamiento más alto de lo usual podría perdurar ante la permanente incertidumbre sobre las cuentas públicas.

Gráfico 12. Evolución de la curva COLTES pesos durante 2024



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.

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



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.



Lo que sigue...

- A nivel internacional, las decisiones de tasas seguirán siendo un factor clave para los mercados, sin embargo, la agenda de elecciones presidenciales en EEUU podría generar algo de movimiento ante la incertidumbre por el rumbo que tomaría el gobierno electo
- La inflación en Colombia retomaría la dinámica decreciente, impulsando una potencial aceleración en el ritmo de recortes por parte del Banco de la República, el cual no se prevé que haga una pausa en el ciclo de flexibilización.
- El tercer periodo legislativo (2024-2025) en Colombia estará cargado de nuevos proyectos, y será determinante evaluar la capacidad del gobierno de implementar las iniciativas aprobadas.

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	1,4	2,2
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,9	9,7	-3,8	0,8	2,3
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,2	14,0	8,3	1,1	0,5	1,9
Privado (a/a, %)	4,0	-4,9	15,2	9,8	1,1	1,1	1,7
Gobierno (a/a, %)	5,5	-0,8	10,0	1,4	0,9	3,9	3,2
Formación bruta de capital (a/a, %)	2,4	-21,5	14,5	16,9	-24,8	-5,1	5,0
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,5	17,0	16,1	3,1	3,0	2,9
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	28,5	23,4	-14,7	-2,6	3,5
Mercado Laboral							
Desempleo (% , promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,9	11,2
Balanza de Pagos							
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14,1	-13,1	-20,0	-16,6	-8,2	-10,44	-14,21
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,2	50,9	73,1	67,8	68,25	69,62
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,6	76,0	78,69	83,84
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-21,3	-9,7	-10,4	-14,34
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,6	-3,4	-5,6	-6,2	-2,7	-2,5	-3,3
Términos de Intercambio (a/a, %)	4,04	-12,62	20,74	5,94	-18,0	-1,2	
Precios, tasas & Tasa de Cambio							
IPC (a/a, %, fin periodo)	3,80	1,61	5,62	13,12	9,28	5,64	3,36
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,82	3,80
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	5,75	3,68
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4116	4150
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4050	4134
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	13,0	8,25	5,5
Indicadores Fiscales*							
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,9	52,8	57,1	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	-4,2	-5,6	-5,1

*Fuente: Plan Financiero 2024

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 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 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 Colpatría

Acerca de Scotiabank

La visión de Scotiabank es ser el socio financiero más confiable de nuestros clientes para lograr un crecimiento sostenible y rentable y maximizar el rendimiento total para los accionistas. Guiados por nuestro propósito, "por nuestro futuro", ayudamos a nuestros clientes, sus familias y sus comunidades a lograr el éxito a través de una completa gama de asesoría, productos y servicios en los sectores de banca personal y comercial, gestión patrimonial, banca privada, corporativa y de inversión, y mercados de capitales. Con activos de aproximadamente \$1.4 billones (al 30 de abril de 2024), Scotiabank cotiza en la Bolsa de Valores de Toronto (TSX: BNS) y en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE: BNS). Para obtener más información, visite www.scotiabank.com y síganos en X @Scotiabank.

About Scotiabank

Scotiabank's vision is to be our clients' most trusted financial partner, to deliver sustainable, profitable growth and maximize total shareholder return. Guided by our purpose: "for every future," we help our clients, their families and their communities achieve success through a broad range of advice, products and services, including personal and commercial banking, wealth management and private banking, corporate and investment banking, and capital markets. With assets of approximately \$1.4 trillion (as at April 30, 2024), Scotiabank trades on the Toronto Stock Exchange (TSX: BNS) and New York Stock Exchange (NYSE: BNS). For more information, please visit www.scotiabank.com and follow us on X @Scotiabank.

CONTACTO

Sergio Olarte

Gerente de Research
sergioolarte@scotiabankcolpatria.com

Jackeline Piraján

Director de Research
jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com

Daniela Silva

Profesional de Research
daniela1.silva@scotiabankcolpatria.com