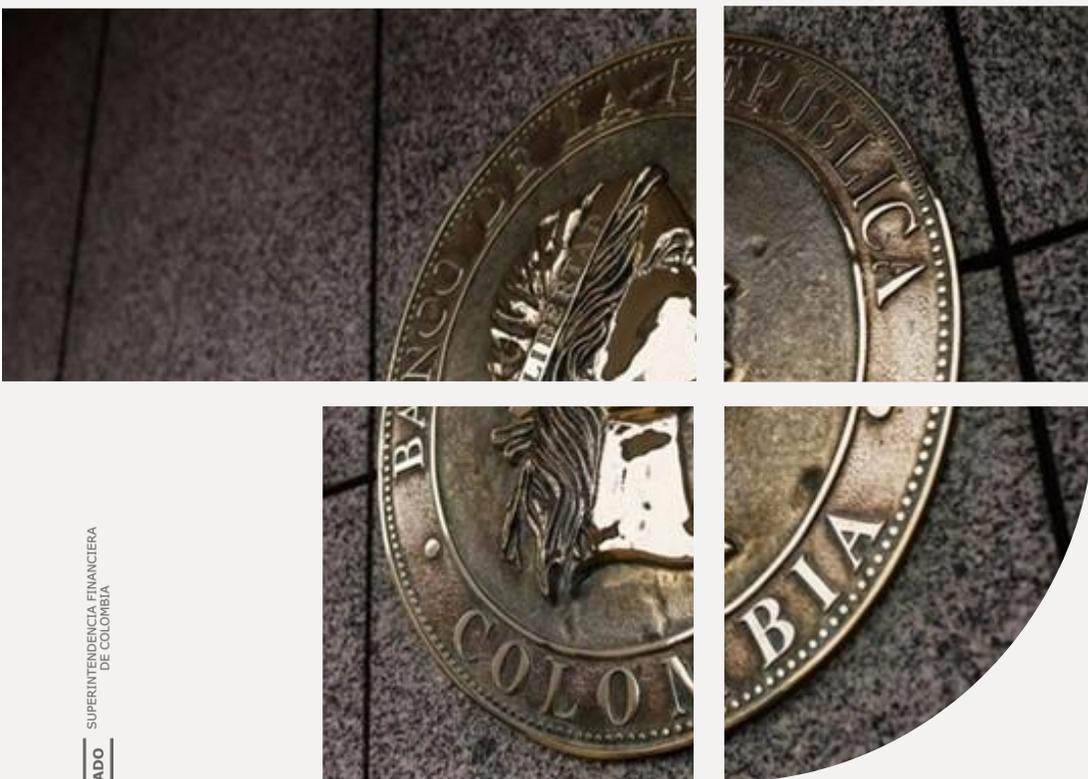


## Informe Semanal

### *Política monetaria en Colombia: ¿exceso de cautela?*



# Política monetaria en Colombia: ¿exceso de cautela?

## Informe Semanal

23 de septiembre de 2024

### EDITORIAL: POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA: ¿EXCESO DE CAUTELA? (PÁG 3)

- La Junta del Banco de la República (BanRep) tomará la próxima semana una nueva decisión de política monetaria. En las últimas cuatro reuniones, cinco codirectores votaron por reducir la tasa de interés en 50 puntos básicos (pbs), mientras que dos optaron por un recorte mayor, reflejando una postura mayoritariamente cautelosa.
- La postura de cautela ha sido efectiva, logrando que las expectativas de inflación y que la inflación se aproxime a su meta. Esta credibilidad se refleja en una reducción de las tasas de interés del sistema financiero mayor que la de la tasa de interés de BanRep.
- Sin embargo, el panorama macroeconómico ha cambiado desde la última decisión, en el mes de julio, y **consideramos que hay suficientes argumentos para acelerar el ritmo de recortes de la Tasa de Política Monetaria (TPM) a 75 pbs en la próxima reunión.**
- **Además, la reducción de 50 pbs en la tasa de interés de la Reserva Federal (Fed) genera que las condiciones financieras externas sean más holgadas de lo previsto y abre espacio para una reducción más agresiva de la TPM por parte de BanRep.**
- Los miembros de la Junta han señalado a países de la región como ejemplos negativos por abandonar la cautela, pero los rebrotes inflacionarios en Brasil, Chile y México se deben principalmente a presiones transitorias en los precios de alimentos y energía, que no deberían frenar la normalización monetaria (ver “¿Rebote inflacionario en los principales países de América Latina?” en [Informe Semanal – Agosto 25 de 2024](#)).
- **Consideramos que la postura monetaria es demasiado restrictiva y exceder la cautela puede ser perjudicial para la salud de la economía.** La TPM real *ex ante*<sup>1</sup> en Colombia fue de 6,4% en agosto, no muy lejos del máximo de 7,5% registrado en febrero, superior a la Chile y Perú, y similar a la de Brasil y México. Sin embargo, la tasa real de Colombia supera en 5,5 p.p. su promedio desde 2005, un diferencial mayor que en sus pares de la región, mientras que su brecha del producto más negativa, lo que indica que la tasa real es demasiado restrictiva.
- **Un recorte de 75 pbs en la TPM no implicaría abandonar la cautela**, ya que la tasa real *ex ante*, cercana al 6,0%, seguiría siendo contractiva; la Junta debe considerar el riesgo de reaccionar tarde a la disminución de las brechas de inflación y producto. Las empresas han afrontado altos costos financieros en los últimos tres años y su capacidad para soportarlos en 2025 es menor.

**Informe realizado por:** Área que hace el informe de Investigaciones Económicas

### MERCADO DE DEUDA (PÁG 10)

- Los mercados de deuda habían anticipado el recorte de 50 puntos básicos (pbs) en la tasa de la Fed. Particularmente, los bonos a 10 años en países desarrollados se desvalorizaron, en promedio, nueve pbs en la semana.
- En Colombia, el mercado tuvo un comportamiento mixto. De primera mano, la curva de TES en tasa fija se desvalorizó, en promedio, seis pbs. En contraste, la curva en UVR se valorizó, en promedio, siete pbs.

### CONTEXTO EXTERNO Y MERCADO CAMBIARIO (PÁG 16)

- En Estados Unidos, La Reserva Federal sorprendió al bajar la tasa de interés de los fondos federales en 50 pbs al rango 4,75-5,00%, cuando el consenso esperaba un recorte de 25 pbs. Aunque la decisión fue bien recibida por los mercados, genera duda frente a la posibilidad de que se materialicen los riesgos de un aterrizaje forzoso en EE. UU.
- La demanda privada y la actividad industrial sorprendieron positivamente en agosto. Las ventas al por menor crecieron 2,1% interanual, mientras que la producción industrial se mantuvo estable frente a su nivel un año atrás.
- En línea con lo esperado por el consenso, el Banco Central de Japón mantuvo los tipos de interés sin cambios en 0,25%, en medio de la elevada incertidumbre económica global.
- El peso colombiano se apreció frente al dólar durante la semana pasada y la tasa de cambio USDCOP cerró la semana en \$4.152.

### ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL (PÁG 22)

- En julio, el Índice de Seguimiento de la Economía (ISE) sorprendió positivamente al avanzar 3,7% en términos anuales en su serie original.

## Política monetaria en Colombia: ¿exceso de cautela?

Editado por:

**César Pabón**

Director Ejecutivo  
[cesar.pabon@corfi.com](mailto:cesar.pabon@corfi.com)

Autor:

**Julio Romero A.**

Economista Jefe  
[julio.romero@corfi.com](mailto:julio.romero@corfi.com)

- La Junta del Banco de la República (BanRep) tomará la próxima semana una nueva decisión de política monetaria. En las últimas cuatro reuniones, cinco codirectores votaron por reducir la tasa de interés en 50 puntos básicos (pbs), mientras que dos optaron por un recorte mayor, reflejando una postura mayoritariamente cautelosa.
- La postura de cautela ha sido efectiva, logrando que las expectativas de inflación y que la inflación se aproxime a su meta. Esta credibilidad se refleja en una reducción de las tasas de interés del sistema financiero mayor que la de la tasa de interés de BanRep.
- Sin embargo, el panorama macroeconómico ha cambiado desde la última decisión, en el mes de julio, y **consideramos que hay suficientes argumentos para acelerar el ritmo de recortes de la Tasa de Política Monetaria (TPM) a 75 pbs en la próxima reunión.**
- **Además, la reducción de 50 pbs en la tasa de interés de la Reserva Federal (Fed) genera que las condiciones financieras externas sean más holgadas de lo previsto y abre espacio para una reducción más agresiva de la TPM por parte de BanRep.**
- Los miembros de la Junta han señalado a países de la región como ejemplos negativos por abandonar la cautela, pero los rebrotes inflacionarios en Brasil, Chile y México se deben principalmente a presiones transitorias en los precios de alimentos y energía, que no deberían frenar la normalización monetaria (ver “¿Rebote inflacionario en los principales países de América Latina?” en [Informe Semanal – Agosto 25 de 2024](#)).
- **Consideramos que la postura monetaria es demasiado restrictiva y exceder la cautela puede ser perjudicial para la salud de la economía.** La TPM real *ex ante*<sup>1</sup> en Colombia fue de 6,4% en agosto, no muy lejos del máximo de 7,5% registrado en febrero, superior a la Chile y Perú, y similar a la de Brasil y México. Sin embargo, la tasa real de Colombia supera en 5,5 p.p. su promedio desde 2005, un diferencial mayor que en sus pares de la región, mientras que su brecha del producto más negativa, lo que indica que la tasa real es demasiado restrictiva.
- **Un recorte de 75 pbs en la TPM no implicaría abandonar la cautela**, ya que la tasa real *ex ante*, cercana al 6,0%, seguiría siendo contractiva; la Junta debe considerar el riesgo de reaccionar tarde a la disminución de las brechas de inflación y producto. Las empresas han afrontado altos costos financieros en los últimos tres años y su capacidad para soportarlos en 2025 es menor.
- Los argumentos para mantener la cautela incluyen riesgos inflacionarios, incertidumbre sobre ajustes salariales y precios regulados, y el impacto fiscal en la prima de riesgo y tasa de cambio. Aun así, consideramos que el **balance de riesgos favorece una flexibilización monetaria más rápida sin que esto comprometa la credibilidad en el cumplimiento de la meta de inflación.**

### Razones detrás de la prudencia monetaria

La Junta de BanRep tomará una nueva decisión de política monetaria el próximo 30 de septiembre. Las últimas cuatro decisiones fueron por mayoría: cinco codirectores votaron por reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 puntos básicos (pbs) y dos por un recorte de 75 pbs o 100 pbs.

<sup>1</sup> TPM real *ex ante* = TPM nominal – expectativas de inflación a 12 meses.

23 de septiembre de 2024

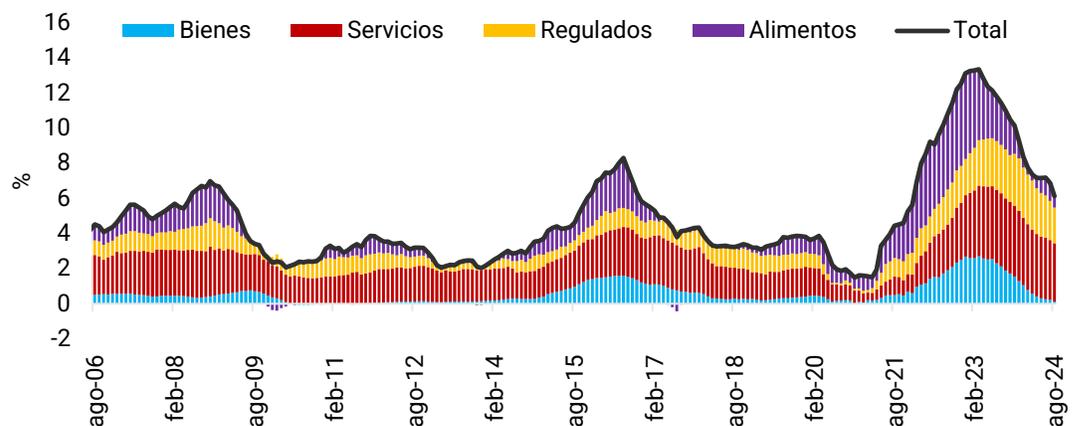
El panorama macroeconómico ha cambiado desde que BanRep tomó su decisión de política monetaria de hace dos meses, y **consideramos que hay suficientes argumentos para acelerar el ritmo de recortes de la TPM a 75 pbs a partir de la reunión de este mes**. Sin embargo, varios codirectores han expresado públicamente razones para mantener una postura conservadora, sugiriendo que votarán por recortar la TPM en 50 pbs en la reunión de septiembre, a 10,25%. Sus argumentos incluyen la persistencia de riesgos inflacionarios que amenazan la credibilidad de la política monetaria, la incertidumbre sobre los ajustes del salario mínimo y varios precios regulados el próximo año, y el potencial efecto de la situación fiscal sobre la prima de riesgo país y la tasa de cambio.

El Gerente de BanRep, Leonardo Villar, defendió en el Simposio del Mercado de Capitales de hace un mes los beneficios de mantener la cautela para anclar las expectativas de inflación. Recordó que la inflación en Colombia es más alta que en otros países de la región y, además, ha caído a un ritmo más lento; además, aquellos países que bajaron más rápido su tasa de interés tenían la inflación por debajo del 5%. Asimismo, enfatizó otros ejemplos, como Brasil, donde está la inflación está repuntando y el banco central está subiendo de nuevo la TPM, a pesar de que la tasa real es más alta que en Colombia. Expuso los siguientes argumentos en relación con la persistente inflación del país y la conveniencia de una postura de cautela:

- I. **El fuerte choque de demanda en 2021 y 2022 en Colombia (superior a los pares);**
- II. **La fuerte depreciación del peso colombiano en 2021 y 2022;**
- III. **La corrección de los precios de los combustibles tras el congelamiento;**
- IV. **Los procesos de indexación de precios que son extendidos en la economía colombiana y se reflejan en componentes como los salarios y los arrendamientos.**
- V. **El incremento de los precios relativos de los alimentos.**

Además, el Gerente mencionó que las cifras del PIB permiten descartar una recesión técnica, pues solo en el tercer trimestre de 2023 se registró un crecimiento anual negativo. Lo más difícil quedó atrás y la política monetaria puede seguir siendo altamente restrictiva. Asimismo, en relación con la credibilidad del BanRep el Gerente mencionó que las tasas de colocación y captación del sistema financiero han caído más que la TPM, sugiriendo que esto se debe gracias a la confianza del mercado en la postura y decisiones del BanRep.

**Gráfico 1. Aportes a la inflación total por principales componentes del IPC**



Fuente: DANE. Cálculos Corfi colombiana.

Estos argumentos coinciden con los del grupo mayoritario, según las minutas de la reunión de julio. Es importante recordar que el equipo técnico de BanRep revisó al alza su pronóstico de

23 de septiembre de 2024

crecimiento para 2024, de 1,4% a 1,8%, evidenciando un mayor optimismo en el desempeño de la actividad este año, consistente con una menor preocupación por la limitada capacidad productiva en la economía.

Ahora bien, la decisión de BanRep en julio tuvo en cuenta otros factores que ameritaban prudencia en ese momento, como los riesgos de inflación en los precios de los alimentos perecederos debido a las condiciones climáticas. Para el grupo mayoritario de codirectores, “bajar más de 50 pbs podría no ser sostenible en el tiempo y comprometería la continuidad del proceso”, teniendo en cuenta la rigidez de rubros tan importantes como arrendamientos y comidas fuera del hogar, las presiones cambiarías en un ambiente de elevada incertidumbre externa y volatilidad del precio del petróleo, la alta prima de riesgo en un contexto fiscal desafiante que generan incertidumbre para la actividad económica y para la inversión.

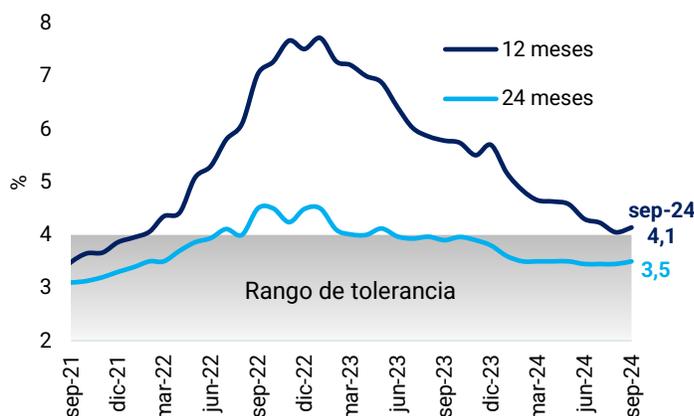
### Un nuevo panorama a favor de una postura más agresiva

La prudencia que ha mantenido hasta ahora la Junta de BanRep en el proceso de recorte de la tasa de interés ha sido adecuada. La economía colombiana sufrió un choque inflacionario más fuerte que otros países de la región entre 2021 y 2023, lo cual llevó a un fuerte desanclaje de las expectativas de inflación a distintos plazos (Gráfico 2) que ameritaba empezar de forma gradual la flexibilización monetaria.

Sin embargo, **la postura monetaria actual luce demasiado restrictiva ante los cambios de los últimos dos meses en materia de inflación, expectativas de inflación y crecimiento económico.** Por lo anterior, creemos que varios de los argumentos de cautela han perdido peso, partiendo de los que el mismo Gerente expuso como los principales riesgos de la persistencia inflacionaria y conveniencia de la postura de cautela:

- I. **Choque de demanda.** La inflación aceleró su descenso en julio y agosto, más de lo esperado, acumulando una caída de 1,1 p.p. que la llevó a 6,1%, su mínimo desde finales de 2021. Hay señales de presiones desinflacionarias en bienes y algunos servicios.
- II. **La fuerte depreciación del peso colombiano en 2021 y 2022.** La tasa de cambio se ha depreciado cerca de 6% desde mediados de año y, aunque es un riesgo latente, su efecto inflacionario será menor que hace dos años, cuando la depreciación fue tres veces mayor.

**Gráfico 2. Expectativas de inflación a 12 meses y 24 meses (mediana de la encuesta a analistas)**



Fuente: BanRep

**Gráfico 3. Inflación de arriendos vs inflación total del año anterior**



Fuente: DANE.

23 de septiembre de 2024

- III. **Precios de los combustibles.** El aumento de los precios del ACPM será inferior al anunciado inicialmente por el gobierno. El Paro de transportadores que tuvo lugar durante la primera semana de septiembre derivó en un acuerdo para aumentar en \$400 el precio del galón en septiembre y otros \$400 en diciembre, sin incrementos definidos aún para 2025. El gobierno proponía subirlo \$1.900 en septiembre de este año, \$2.000 en marzo y \$2.000 en septiembre de 2025. Aunque el impacto fiscal de esta situación es negativo, lo cierto es que el efecto en la inflación es menor al que se preveía inicialmente.
- IV. **Indexación de precios (e.g. salarios y arriendos).** El proceso de indexación ha evitado un descenso más rápido de la inflación. La indexación se correlaciona con los incrementos de los años anteriores y el porcentaje de indexación de arriendos ya empezó a moderarse y seguirá haciéndolo en los próximos meses, de manera que se consolidará como un factor desinflacionario en lo que resta de 2024 y durante 2025 (Gráfico 3).
- V. **Alimentos.** Las presiones sobre los precios de los alimentos asociadas con las condiciones climáticas ya se diluyeron y, de hecho, en lo corrido del tercer trimestre el grupo de perecederos fue una de las principales sorpresas desinflacionarias (Gráfico 1). Los bloqueos realizados durante el Paro de transportadores en la primera semana de septiembre no tendrán un efecto inflacionario relevante, pues su duración fue corta y no llegó a afectar los suministros de alimentos y bienes de primera necesidad de forma significativa. Esto contrasta con el Paro de transportadores de 2016 y el estallido social de 2021, los cuales tuvieron una duración e intensidad mucho mayor que los bloqueos de inicios de este mes y generaron presiones inflacionarias importantes.

En relación con los demás comentarios del Gerente, es importante señalar que, en términos de credibilidad, **las expectativas de inflación a 12 meses ya se han ajustado casi por completo, ubicándose cerca del límite superior del rango meta del BanRep.** Las expectativas a 24 meses han estado dentro de ese rango desde hace un año (Gráfico 2), lo que refleja la credibilidad y confianza del público en la política monetaria.

Además, más allá de lo que muestran los indicadores agregados, **hay sectores clave de la economía colombiana que siguen estancados, especialmente aquellos relacionados con la inversión.** Las últimas cifras del PIB y del ISE sorprendieron positivamente (ver “Actividad económica local” en este informe), gracias al impulso de administración pública –gastos de funcionamiento del Estado–, actividades de entretenimiento y parte del sector primario, pero la industria, la construcción y el comercio siguen registrando cifras preocupantes (Gráficos 4 y 5). **Es evidente que una parte importante de la economía requiere un mayor alivio de los costos financieros para reactivarse en 2025, y la tasa de política monetaria tiene un rol necesario, más no suficiente, para alcanzar ese objetivo.**

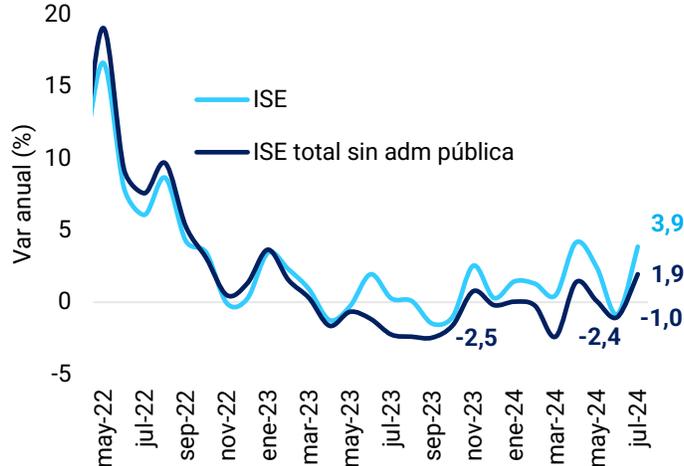
En el contexto internacional, **la reducción de 50 pbs en la tasa de interés de la Fed implica que las condiciones financieras externas son más holgadas de lo previsto y abre espacio para una reducción más agresiva de la TPM por parte de BanRep.** Específicamente, la postura más flexible de la Fed reduce el potencial impacto en la tasa de cambio de un recorte más agresivo de tasas de BanRep, en la medida que el diferencial de tasas frente a EE. UU. sigue siendo relativamente atractivo para los inversionistas.

Además, los miembros de la Junta del BanRep han señalado a los países de la región como ejemplos negativos por abandonar la cautela. Sin embargo, **aunque Brasil, Chile y México enfrentan leves rebrotes inflacionarios, estos se deben principalmente a presiones en los precios de alimentos y energía, causadas por choques de oferta transitorios que no deberían**

23 de septiembre de 2024

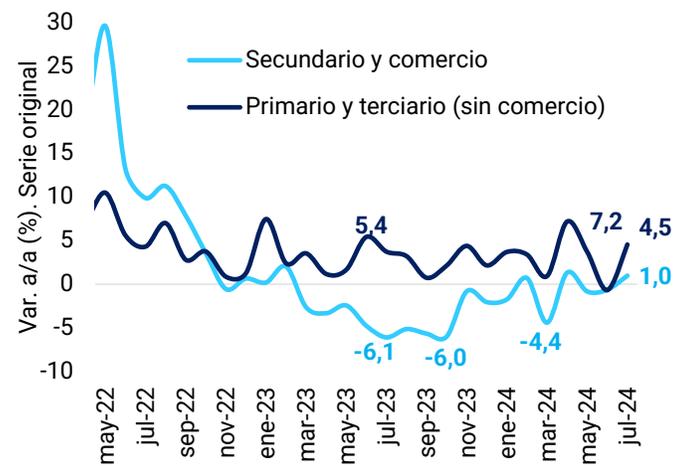
**frenar el proceso de normalización monetaria** (ver “¿Rebote inflacionario en los principales países de América Latina?” en [Informe Semanal – Agosto 25 de 2024](#)).

**Gráfico 4. ISE vs ISE sin administración pública**



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana

**Gráfico 5. ISE por grupos de sectores**



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana

## ¿BanRep se está quedando detrás de la curva?

Para evaluar qué tan coherente es la postura de política monetaria respecto a la situación de la economía, comparamos la brecha del producto –la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial– con distintas medidas de la tasa de interés real. La brecha del producto de Colombia era de -0,7% en el segundo trimestre de 2024, mientras que un año atrás era de +2,1%. Es decir, el país pasó tener una brecha muy positiva en 2022, la moderó en 2023 y actualmente tiene una brecha negativa. **Respecto a países comparables de la región, Colombia tiene actualmente la brecha del producto más negativa.**

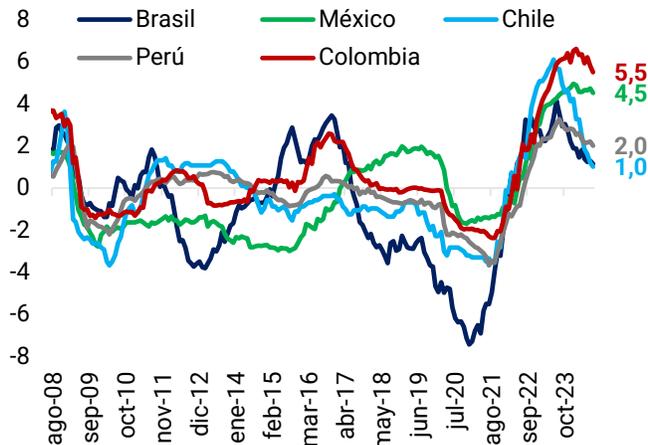
Por su parte, la TPM real *ex ante* de Colombia fue de 6,4% en agosto, no muy lejos del máximo de 7,5% registrado en febrero. Respecto a sus pares en LatAm, la TPM real de Colombia es superior a la de Chile (1,9%) y Perú (3,0%), similar a la de Brasil (6,4%) e inferior a la de México (6,7%). Ahora bien, consideramos que es más adecuado comparar los países según el diferencial entre la tasa real actual y su promedio de largo plazo, es decir, los últimos 20 años. Ese diferencial mide qué tan contractiva o expansiva es la postura de política monetaria de cada país teniendo en cuenta su propia estructura. En Colombia, ese diferencial es actualmente de 5,5 p.p., más alto que en Brasil, Chile, México y Perú, a pesar de que la brecha del producto en Colombia es más negativa. Un análisis de la TPM real *ex post*<sup>2</sup> lleva a la misma conclusión: **la tasa de interés real de Colombia es muy alta respecto a su propia historia y respecto a países de la región (Gráficos 6 y 7).**

De esta forma, dentro de los cinco países de América Latina analizados, **Colombia tiene actualmente el mayor diferencial de la tasa real frente a su promedio (postura más contractiva) y la brecha del producto más negativa entre sus pares de la región (Gráfico 8).**

<sup>2</sup> TPM real *ex post* = TPM nominal – inflación de los últimos 12 meses.

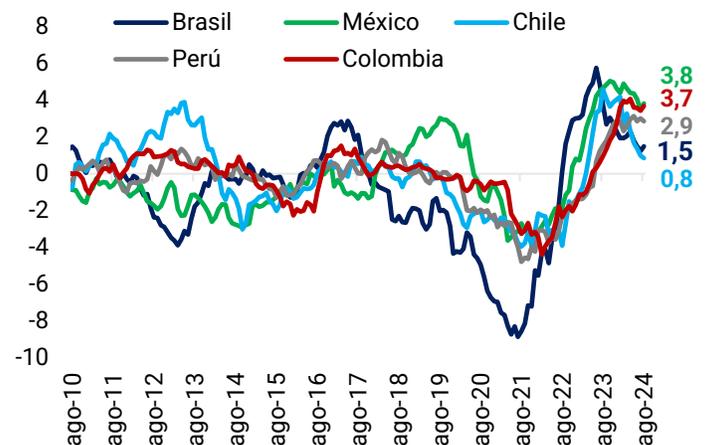
23 de septiembre de 2024

**Gráfico 6. Diferencial entre TPM real ex ante y su promedio desde 2005 (p.p.)**



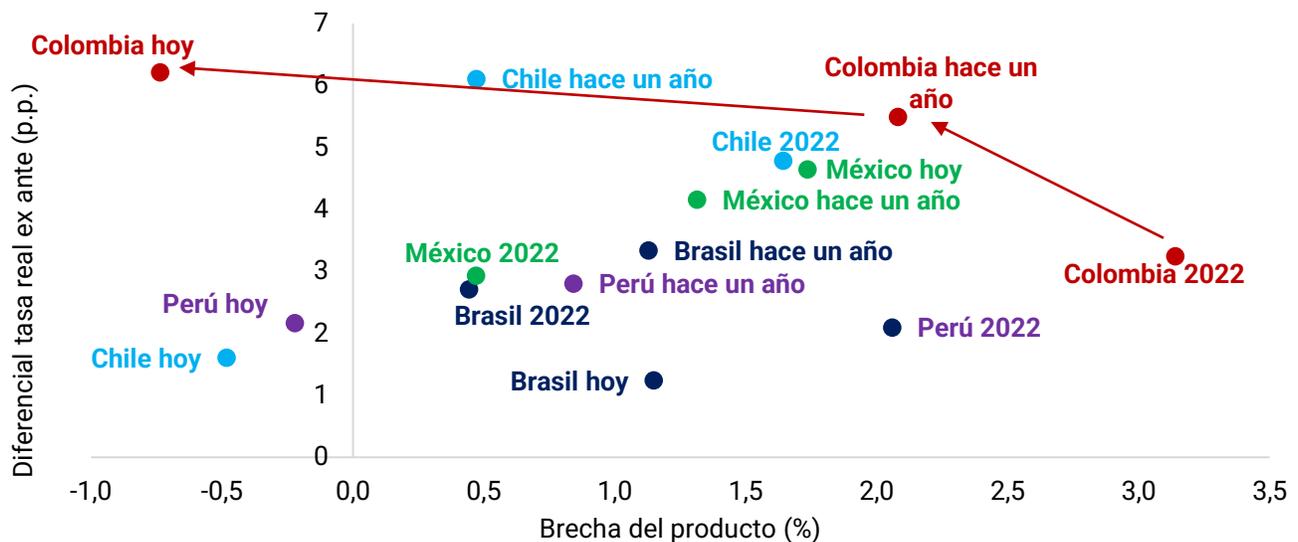
Fuente: Eikon, DANE y bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 7. Diferencial entre TPM real ex post y su promedio desde 2010 (p.p.)**



Fuente: Eikon, DANE y bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 8. Brecha del producto vs diferencial entre la TPM real y su promedio histórico (2005)**



Fuente: Eikon, DANE y bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Cálculos Corficolombiana.

Bajo este contexto, creemos que un recorte de 75 pbs en la TPM, a 10,0%, no debería ser leído como falta de cautela, teniendo en cuenta que la tasa real ex ante quedaría alrededor de 6,0%, un nivel que sigue siendo altamente contractivo. En contraste, creemos que la Junta debe valorar los riesgos de quedarse detrás de la curva, es decir, de reaccionar tardíamente a la reducción de las brechas de inflación y del producto. A finales de 2021, durante la recuperación postpandemia, la Junta fue conservadora en el ritmo de incrementos de la TPM frente a la velocidad de aumento de la inflación. En su momento advertimos que eran necesarios incrementos más agresivos para contener con más determinación las presiones inflacionarias por el lado de la demanda y evitar un mayor desanclaje de las expectativas (ver “Aumento de 150 pbs en la tasa BanRep: el valor de actuar” en [Informe Especial – Octubre 27 de 2022](#)). Hoy en día puede ser incluso muchísimo más costoso en la medida que se trata de una acción tardía

23 de septiembre de 2024

en fase contractiva lo que puede perjudicar negativamente el ciclo y acentuar un choque adverso.

## Balance de riesgos para 2025

La codirectora Bibiana Taboada indicó recientemente que, si bien la inflación total sorprendió a la baja en agosto, la de servicios está disminuyendo muy despacio y, debido a su alto peso en el IPC, limita la velocidad del proceso desinflacionario. En efecto, los arriendos se están ajustando con la inflación de 2023, mientras que la indexación al salario mínimo también está pesando. Taboada destacó que la inflación de algunos rubros regulados sigue alta, y si bien ya pasó el ajuste más fuerte, hay **riesgos al alza en las tarifas de energía debido a la incertidumbre en el sector y a las condiciones climáticas más secas de lo esperado**. A su vez, mencionó que los bloqueos realizados durante el Paro de transportadores de la primera semana de septiembre afectarían la inflación mucho más de lo que afecta el incremento del ACPM (sus comentarios fueron antes del acuerdo entre gobierno y transportadores). Además, cree que el dólar y la prima de riesgo pueden ser obstáculos para alcanzar la meta de inflación, en la medida que son muy sensibles a la volatilidad externa y al deterioro de la situación fiscal doméstica. Finalmente, mencionó que **la negociación del salario mínimo para 2025 será determinante, debido a la alta indexación de la inflación**.

Reconocemos que algunos argumentos de cautela siguen vigentes: i) los riesgos fiscales y su potencial impacto en la prima de riesgo y la tasa de cambio; ii) el posible aumento en las tarifas de energía debido a la compleja situación que atraviesa el sector por la incertidumbre regulatoria y por condiciones climáticas que mantienen una alta dependencia a generadoras térmicas; y iii) el riesgo de un incremento del salario mínimo de 2025 muy superior a la inflación observada. En todo caso, **creemos que el balance de riesgos se ha inclinado a favor de que la política monetaria se flexibilice más rápido, sin que esto ponga en riesgo la credibilidad del cumplimiento de la meta de inflación**.

## Mercado de deuda

**Felipe Espitia**  
 Analista Senior Renta Fija  
 felipe.espitia@corfi.com

- Los mercados de deuda habían anticipado el recorte de 50 puntos básicos (pbs) en la tasa de la Fed. Particularmente, los bonos a 10 años en países desarrollados se desvalorizaron, en promedio, nueve pbs en la semana.
- En Colombia, el mercado tuvo un comportamiento mixto. De primera mano, la curva de TES en tasa fija se desvalorizó, en promedio, seis pbs. En contraste, la curva en UVR se valorizó, en promedio, siete pbs.

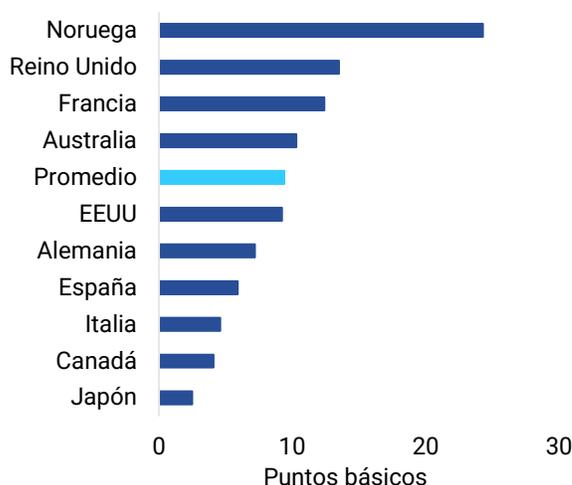
## Mercado internacional

La semana pasada, los mercados de deuda pública no sufrieron sorpresas ante el primer recorte de 50 puntos básicos (pbs) en la tasa de política monetaria que fija la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) (ver “Sección Contexto externo y mercado cambiario” en este informe). Este recorte era descontado por los mercados de futuros con un 60% de probabilidad.

Ante este evento, los agentes de mercado tomaron utilidad y los principales bonos de países desarrollados cerraron la semana con desvalorizaciones. En promedio, la tasa de estos bonos aumentó nueve pbs frente al cierre de la semana inmediatamente anterior. No obstante, existió una alta dispersión, debido a que el bono noruego fue el más afectado al desvalorizarse 24 pbs; mientras el bono japonés, su tasa, subió tres pbs (Gráfico 1).

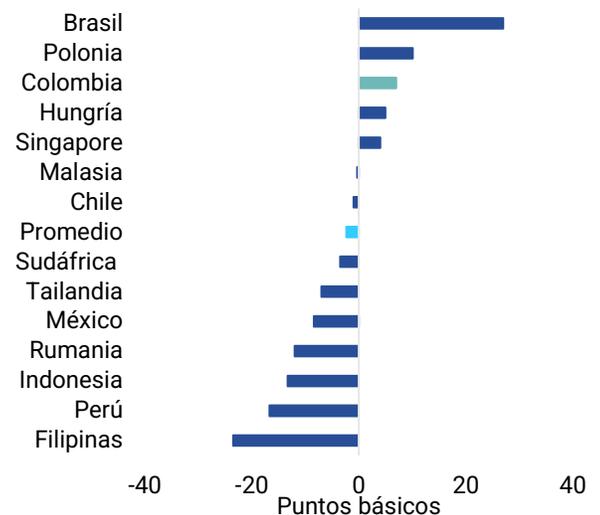
En contraste, en los mercados de deuda emergentes hubo una mayor disparidad, ya que hubo desvalorizaciones en países como Brasil, Polonia y Colombia; y valorizaciones en países como Filipinas, Perú e Indonesia (Gráfico 2).

**Gráfico 1. Cambio semanal de la tasa del bono a 10 años, países desarrollados**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 2. Cambio semanal de la tasa del bono a 10 años, países emergentes**



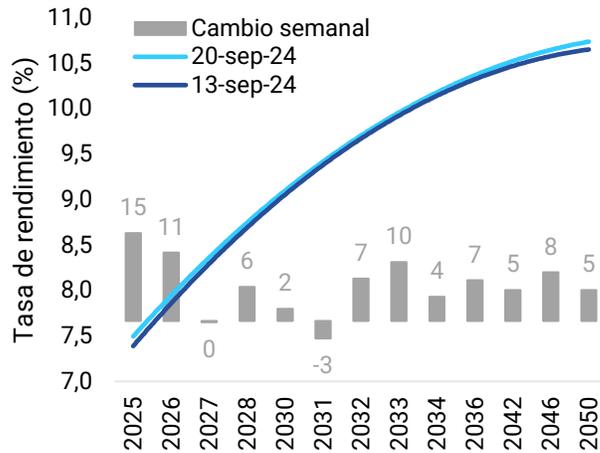
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

## Mercado local

En Colombia, los resultados fueron mixtos en el mercado de deuda. En primer lugar, la curva de los TES en tasa fija se desvalorizó, en promedio, seis pbs, viéndose más afectados los títulos que vencen en 2025 y 2026 que percibieron aumentos en sus tasas de rendimientos de 15 y 11 pbs, respectivamente (Gráfico 3). Este comportamiento estuvo en línea con la coyuntura externa y ahora se encuentra expectante a lo que ocurrirá con la decisión del BanRep a final de mes.

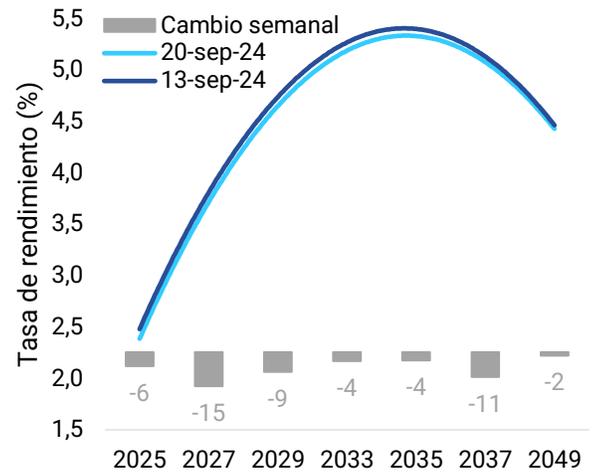
Por otra parte, la curva de los TES en UVR se valorizó, en promedio, siete pbs, siendo el TES con vencimiento en 2027 el más favorecido en la semana (Gráfico 4). Este comportamiento, que difirió de lo ocurrido con los mercados de deuda externa y los TES en tasa fija, puede estar correspondiendo a la estacionalidad y las estrategias que empiezan a estructurar los agentes en estas referencias de deuda.

**Gráfico 3. Curva de los TES en tasa fija**



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 4. Curva de los TES en UVR**



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

23 de septiembre de 2024

## Cifras de deuda pública interna

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada (años)	Tasa		Precio	
				13-sep-24	20-sep-24	13-sep-24	20-sep-24
<b>TES Tasa Fija</b>							
TFIT08261125	6.25%	26-nov-25	1.05	6.86%	7.00%	99.29	99.15
TFIT15260826	7.50%	26-ago-26	1.72	8.07%	8.18%	98.99	98.81
TFIT08031127	5.75%	3-nov-27	2.56	8.66%	8.66%	92.26	92.30
TFIT16280428	6.00%	28-abr-28	2.99	8.90%	8.96%	91.28	91.16
TFIT16180930	7.75%	18-sep-30	4.55	9.23%	9.25%	93.39	93.32
TFIT16260331	7.00%	26-mar-31	4.74	9.43%	9.41%	88.44	88.59
TFIT16300632	7.00%	30-jun-32	5.49	9.58%	9.65%	86.23	85.91
TFIT11090233	13.25%	9-feb-33	4.95	9.69%	9.79%	119.72	119.08
TFIT16181034	7.25%	18-oct-34	6.09	9.83%	9.87%	83.91	83.72
TFIT16070936	6.25%	9-jul-36	7.25	10.12%	10.18%	73.98	73.63
TFIT21280542	9.25%	28-may-42	7.79	10.58%	10.63%	89.46	89.09
TFIT23250746	11.50%	25-jul-46	8.02	10.83%	10.91%	105.46	104.77
TFIT260950	7.25%	26-oct-50	8.37	10.68%	10.73%	70.12	69.80
<b>TES UVR</b>							
TUVT11070525	3.50%	7-may-25	0.62	1.85%	1.79%	101.04	101.05
TUVT11170327	3.30%	17-mar-27	2.29	4.76%	4.61%	96.60	96.97
TUVT10180429	2.25%	18-abr-29	4.14	4.94%	4.85%	89.17	89.54
TUVT20250333	3.00%	25-mar-33	7.09	4.98%	4.94%	86.49	86.77
TUVT20040435	4.75%	4-abr-35	7.94	4.96%	4.92%	98.29	98.60
TUVT25022537	3.75%	25-feb-37	9.31	5.08%	4.97%	87.92	88.87
TUVT17160649	3.75%	16-jun-49	14.97	4.72%	4.70%	86.05	86.26

Fuente: Refintiv Eikon, SEN. Cálculos: Corficolombiana.

23 de septiembre de 2024

## Cifras de deuda pública externa

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada (años)	Z-Spread (pbs)	Tasa		Precio	
					13-sep-24	20-sep-24	13-sep-24	20-sep-24
COLGLB26	4.500%	28-ene-26	1.24	187.60	5.47%	5.46%	98.72	98.76
COLGLB27	3.875%	25-abr-27	2.36	211.70	5.47%	5.38%	96.20	96.43
COLGLB29	4.500%	15-mar-29	3.83	273.90	5.90%	5.89%	94.59	94.63
COLGLB30	3.000%	30-ene-30	4.62	296.70	6.26%	6.11%	85.49	86.15
COLGLB31	3.125%	15-abr-31	5.54	321.70	6.44%	6.36%	82.66	83.06
COLGLB32	3.250%	22-abr-32	6.24	331.40	6.55%	6.47%	80.70	81.16
COLGLB33	8.000%	20-abr-33	6.02	355.40	6.84%	6.72%	107.26	108.11
COLGLB34	7.500%	2-feb-34	6.37	367.90	6.92%	6.85%	103.87	104.33
COLGLB37	7.375%	18-sep-37	8.25	386.23	7.19%	7.09%	101.54	102.38
COLGLB41	6.125%	18-ene-41	9.28	403.80	7.40%	7.30%	88.07	88.99
COLGLB42	4.125%	22-feb-42	10.60	390.10	7.28%	7.18%	69.39	70.15
COLGLB44	5.625%	26-feb-44	10.31	417.98	7.53%	7.44%	80.86	81.61
COLGLB45	5.000%	15-jun-45	11.14	412.59	7.50%	7.39%	74.05	75.04
COLGLB49	5.200%	15-may-49	11.69	421.80	7.51%	7.44%	74.38	74.96
COLGLB51	4.125%	15-may-51	12.88	391.30	7.23%	7.13%	63.69	64.56
COLGLB53	8.750%	14-nov-53	10.48	464.00	7.91%	7.82%	109.47	110.47
COLGLB61	3.875%	15-feb-61	13.95	384.30	7.06%	6.96%	58.63	59.50

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

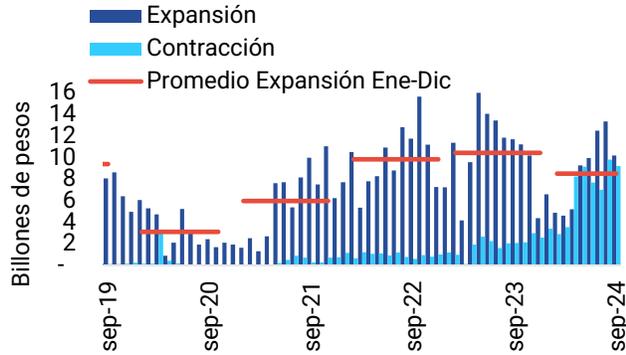
## Inflación implícita extraída de la curva cero cupón de TES

Fecha	1 año	2 años	3 años	5 años	10 años
31-dic-23	6.18%	5.64%	5.45%	5.39%	5.59%
21-sep-23	5.79%	5.67%	5.77%	5.96%	6.17%
21-ago-24	4.07%	3.51%	3.55%	4.14%	5.28%
13-sep-24	2.84%	2.94%	3.50%	4.31%	5.07%
20-sep-24	3.25%	3.14%	3.56%	4.34%	5.19%
<b>Cambios (pbs)</b>					
Semanal	41	19	6	3	12
Mensual	-82	-37	0	20	-9
Anual	-254	-254	-221	-162	-97
Año corrido	-293	-251	-190	-105	-40

Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

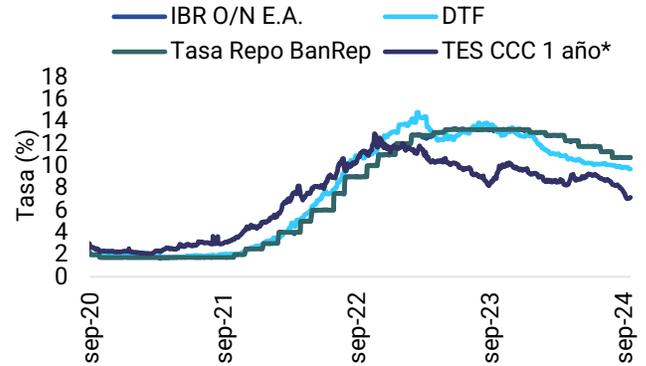
23 de septiembre de 2024

### Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



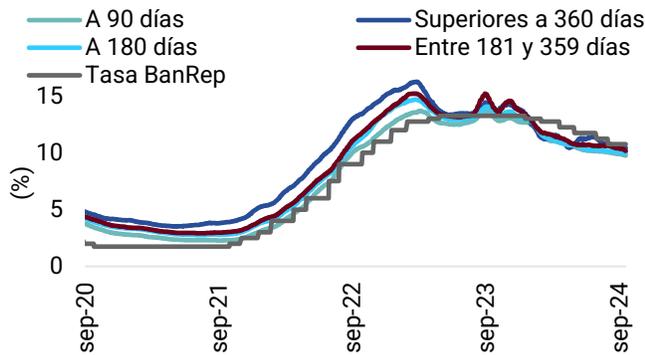
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Tasas de interés de corto plazo



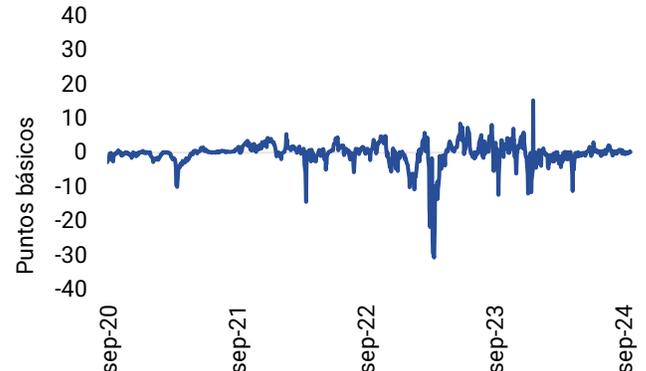
Fuente: BanRep y Precia. Cálculos: Corficolombiana

### Tasas de captación (promedio móvil 20 días)



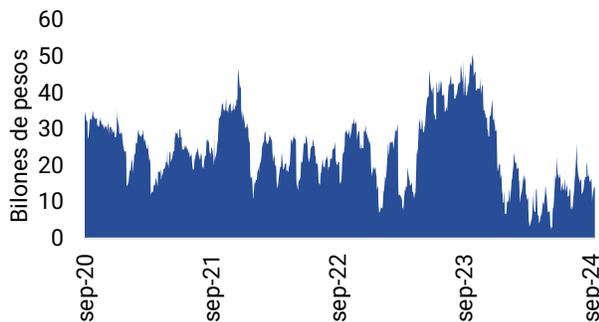
Fuente: Superintendencia Financiera y BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Brecha IBR O/N EA y tasa BanRep



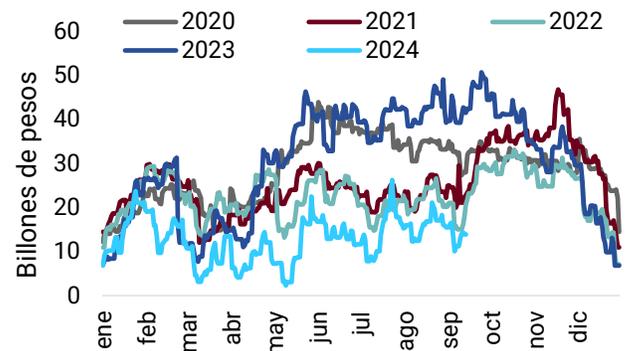
Fuente: Superintendencia Financiera y BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep



Fuente: BanRep.

### Saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep, estacional



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

23 de septiembre de 2024

**Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)**

Fecha	Total*		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	624.7	16.84%	605.0	17.47%	19.7	0.30%
hace un año	664.8	6.43%	648.3	7.17%	16.5	-16.21%
cierre 2023	665.8	1.91%	651.4	3.18%	14.4	-34.63%
hace un mes	672.1	1.35%	655.7	1.40%	16.3	-0.98%
<b>6-sep.-24</b>	<b>672.7</b>	<b>1.19%</b>	<b>656.2</b>	<b>1.21%</b>	<b>16.6</b>	<b>0.56%</b>

Fuente: Banco de la República

\* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

**Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)**

Fecha	Comercial		Consumo		Hipotecaria	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	309.4	14.14%	206.3	22.71%	93.1	14.15%
hace un año	335.6	8.48%	210.3	1.94%	100.8	8.27%
cierre 2023	334.4	2.70%	208.3	-2.43%	104.5	7.13%
hace un mes	345.1	3.20%	199.8	-5.25%	107.8	7.76%
<b>6-sep.-24</b>	<b>345.3</b>	<b>2.87%</b>	<b>199.2</b>	<b>-5.26%</b>	<b>108.8</b>	<b>7.89%</b>

Fuente: Banco de la República

\* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

**Créditos comerciales del sistema financiero (Billones de pesos)**

Fecha	Total		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	309.4	14.14%	290.6	15.26%	18.8	-0.78%
hace un año	335.6	8.48%	319.9	10.10%	15.7	-16.42%
cierre 2023	334.4	2.70%	320.8	5.35%	13.6	-35.56%
hace un mes	345.1	3.20%	329.7	3.47%	15.4	-2.12%
<b>6-sep.-24</b>	<b>345.3</b>	<b>2.87%</b>	<b>329.6</b>	<b>3.03%</b>	<b>15.7</b>	<b>-0.44%</b>

Fuente: Banco de la República

## Contexto externo y mercado cambiario

### Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones  
gabriela.bautista@corfi.com

- La Reserva Federal sorprendió al bajar la tasa de interés de los fondos federales en 50 pbs al rango 4,75-5,00%, cuando el consenso esperaba un recorte de 25 pbs. Aunque la decisión fue bien recibida por los mercados, genera duda frente a la posibilidad de que se materialicen los riesgos de un aterrizaje forzoso en EE. UU.
- La demanda privada y la actividad industrial sorprendieron positivamente en agosto. Las ventas al por menor crecieron 2,1% interanual, mientras que la producción industrial se mantuvo estable frente a su nivel un año atrás.
- En línea con lo esperado por el consenso, el Banco Central de Japón mantuvo los tipos de interés sin cambios en 0,25%, en medio de la elevada incertidumbre económica global.
- El peso colombiano se apreció frente al dólar durante la semana pasada y la tasa de cambio USDCOP cerró la semana en \$4.152.

## Reserva Federal en EE. UU. inició su ciclo de recortes de tasas de interés

En su reunión de política monetaria de septiembre, la Reserva Federal (Fed) bajó la tasa de interés de los fondos federales en 50 puntos básicos (pbs) al rango 4,75-5,00% tras 14 meses sin cambios. **Aunque ya se descontaba el inicio del ciclo de recortes en septiembre, la magnitud de la decisión sorprendió al consenso de analistas, pues esperaba una baja de 25 pbs** alineada con pronunciamientos previos de la Fed que descartaban un ajuste fuerte. Esta postura más *dovish* respondió al cambio en el balance de riesgos frente al panorama de unos meses atrás. De acuerdo con Jerome Powell, presidente de la Fed, el mercado laboral continúa sólido, pero se ha enfriado recientemente y aumentaron los riesgos negativos, y hay más confianza en que la inflación se dirige de manera sostenida al objetivo del 2% (Tabla 2).

Tabla 1. Cifras publicadas durante la última semana

Fecha	País/Región	Información	Período	Observado	Esperado	Anterior
16-sep-24	CO	Índice de Producción Industrial (a/a)	Ago	2,0%	-	-4,8%
16-sep-24	CO	Ventas minoristas (a/a)	Jul	1,6%	-	1,5%
17-sep-24	US	Ventas minoristas (m/m)	Ago	0,1%	-0,2%	1,1%
17-sep-24	US	Índice de Producción Industrial (m/m)	Ago	0,8%	-	-0,9%
18-sep-24	UK	Inflación (a/a)	Ago	2,2%	2,2%	2,2%
18-sep-24	EZ	Inflación (a/a)	Ago	2,2%	2,2%	2,6%
18-sep-24	CO	ISE (a/a)	Jul	3,68%	3,4%	1,1%
18-sep-24	US	Decisión de tipos de interés	Sep	4,75% - 5,00%	5,00% - 5,25%	5,25% - 5,50%
18-sep-24	BR	Decisión de tipos de interés	Sep	10,75%	10,75%	10,50%
19-sep-24	UK	Decisión de tipos de interés	Sep	5,00%	5,00%	5,00%
19-sep-24	US	Solicitudes de subsidio por desempleo	Sep	219K	230K	231K
19-sep-24	CO	Importaciones (a/a)	Jul	12,90%	-	-7,10%
19-sep-24	JP	Inflación (a/a)	Ago	3,00%	-	2,80%
19-sep-24	JP	Decisión de tipos de interés	Sep	0,25%	0,25%	0,25%

Fuente: Refinitiv Eikon

23 de septiembre de 2024

**Tabla 2. Proyecciones económicas de los miembros del FOMC (mediana)**

	sep-24					Cambio frente a junio (pbs)			
	2024	2025	2026	2027	Largo Plazo	2024	2025	2026	Largo Plazo
Crecimiento PIB	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	-10	-	-	-
Tasa de desempleo	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	40	20	20	-
Inflación PCE	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	-30	-20	-	-
Inflación PCE núcleo	2.6	2.2	2.0	2.0		-20	-10	-	-
<i>Fed funds rate*</i>	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	-70	-70	-20	10

Fuente: Reserva Federal. Cifras en porcentajes (%). \*Proyecciones de la trayectoria apropiada.

**En esta decisión cobró más relevancia el mercado laboral.** El deterioro reciente en las cifras de empleo y en las perspectivas fue clave para determinar la magnitud del recorte (Tabla 2). En efecto, en el período entre reuniones se conocieron las cifras de julio y agosto, que revelaron un lento ritmo de creación de nóminas no agrícolas y un aumento en la tasa de desempleo (ver sección “Contexto externo y mercado cambiario” en [Informe semanal – Agosto 04 de 2024](#) e [Informe semanal – Septiembre 08 de 2024](#)). De hecho, de acuerdo con Powell, de haber conocido el reporte de empleo en julio, el ciclo de recortes hubiese iniciado en esa reunión (por 25 pbs).

De todos modos, la tarea aún no está completa en el frente inflacionario. Los avances recientes tanto en la inflación IPC como PCE son notables, pero adjudicados en buena medida a los componentes más volátiles. Sin embargo, la inflación subyacente sigue mostrando resistencia, impulsada por los precios de los servicios. Esto es consistente con la trayectoria de senda óptima de tasas de interés que anticipan los miembros de la Fed, donde se espera que sigamos viendo una postura monetaria restrictiva en los próximos meses y una tasa neutral más alta. Aunque, **este escenario sería en ausencia de riesgos adicionales en la actividad económica**. Igualmente, revisaron a la baja los pronósticos de inflación para 2024 y 2025, gracias a que parte de los riesgos alcistas se han moderado: en el ámbito interno, el mercado laboral crece a un ritmo que no añade presiones alcistas adicionales; mientras que, en el frente externo, favorece la caída en los precios internacionales del barril de petróleo (Tabla 2).

**Los mercados ya venían incorporado este recorte y lo recibieron positivamente.** El índice S&P 500 alcanzó el jueves un nuevo máximo histórico, cerrando el viernes pasado con una valorización semanal de 1,4%. La expectativa de una Fed comprometida con mantener la estabilidad de la economía y el empleo podrá impulsar un mayor apetito por riesgo en los próximos meses. También, las menores tasas de interés traerían un alivio para las condiciones financieras.

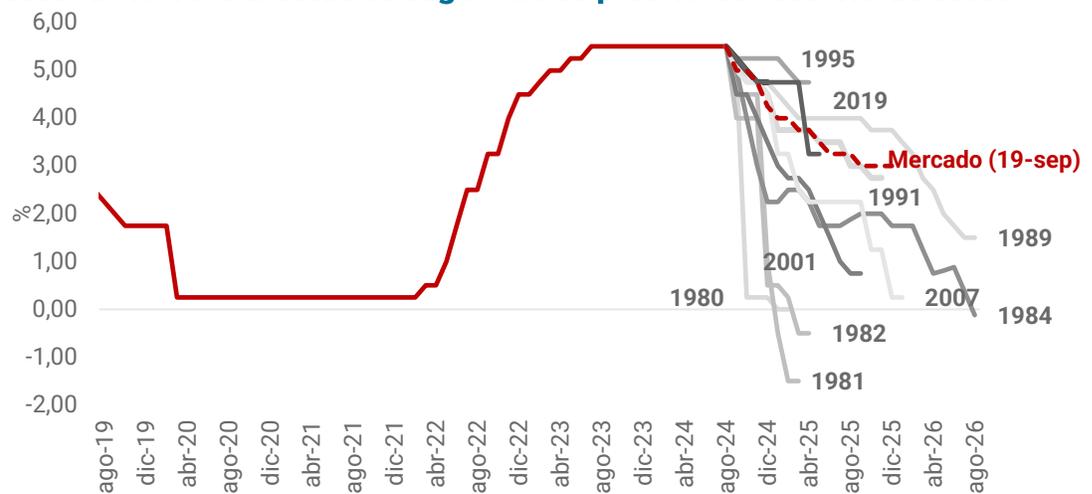
Sin embargo, **resulta preocupante el cambio en los mensajes de la Fed.** El inicio del ciclo de recortes con una reducción de 50 pbs reflejó una respuesta firme por parte de la Fed ante el enfriamiento de la economía estadounidense. Esto contrasta con los argumentos expuestos por Powell en la conferencia de prensa, donde señaló que la economía sigue creciendo a buen ritmo y que el mercado laboral permanece sólido. Además, no solo sorprendió un inicio más agresivo de lo que ellos mismos anunciaron en julio, sino que el ajuste de 70 puntos básicos

23 de septiembre de 2024

en la trayectoria de la tasa de interés para este y el próximo año sugiere una visión del panorama económico menos optimista de lo que se reconoció en los pronunciamientos. Este desajuste entre la decisión y los argumentos podría añadir incertidumbre a los mercados.

Ya habíamos advertido sobre los riesgos que podrían llevar a un aterrizaje forzoso en EE. UU. (ver [Expectativa decisión de la Fed: ¿respuesta a una recesión inminente o ajuste controlado?](#)). En este contexto, el creciente optimismo en los mercados podría estar subestimando las señales de riesgo fiscal y la sobrevaloración del mercado accionario, lo que deja margen para un ajuste más severo en caso de que estos factores se materialicen. Si el escenario económico se torna menos favorable de lo que la Fed reconoce actualmente, es probable que esta se vea obligada a reaccionar con mayor contundencia, llevando la política monetaria hacia tasas de interés más bajas que las previstas en sus últimas proyecciones y de lo que las expectativas del mercado actualmente sugieren (Gráfico 1).

### Gráfico 1. Senda proyectada de la tasa de interés de los fondos federales y escenarios contrafactuales según ciclos precios de recortes de tasas



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

### Indicadores de actividad del sector real sorprendieron positivamente en agosto

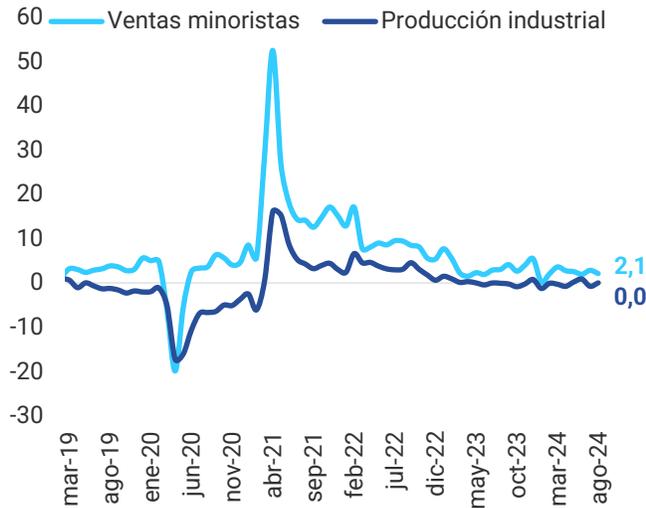
La demanda privada y la actividad industrial mostraron un desempeño mejor de lo esperado en agosto. El comercio minorista creció un 0,1%, superando las expectativas del consenso que preveían una contracción mensual del 0,2%. A pesar de esto, las ventas al por menor registraron un crecimiento interanual del 2,1%, lo que representa una desaceleración de 0,7 puntos porcentuales (p.p.) en comparación con el mes anterior (Gráfico 2). En particular, destacaron las ventas en tiendas misceláneas y fuera de establecimientos, mientras que las ventas en estaciones de gasolina cayeron un 6,7% anual. Sin embargo, en términos reales, el crecimiento anual del comercio minorista continuó en terreno negativo al disminuir las ventas un 0,4% interanual, en un contexto donde la inflación continúa su tendencia a la baja, aunque se mantiene en niveles elevados.

En cuanto a la producción industrial, esta repuntó con un crecimiento mensual del 0,8% en agosto, recuperándose de la contracción del mes anterior. En términos interanuales, la producción se mantuvo estable, con un desempeño destacado en la fabricación de insumos

23 de septiembre de 2024

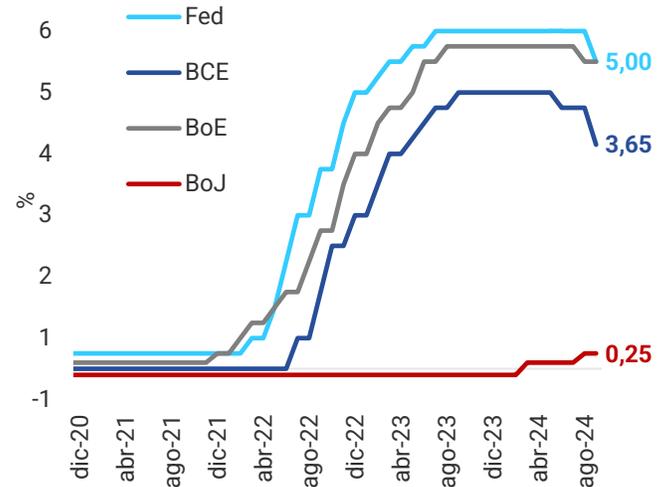
para la construcción y productos no industriales, aunque los avances fueron contrarrestados principalmente por caídas en la producción de equipos de negocios, y en los servicios de electricidad y gas, entre otros sectores.

**Gráfico 2. Crecimiento anual ventas minoristas y producción industrial en EE. UU.**



Fuente: Refinitiv Eikon.

**Gráfico 3. Tasas de política monetaria de las principales economías avanzadas**



Fuente: Refinitiv Eikon.

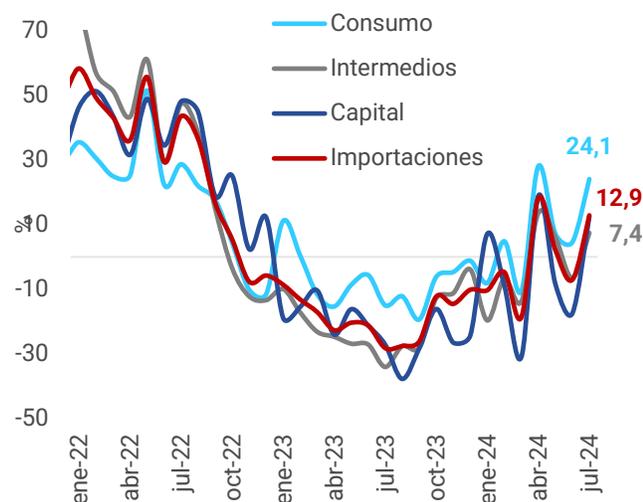
### Banco Central de Japón mantuvo los tipos de interés sin cambios

El Banco Central de Japón (BoJ) decidió mantener los tipos de interés sin cambios en 0,25%, en línea con las expectativas del consenso (Gráfico 3). La autoridad monetaria parece estar adoptando un enfoque cauteloso ante la incertidumbre económica global, lo que sugiere que no tiene prisa por realizar otro incremento en los tipos de interés en el corto plazo. Cabe destacar que, en su decisión de política monetaria de julio, el BoJ elevó los tipos de interés a su nivel más alto desde 2008, lo que generó una ola de volatilidad en los mercados financieros globales en los días posteriores –donde se sumaron los malos datos del mercado laboral en julio de EE. UU.–.

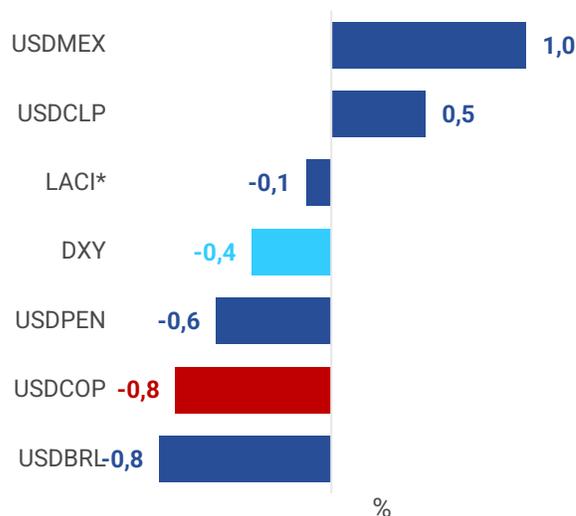
### Importaciones colombianas repuntaron en julio

En julio, el valor de las importaciones locales repuntó 12,9%, alcanzando los 5.581 millones de dólares CIF, tras haber registrado una caída del 7,1% en el mes anterior. Este incremento fue impulsado por el crecimiento de los tres principales grupos de bienes, algo que no ocurría desde abril, donde destacaron las compras de bienes de consumo y de capital (Gráfico 4). En particular, se observó una reactivación en las importaciones de bienes de capital destinados a la industria, mientras que, en el segmento de bienes intermedios, destacaron las compras de combustibles, lubricantes y productos para la agricultura. En términos de volumen, las importaciones aumentaron un 8,4% en julio, con un notable incremento del 32% en la adquisición de bienes de capital, en comparación con el 4,6% de junio. Como resultado, el déficit comercial se amplió significativamente, alcanzando los 617 millones de dólares FOB, lo que representa un incremento del 17,1%.

23 de septiembre de 2024

**Gráfico 4. Crecimiento anual de las importaciones por tipo de bien**


Fuente: DANE.

**Gráfico 5. Depreciación de las principales monedas latinoamericanas vs dólar**


Fuente: Refinitiv Eikon. Diferencia semanal. \*Excluye al peso argentino.

### Tasa de cambio USDCOP: DXY se debilita tras primer recorte de tasas de interés de la Fed en cuatro años

El tipo de cambio del USDCOP cayó durante la semana pasada, borrando la depreciación observada en la semana previa. Así, cerró el viernes en 4.152 pesos por dólar, lo que representó una apreciación del peso colombiano de 0,8%, equivalente a una caída de 34 pesos.

El comportamiento del tipo de cambio en Colombia estuvo alineado con la leve debilidad global del dólar tras el inicio del ciclo de recortes de tasas de interés de la Fed. Esto se vio en una caída del índice DXY de 0,4%. En la región se registraron comportamientos mixtos (Gráfico 5). Destacó la depreciación del peso mexicano, que parece incorporar una mayor aversión al riesgo tras semanas en las que se han aprobado múltiples reformas en el Legislativo, órgano que actualmente cuenta con una mayoría oficialista. Por su parte, el real brasileño se apreció la semana pasada, tras el incremento de los tipos de interés por parte del Banco Central de Brasil en 25 pbs hasta 10,75%. El consenso anticipa incrementos adicionales en las tasas de Brasil que, en un contexto de recortes de tasas de los principales bancos centrales, podrá seguir aumentando el atractivo del real brasileño en los próximos meses.

Finalmente, durante la semana pasada se negociaron USD 5.642 millones en el mercado *spot*, con un promedio diario de negociación de USD 1.128 millones. El valor máximo de la semana fue de 4.265 pesos por dólar, alcanzado el martes, mientras que el mínimo fue de 4.146 pesos, registrado en la sesión del viernes.

23 de septiembre de 2024

**Tabla 2. Principales indicadores financieros de la semana**

Principales indicadores	País	Cierre	Variación		
			Semanal	12 meses	Año corrido
TRM	Colombia	4,076.50	-0.59%	-7.53%	6.66%
Dólar Interbancario	Colombia	4,027.90	-0.08%	-1.81%	3.94%
USDBRL	Brasil	5.4802	0.09%	12.83%	12.94%
USDCLP	Chile	909.13	-3.07%	6.31%	3.24%
USDPEN	Perú	3.7377	0.49%	1.13%	0.91%
USDMXN	México	19.051	2.25%	13.47%	12.37%
USDJPY	Japón	144.24	-2.26%	-0.41%	2.25%
EURUSD	Europa	1.1188	1.45%	3.03%	1.38%
GBPUSD	Gran Bretaña	1.3204	2.01%	3.76%	3.73%
<b>DXY - Dollar Index</b>		101.51	-1.43%	-1.85%	-1.32%

Fuente: Refinitiv Eikon

## Actividad Económica Local

**Diego Alejandro Gómez**  
Analista de Investigaciones  
diego.gomez@corfi.com

- En julio, el Índice de Seguimiento de la Economía (ISE) sorprendió positivamente al avanzar 3,7% en términos anuales en su serie original.

### Índice de Seguimiento a la Economía sorprendió positivamente en julio: Actividad se expandió 3,7% en términos anuales

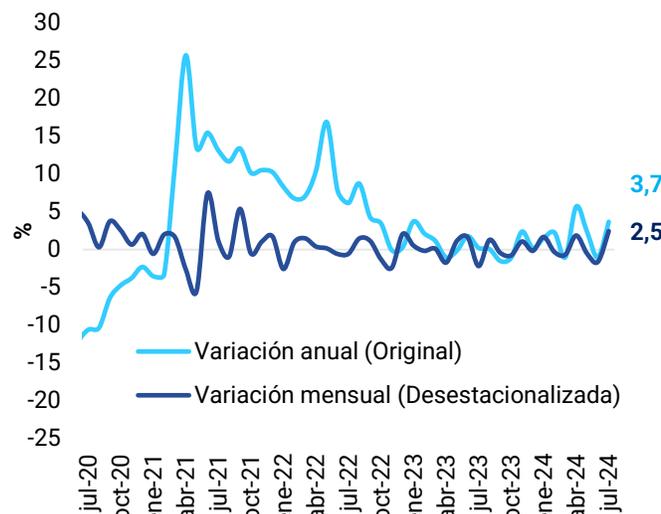
En línea con la mejora de las cifras sectoriales publicadas a inicios de la semana pasada por el DANE, en julio el Índice de Seguimiento de la Economía (ISE) avanzó 3,7% a/a en su serie original, 3,9% a/a en la serie desestacionalizada y 2,0% m/m en su serie desestacionalizada.

Por principales componentes, el sector terciario aportó 2,3 puntos porcentuales (p.p.) a la variación anual; el primario, 1,2 p.p.; y el secundario, 0,2. En particular, en el sector terciario se destacó el avance del 7,7% a/a en la actividad de administración pública en donde el aumento de la remuneración salarial explicó gran parte del resultado. De hecho, al excluir la administración pública del ISE general, la actividad hubiera avanzado a un ritmo del 1,9%, 1,8 p.p. menos. Por su parte, el comercio, visto desde la Encuesta Mensual de Comercio (EMC), avanzó a un ritmo del 1,6%, tras la expansión del 1,5% experimentada durante el mes anterior. La actividad en el sector de servicios financieros y servicios públicos avanzó 2,9% y 2,6%, respectivamente.

En el sector primario, la actividad se expandió 7,5% anual, en lo que significó su segundo avance más importante desde nov-21. No obstante, según el índice de producción industrial (IPI) del sector de carbón y minas y canteras, la actividad en estos sectores se contrajo 16,8% a/a y -4,9% a/a respectivamente.

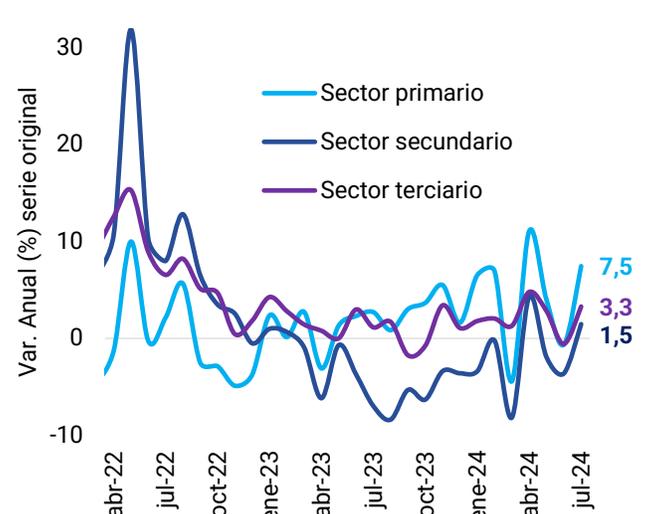
Por su parte, la actividad en el sector secundario se expandió en términos anuales por segunda vez en 17 meses al avanzar 1,5%. El resultado se explicó en buena medida por los aportes de

**Gráfico 1. Evolución ISE**



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 2. Evolución ISE - principales sectores**

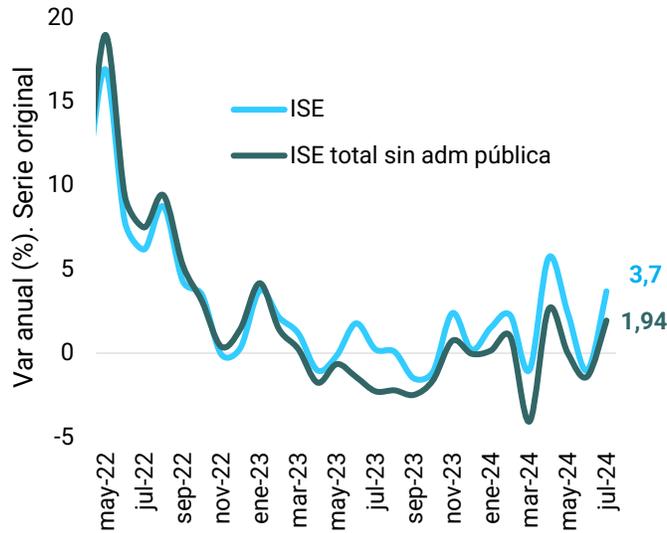


Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

23 de septiembre de 2024

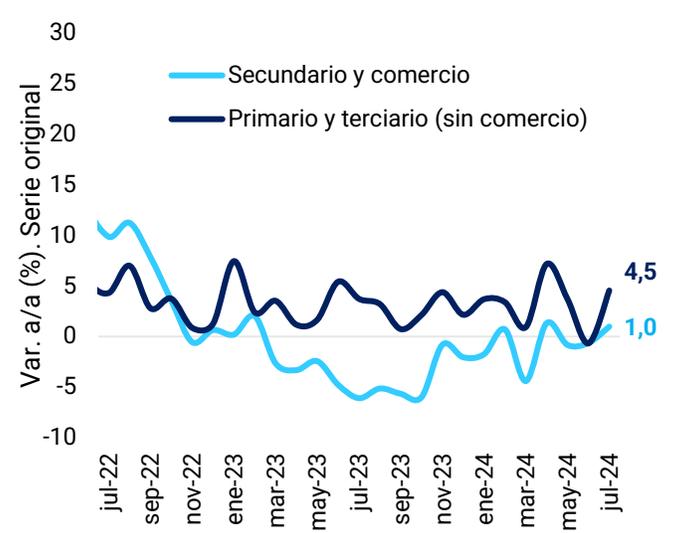
la industria para la construcción; productos derivados del petróleo; y químicos, farmacéuticos y aseo. Finalmente, al desagregar el ISE en dos economías: i) sector secundario y comercio y ii) sector primario y terciario, este primer grupo se ubicó en terreno expansivo por tercera vez en 17 meses (1,0% a/a) y evidenció la mejora gradual de la actividad en línea con el relajamiento progresivo de la política monetaria.

**Gráfico 3. Evolución ISE e ISE sin admón pública**



Fuente: DANE. Cálculos Corfic Colombiana.

**Gráfico 4. ISE desagregado por sectores**



Fuente: DANE. Cálculos Corfic Colombiana.

23 de septiembre de 2024

## Cifras al cierre de la semana

### Tasas de referencia

Tasa	Último	Una semana atrás	Variación semanal (pbs)	Un mes atrás	Cierre 2023	Un año atrás
DTF E.A. (23 sep – 29 sep)	9,63%	9,72%	-9,0	9,95%	12,35%	13,08%
DTF T.A. (23 sep - 29 sep)	9,17%	9,17%	0,0	9,37%	3,15%	12,45%
IBR E.A. overnight	10,75%	10,75%	0,3	10,76%	12,98%	13,29%
IBR E.A. a un mes	10,32%	10,46%	-14,3	10,72%	12,95%	13,31%
TES - Feb 2033	9,79%	9,69%	9,7	9,97%	9,92%	11,10%
Tesoros 10 años	3,74%	3,78%	-3,8	3,81%	3,87%	4,40%
Global Brasil Mar 2034	5,74%	5,75%	-1,0	5,88%	6,26%	6,18%
SOFR	4,82%	5,32%	-50,0	5,32%	5,38%	5,30%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Refinitiv Eikon

### Evolución del portafolio

Indicador	Último	Variación semanal	Variación último mes	Variación año corrido	Variación 12 meses
Deuda Pública – IDP Corficolombiana	746,99	-0,23%	2,21%	6,61%	13,47%
COLCAP	1320,84	0,70%	-1,82%	-3,89%	19,56%
COLEQTY	987,12	0,70%	-1,56%	-1,69%	30,34%
Cambiarío – TRM	4175,10	-1,45%	3,82%	9,24%	6,98%
Acciones EEUU - Dow Jones	41503,10	1,57%	1,64%	10,12%	20,51%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Refinitiv Eikon, BVC, Corficolombiana

23 de septiembre de 2024

## Calendario económico

### Estados Unidos

hora	US	Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
8:45	US	23-sep-24	PMI manufacturero (p)	Sep	48,5	47,9
9:00	US	24-sep-24	Confianza del consumidor	Sep	102,9	103,3
9:00	US	25-sep-24	Venta de viviendas nuevas	Ago	700K	739K
9:30	US	25-sep-24	Inventarios de petróleo crudo de la AIE	Sep	-	-1,630M
7:30	US	26-sep-24	Peticiones de subsidio por desempleo	Sep	225K	219K
7:30	US	26-sep-24	PIB (t/a) (f)	2T	2,9%	3,0%
8:20	US	26-sep-24	Declaraciones de J. Powell (presidente de la Fed)	Sep	-	-
07.30	US	27-sep-24	Inflación PCE núcleo (m/m)	Ago	0,2%	0,2%
07.30	US	27-sep-24	Inflación PCE núcleo (a/a)	Ago	2,7%	2,6%
07.30	US	27-sep-24	Inflación PCE (a/a)	Ago	2,3%	2,5%
07.30	US	27-sep-24	Inflación PCE (m/m)	Ago	0,1%	0,2%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Euro zona

hora	EZ	Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
3:00	EZ	23-sep-24	PMI manufacturero (p)	Sep	45,6	45,8

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Reino Unido

hora	UK	Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
3:00	UK	23-sep-24	PMI manufacturero (p)	Sep	52,5	52,5

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Brasil

hora	BR	Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
6:00	BR	24-sep-24	Confianza del consumidor	Sep	-	93,2
06.30	BR	25-sep-24	Cuenta Corriente	Ago	-	-5,20B
7:00	BR	27-sep-24	Tasa de desempleo	Ago	-	6,8%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Japón

hora	JP	Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
19:30	JP	23-sep-24	PMI manufacturero (p)	Sep	-	49,8
18:50	JP	27-sep-24	Ventas minoristas (a/a)	Ago	-	2,6%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

23 de septiembre de 2024

## Colombia

hora	CO	Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
10:00	CO	24-sep-24	Subasta TCOs de Corto plazo		250.000 millones de pesos	
10:00	CO	25-sep-24	Subasta TES TF 2036, 2046 y 2050		700.000 millones de pesos	
-	CO	25-sep-24	Fecha límite para aprobación en comisiones el PGN 2025	-	-	-

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

## Mexico

hora	MX	Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
7:00	MX	23-sep-24	Actividad económica (m/m)	Jul	-	0,0%
7:00	MX	23-sep-24	Actividad económica (a/a)	Jul	-	-0,6%
7:00	MX	23-sep-24	Ventas minoristas (m/m)	Jul	-	-0,5%
7:00	MX	23-sep-24	Ventas minoristas (a/a)	Jul	-	-3,9%
14:00	MX	26-sep-24	Decisión de tipos de interés	Sep	-	10,75%
7:00	MX	27-sep-24	Balanza comercial	Ago	-	1,168B

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

23 de septiembre de 2024

## Proyecciones económicas

	2021	2022	2023	2024p	2025p
<b>Actividad Económica</b>					
<b>Crecimiento real</b>					
PIB (%)	11,0	7,3	0,6	1,8	2,6
Consumo Privado (%)	14,5	9,5	1,3	0,4	1,3
Consumo Público (%)	9,8	0,3	20,7	3,6	3,2
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	17,3	11,4	-8,9	-1,3	12,9
Exportaciones (%)	15,9	14,8	3,5	3,5	3,1
Importaciones (%)	26,7	22,3	-13,4	-1,4	5,6
<b>Mercado laboral</b>					
Tasa de desempleo nacional, promedio anual (%)	13,8	11,2	10,2	10,4	10,3
<b>Precios</b>					
Inflación, fin de año (%)	5,6	13,1	9,3	5,6	3,8
Inflación, promedio anual (%)	3,5	10,2	11,8	6,7	4,7
<b>Tasas de Interés</b>					
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	3,00	12	13	8,5	6,0
DTF E.A., fin de año (%)	3,08	13,7	13,32	7,81	6,17
TES TF 2 años (Tasa, %)	6,36	12,12	9,6	8,3	6,2
TES TF 10 años (Tasa, %)	8,38	13,25	10,6	10,8	9,2
<b>Finanzas Públicas</b>					
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-7,1	-4,7	-4,2	-5,6	-5,1
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-3,7	-1,0	0,2	-	-
Deuda bruta GNC (% PIB)*	63,8	61,3	60,5	-	-
<b>Sector Externo</b>					
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	4.070	4.850	3.875	4.068	3.965
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	3.752	4.253	4.320	4.023	4.036
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-5,7	-6,2	-2,7	-2,6	-2,5
Inversión extranjera directa (% PIB)	2,9	4,9	4,7	-	-

23 de septiembre de 2024

## Equipo de investigaciones económicas

### César Pabón Camacho

*Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas*

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

[cesar.pabon@corfi.com](mailto:cesar.pabon@corfi.com)

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

*Economista Jefe*

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

[julio.romero@corfi.com](mailto:julio.romero@corfi.com)

#### Gabriela Bautista

*Analista Contexto Externo*

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

[gabriela.bautista@corfi.com](mailto:gabriela.bautista@corfi.com)

#### Diego Alejandro Gómez

*Analista Economía Local*

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

[diego.gomez@corfi.com](mailto:diego.gomez@corfi.com)

#### Felipe Espitia

*Analista Senior Renta Fija*

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[felipe.espitia@corfi.com](mailto:felipe.espitia@corfi.com)

#### Alejandra Gacha

*Analista economías Sudamérica*

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[alejandra.gacha@corfi.com](mailto:alejandra.gacha@corfi.com)

#### Mateo Pardo

*Analista economías Centroamérica*

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

[mateo.pardo@corfi.com](mailto:mateo.pardo@corfi.com)

#### Manuel Bernal

*Estudiante en práctica*

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[manuel.bernal@corfi.com](mailto:manuel.bernal@corfi.com)

### Análisis Financiero

---

#### Andrés Duarte

*Director Renta Variable*

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

[andres.duarte@corfi.com](mailto:andres.duarte@corfi.com)

#### Jaime Cárdenas

*Analista de finanzas corporativas*

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[jaime.cardenas@corfi.com](mailto:jaime.cardenas@corfi.com)

#### Daniel Monroy

*Analista de finanzas corporativas*

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[danielf.monroy@corfi.com](mailto:danielf.monroy@corfi.com)

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### Andrés Gallego

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[andres.gallego@corfi.com](mailto:andres.gallego@corfi.com)

#### Nicolas Cruz Walteros

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[nicolas.cruz@corfi.com](mailto:nicolas.cruz@corfi.com)

#### Dino Francisco Córdoba

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[dino.cordoba@corfi.com](mailto:dino.cordoba@corfi.com)

23 de septiembre de 2024

**ADVERTENCIA**

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

**Certificación del analista**

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

**Información de interés**

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.