
Perspectivas Macroeconómicas

Agosto 2025

Riesgo Fiscal en medio de la volatilidad internacional

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com

Scotiabank Colpatria

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

Los mercados están incorporando la posibilidad de tener tasas de interés altas en medio de los retos por las políticas del gobierno estadounidense. **La sostenibilidad fiscal sigue estando en el trasfondo de la volatilidad.**

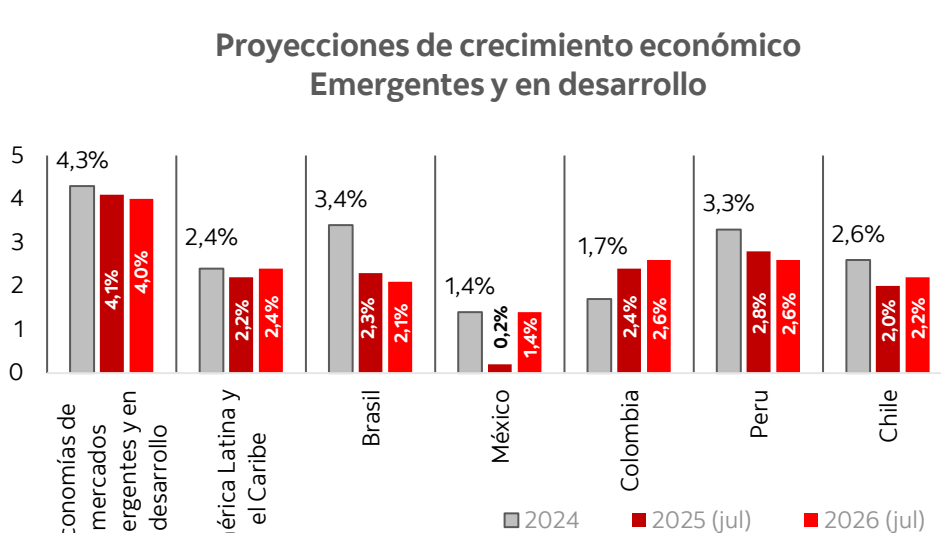
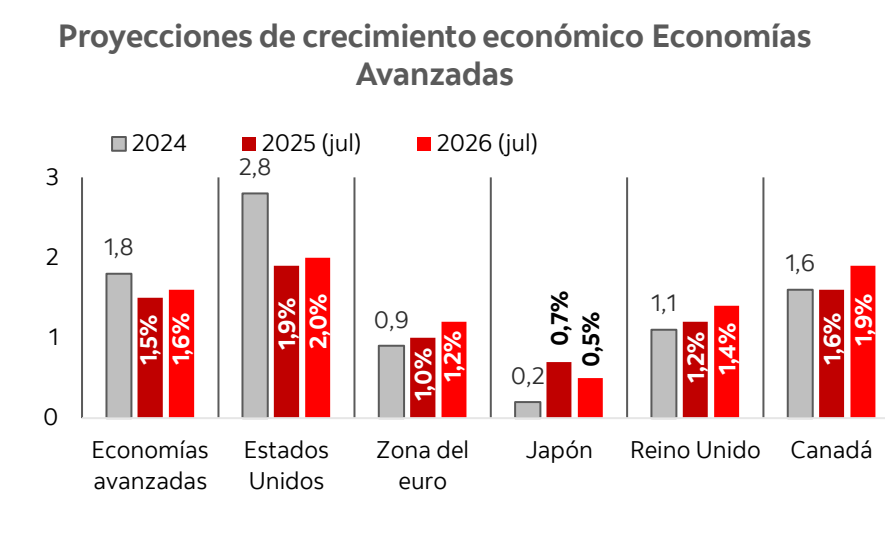
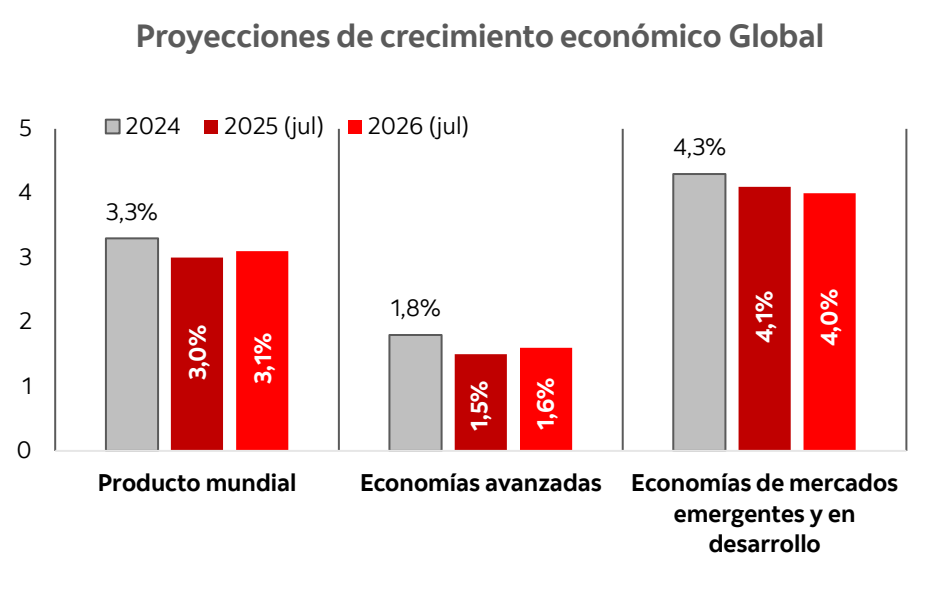
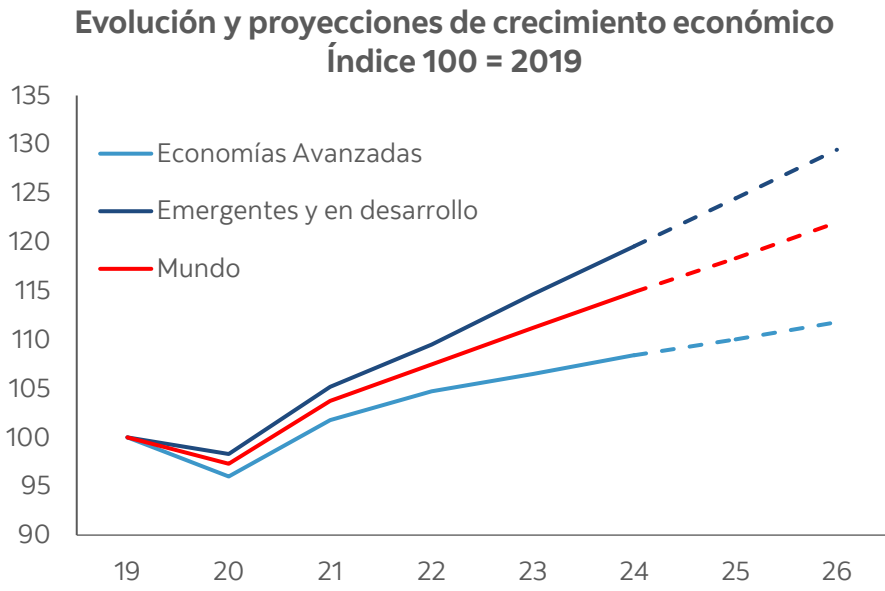
En Colombia, la economía crecería 2,6% en 2025 con liderazgo del sector privado. La inflación está materializando presiones alcistas de la indexación al salario mínimo y podría no bajar del 5% en 2025. **El Banco de la República no tendría mucho espacio para bajar su tasa de interés en 2025.**

La estrategia de financiamiento de la Nación se está poniendo a prueba en medio de retos fiscales estructurales. La debilidad global del dólar y la postura cautelosa del BanRep influye la tasa de cambio en Colombia.

Global

La economía y los mercados tratan de decantar los efectos del escenario de incertidumbre.

Proyecciones del FMI: Resiliencia en medio de la incertidumbre.



Fuente: IMF, Scotiabank Colpatría Economics.

Los acuerdos comerciales suponen una perspectiva menos desfavorable para las dinámicas económicas.

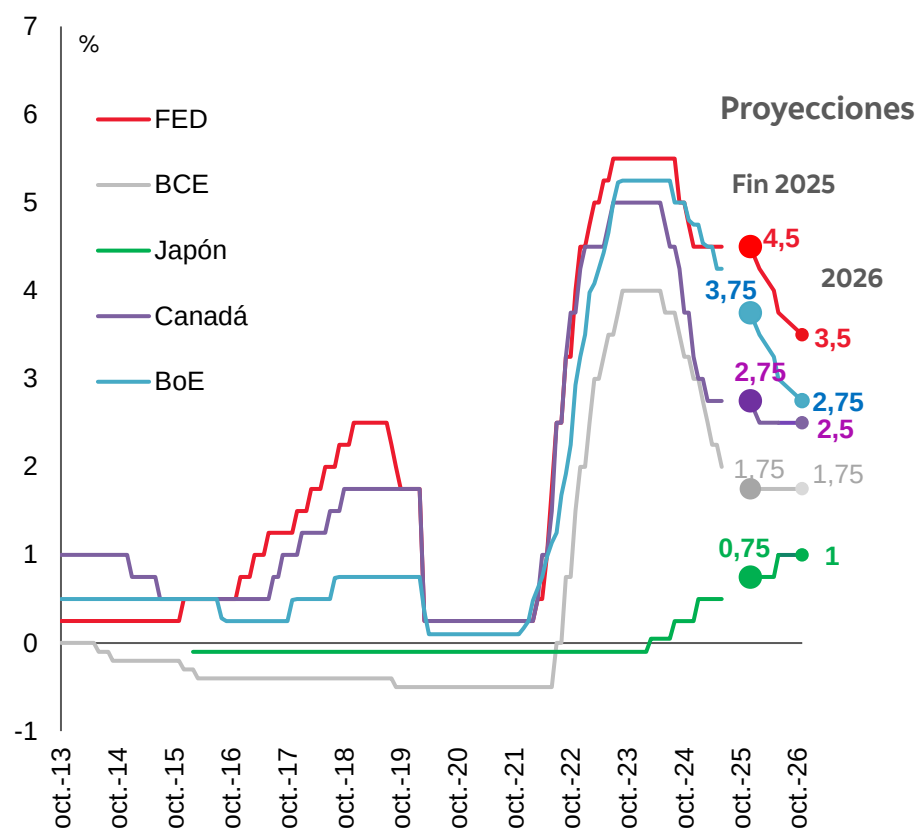
Cambios en las tarifas arancelarias a los principales socios comerciales de EEUU
(Abril vs Julio)



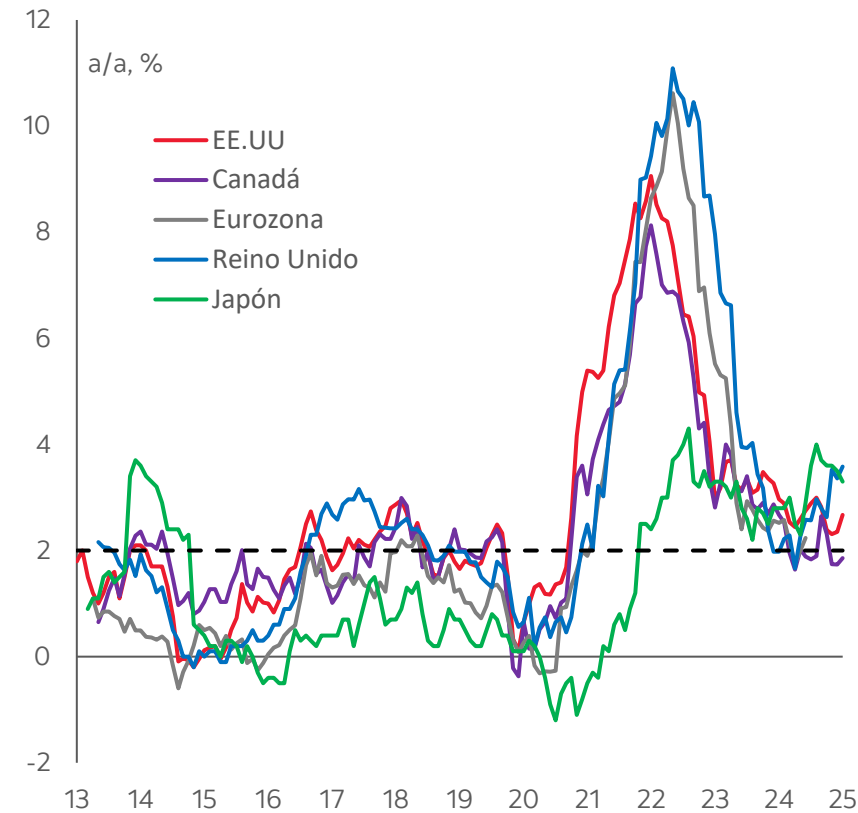
*El acuerdo comercial con México se extendió por 90 días
** La negociación del acuerdo comercial entre EE.UU y China sigue en curso

En medio de la incertidumbre los bancos centrales tienen un espacio limitado para ajustar su política monetaria. Los activos reflejan un alto grado de precaución.

Tasa de interés Bancos centrales de economías desarrolladas



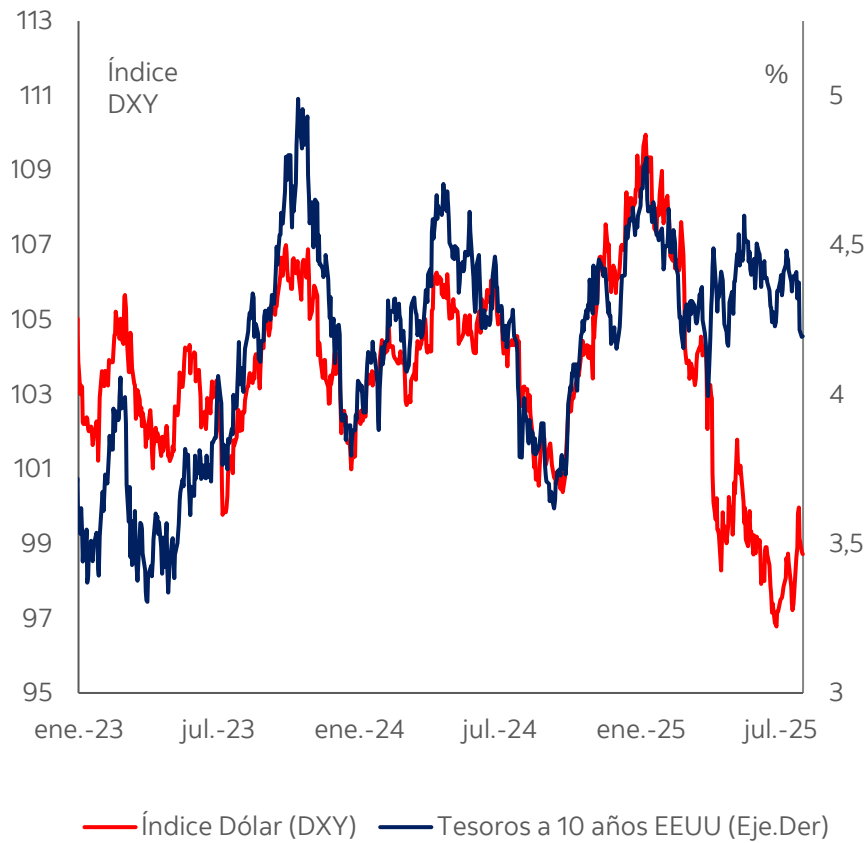
Evolución de la Inflación en Economías Avanzadas



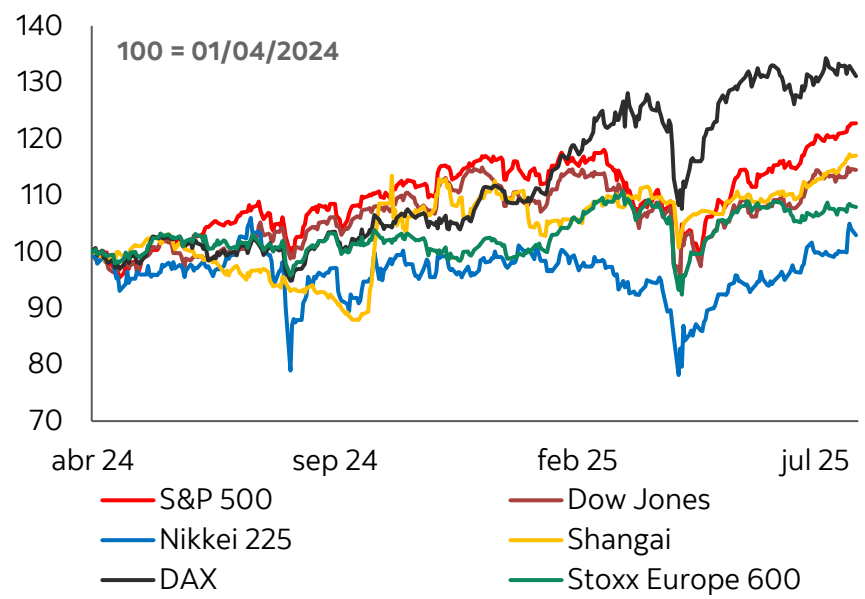
Los activos siguen reflejando incertidumbre sobre las perspectivas económicas

El dólar gana algo de terreno frente a otras monedas, sin embargo, se ubica en una posición históricamente débil.

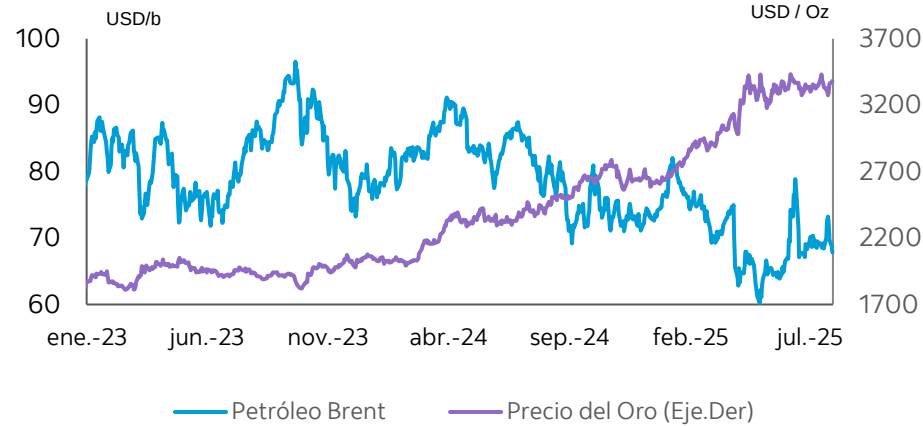
Evolución Índice DXY y Tesoros a 10 años



Evolución de las bolsas – Economías Desarrolladas

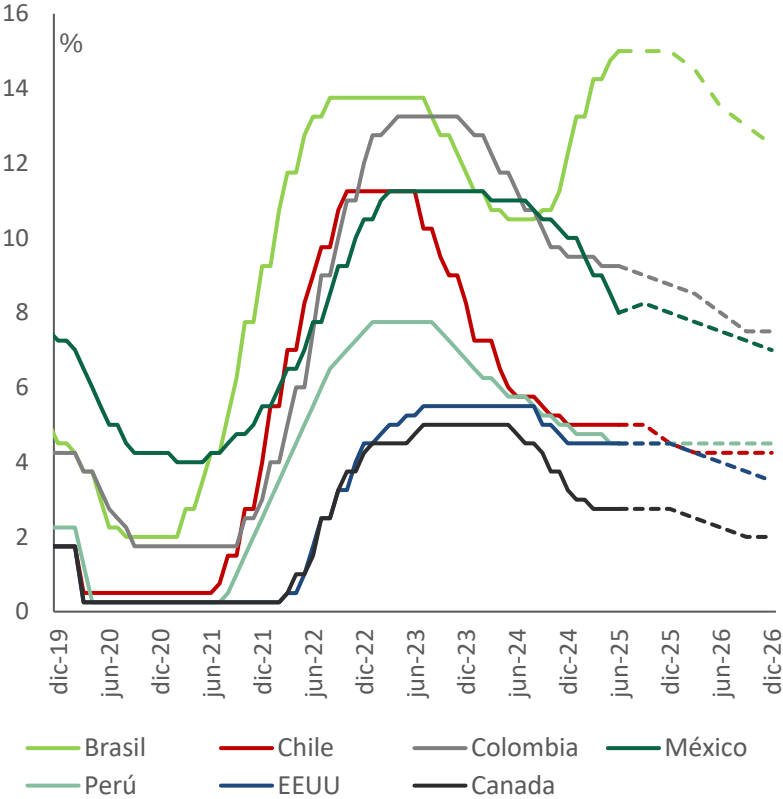


Evolución del precio del petróleo y el oro

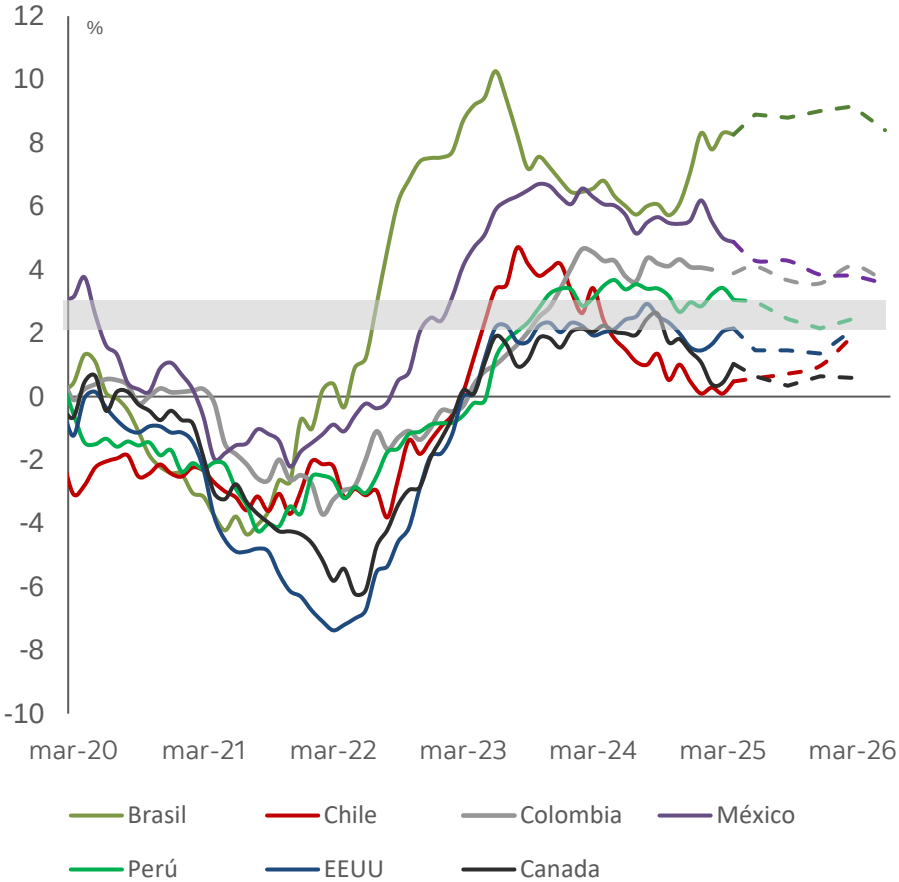


En Latinoamérica las tasas reales reflejan la percepción de riesgos fiscales. La política monetaria se guía de la reacción a la incertidumbre global y condiciones locales.

Expectativas de Tasas de Interés
Latinoamérica



Evolución de la tasa de interés real



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

Colombia

Monitor de eventos relevantes

PIB

1T-2025

2,7%

La economía muestra una recuperación desigual, el sector de entretenimiento sigue fuerte y comercio minorista empieza a mostrar mejor demanda de bienes durables.

Inflación

4,82%

Junio 2025

La inflación tuvo una desaceleración importante durante el mes, pero evidenciando efectos de indexación que permanecen.

Tasa Interés

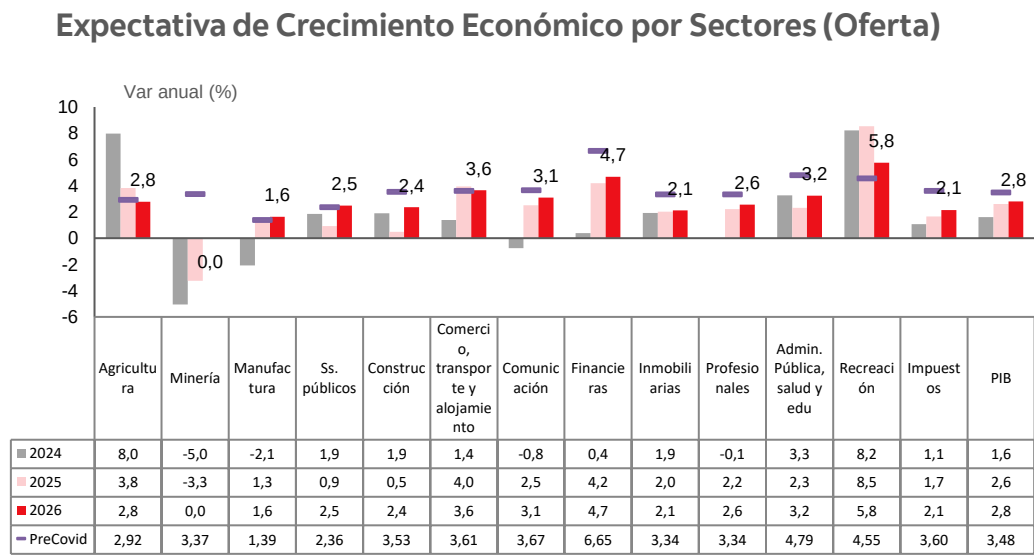
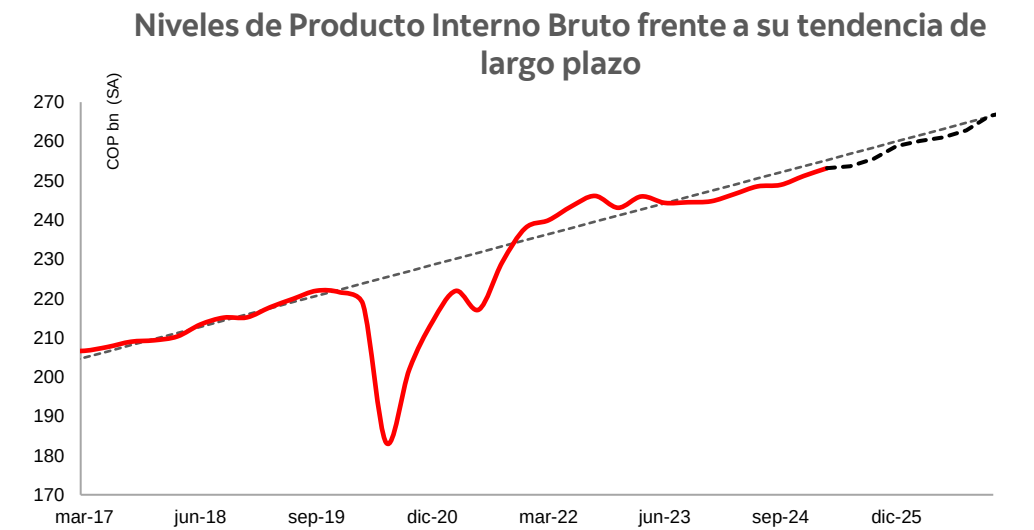
9,25%

El BanRep decidió por mayoría mantener inalterada la tasa de interés. El espacio monetario se reduce a medida que la inflación se acelera.

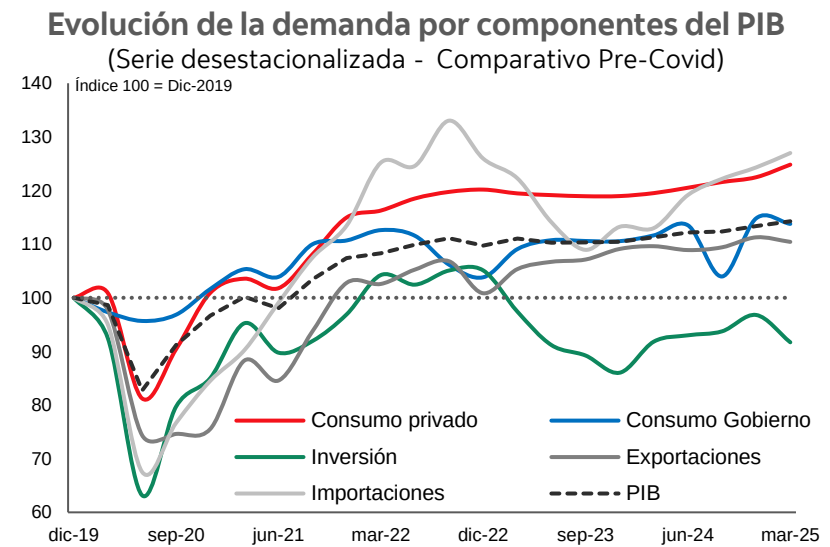
El calendario empieza a combinar hechos económicos, fiscales y políticos.

Eventos próximos	
Agosto 8	Publicación IPC
Agosto 15	PIB 2 t -2025
Final de Agosto	Revelación propuesta Reforma Tributaria
Sept 30	Reunión BanRep
Oct - 20	Límite aprobación PGN 2026
Octubre	Primer filtro candidatos presidenciales.

La economía se mantendría en el proceso de recuperación iniciado desde finales del 2024, apalancar la formalización y la inversión es clave.



Fuentes: DANE, Scotiabank Colpatría Economics

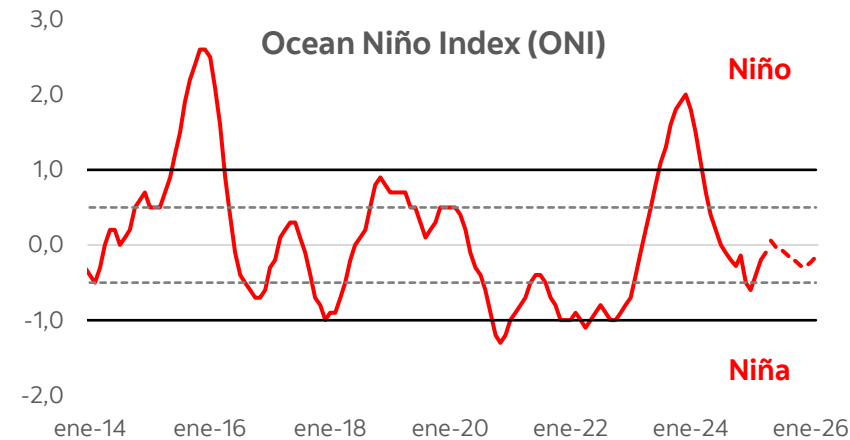
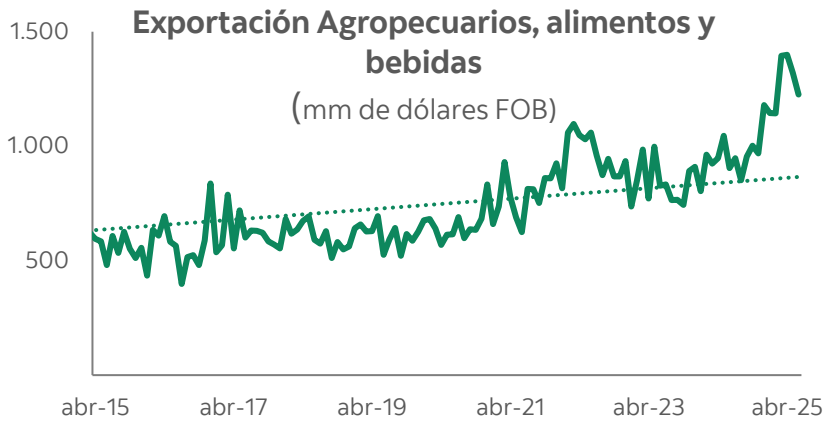


Proyecciones de Crecimiento por el lado de la demanda (a/a, %)

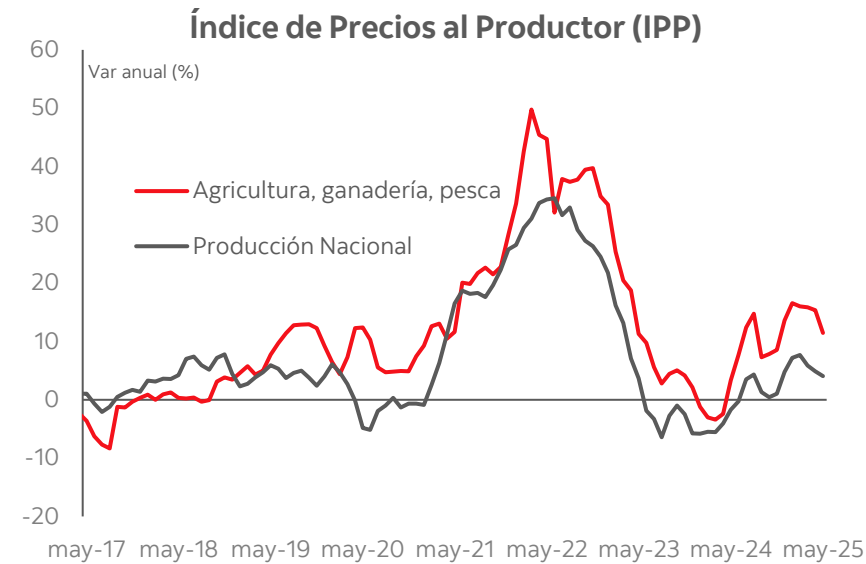
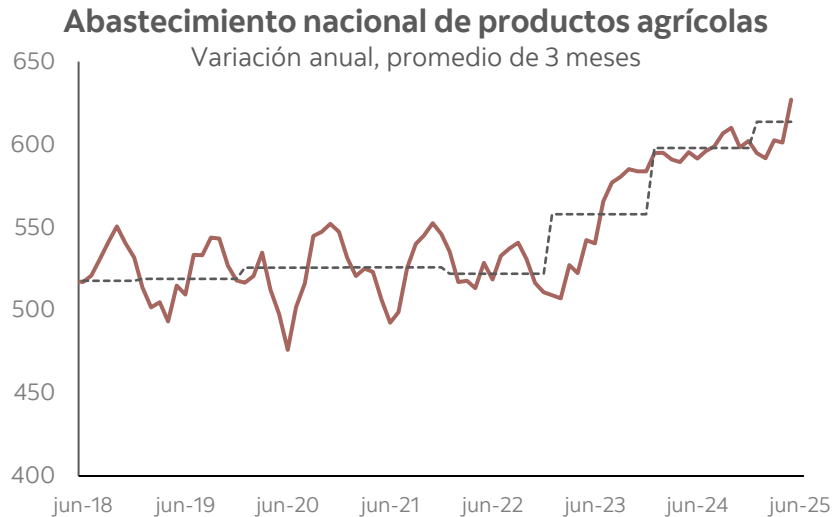
Cuentas Nacionales	Promedio Pre-Covid	2024	2025	2026
Crecimiento real del PIB	3,6	1,7	2,6	2,8
Demanda Interna	4,1	2,0	3,7	4,0
Consumo	4,0	1,4	2,2	3,9
Privado	3,8	1,6	2,6	3,8
Gobierno	5,3	-0,5	0,8	4,3
Formación Bruta de Capital	4,6	5,2	11,3	4,6
Exportaciones	2,6	2,5	1,0	1,1
Importaciones	5,5	4,4	6,3	6,9

El sector agrícola mantiene un buen dinamismo en 2025.

La actividad agrícola ha contribuido de manera significativa al crecimiento económico general en medio de una mejora en las condiciones climáticas y de mercado con incrementos en la producción y exportación de café y mejor abastecimiento nacional.

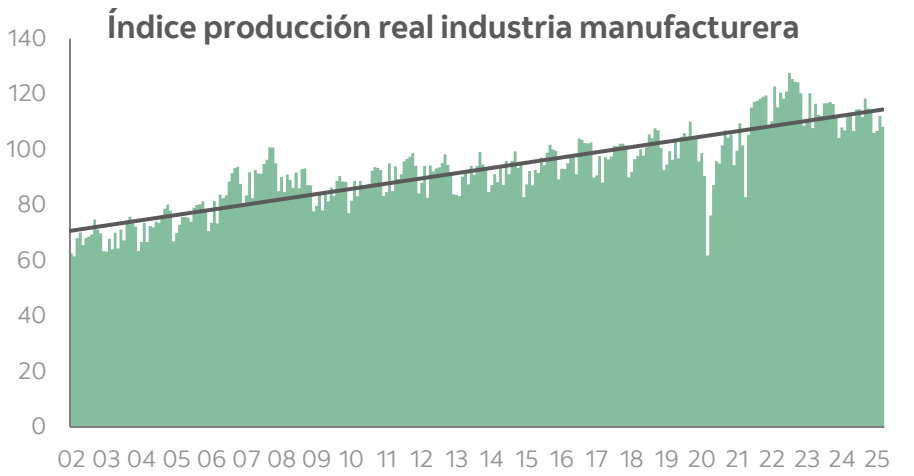


Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

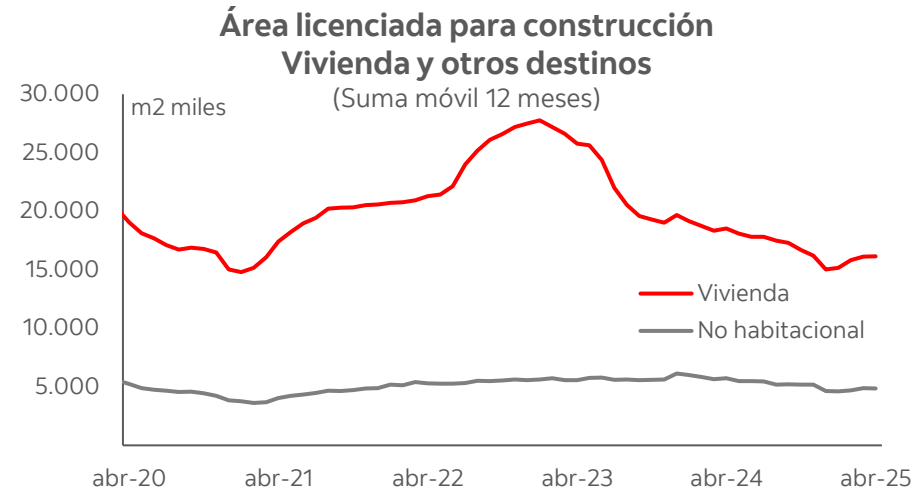


El sector secundario empieza a mostrar una mejor reacción a los indicadores de mejor consumo

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

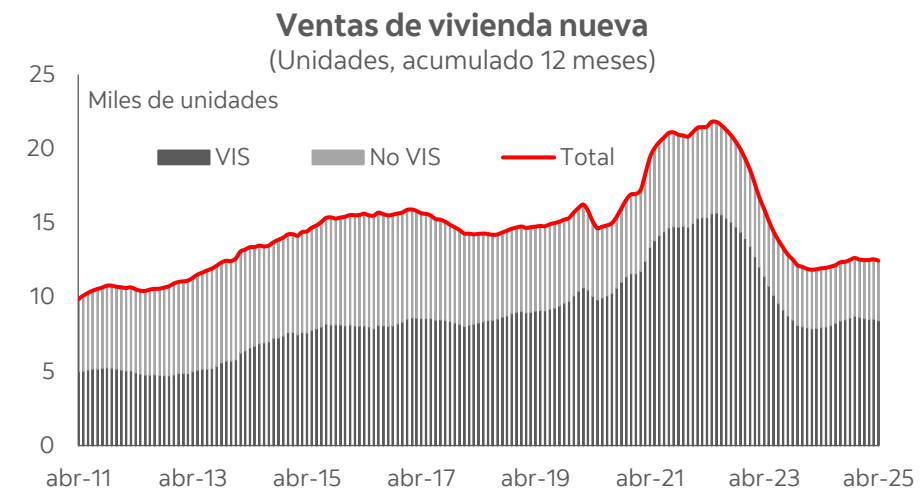


Las ventas de vivienda se mantienen en el nivel más bajo de la década. Menores tasas de interés podrían impulsar al sector de vivienda en el futuro.



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

	dic-19	dic-20	dic-23	dic-24	mar-25	abr-25	may-25
Alimentos y Bebidas	3.8%	0.5%	-7.6%	4.6%	4.6%	-2.2%	5.8%
Textiles y Calzado	7.3%	-2.1%	-11.7%	-1.8%	10.5%	2.4%	8.7%
Químicos y Farmacos	7.8%	0.1%	-3.3%	-1.9%	7.8%	-1.4%	3.9%
Caucho, Plástico, Vidrio, Metales	0.3%	3.2%	-7.0%	-2.2%	2.1%	-6.2%	-1.0%
Maquinaria y Equipo	3.9%	6.9%	3.5%	5.2%	13.7%	-8.8%	0.1%
Vehículos y partes	-11.3%	15.6%	-35.2%	18.0%	19.8%	-2.7%	15.5%
Coquización, refinación de petróleo	5.9%	-1.7%	8.4%	0.4%	-3.5%	-1.9%	-7.4%
Otras industrias	1.1%	2.6%	-6.4%	0.9%	4.8%	-4.3%	4.1%

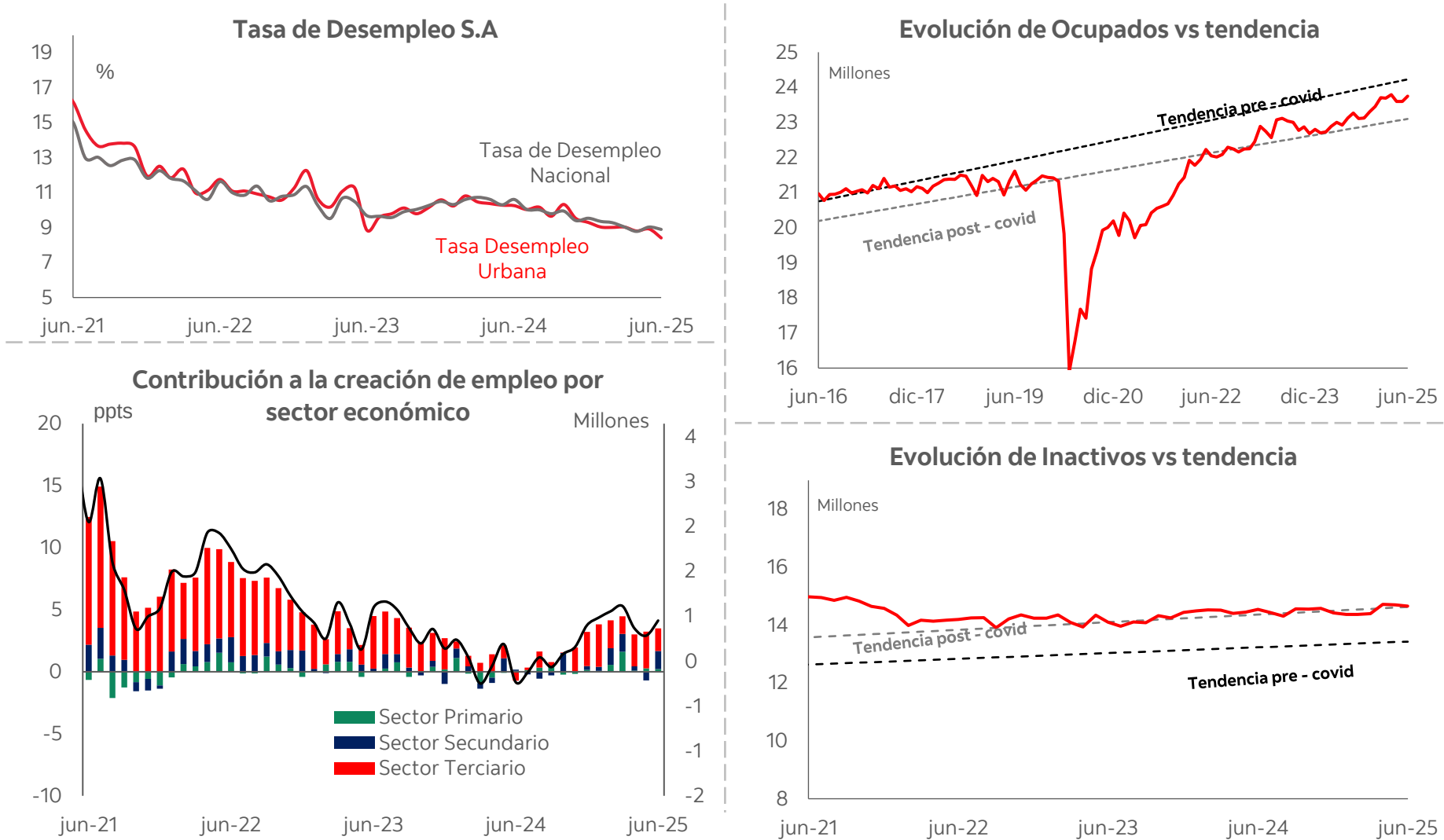


Fuentes: DANE, Camacol, Scotiabank Economics.

Mercado laboral

La creación de empleo se está distribuyendo a lo largo de más sectores de la economía

La creación de empleo se mantiene cerca a la tendencia pre-pandemia, al tiempo que más personas se encuentran en la búsqueda activa de empleo.

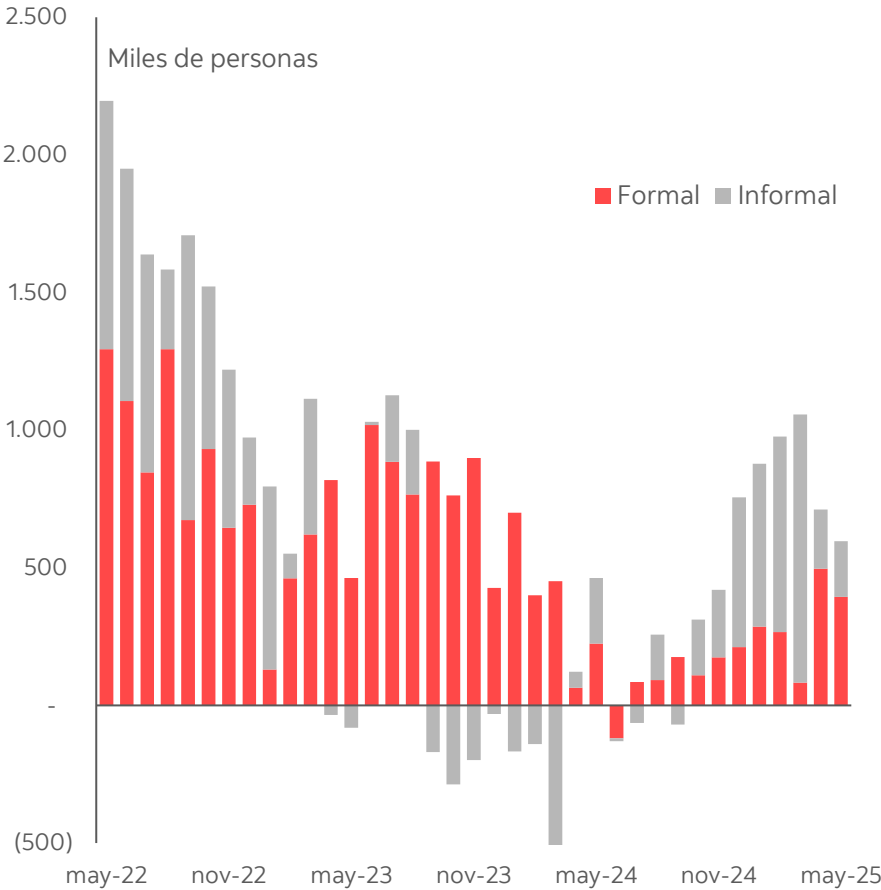


Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

A pesar de los incrementos en la tasa de ocupación, la informalidad del sector privado continúa siendo el gran lunar en la economía colombiana

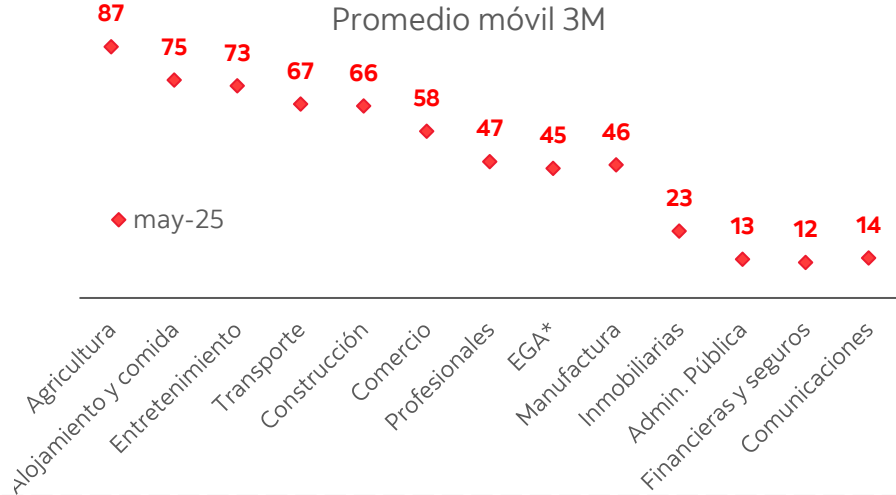
Entre enero y mayo se ha revertido gran parte de la creación de empleo informal evidenciada en el primer trimestre de 2025.

Creación de empleo anual total nacional

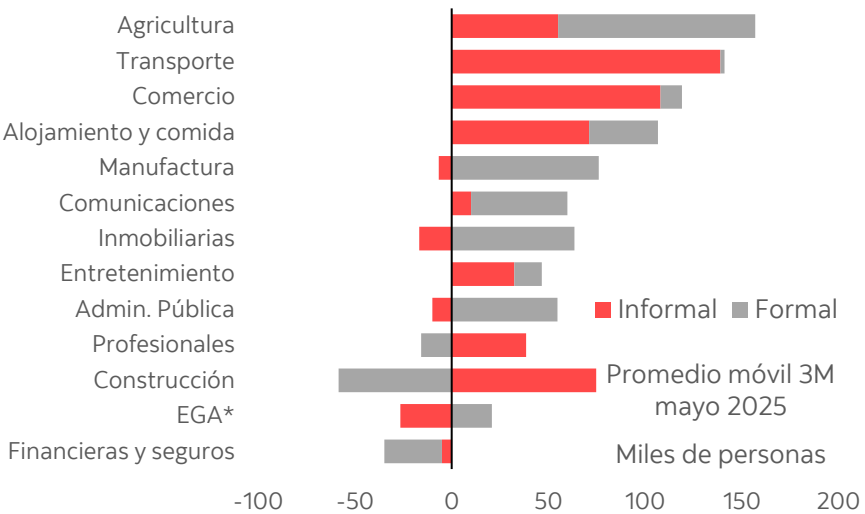


*Electricidad, gas y agua.
Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

Tasa de informalidad laboral (%)



Creación de empleo anual por rama de actividad

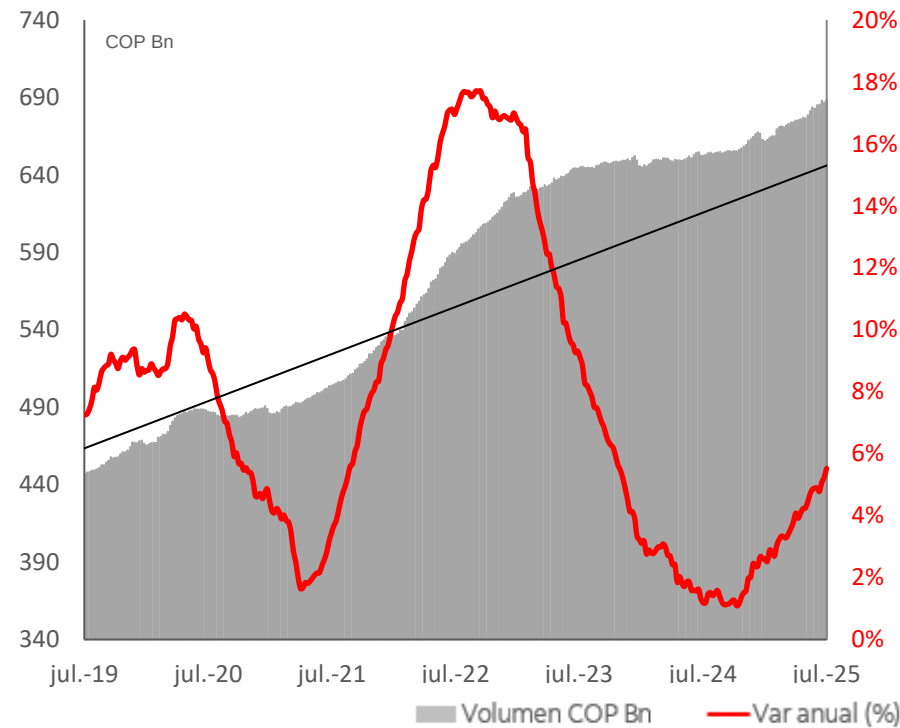


Cartera

La cartera se recupera gradualmente. La calidad de la cartera comercial está en la mira.

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

Cartera Bruta Total Sin Ajustar



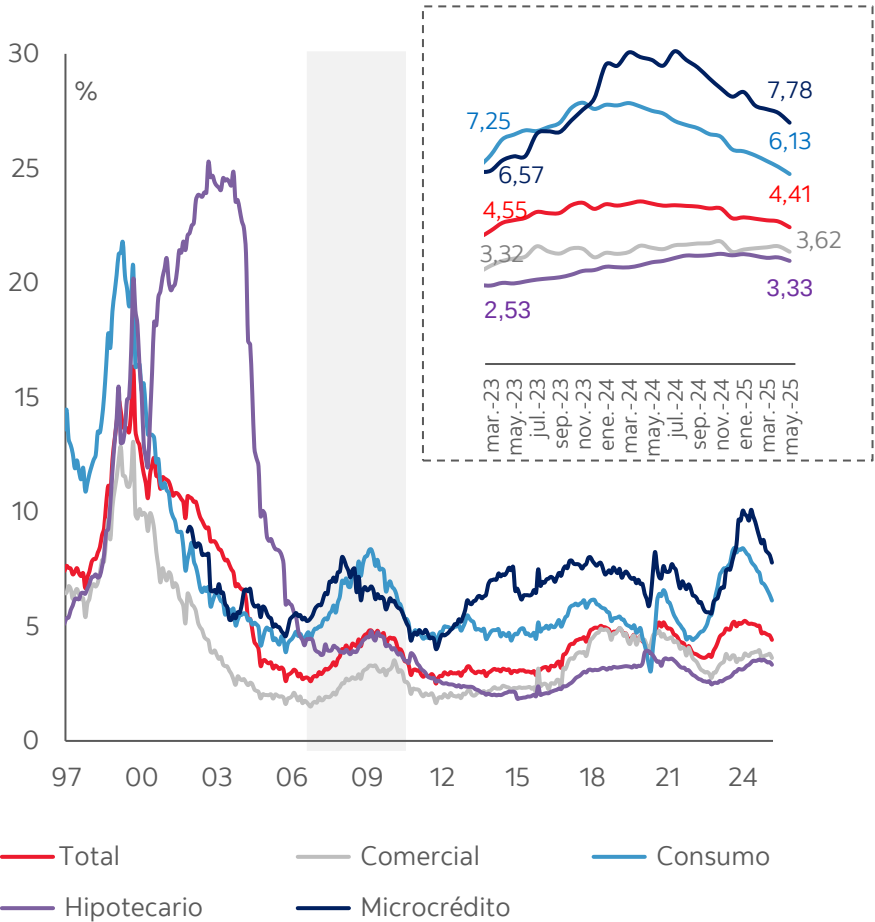
Fuente: BanRep, Scotiabank Economics,

Pronóstico por tipo de cartera (Promedio anual)

Año	Comercial	Consumo	Microcrédito	Hipotecaria	Total
2023	10,04%	3,88%	13,67%	10,01%	8,04%
2024	4,03%	-4,40%	9,28%	7,90%	2,02%
2025	4,79%	3,24%	5,54%	9,12%	5,03%
2026	3,95%	7,00%	4,30%	8,42%	5,62%

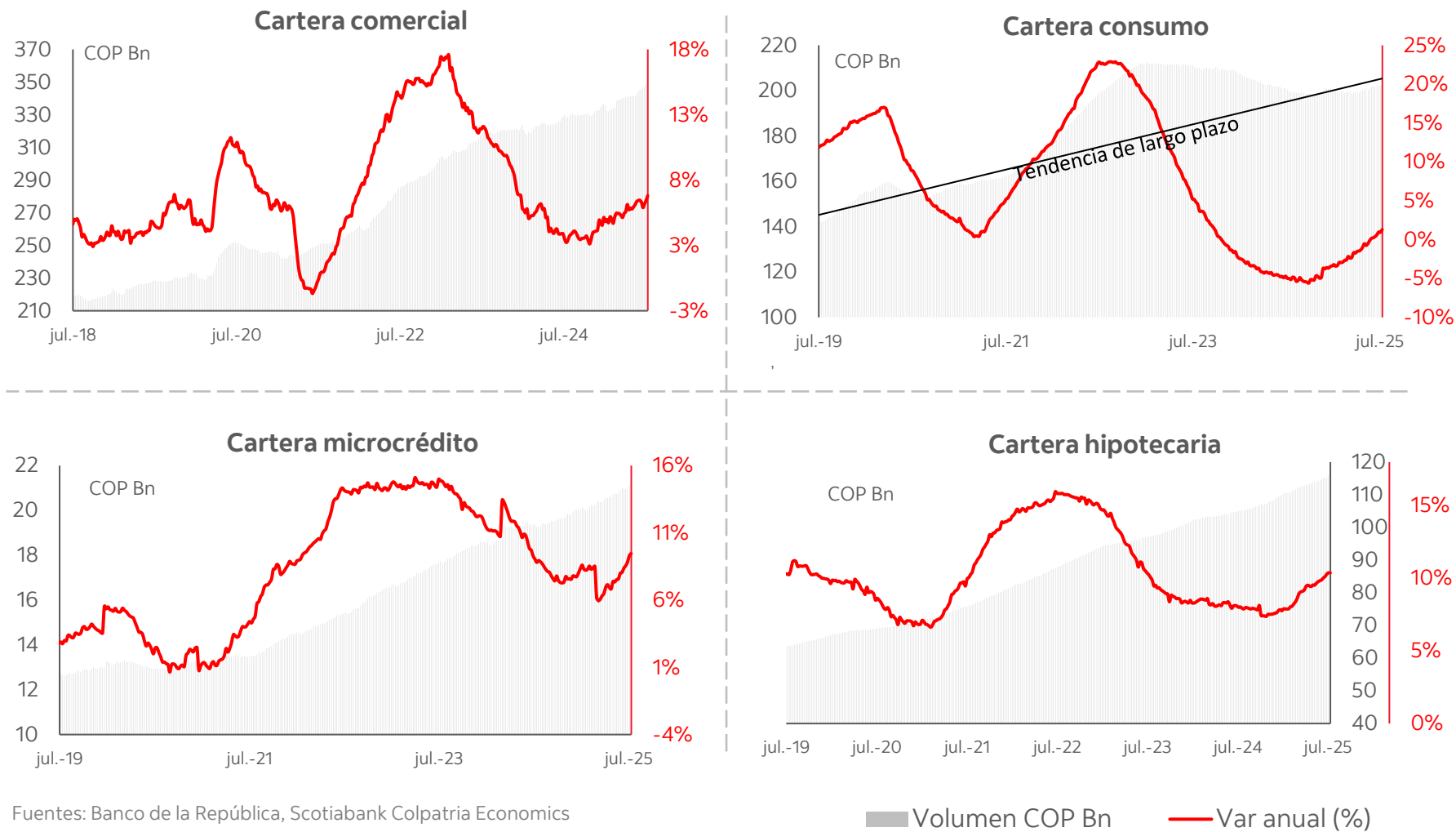
La calidad de la cartera continúa mejorando, especialmente la cartera de consumo

Indicador de calidad de cartera (%)



El progreso de la cartera es gradual

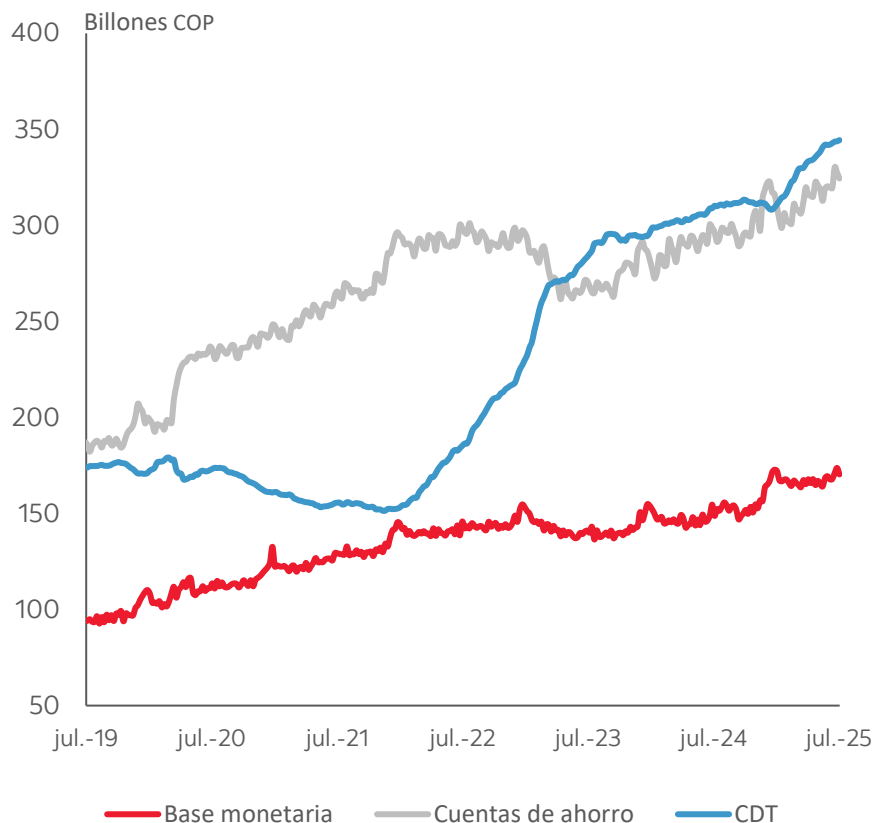
La cartera de consumo se sigue contrayendo, aunque a menor velocidad, sin embargo, su stock se alinea con la tendencia de largo plazo. La cartera hipotecaria está estable mientras que la comercial crece sin mejorar su calidad.



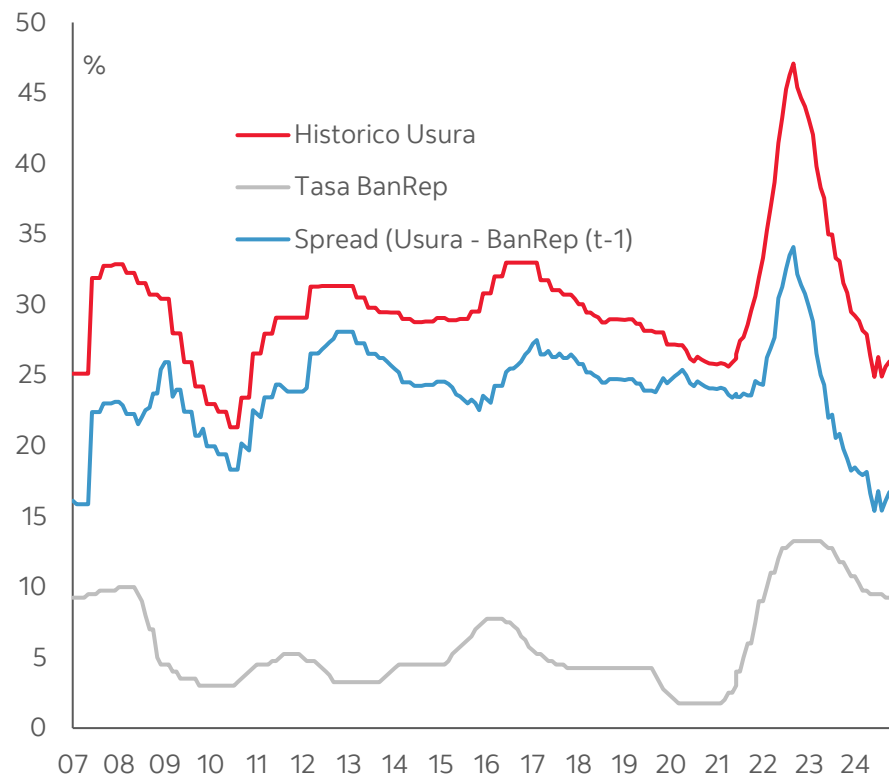
La expectativa de tasas altas sigue favoreciendo la opción de ahorro frente a la demanda por crédito. Por otro lado, la regulación adversa en la usura tardaría en cambiar.

La inversión en títulos de deuda pública estaría siendo una competencia para los CDTs

Evolución de la Base Monetaria, Cuentas de Ahorro y CDTs



Evolución de la tasa de usura vs tasa BanRep



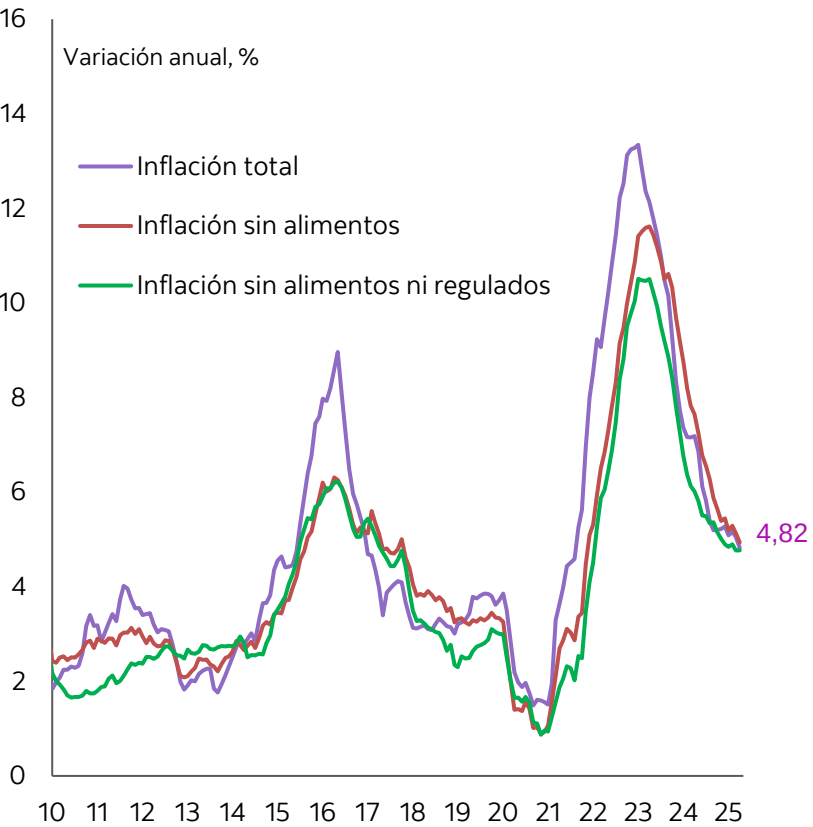
Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

Inflación

La inflación no llegaría al rango meta en 2025, lo que supone continuidad de una política monetaria contractiva.

La inflación mostró un comportamiento favorable en el 2024, sin embargo, los efectos de indexación y unas bases estadísticas menos favorables suponen algunos retos en la trayectoria hacia la meta.

Evolución de la Inflación al consumidor



Efectos base en la inflación total

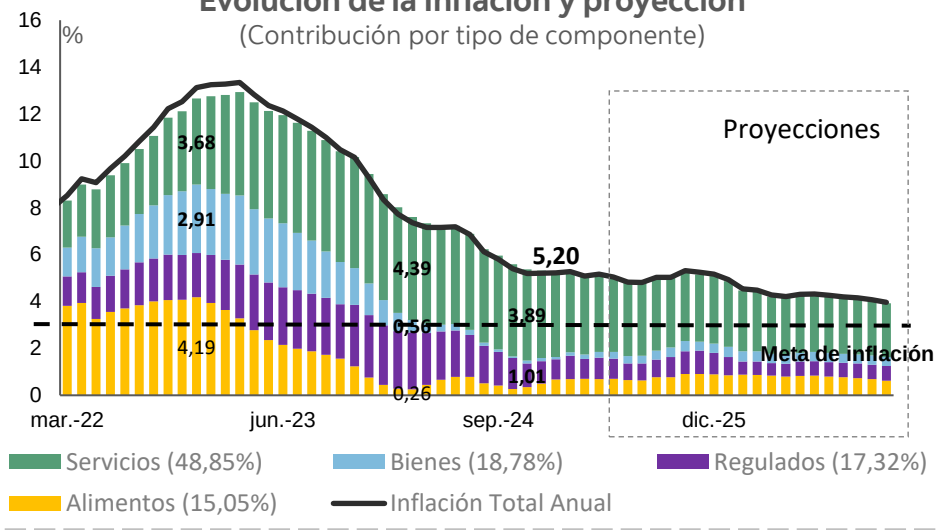


Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

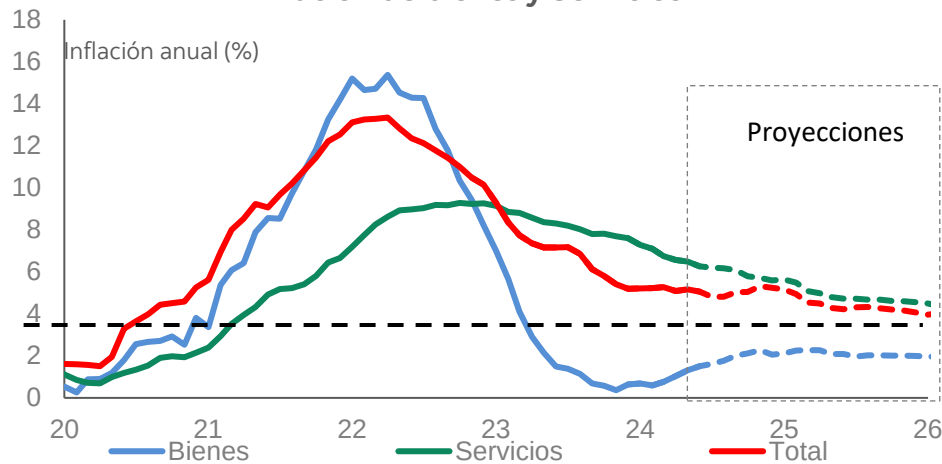
La inflación de servicios estaría por encima del rango meta en los próximos 2 años

En 2025 la inflación de bienes dejaría de apoyar en la misma magnitud el descenso de inflación total. Al mismo tiempo, la alta inflación de servicios persistiría por mucho más tiempo.

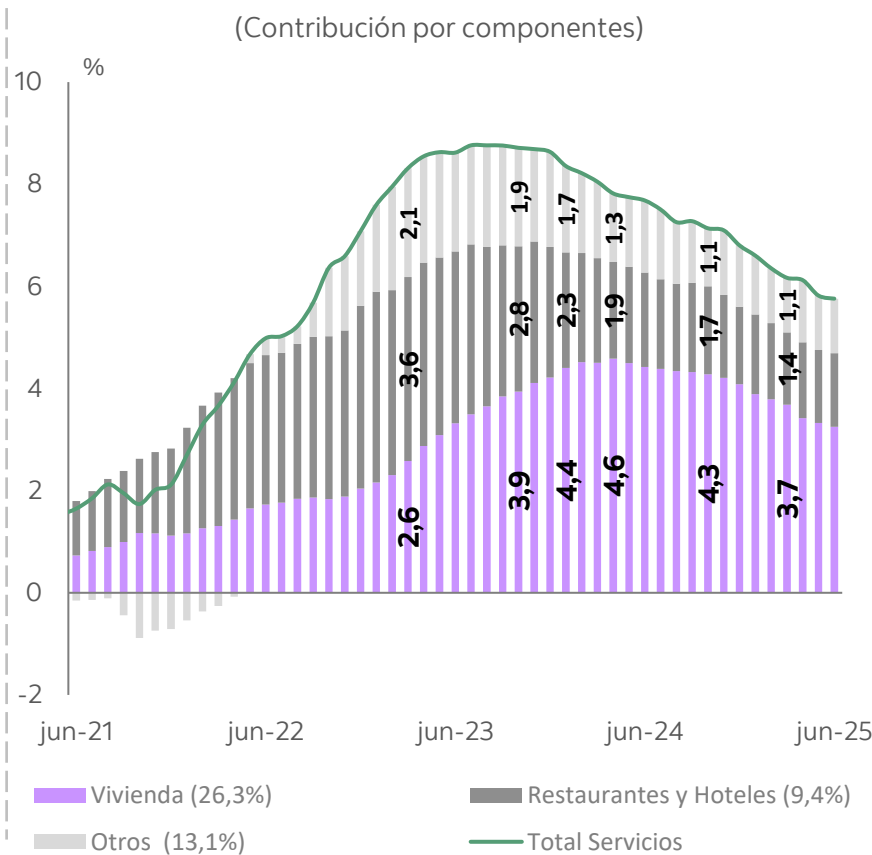
Evolución de la Inflación y proyección
(Contribución por tipo de componente)



Inflación de bienes y Servicios



Inflación anual de servicios
(Contribución por componentes)

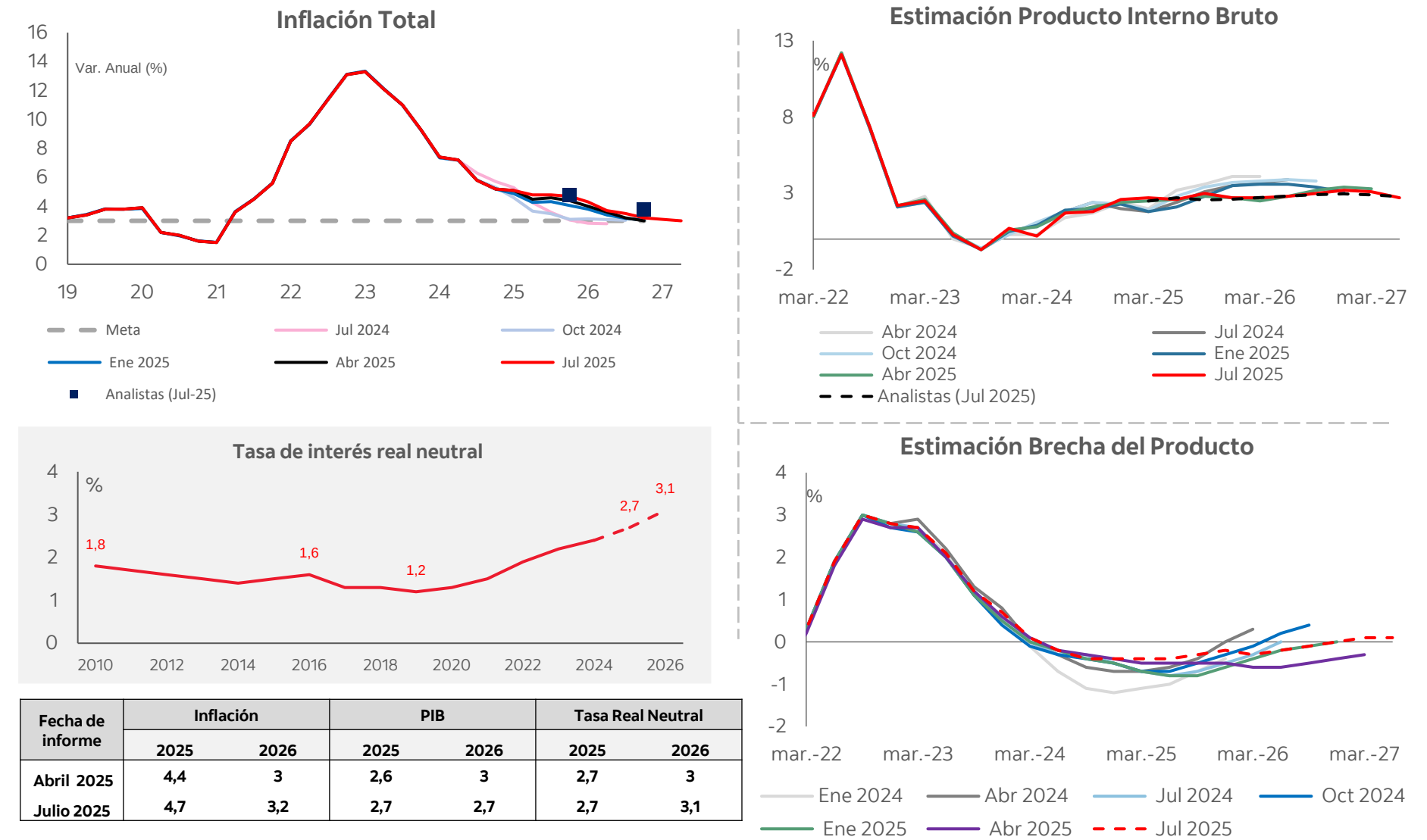


Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

Política Monetaria – Tasas de Interés

Política monetaria: La inflación tardaría más de lo previsto en bajar.

El equipo técnico del Banco de la República revisó al alza sus proyecciones de inflación, y la tasa de interés real para el 2026, lo que supone menor espacio para el recorte de tasas.



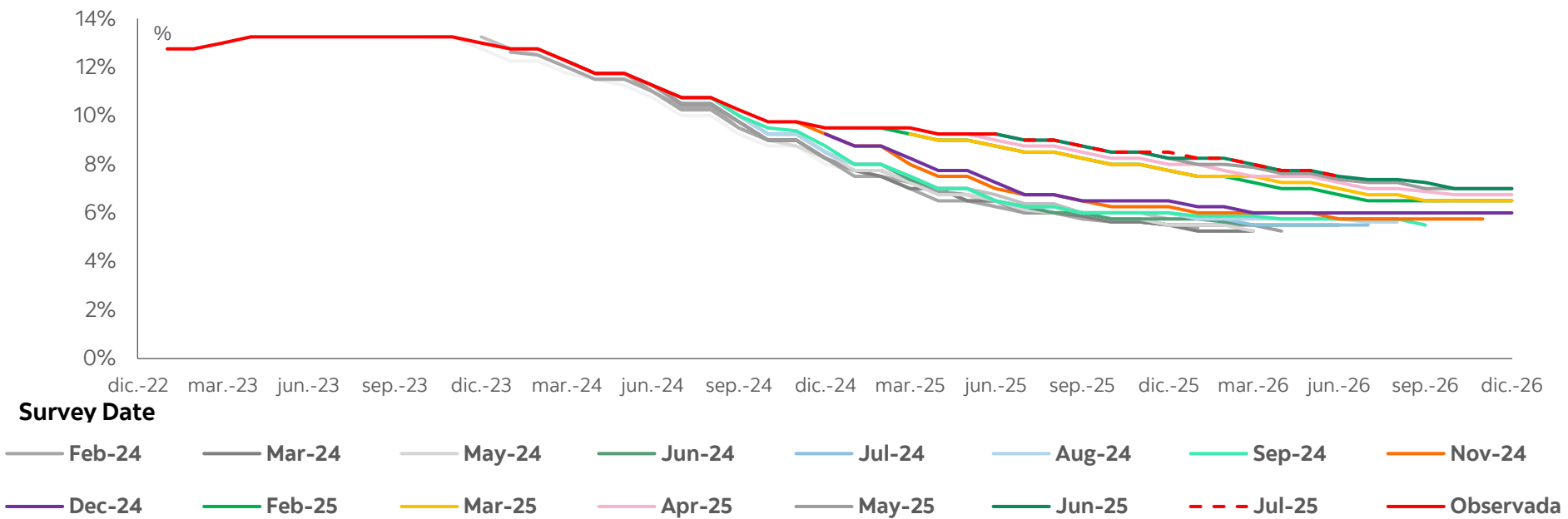
Fecha de informe	Inflación		PIB		Tasa Real Neutral	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Abril 2025	4,4	3	2,6	3	2,7	3
Julio 2025	4,7	3,2	2,7	2,7	2,7	3,1

Fuente: Informe de Política Monetaria - Julio de 2025, BanRep, Scotiabank Colpatria Economics.

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

Pese a que el ciclo de recortes de tasas de interés ha sido más lento de lo esperado, la visión de mediano plazo sigue siendo de tasas más bajas.

Evolución Expectativas Banrep
Encuesta Banco de la República (Oct- 2023 / Jul 2025)



Composición de la Junta Directiva luego del cambio de dos codirectores

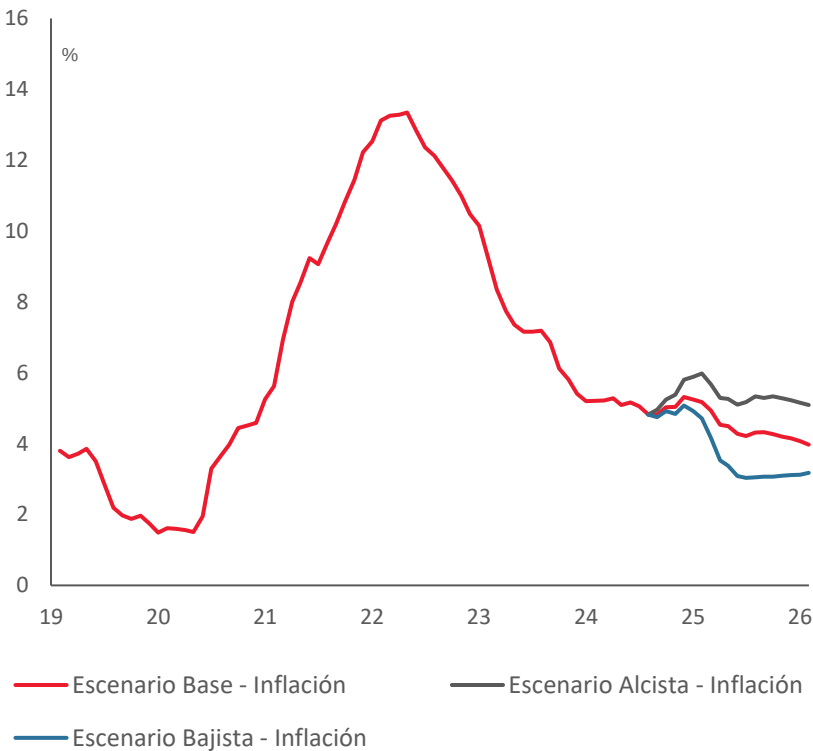
Ingreso a la junta	Mauricio Villamizar	Bibiana Taboada	Olga Lucia Acosta	Laura Moisa-Elicabide	Cesar Giraldo-Giraldo	Germán Avila
	Febrero 2021	Febrero 2021	Enero 2023	Febrero 2025	Febrero 2025	Marzo 2025 Ministro de Hacienda
						Noviembre 2024 – Reelecto

Fuente: BanRep, Scotiabank Colpatría Economics.

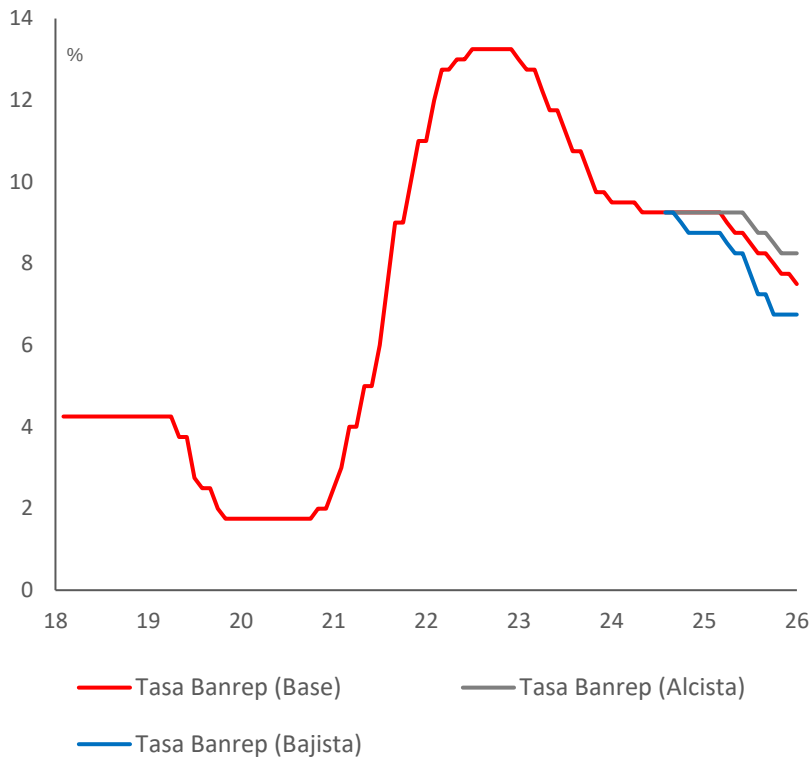
Política monetaria : El escenario de riesgos podría implicar un retraso significativo en la llegada a niveles neutrales de las tasas de interés.

Los escenarios de riesgo contemplan un reverso parcial del ciclo de recortes ante los riesgos internacionales y de inflación.

Expectativas de Inflación



Expectativa de tasas de interés.

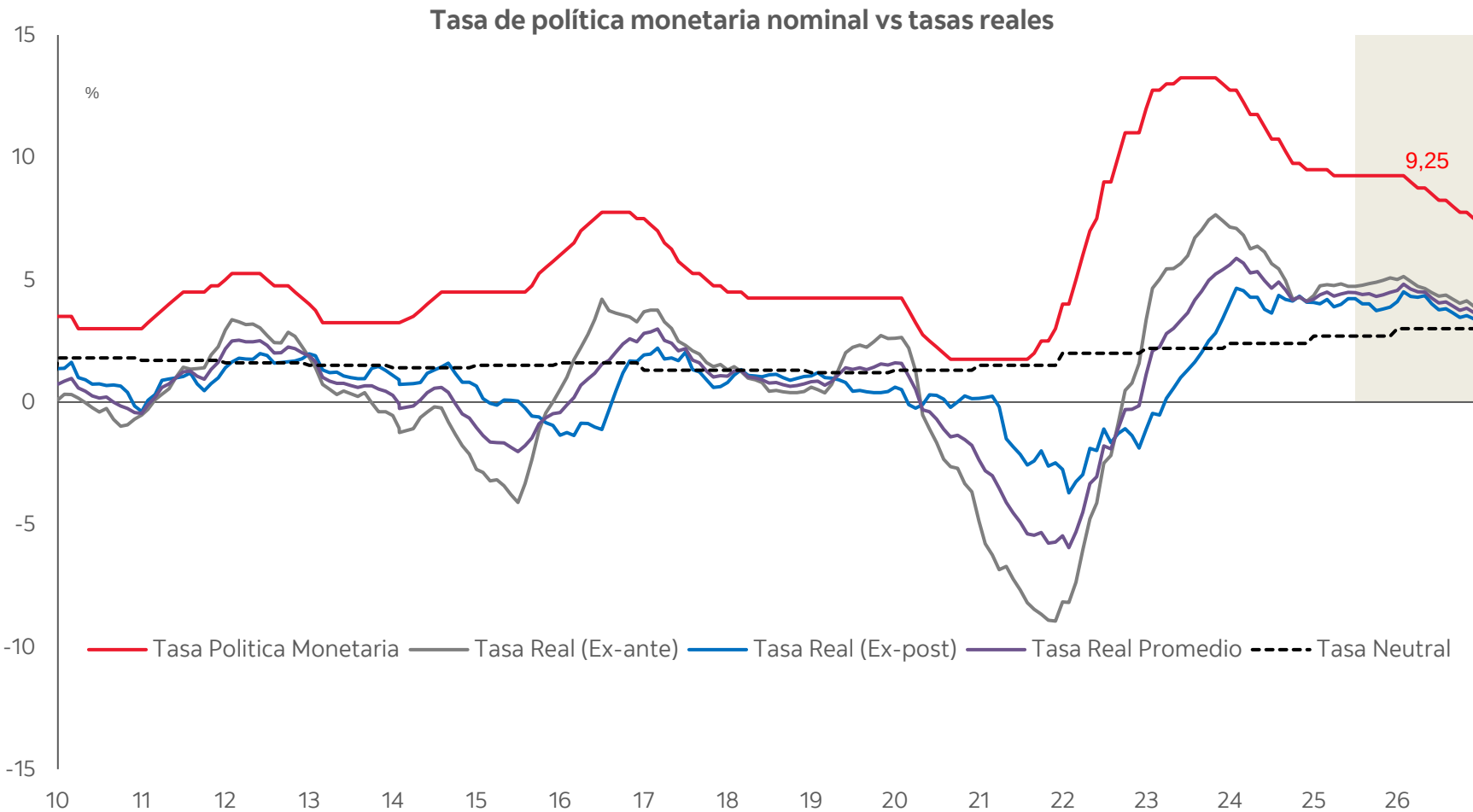


	2025												2026											
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	dic
Tasa de interés	9,50	9,50	9,50	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,0	8,75	8,75	8,50	8,25	8,25	8,0	7,75	7,75	7,50
Inflación	5,22	5,28	5,09	5,16	5,05	4,82	4,82	5,03	5,04	5,32	5,25	5,17	4,94	4,54	4,49	4,28	4,21	4,31	4,32	4,27	4,20	4,15	4,07	3,97

Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatría Economics.

La rigidez en la inflación requeriría un entorno de tasa real contractiva.

El panorama apunta a una reducción de tasas muy gradual, las tasas neutrales se alcanzarían luego del 2026

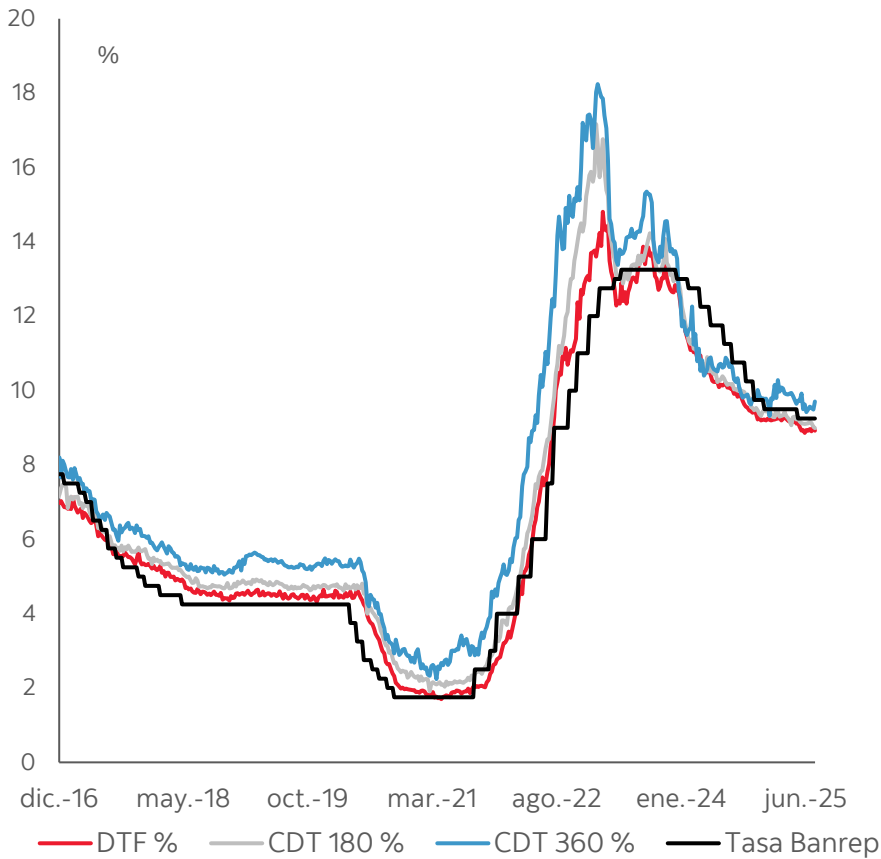


Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatría Economics.

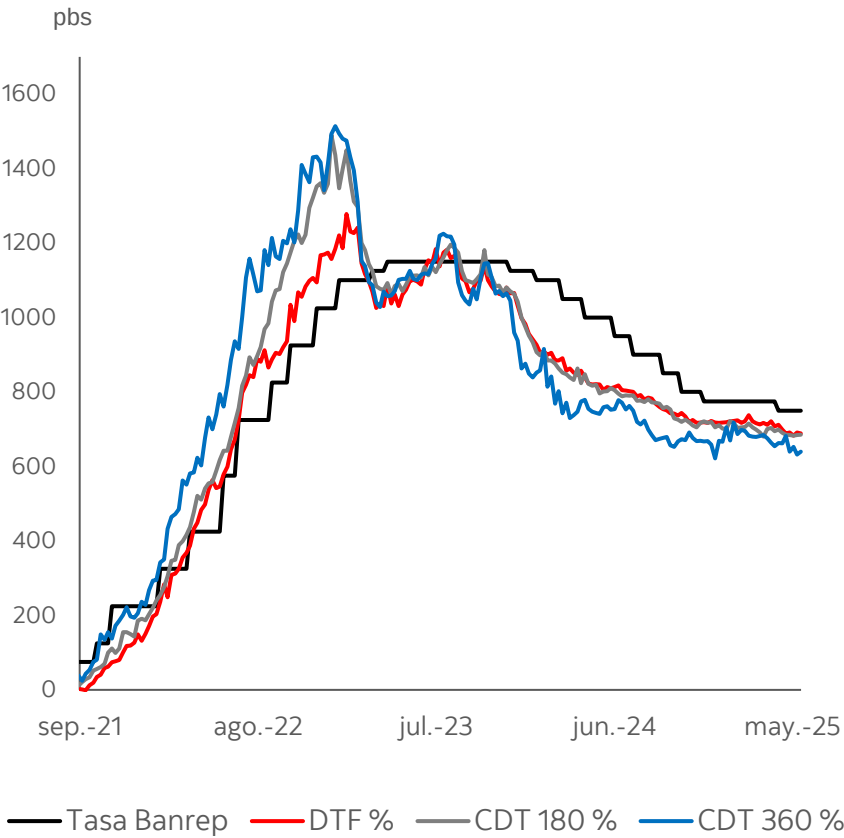
CDTS captación – Colocación – demanda crédito

Las tasas de captación se mantienen relativamente estables evaluando las expectativas de una tasa de referencia que permanecería alta por más tiempo del anteriormente previsto

Evolución tasas de captación vs tasa Banrep



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

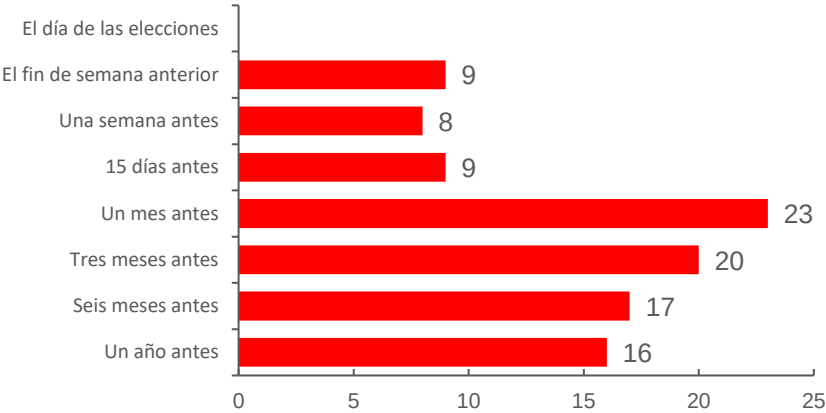


Fuente: Banrep, Scotiabank Economics

Gobierno y Política fiscal

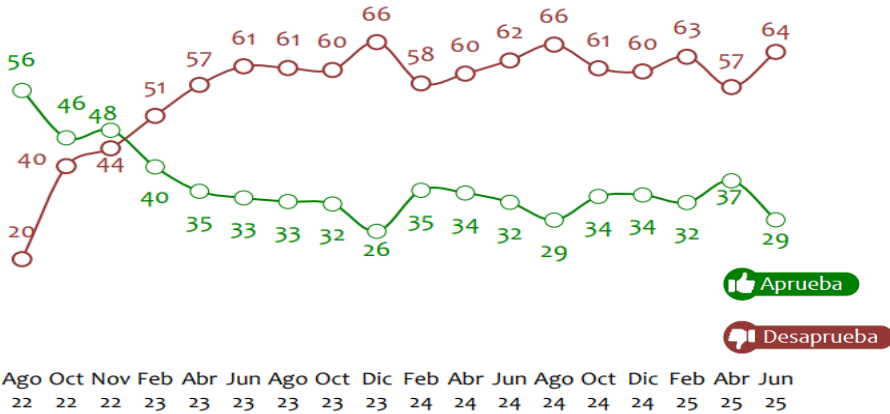
Elecciones 2026: Las condiciones fiscales serán el mayor reto.

¿En qué momento deciden los colombianos su voto para cualquier elección popular?



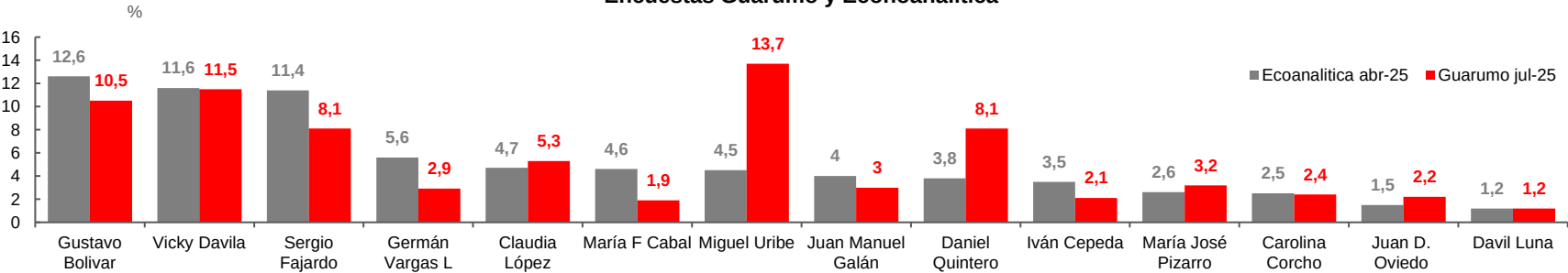
Fuente: Polimetrica – Mayo 2025

Evolución aprobación Presidente Gustavo Petro



Fuente: Invamer – Junio 2025

Intención de voto Encuestas Guarumo y Econoanálítica



Fuentes: Guarumo (July 2025) / Econoanálítica (April 2025)

	Octubre - 2025	Diciembre 2025	Enero 31 a Marzo 31 /2026	Marzo 8 de 2026	Mayo 31 / Junio 21 2026
Fechas Clave	Definición de liderazgos en partidos de opoción	Deadline para optar por votaciones primarias	Inscripción de Candidatos	Elecciones de Congreso Elecciones Primarias	Primera / Segunda Vuelta Presidenciales

IZQUIERDA

Camilo Romero

Exgobernador / Exembajador de Argentina

Carolina Corcho

Exministra de Salud

Carlos Caicedo

Exgobernador Magdalena

Daniel Quintero

Exalcalde de Medellín

Gustavo Bolivar

Exdirector del DPS

Maria José Pizarro

Senadora del Pacto Histórico

Susana Muhammad

Exministra de Ambiente

Luis Gilberto Murillo

Exembajador de EEUU

Mauricio Lizcano

Exministro TIC

Roy Barreras

Exembajador de Londres

CENTRO

Claudia Lopez

Exalcaldesa de Bogotá

Sergio Fajardo

Excandidato Presidencial

Juan Manuel Galán

Exsenador

Juan Daniel Oviedo

Exdirector del DANE

Alejandro Gaviria

Excandidato Presidencial

Maurice Armitage

Exalcalde de Cali

Luz Maria Zapata

Exdirectora de Asocapitales

CENTRO- DERECHA

Abelardo de la Espriella

Abogado

Daniel Palacios

Exministro del Interior

David Luna

Excongresista

DERECHA

Miguel Uribe Turbay

Senador

German Vargas Lleras

Exministro del Interior

Vicky Dávila

Exdirectora de la revista Semana

Jota Pe Hernández

Senador

Paloma Valencia

Senadora

Maria F. Cabal

Senadora

Paola Holguin

Senadora

Andrés Guerra Hoyos

Senador

SIN DEFINIR

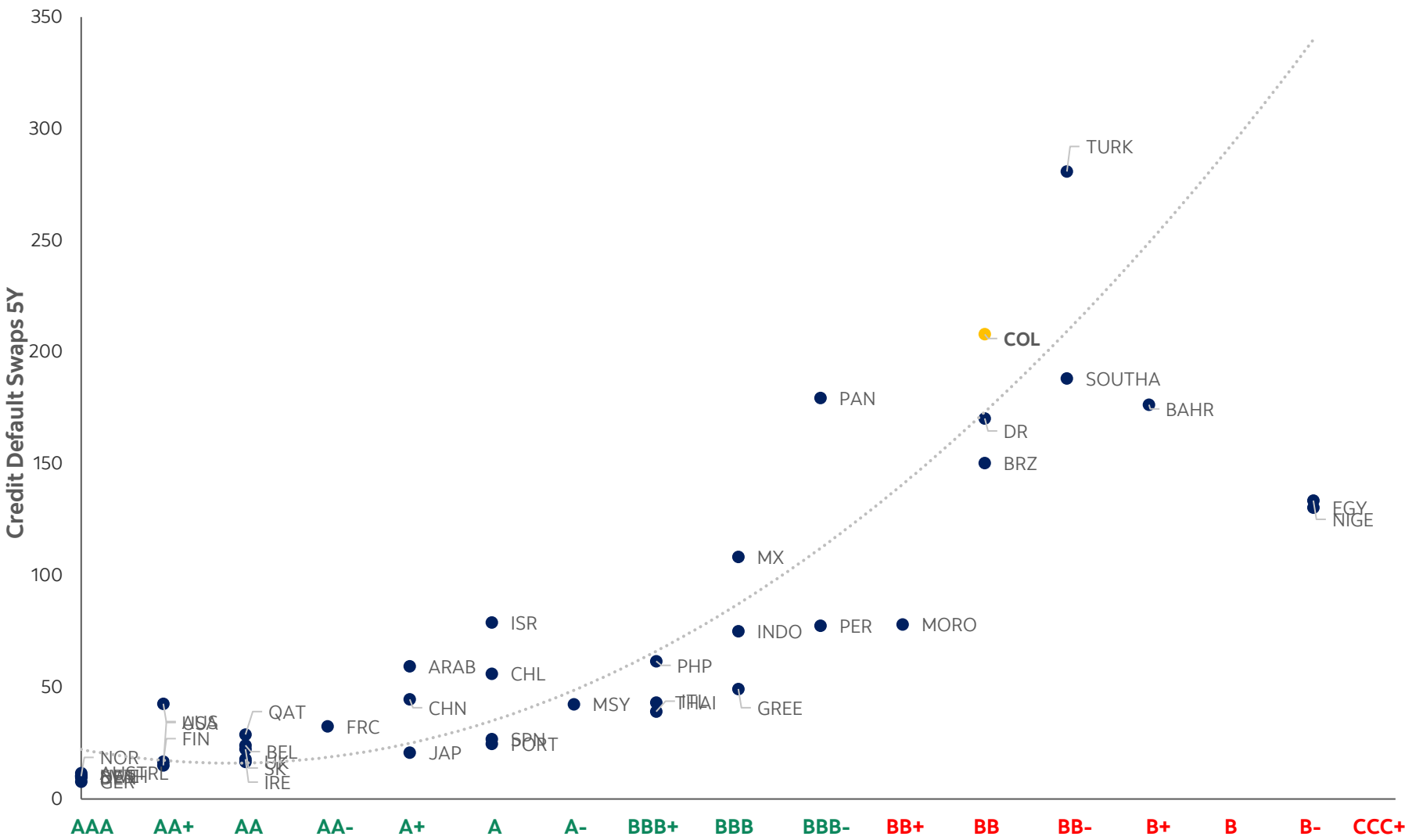
Mauricio Cardenas

Exministro de Hacienda

Santiago Botero

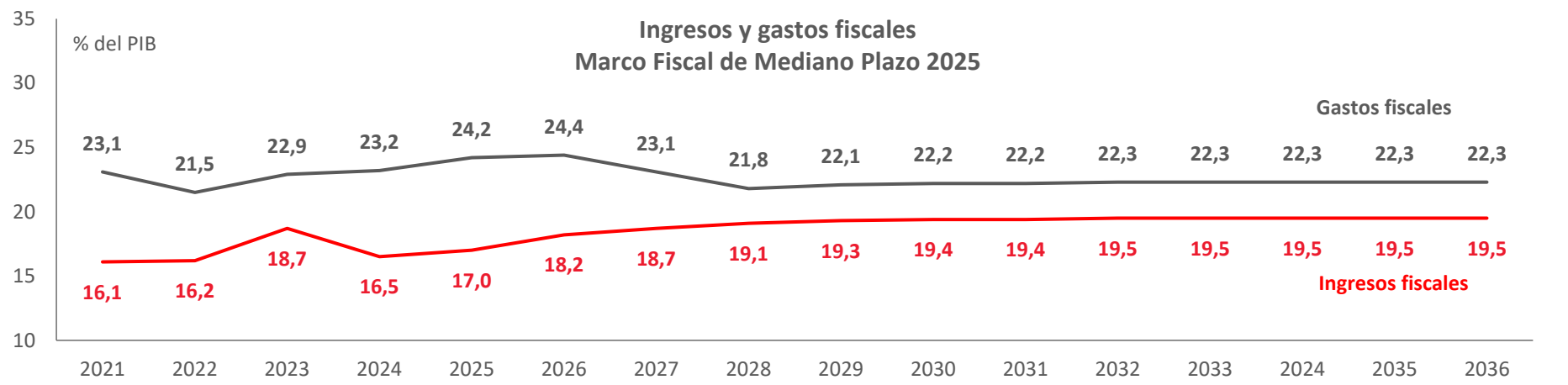
Empresario

En Colombia el riesgo de crédito de mediano plazo es significativamente superior a países con calificaciones crediticias similares



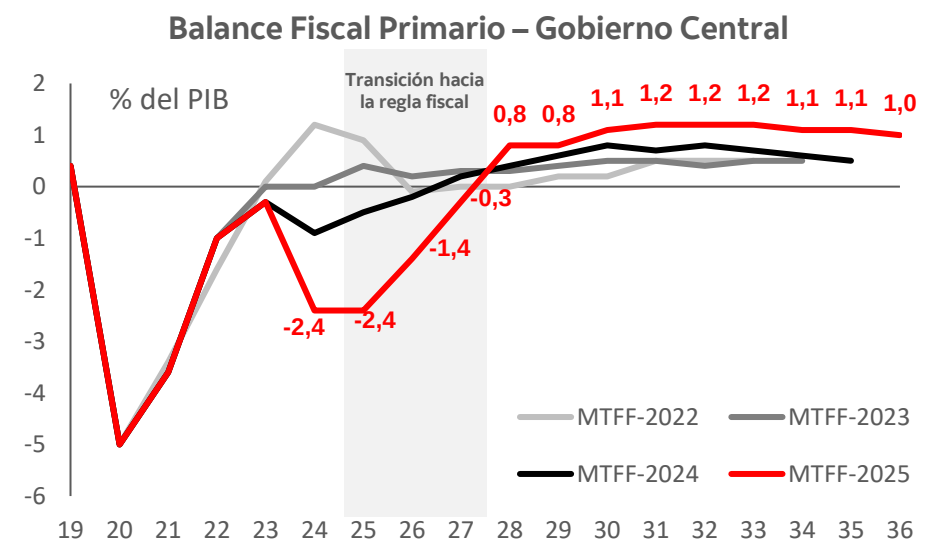
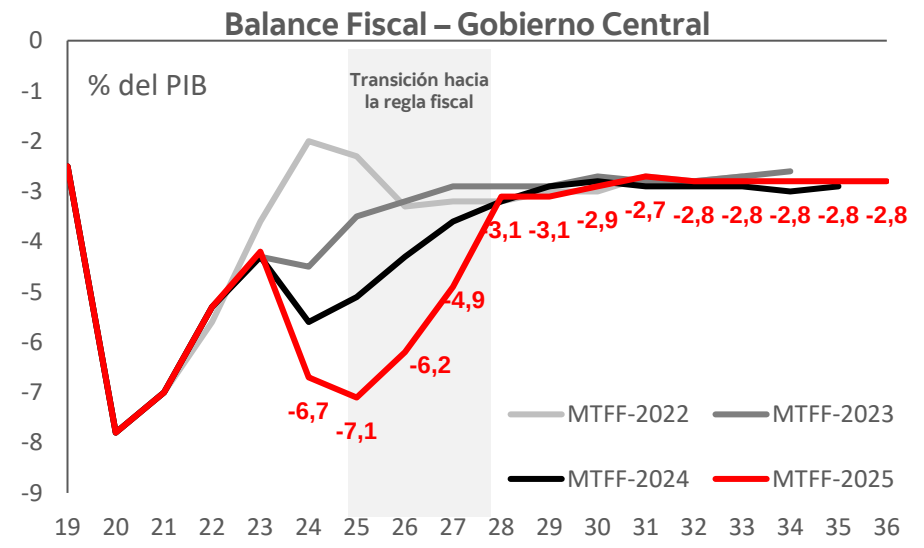
*Actualizado al 5 de agosto de 2025.
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics

Política Fiscal: La credibilidad en las proyecciones es baja.



El ajuste propuesto para la transición hacia la regla fiscal comprende una **reforma a los ingresos a través de una reforma tributaria por COP 19 bn**, y reformas a los gastos inflexibles.

El gobierno espera que, de alcanzarse los objetivos propuestos en ingresos y gastos, se lograría retomar el mecanismo de regla fiscal desde 2028 junto con **superávits primarios**.



Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Economics.

Política fiscal: La estrategia de financiamiento se está poniendo a prueba

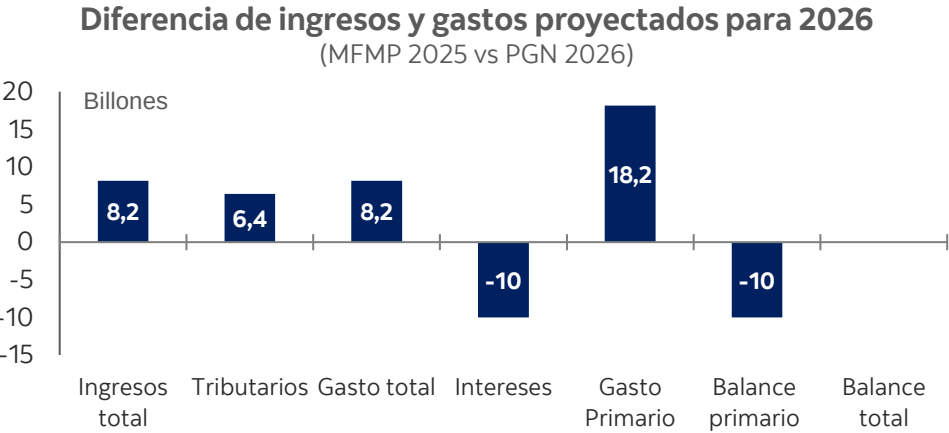
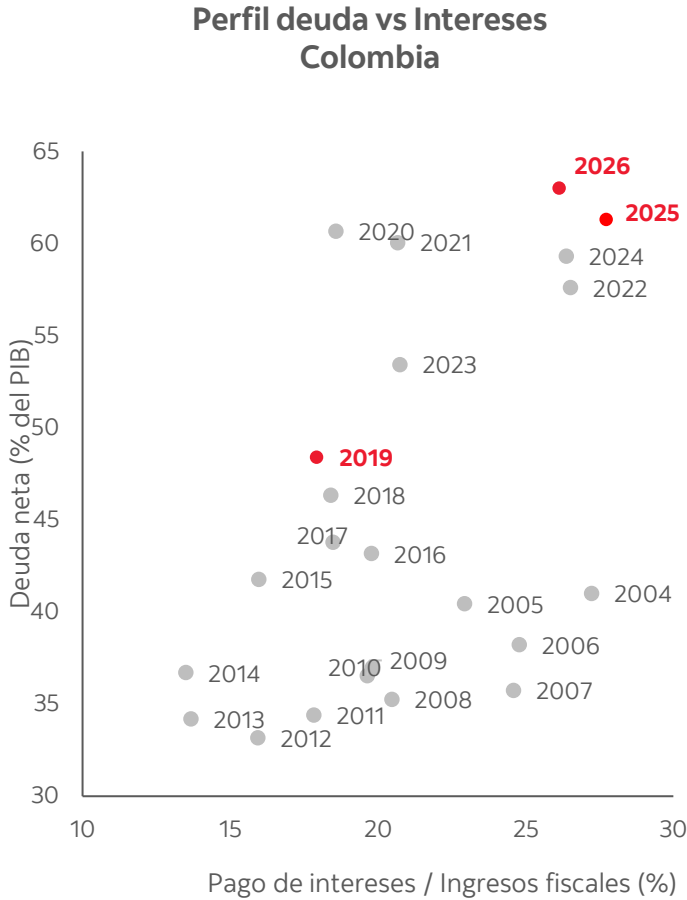
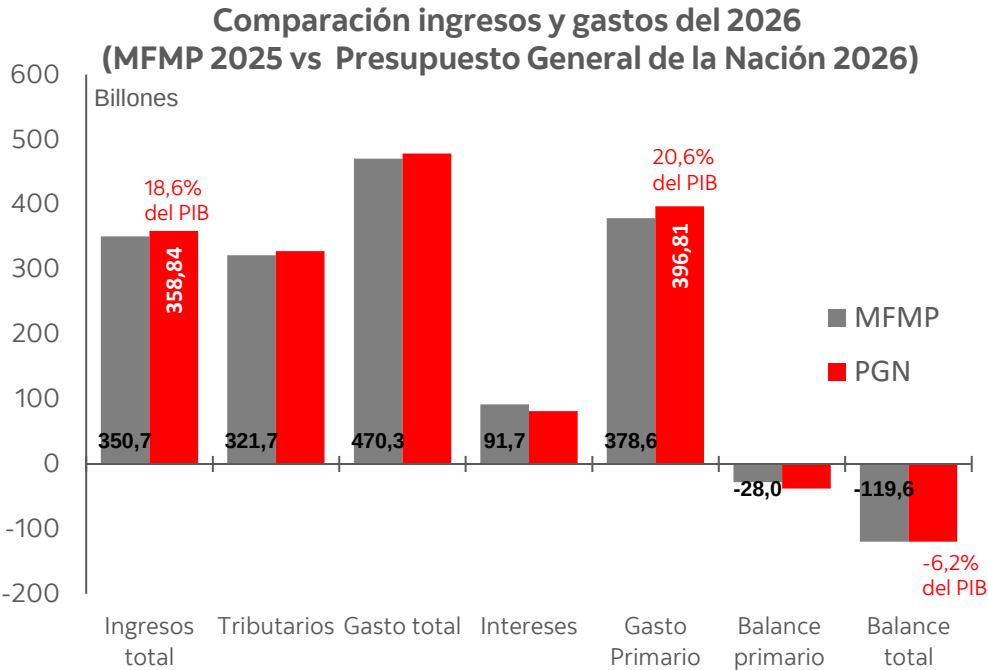
Fuentes y Usos 2025					
Fuentes (COP bn)	Plan Financiero 2025 (Proyección febrero)	MFMP 2025 (Proyección actual)	Usos (COP bn)	Plan Financiero 2025 (Proyección febrero)	MFMP 2025 (Proyección actual)
	137,3	193,9		137,3	193,9
Desembolsos	104,7	119,4	Déficit a Financiar	90,8	129,6
Fuentes externas (USD 8.1 MM)	35,9	(USD 9.0 MM) 38,6	Intereses Internos	65,1	66,0
Bonos (USD 3.6 MM)	15,9	(USD 6.0 MM) 25,6	Intereses Externos (USD 4.87 MM)	21,3	(USD 4.63 MM) 19,8
Multilaterales (USD 4.5 MM)	19,9	(USD 2.0 MM) 8,7			
Comerciales y otros		(USD 1.0 MM) 4,2			
Fuentes internas	68,8	80,8	Amortizaciones	34,9	32,9
Subastas TES	45,0	58,0	Externas (USD 4.75 MM)	20,7	(USD 4.84 MM) 20,5
TES verdes	1,5	1,5	Internas	14,1	12,4
Entidades Públicas	17,0	15,0			
Tender + ETF		1,0	Pago Obligaciones (Sentencias, Salud, Otros)	1,0	1,2
Bonos Pensionales	3,90	3,91			
Pago de obligaciones con TES	1,4	1,4			
Operaciones de Tesorería	-2,1	40,7	Pago de Obligaciones con TES	1,4	1,4
Bonos de corto plazo (TCO)	-0,7	16,1	ANI	0,5	0,5
Fondos Administrados	-9,4	4,6	FOMAG	0,9	0,9
Repos, simultáneas, Préstamos CP	8,0	20,0			
Ajustes por Causación	18,6	17,7	Disponibilidad Final	9,2	28,8
Disponibilidad Inicial	16,1	16,1	En COP	6,5	20,5
En COP	3,6	3,6	En moneda extranjera	2,6	8,3
En moneda extranjera (USD 2.8 MM)	12,4	(USD 2.8 MM) 12,4			

La **estrategia de financiamiento** comprende:

- COP 12 bn en mayores subastas de deuda pública, principalmente en COLTES. Prefinanciamiento de 2026
- COP 3 bn en mayores necesidades de financiamiento externo. Las multilaterales ya no están de nuestro lado.
- **La estructura de operación de repos ya no se considera una fuente, sino una estrategia de manejo de deuda**

Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Economics.

¿Qué cambios trajo el Presupuesto General de la Nación del 2026?



Fuente: MFMP 2025, PGN 2026, Scotiabank Economics,

Fuentes y Usos 2026. Más señales de altas necesidades fiscales

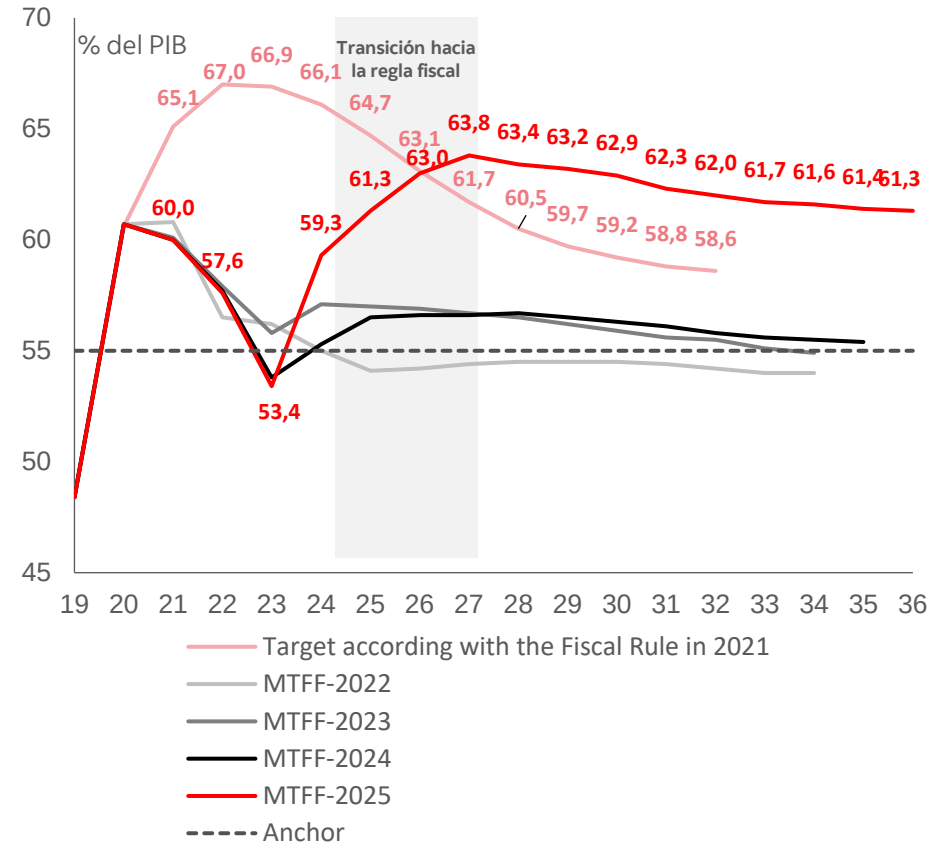
Sources (COP tn)		MTFF- 2025		PGN 206 (Current Projections)		Uses (COP tn)		MTFF- 2025		PGN 206 (Current Projections)	
		171.5		176.5				171.5		176.5	
Disbursements		110.4		143.0		Fiscal Deficit		119.6		119.6	
Foreign Sources	(USD 9.1 bn)	40.0	(USD 13.1 bn)	57.7		Primary balance		28.0		38.0	
Bonds	(USD 5 bn)	22.0		39.7		Local interests		67.8		57.8	
Multilaterals	(USD 2.6bn)	11.4		11.4		External interests	USD 5.67 bn	23.9	(USD 5.7 bn)	23.9	
Commercials	(USD 1.5bn)	6.6		6.6		Other net uses in USD	(USD 378 m)	1.7	(USD 3.38 bn)	14.9	
Local Sources		70.3		85.3		Amortizations		25.3		25.3	
COLTES Auctions		60.0		65.0		External	(USD3.92 bn)	17.3	(USD 3.92 bn)	17.3	
Green bonds		1.0		1.0		Local		8.0		8.0	
Public Entities		4.5		14.5		Payment of obligations with debt servi		1.5		1.5	
Pensional bonds		4.50		4.50		Overdue Cour rulings		1.5		1.5	
Payments with COLTES		0.3		0.3		Payment of obligations with TES		0.3		0.3	
Treasury operations		13.3		217.0		ANI		0.3		0.3	
Short-term bonds (TCO)		3.5		3.5		Final availability		24.8		29.8	
Government Managed Funds		4.8		-3.3		COP		20.2		20.8	
Repo operations		5.0				Foreign currency	(USD 1.05bn)	4.6	(USD 2.05 bn)	9.0	
Accrual Adjustments		19.0		8.5							
Initial availability		28.8		24.8							
COP		20.5		16.4							
Foreign currency	(USD 1.95 bn)	8.3	(USD 1.95 bn)	8.3							

Source: MTFF 2025, PGN 2026, Scotiabank Colpatria Economics

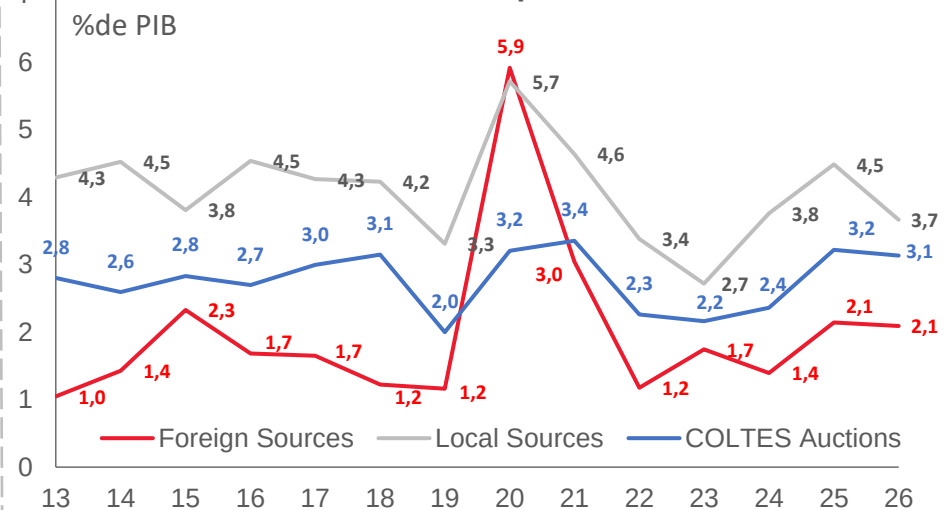
Política fiscal: La deuda pública alcanzaría máximos históricos y cercanos al límite del 70% si no hay cambios estructurales

- La carga de la deuda se incrementaría significativamente en medio de dificultades para agilizar el recaudo tributario en el corto plazo.
- No obstante, las fuentes de financiación como porcentaje del PIB se mantendrán en el rango de tolerancia de los mercados

Deuda Neta del Gobierno Central



Financiamiento por fuente



Agencia
Calificadora
FitchRatings
S&P Global
MOODY'S

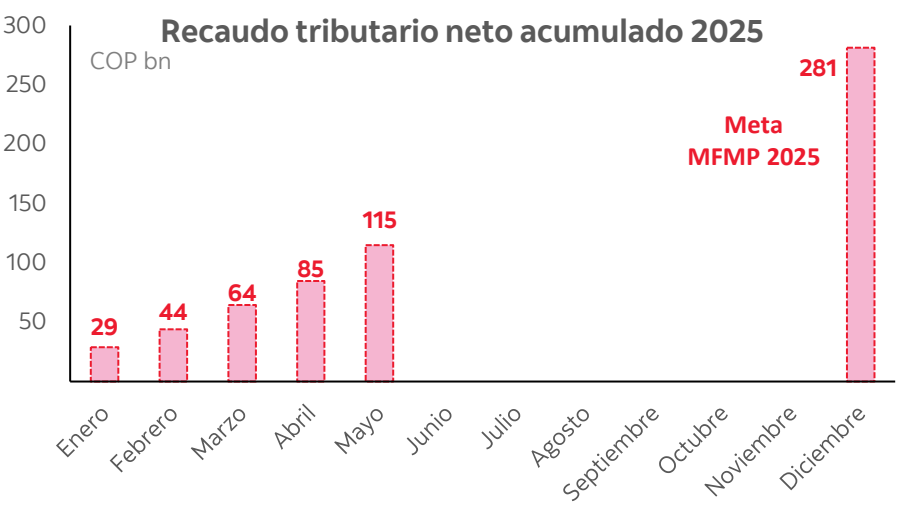
Riesgo
Crediticio
BB+
BB
Baa3

Perspectiva
Negativa
Negativa ↓
Estable ↓

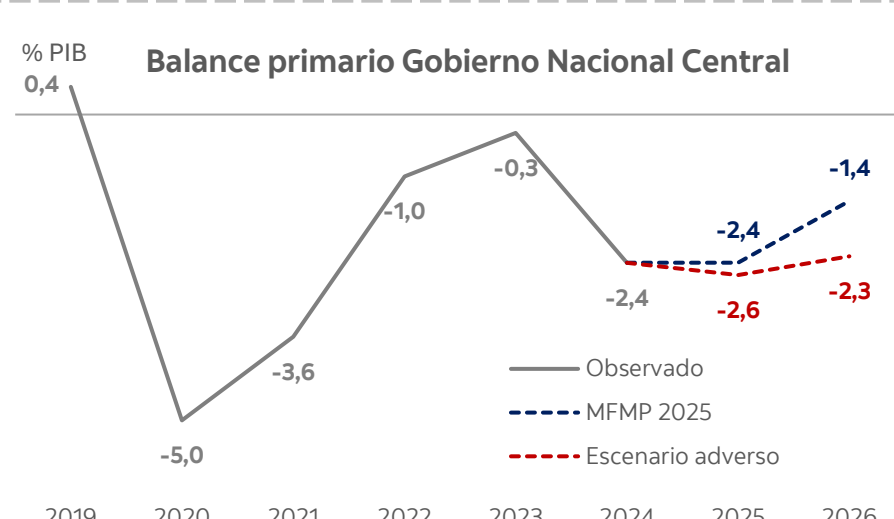
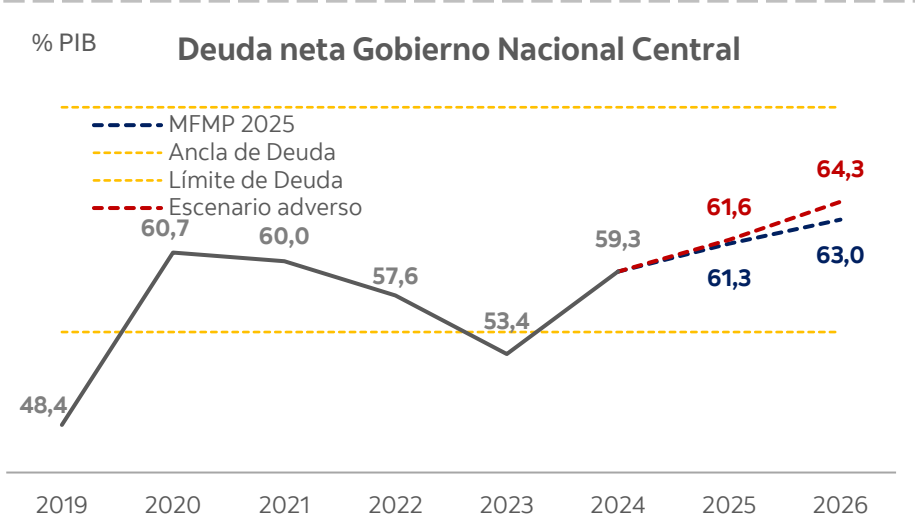
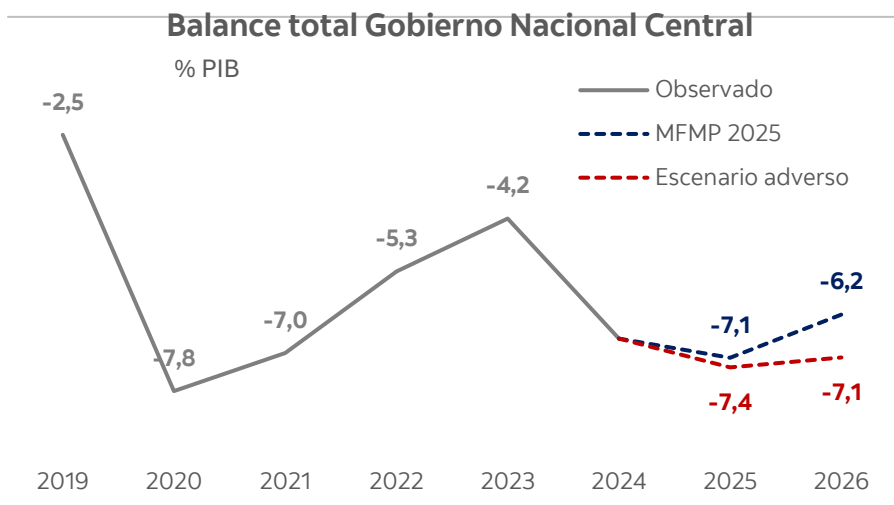
Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Economics,

Las apretadas condiciones de liquidez evidenciadas en 2024 persistirían en 2025

El Gobierno nacional **ajustó sus ingresos tributarios esperados para 2025**. Para 2026 el panorama sería retador.



En ausencia del ajuste fiscal esperado para 2026, el déficit fiscal se incrementaría en COP 19 bn desde el 6,2% del PIB esperado hasta el 7,1%.



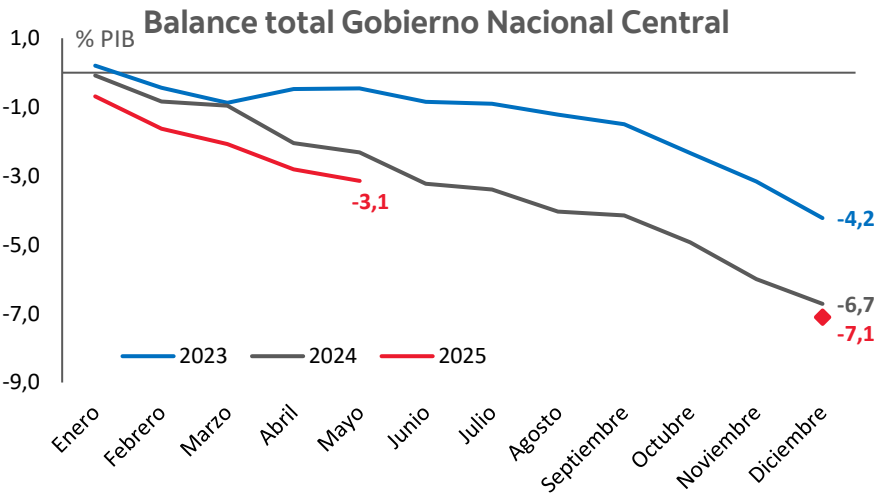
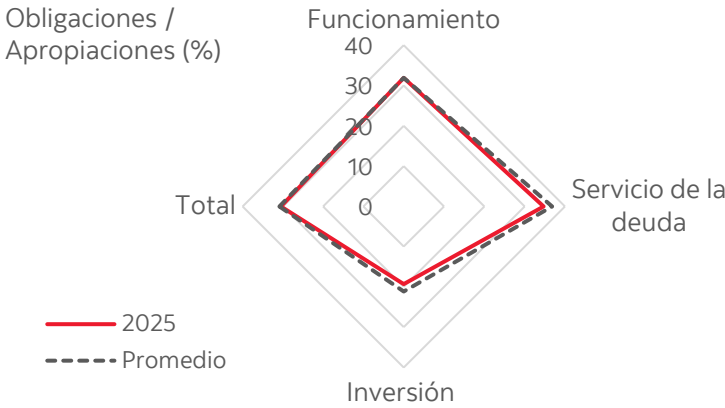
Fuente: Plan Financiero 2025, Scotiabank Colpatría Economics

El inicio de 2025 ya mostraba un panorama retador para las finanzas públicas

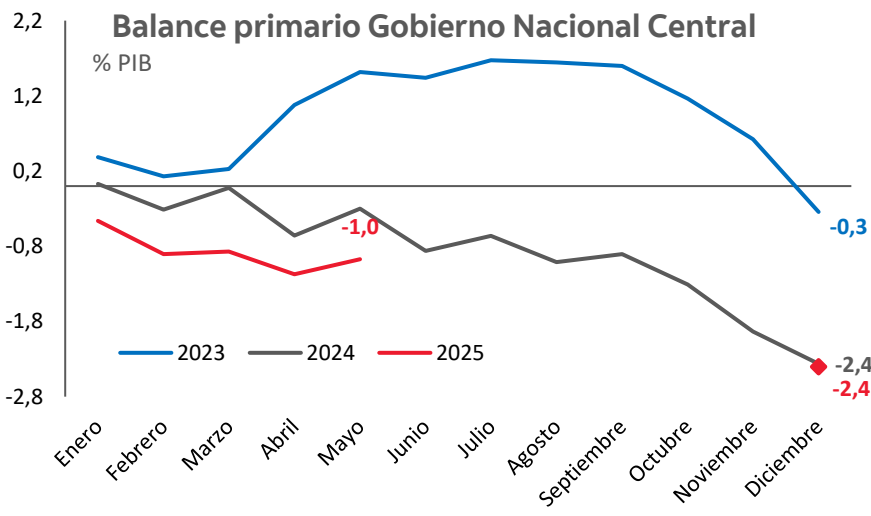
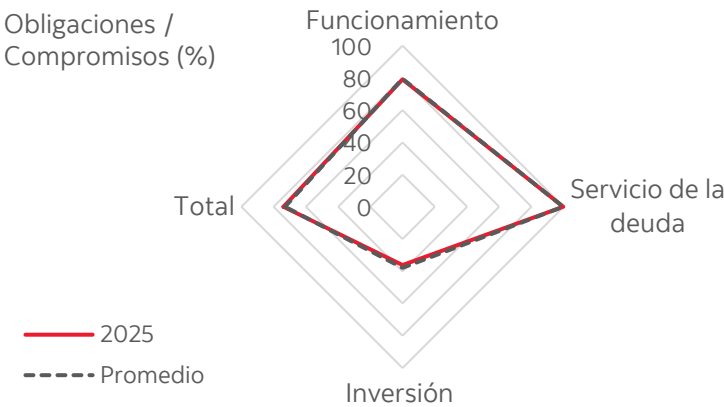
La ejecución presupuestal a corte de mayo de 2025 se ubicó en 31% donde la **inversión** presenta el mayor rezago.

Entre enero y abril el déficit primario (sin intereses) fue de COP 21 bn (1,2% del PIB).

Ejecución PGN a corte de mayo



Rezago presupuestal a corte de mayo

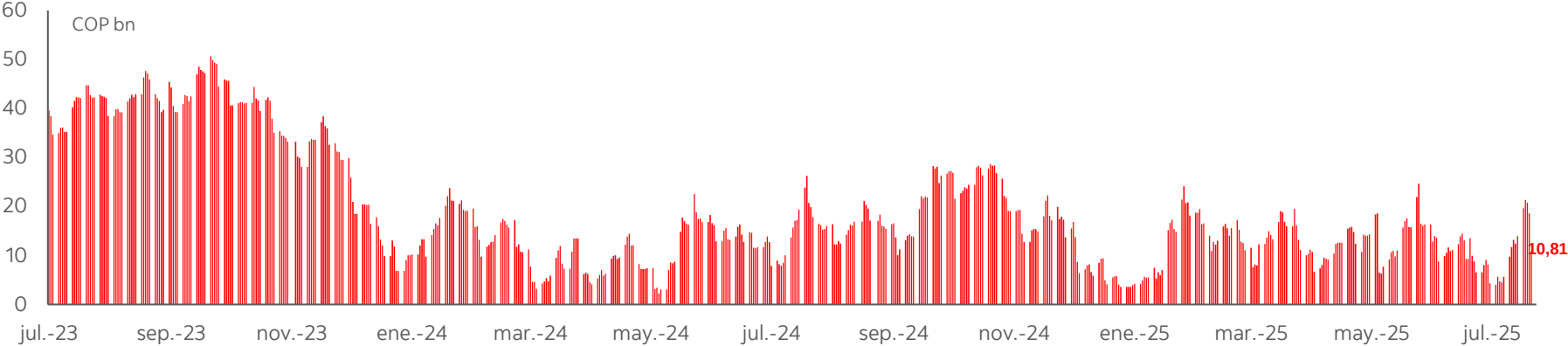


*Promedio entre 2019 y 2024 a corte de mayo.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Colpatría Economics

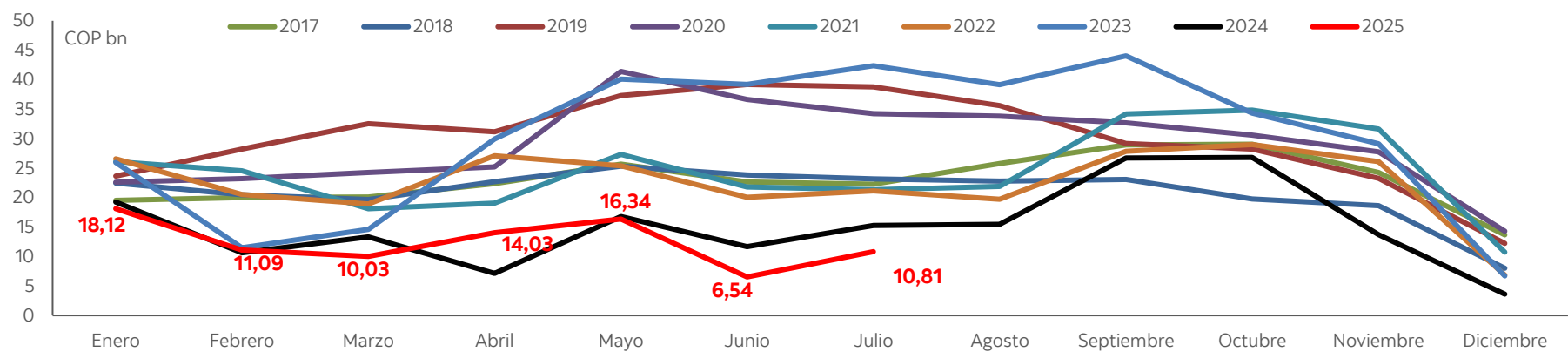
Liquidez

La caja del Gobierno nacional se mantiene por debajo de promedios históricos. Ante este panorama la estrategia del Gobierno se enfocaría en mayor emisión de deuda a corto plazo para incrementar los niveles de liquidez.

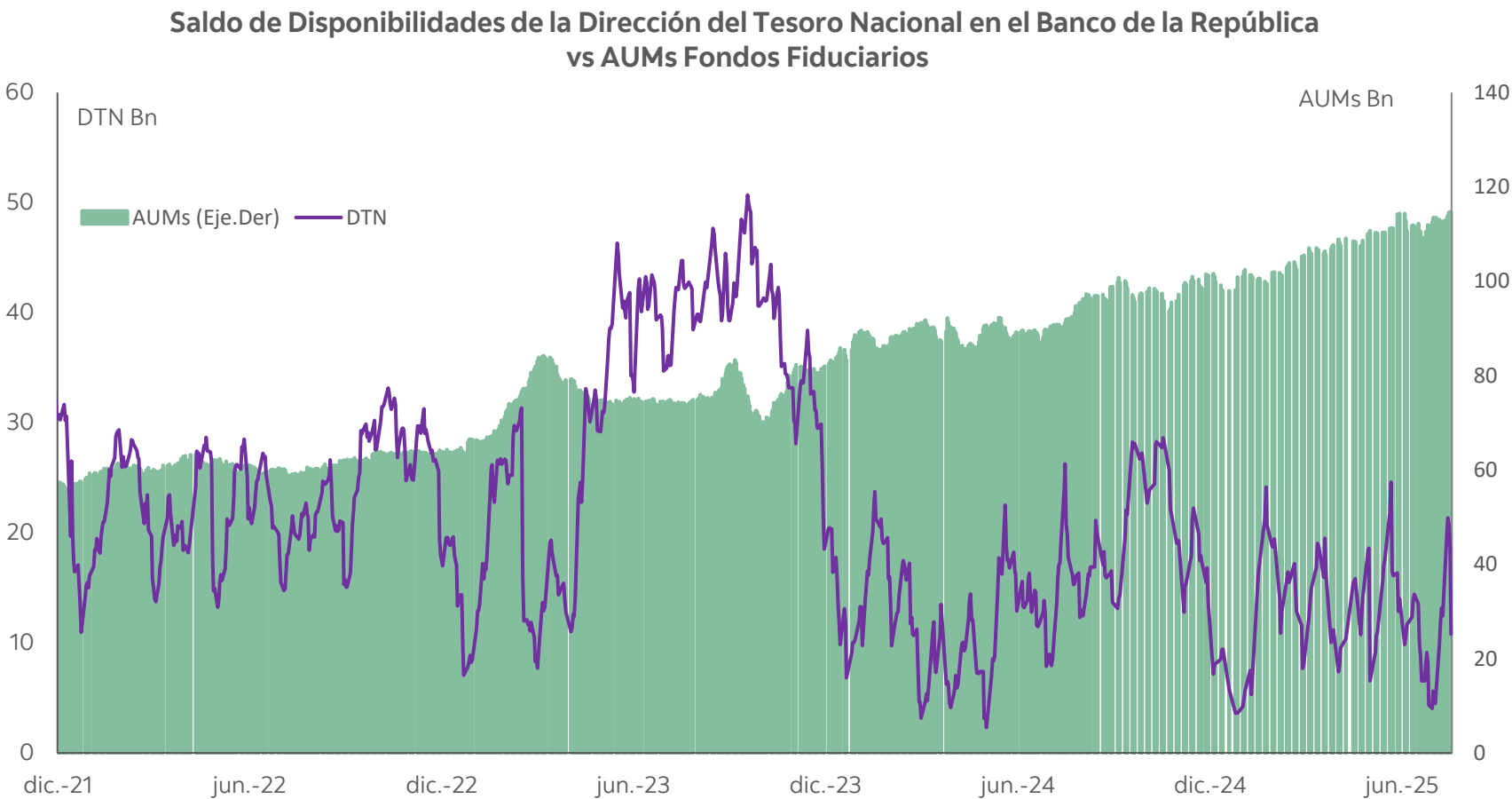
Saldo de Disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional en el Banco de la República



Evolución del saldo de las diponibilidades por año



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

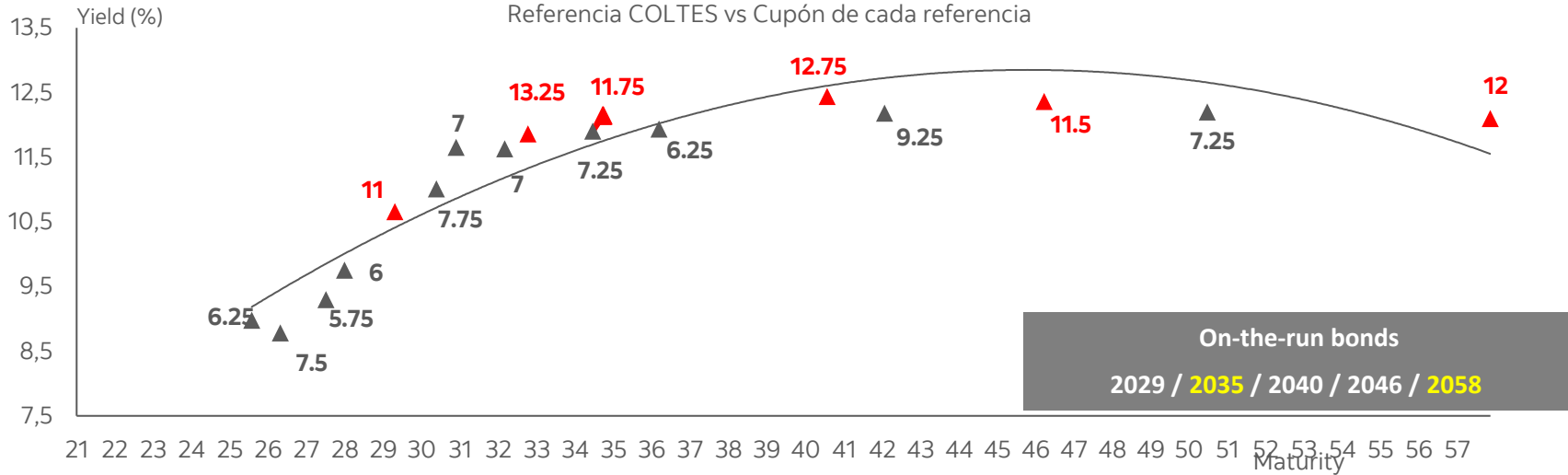


Fuente: Asofiduciarias, BanRep, Scotiabank Economics,

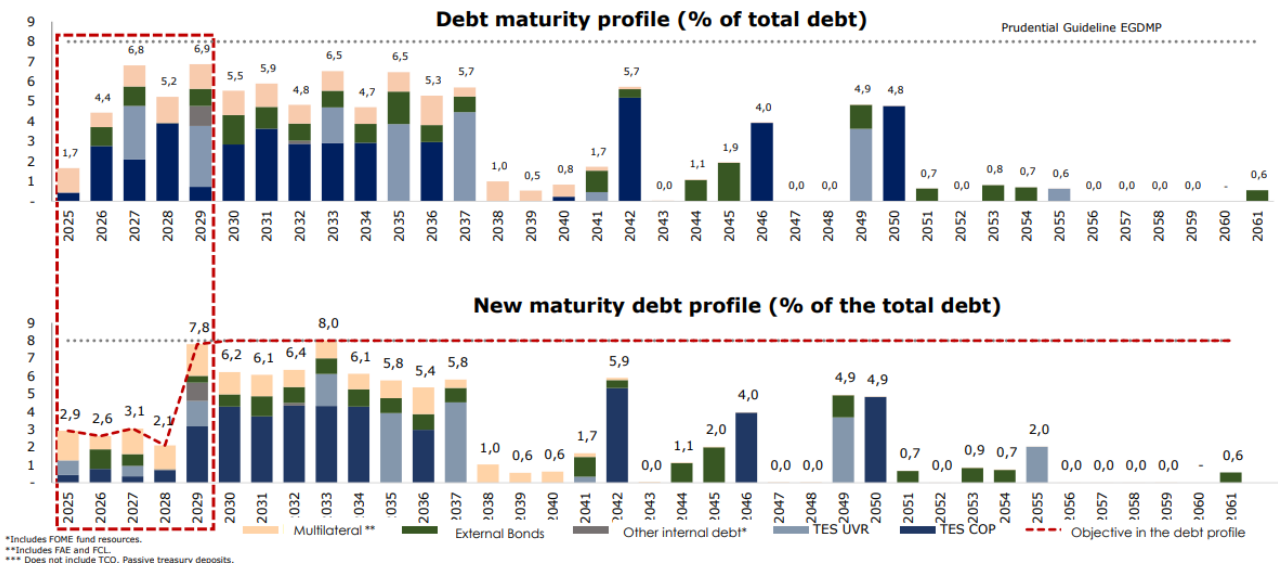
La estrategia de financiación asume un alto riesgo de reinversión

Curva de rendimiento de Colombia

Referencia COLTES vs Cupón de cada referencia



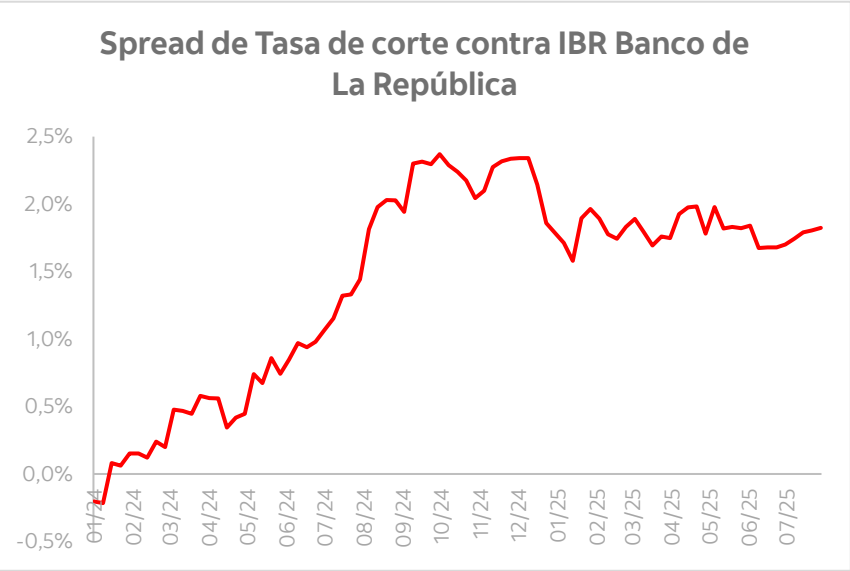
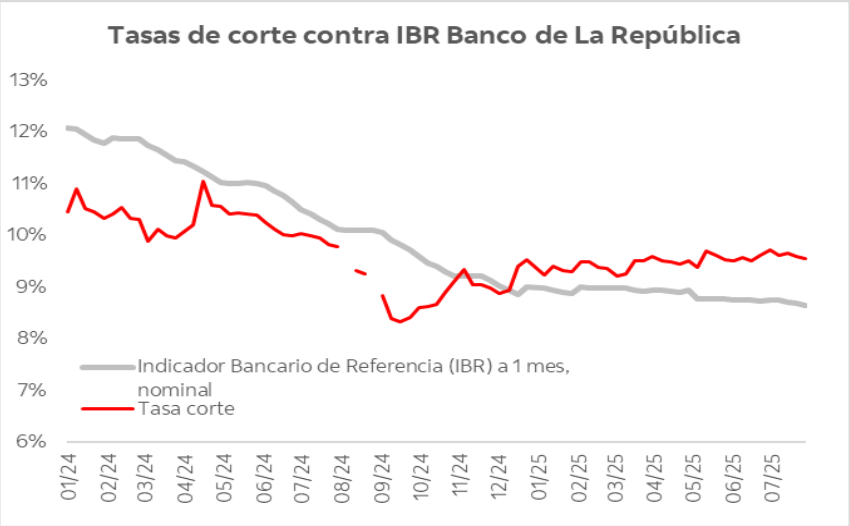
Comparación
entre el perfil
de deuda



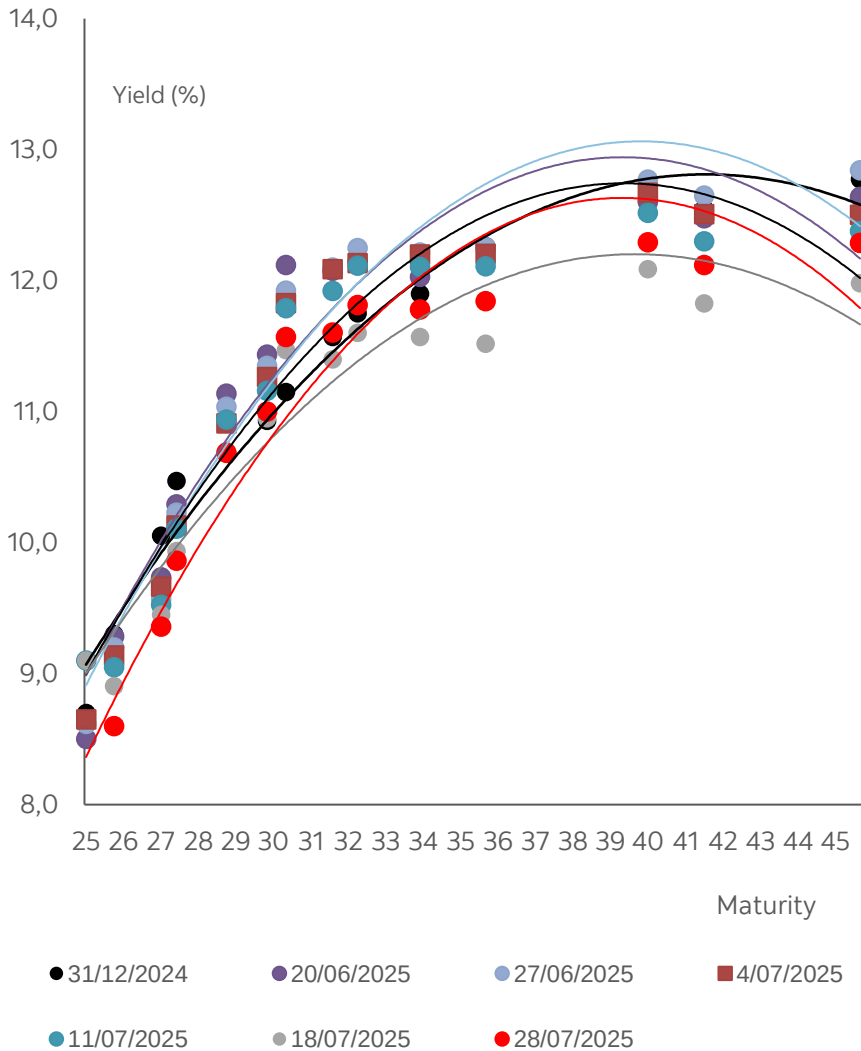
Source: Ministerio de Hacienda, Scotiabank Colpatría Economics.

Mecanismos de financiamiento de la nación e impacto en el mercado

Emisión de TCOs

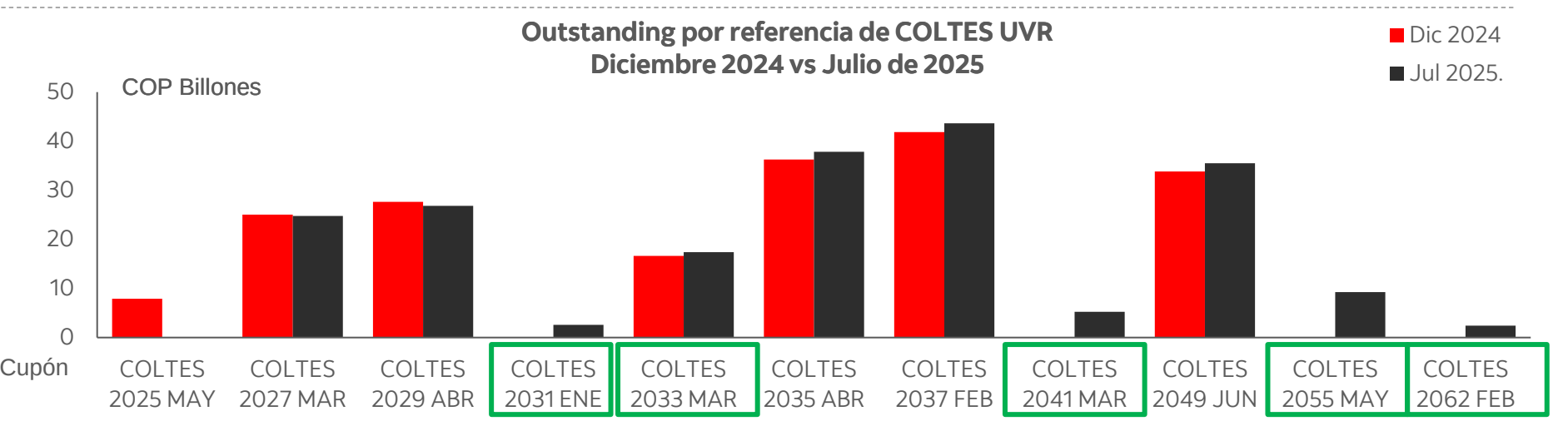
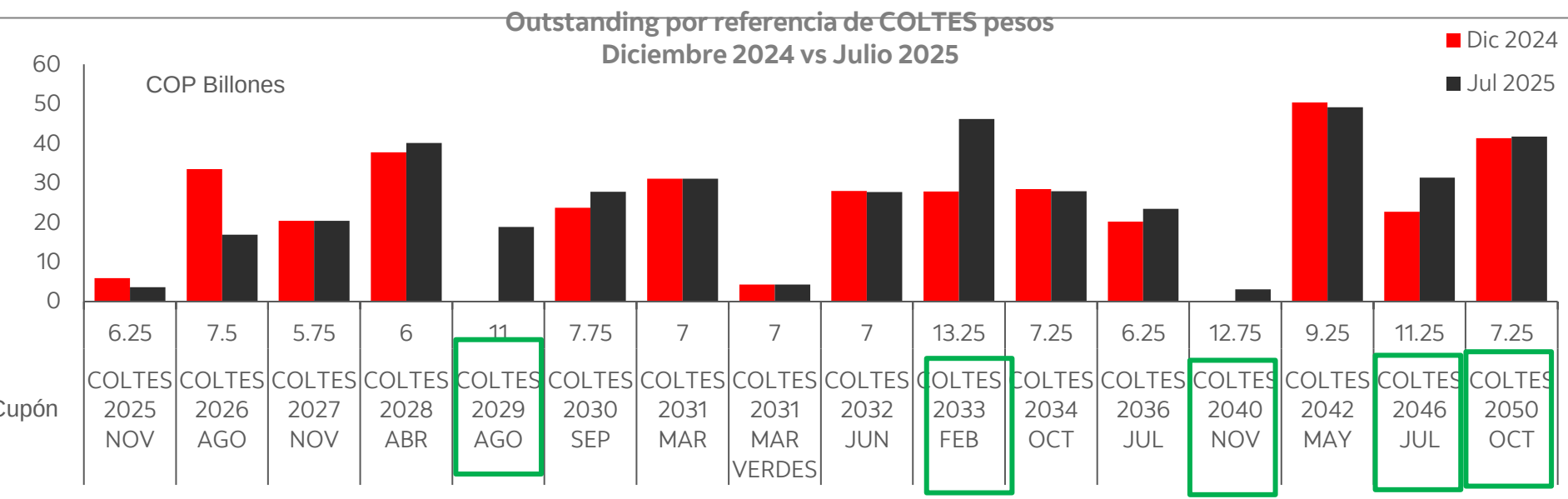


Impacto del anuncio del Repo en la curva COLTES pesos



Source: Ministerio de Hacienda, Scotiabank Colpatría Economics.

La nueva estrategia de financiamiento concentrará emisiones en la parte media de la curva.



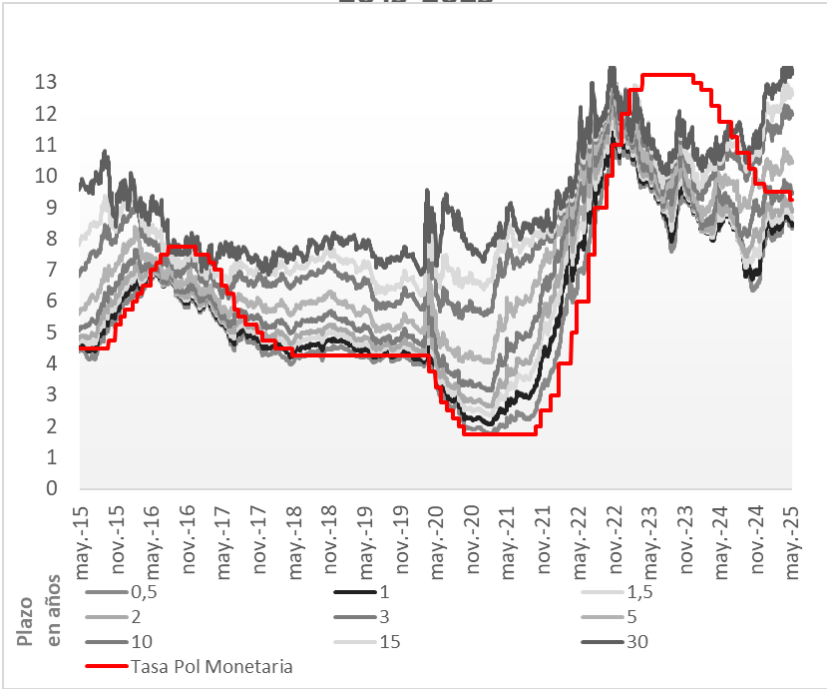
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.
*Información actualizada al 25 de julio de 2025.

Bonos OTR

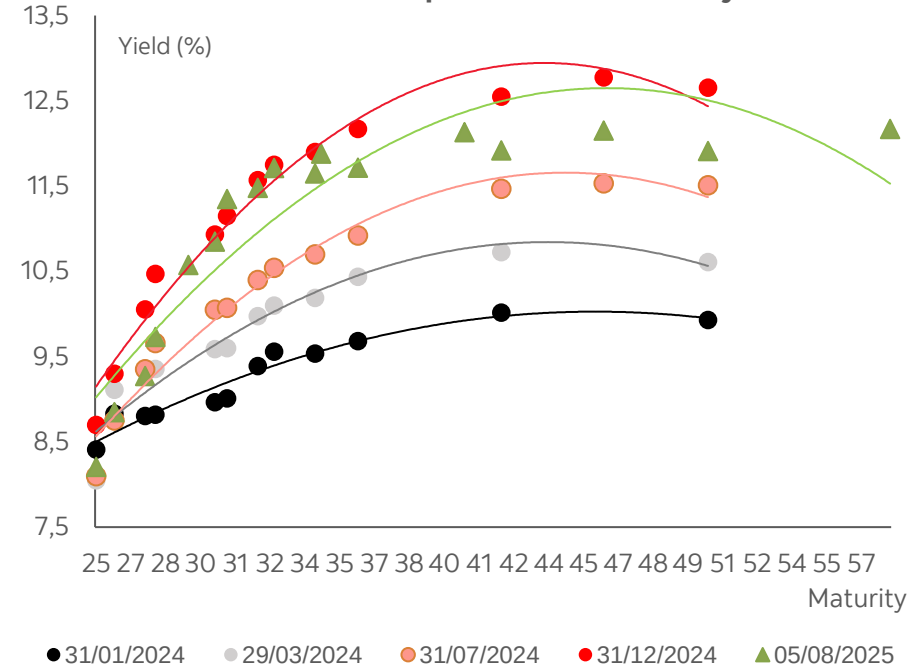
Renta fija

La renta fija sería el reflejo de los riesgos fiscales

Colombia Evolución de la curva cero cupón 2015-2025



Curvas COLTES pesos durante 2024 y 2025.



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

Cambio Neto de las tenencias de COLTEs por tipo de agente

Cambio neto en las tenencias de COLTES (COP bn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
Fondos de Pensiones	2,3	4,8	6,5	4,9	10,7	17,3	7,7	6,4	3,3	33,8	41,3	14,3
Bancos Comerciales	0,2	2,2	-0,7	7,1	4,8	0,9	7,1	5,7	4,0	-0,5	28,8	10,4
Fondos Extranjeros	18,5	6,9	21,0	10,2	9,6	-1,0	10,9	11,3	19,4	-10,4	-4,7	7,4
Ministerio de Hacienda	1,7	4,2	-1,5	-3,7	12,6	-8,1	-3,9	1,2	-2,4	-0,5	-0,6	4,1
Banco de la República	0,0	0,0	8,4	2,2	-4,4	7,6	4,5	13,2	14,0	1,5	-14,7	0,2
Fondos de Inversión Colectivos	-0,1	0,3	-0,1	0,6	1,7	0,7	4,2	-3,3	-1,1	2,5	4,3	4,7
Compañías de Seguros	0,7	0,3	1,9	0,6	2,9	0,7	1,7	6,2	12,5	14,6	17,6	9,7

*Año corrido a Junio 2025

Fuente: Precia Bloomberg, Min Hacienda, Scotiabank Economics

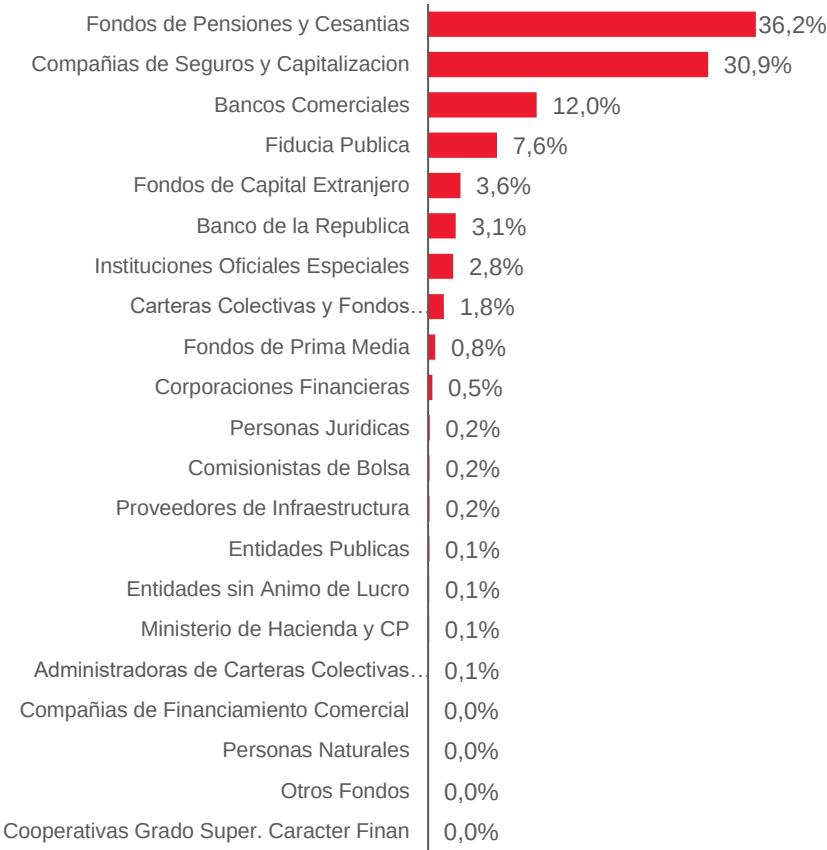
Los BEI se vuelven a desviar de la meta del BanRep

Los BEI promedian el 5,0% aumentando luego de que los riesgos inflacionarios surgieran de nuevo con la subida del salario mínimo y la depreciación de la tasa de cambio.

BreakEven Inflation vs Tasa de Política Monetaria



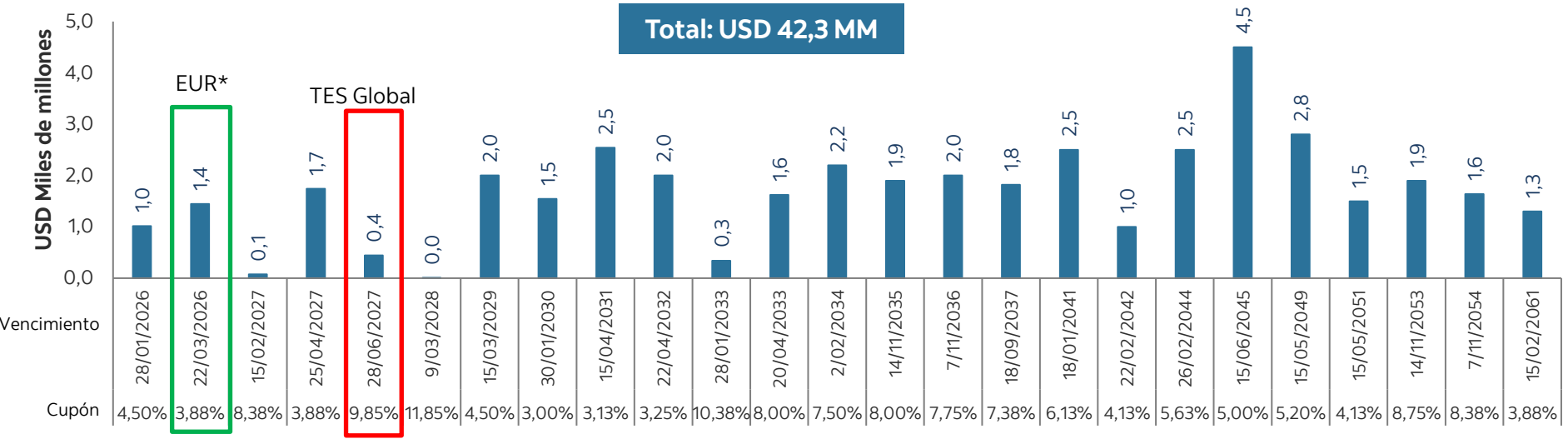
Participación por agente en las tenencias de COLTES UVR, junio 2025



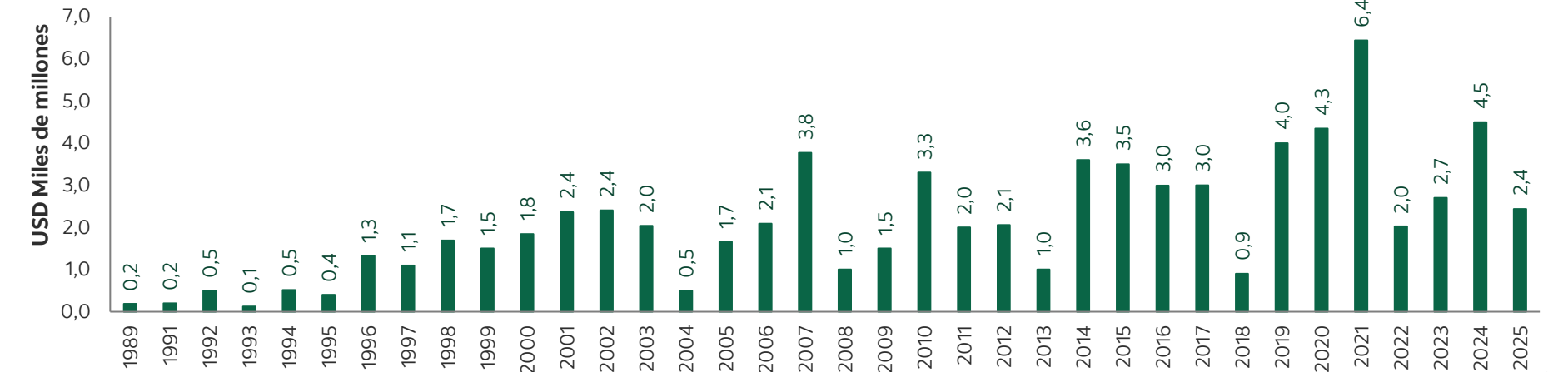
Fuente: Bloomberg, Ministerio de Hacienda, Scotiabank Colpatría Economics,

El Ministerio de Hacienda estaría apostando a la diversificación de fuentes de financiamiento mediante mayores emisiones de deuda en otras monedas

Outstanding Deuda en Moneda Extranjera



Emisiones en moneda extranjera para financiamiento del año correspondiente

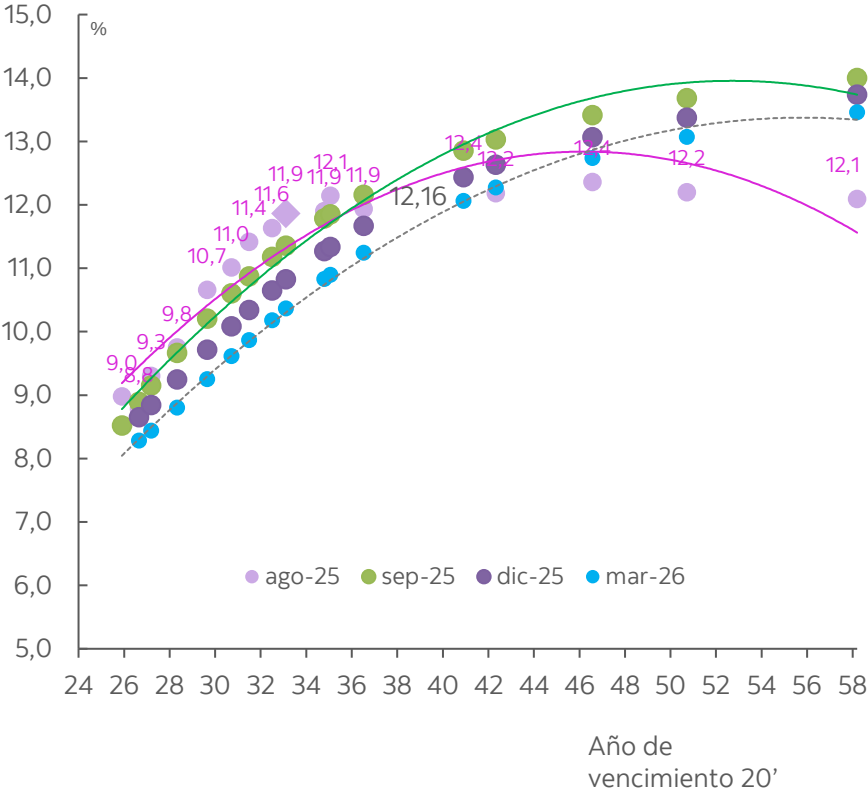


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.
*Moneda de origen Euros

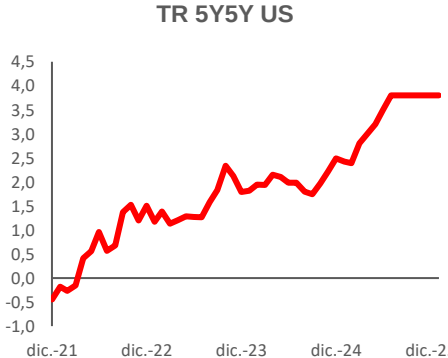
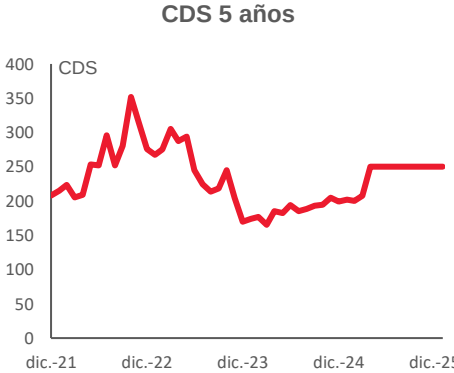
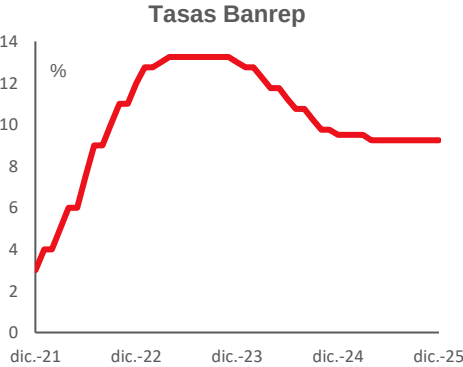
Escenario – Renta Fija

La forma de la curva dependerá de las decisiones de oferta.

Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro



Fuente: Scotiabank Colpatría Economics.

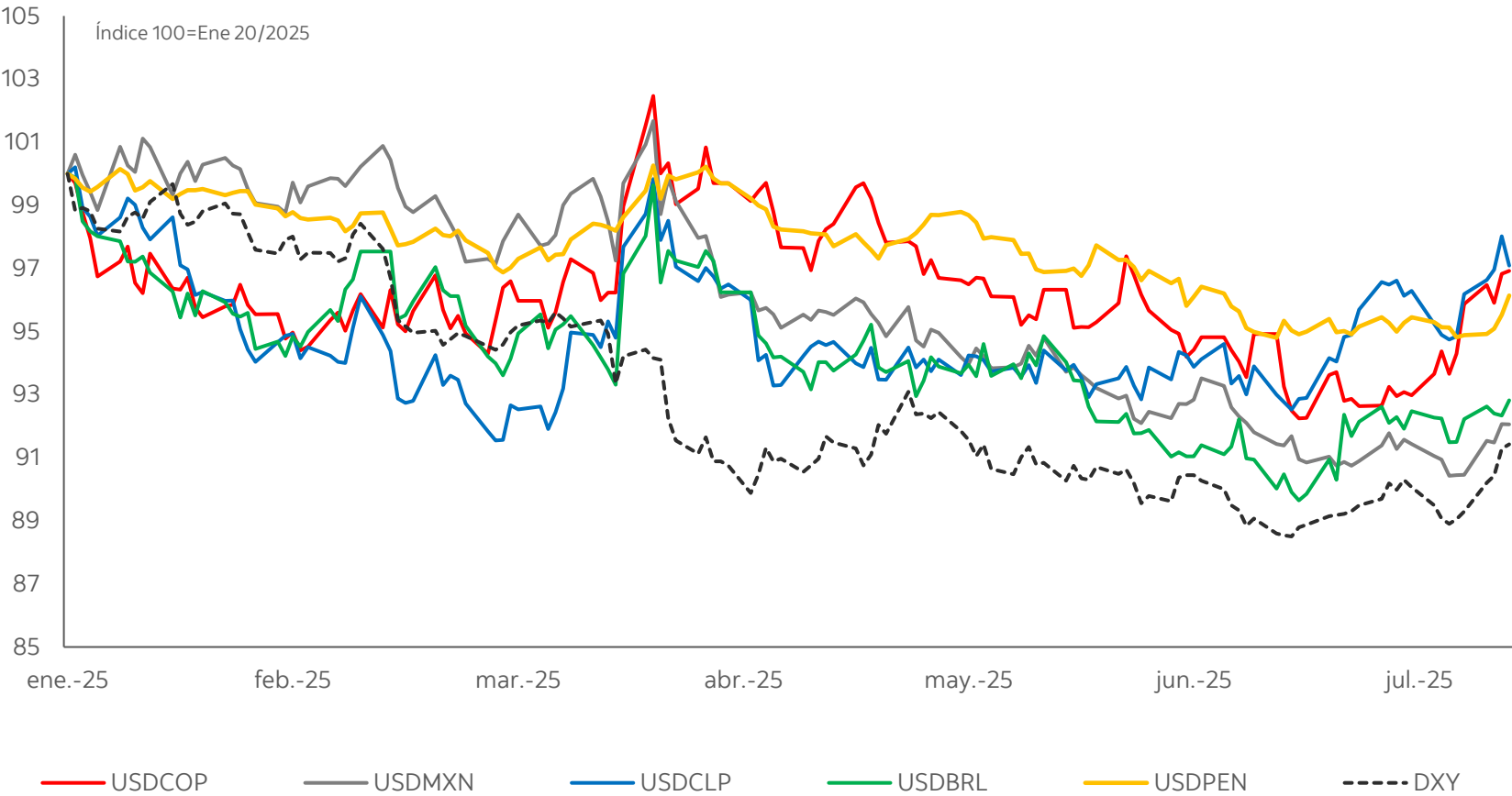


Tasa de Cambio

El comportamiento de las tasas de cambio de la región han estado alineadas al comportamiento global del dólar.

Evolución de las monedas tras la posesión de Donald Trump

100 = Enero 20/2025



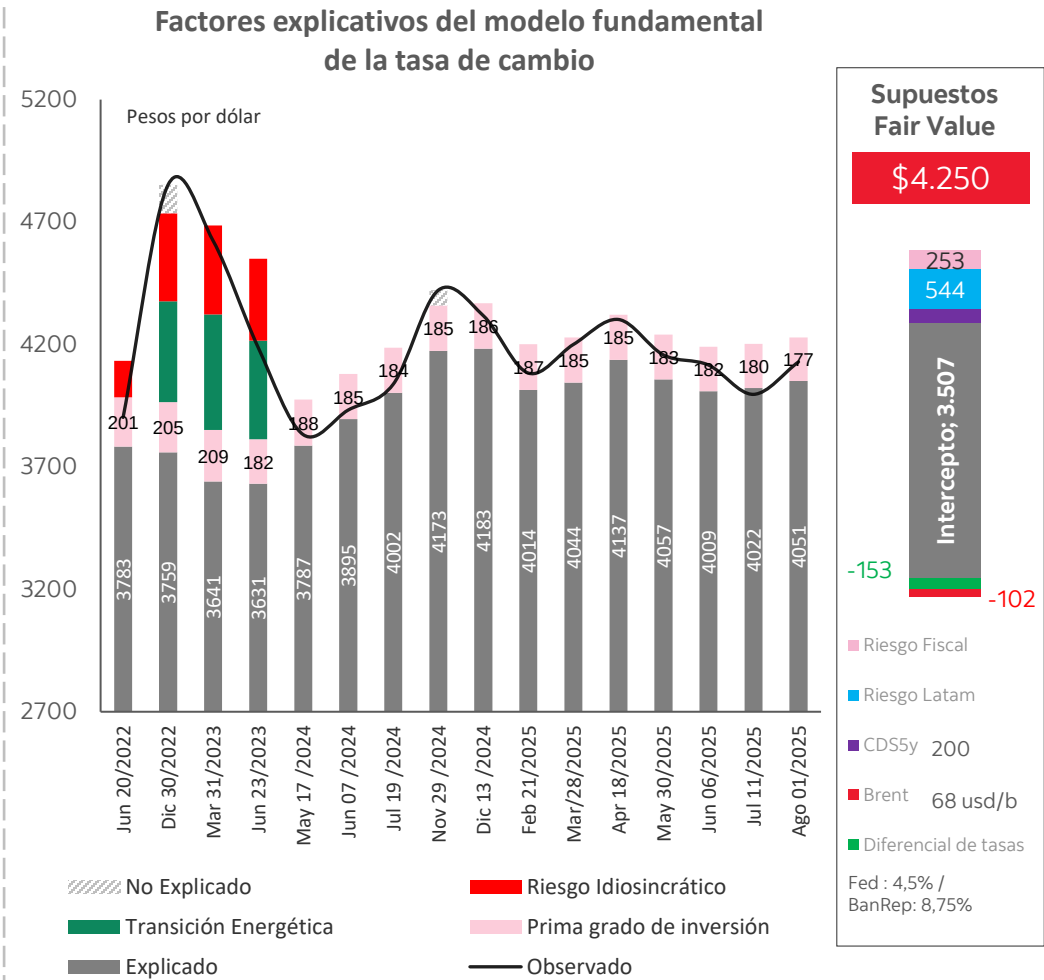
Fuentes: Bloomberg, Scotiabank Colpatria Economics.

Tasa de cambio

La tasa de cambio ha respondido a la volatilidad internacional. En el corto plazo la expectativa de que el BanRep sería más cauto en sus decisiones de política monetaria genera atractivo para operaciones de *carry trade*.



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,



Pronósticos Macroeconómicos

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025pr	2026pr
Cuentas Nacionales								
Crecimiento real del PIB (anual %)	3,2	-7,3	11,3	7,5	0,6	1,6	2,6	2,8
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,9	10,4	-3,9	2,0	3,7	4,0
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,2	14,0	9,4	1,0	1,4	2,2	3,9
Privado (a/a, %)	4,0	-4,9	15,2	11,0	0,9	1,6	2,6	3,8
Gobierno (a/a, %)	5,5	-0,8	10,0	2,0	0,3	-0,5	0,8	4,3
Formación bruta de capital (a/a, %)	2,4	-21,5	14,5	16,2	-26,3	5,2	11,3	4,6
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,5	17,0	13,4	3,4	2,5	1,0	1,1
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	28,5	24,8	-14,8	4,4	6,3	6,9
Mercado Laboral								
Desempleo (% , promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	9,7	10,2
Balanza de Pagos								
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14,1	-13,1	-20,0	-16,6	-8,2	-9,77	-12,91	-14,10
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,2	50,9	73,1	67,8	68,87	69,6	72,6
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,6	76,0	78,63	82,54	86,6
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-21,3	-9,7	-7,412	-10,05	-11,29
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,6	-3,4	-5,6	-6,2	-2,7	-1,8	-2,4	-2,5
Términos de Intercambio (a/a, %)	4,04	-12,62	20,74	5,94	-18,0	-0,7	-1,0	
Precios, tasas & Tasa de Cambio								
IPC (a/a, %, fin periodo)	3,80	1,61	5,62	13,12	9,28	5,20	5,17	3,97
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,63	5,10	4,31
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	5,60	5,99	3,92
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4405	4249	4200
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4153	4162	4188
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	13,0	9,50	9,25	7,5
Indicadores Fiscales*								
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,6	53,4	59,3	61,3	63,0
Balance de primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-2,4	-2,4	-1,4
Déficit del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-6,8	-7,1	-6,2
*Fuente: MFMP 2025								

Contacto:

Jackeline Piraján

Gerente de Research

jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com

Daniela Valentina Guio

Profesional Senior Research

daniela.guio@scotiabankcolpatria.com

Daniela Silva

Profesional I de Research

daniela1.silva@scotiabankcolpatria.com

Juan Pablo Leon Uribe

Estudiante en práctica de Research

juanp.leon@scotiabankcolpatria.com

Página web:



Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com

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

DISCLAIMER

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

Acerca de Scotiabank

La visión de Scotiabank es ser el socio financiero más confiable de nuestros clientes y lograr un crecimiento sostenible y rentable. Guiados por nuestro propósito, “por nuestro futuro”, ayudamos a nuestros clientes, sus familias y sus comunidades a lograr el éxito a través de una completa gama de asesoría, productos y servicios en los sectores de banca personal y comercial, gestión patrimonial, banca privada, corporativa y de inversión, y mercados de capitales. Con activos de aproximadamente \$1.4 billones (al 31 de enero de 2025), Scotiabank es uno de los bancos más importantes de Norteamérica por sus activos y cotiza en la Bolsa de Valores de Toronto (TSX: BNS) y en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE: BNS). Para obtener más información, visite www.scotiabank.com y siganos en X @Scotiabank.

About Scotiabank

Scotiabank's vision is to be our clients' most trusted financial partner and deliver sustainable, profitable growth. Guided by our purpose: "for every future," we help our clients, their families and their communities achieve success through a broad range of advice, products and services, including personal and commercial banking, wealth management and private banking, corporate and investment banking, and capital markets. With assets of approximately \$1.4 trillion (as at January 31, 2025), Scotiabank is one of the largest banks in North America by assets, and trades on the Toronto Stock Exchange (TSX: BNS) and New York Stock Exchange (NYSE: BNS). For more information, please visit www.scotiabank.com and follow us on X @Scotiabank.

****For Intended Recipient Only****

This communication, its content, or any copy of it, may not be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party without the prior express written consent of Scotiabank™.

This communication has not been prepared by (i) a member of the research department of Scotiabank, or (ii) in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. It is considered a marketing communication for regulatory purposes and is solely for the use of sophisticated institutional investors. This communication does not constitute investment advice or any personal recommendation to invest in a financial instrument or "investment research" as defined by the UK Prudential Regulation Authority and the UK Financial Conduct Authority, and by the Central Bank of Ireland (CBI), and its content is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. This communication is provided for information and discussion purposes only.

An investment decision should not be made solely on the basis of the contents of this communication. It is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any financial instruments and has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any recipient. It is not intended to provide legal, tax, accounting or other advice and recipients should obtain specific professional advice from their own legal, tax, accounting or other appropriate professional advisers before embarking on any course of action. The information in this communication is based on publicly available information and although it has been compiled or obtained from sources believed to be reliable, such information has not been independently verified and no guarantee, representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. Past performance or simulated past performance is not a reliable indicator of future results. Forecasts are not a reliable indicator of future performance.

This communication is not directed to or intended for use by any person resident or located in any country where the distribution of such information is contrary to the laws of such country. Scotiabank, its directors, officers, employees or clients may currently or from time to time own or hold interests in long or short positions in any securities referred to herein, and may at any time make purchases or sales of these securities as principal or agent. Scotiabank may also have provided or may provide investment banking, capital markets or other services to the companies referred to in this communication.

If you are subject to the prohibition on third-party benefits in relation to portfolio management and independent investment advice under EU MiFID II (Directive 2014/65/EU and the accompanying Regulation (EU) No 600/2014) or the UK Markets in Financial Instruments (Amendment)(EU Exit) Regulations 2018, each as amended from time to time, and should not have received this communication, please advise us in writing at trade.supervision@scotiabank.com.

™ Trademark of The Bank of Nova Scotia. Used under license, where applicable. Scotiabank, together with "Global Banking and Markets", is a marketing name for the global corporate and investment banking and capital markets businesses of The Bank of Nova Scotia and certain of its affiliates in the countries where they operate, including, Scotiabanc Inc.; Citidel Hill Advisors L.L.C.; The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York; Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V. – all members of the Scotiabank Group and authorized users of the mark. The Bank of Nova Scotia is incorporated in Canada with limited liability. The Bank of Nova Scotia is authorised and regulated by the Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada. The Bank of Nova Scotia is authorised by the UK Prudential Regulation Authority and is subject to regulation by the UK Financial Conduct Authority and limited regulation by the UK Prudential Regulation Authority. Details about the extent of The Bank of Nova Scotia's regulation by the UK Prudential Regulation Authority are available from us on request. Scotiabank Europe plc is authorised by the UK Prudential Regulation Authority and regulated by the UK Financial Conduct Authority and the UK Prudential Regulation Authority. Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company is authorised and regulated by the Central Bank of Ireland (CBI). Scotiabank Inverlat, S.A., Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., and Scotia Derivados, S.A. de C.V., are each authorized and regulated by the Mexican financial authorities.

Copyright © 2017, Scotia Capital (USA) Inc. To unsubscribe from this specific note/publication, email research.unsubscribe@scotiabank.com or contact Jayson Wilson at 416-863-7119. ™ Trademark of The Bank of Nova Scotia. Used under license, where applicable. Scotiabank, together with "Global Banking and Markets", is a marketing name for the global corporate and investment banking and capital markets businesses of The Bank of Nova Scotia and certain of its affiliates in the countries where they operate, including Scotia Capital Inc., Scotia Capital (USA) Inc., Scotiabanc Inc.; Citidel Hill Advisors L.L.C.; The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York; Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V. – all members of the Scotiabank Group and authorized users of the mark. The Bank of Nova Scotia is incorporated in Canada with limited liability. Scotia Capital Inc. is a Canadian Investment Dealer, member of CIPF and Investment Industry Regulatory Organization of Canada. Scotia Capital (USA) Inc. is a registered broker-dealer with the SEC and is a member of FINRA, the NYSE and SIPC ("SCUSA"). The Bank of Nova Scotia is authorised and regulated by the Office of the Superintendent of Financial Institutions of Canada. Scotia Capital Inc. is authorised and regulated by the Investment Industry Regulatory Organization of Canada. The Bank of Nova Scotia (London) and Scotiabank Europe plc. are authorised by the UK Prudential Regulation Authority. The Bank of Nova Scotia is subject to regulation by the UK Financial Conduct Authority and limited regulation by the UK Prudential Regulation Authority. Scotiabank Europe plc is regulated by the UK Financial Conduct Authority and the UK Prudential Regulation Authority. Details about the extent of The Bank of Nova Scotia's regulation by the UK Prudential Regulation Authority are available upon request. Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company is authorised and regulated by the CBI Scotiabank Inverlat, S.A., Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., and Scotia Derivados, S.A. de C.V., are each authorized and regulated by the Mexican financial authorities. This publication has been prepared for institutional investors by Fixed Income Strategists of Scotia Capital (USA) Inc. and/or the Bank of Nova Scotia, New York Agency ("Scotiabank"). Fixed Income Strategists are employees of Scotiabank's Fixed Income Credit Sales & Trading Desk and support the trading desk through the preparation of market commentary, including specific trading ideas, and other materials, both written and verbal, which may or may not be made publicly available, and which may or may not be made publicly available at the same time it is made available to the Fixed Income Credit Sales & Trading Desk. Fixed Income Strategists are not research analysts, and this publication was not reviewed by the Research Departments of Scotiabank, nor prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research. Fixed Income Strategist publications are not research reports and should be considered as marketing communications for regulatory purposes. The views expressed by Fixed Income Strategists in this and other reports may differ from the views expressed by other departments, including the Research Department, of Scotiabank. The securities laws and regulations, and the policies of Scotiabank that are applicable to Research Analysts may not be applicable to Fixed Income Strategists. This publication is provided to you for informational purposes only. Prices shown in this publication are indicative and Scotiabank is not offering to buy or sell, or soliciting offers to buy or sell any financial instrument. Scotiabank may engage in transactions in a manner inconsistent with the views discussed herein. Scotiabank may have positions, or be in the process of acquiring or disposing of positions, referred to in this publication, and this publication is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. Other than the disclosures related to Scotiabank, the information contained in this publication has been obtained from sources that Scotiabank knows to be reliable, however we do not represent or warrant that such information is accurate and complete. Past performance or simulated past performance is not a reliable indicator of future results. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. The views expressed herein are the views of the Fixed Income Strategists of Scotiabank and are subject to change, and neither Scotiabank nor the Fixed Income Strategists have any obligation to update the opinions or information in this publication Scotiabank and any of its officers, directors and employees, including any persons involved in the preparation or issuance of this document, may from time to time act as managers, co-managers or underwriters of a public offering or act as principals or agents, deal in, own or act as market-makers or advisors, brokers or commercial and/or investment bankers in relation to the securities or related derivatives which are the subject of this publication. Neither Scotiabank nor any of its officers, directors, partners, or employees accepts any liability for any direct or consequential loss arising from this publication or its contents. The securities discussed in this publication may not be suitable for all investors. Scotiabank recommends that investors independently evaluate each issuer and security discussed in this publication and consult with any advisors they deem necessary prior to making any investment. To unsubscribe from receiving further Commercial Electronic Messages click this link: www.unsubscribe.gbm.scotiabank.com. If you are subject to the prohibition on third-party benefits in relation to portfolio management and independent investment advice under MiFID II (Directive 2014/65/EU and the accompanying Regulation (EU) No 600/2014) or the UK Markets in Financial Instruments (Amendment)(EU Exit) Regulations 2018, each as amended from time to time, and should not have received this communication, please advise us in writing at ORO_NY_FLSS@scotiabank.com. Redistribution of this email is strictly prohibited. If you believe that this email was sent to you in error, please forward a message to that effect as soon as practicable to ORO_NY_FLSS@scotiabank.com