

Análisis Macroeconómico: Segundo trimestre de 2025

Riesgos fiscales domésticos en medio de la volatilidad internacional

Agosto 2025

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com



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

El tiempo permitirá **decantar el efecto de las restricciones comerciales**, en Colombia la **sostenibilidad fiscal** se pone **en duda**

Las medidas arancelarias se han ido decantando con tarifas más moderadas de lo inicialmente anunciado. Aunque el panorama sigue siendo retador, las perspectivas de desaceleración económica se han moderado en el corto plazo. Los impactos negativos a las dinámicas económicas suponen tasas de interés más altas, a raíz de mayores estímulos fiscales.

En Colombia, la recuperación económica sigue consolidándose, impulsada por un mayor consumo de los hogares, la inflación parece estancarse, mientras el panorama fiscal sigue bajo vigilancia. El BanRep mantiene la cautela y, las posibilidades de un ciclo de flexibilización continuo se reducen.

EN ESTA ENTREGA DESTACAMOS:

- Los mercados globales enfrentaron alta volatilidad debido a una política comercial más restrictiva por parte de EEUU. La cautela de los bancos centrales se mantendría vigente a la espera de ver los efectos de las nuevas dinámicas comerciales.
- En Colombia, la economía se mantiene en una senda de recuperación, aunque con rezagos en la inversión. Las perspectivas de inflación sugieren una convergencia más gradual a la meta, encaminando al Banco de la República a mantener las tasas altas por más tiempo a la espera de un panorama más favorable.

- La incertidumbre internacional y el panorama fiscal marcan el paso en los activos locales. El apetito por deuda pública ha sido errático, y las distorsiones en la curva de rendimientos responden a la incertidumbre y nuevas estrategias fiscales. La tasa de cambio mantuvo en promedio un nivel favorable; no obstante, las primas de riesgo asociadas a la política fiscal se harían presentes paulatinamente. Se prevé un ajuste gradual hasta 4249 pesos al cierre de 2025.

Colombia	2022	2023	2024	2025 pr	2026 pr
PIB (a/a %)	7,5	0,6	1,7	2,6	2,8
IPC (a/a %)	13,2	9,28	5,20	5,17	3,97
Tasa Banrep	12,0	13,0	9,5	9,25	7,50
USDCOP	4850	3902	4405	4249	4200

Índice

- **Contexto internacional 3**
- **Economía Colombiana 4**
- **Mercado laboral..... 5**
- **Balanza de pagos 6**
- **Inflación 7**
- **Tasas de Interés 8**
- **Política Fiscal 9**
- **Mercados..... 10**
- **Proyecciones Macro 12**

Contexto internacional: El mundo a la expectativa del impacto de la guerra comercial.

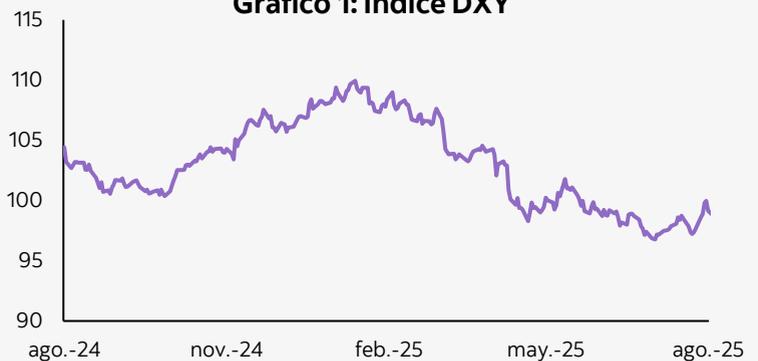
El segundo trimestre del 2025 fue un periodo de fuertes fluctuaciones en el mercado. El inicio de una política comercial altamente restrictiva por parte de EEUU generó fuertes fluctuaciones en los mercados globales. En abril, EEUU anunció un primer plan de aranceles, con una tarifa base de 10% y aranceles recíprocos focalizados a países con superávit comercial con EEUU. La incertidumbre fue alta y los mercados retrocedieron significativamente, sin embargo, la decisión de EEUU de dar una ventana de espera para la implementación de los aranceles y propender por negociaciones bilaterales con sus socios generaron una lectura medianamente tranquilizadora. En este contexto, la bolsa estadounidense a finales de junio se recuperó de las pérdidas experimentadas desde inicio de año. En agosto, la volatilidad volvió pues EEUU anunció las medidas de restricción modificadas y el mundo se puso en espera a los reales impactos de las políticas proteccionistas.

En medio del vaivén de la guerra comercial, hubo otros frentes disruptivos en la economía estadounidense, el primero, de política fiscal y el segundo de política monetaria. En el primer frente está la aprobación de una reforma fiscal que, en su ejercicio de reducción de impuestos, genera un mayor beneficio para el segmento más rico de la población, contrastando con el recorte en programas sociales y el desincentivo al uso y desarrollo de energías limpias. Esta reforma genera alta incertidumbre pues conduciría a una mayor presión en las cuentas fiscales, que según la oficina de presupuesto del Congreso de EEUU (CBO) harían aumentar en USD 3.4 billones la deuda en un horizonte a 10 años.

En el frente de política monetaria, la presión del presidente de EEUU contra Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, ha llevado a especulaciones sobre salidas más tempranas de Powell y un cambio de postura de la entidad hacia una política más laxa de la actual, situación que aun se ve con baja probabilidad de ocurrencia. En el contexto anterior, el mercado ha desarrollado dos tendencias que vale la pena examinar. Primero una, las tasas de la deuda pública en EEUU reflejan una perspectiva volátil sobre la posibilidad de recortes de tasa por parte de la Reserva Federal también un empinamiento persistente que refleja la perspectiva incrementada de riesgo fiscal.

La segunda tendencia que ha resultado más llamativa para el mercado es la debilidad del dólar, no solamente frente a monedas de economías desarrolladas, sino también frente a monedas de economías emergentes. Alrededor de esta tendencia se identifican dos fuerzas, la primera es la visión de que EEUU será el principal afectado de todos los choques de política anunciados por el presidente Donald Trump, y en segundo lugar, la tendencia a tener un banco central más laxo sea por presiones políticas o en respuesta a un desempeño económico más debilitado. Recientemente se ha visto que la tendencia de pérdida de valor del dólar se ha moderado (**Gráfico 1**) y en los meses venideros las señales sobre los dos argumentos descritos serán clave para afirmar la tendencia o revertirla.

Gráfico 1: Índice DXY



Mientras tanto, **en el resto del mundo, los países tratan de reorganizar su política a un modo más defensivo contra el ambiente de incertidumbre desde EEUU,** las elecciones políticas ha tenido un matiz a favorecer representantes de políticas de gasto fiscal expandido, tal es el caso de Alemania y Canadá.

En Latinoamérica, la respuesta al contexto internacional ha sido mixta, y los temas domésticos pesarán de forma relevante en el segundo semestre del año. Chile por ejemplo, está cerca de sus elecciones presidenciales y ahora el cambio de ala política no se ve tan claro. En Perú la economía se ha comportado bien y hay una carta amplia de candidatos de cara a las elecciones del 2026. México sigue buscando mejores condiciones comerciales con EEUU, mientras que la economía se ha mostrado más robusta de lo previsto y en Brasil el banco central llevó su tasa de interés al 15% ante una inflación persistente y pese a las expectativas de desaceleración económica.

Actividad Económica: Las señales positivas provienen del sector privado.

En el corrido del 2025 la economía colombiana ha tenido un mejor desempeño de lo previsto, mostrando la contribución del sector privado en el afianzamiento de la recuperación económica. Es así como el liderazgo sectorial está cambiando y en efecto, durante el primer trimestre del 2025 fue el sector de comercio, transporte y alojamiento (3,9% a/a) el sector líder, explicando el 30% de la expansión total. En este sector se refleja la recuperación de las ventas minoristas de bienes como los equipos de informática, vehículos y electrodomésticos. Los sectores de agricultura (7,1% a/a), y el entretenimiento (15,5% a/a), siguen contribuyendo a la dinámica de Colombia, e incluso se han acelerado frente a las cifras de hace un año. Sin embargo, podemos distinguir que las actividades que más explican la expansión de Colombia todavía tienden a tener altos componentes de informalidad. La manufactura repunta levemente, con un mejor desempeño en la producción de alimentos, sustancias químicas, equipos de transporte y prendas de vestir.

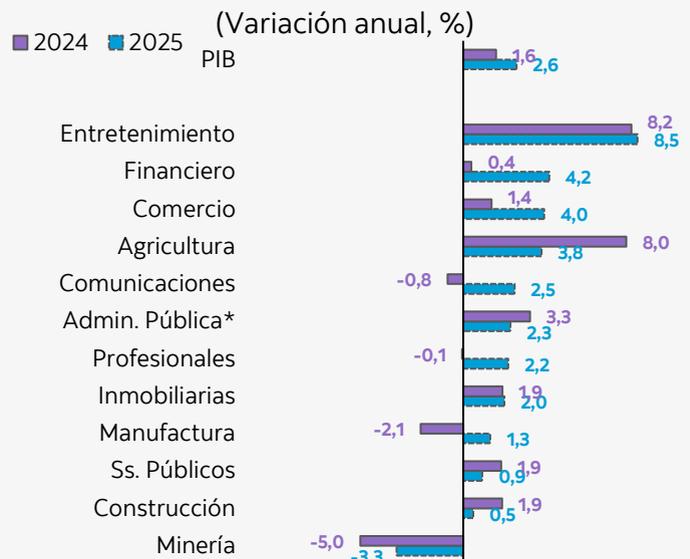
No obstante, sectores importantes para la inversión siguen restando. La explotación de minas y canteras (-5,0% a/a) completa 5 trimestres consecutivos en terreno negativo, respondiendo a la caída en la extracción de carbón y petróleo; la construcción (-3,5% a/a) refleja la caída del sector de edificaciones que se contrajo 7% a/a en el periodo, mientras que, la contracción de los servicios públicos (-1,2% a/a), se explica por el cambio en la forma de generación de energía eléctrica.

Por el lado de la demanda, el consumo de los hogares ha mantenido una tendencia positiva en de la entrada histórica de remesas. Durante el primer trimestre de 2025, el consumo de los hogares creció 3,8% a/a impulsado por los servicios y los bienes no durables y durables en medio del comportamiento favorable del dólar, sumado a la entrada de remesas que para el primer trimestre del año totalizaron los USD 3,1 MM (+15% anual). Por su parte, la inversión bruta registró un crecimiento de 8,3% a/a como respuesta a la acumulación de inventarios, mientras que la inversión fija registró tan solo un crecimiento de 1,8% a/a en medio de la caída del 8,6% a/a en la vivienda y del 4,5% a/a en otros edificios, rubros que en conjunto representan el 50% de la inversión fija. Bajo este contexto, **la tasa de inversión se ubicó en 16% del PIB, por debajo del promedio histórico (22%).**

Para 2025 se proyecta un crecimiento económico de 2,6% (Gráfico 2). El comercio y diversos servicios, así como el sector público mantendrían un avance significativo en medio del crecimiento del consumo. La economía colombiana se mantendría en niveles inferiores al crecimiento potencial estimado, con la brecha del producto se ubicándose en -0,1% del PIB, lo cual evidencia que, a pesar de las presiones inflacionarias, la economía no ha retornado a su capacidad máxima. Si bien la mejora gradual en los inventarios permitiría evidenciar un crecimiento en la inversión total, la inversión fija podría mantener un rezago significativo en medio de la desaceleración en las importaciones de capital que pasaron de representar el 31% en 2019 al 26% del total de importaciones en 2025.

En el frente exterior, se ha evidenciado un crecimiento de las exportaciones manufactureras (+3,5% entre enero y mayo) las cuales han incrementado su participación en el total hasta el 21%. Por su parte, el déficit de la balanza comercial se amplió 80% respecto al año anterior por cuenta del crecimiento de 11% de las importaciones. Hacia adelante, la economía colombiana seguirá evidenciando el repunte del sector privado con fuentes de crecimiento más sostenibles que las evidenciadas el año anterior. No obstante, la incertidumbre internacional y local –principalmente en el frente fiscal- juegan como vientos en contra en el año.

Gráfico 2: PIB-Oferta Colombia



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics



Mercado Laboral: **Informalidad** laboral como motor oculto del crecimiento del **empleo**.

En 2025 el desempleo ha registrado mínimos históricos por cuenta de una mayor creación de puestos de trabajo. A corte de junio de 2025 la tasa de desempleo desestacionalizada para el total nacional se ubicó en 8,9%, mientras que en las 13 principales ciudades bajó a 8,4%, ambas métricas técnicamente en mínimos desde la existencia del registro (2001). **Entre junio de 2024 y 2025 se crearon más de 800 mil puestos de trabajo contribuyendo así al aumento de la tasa de ocupación hasta el 58,3%.** A pesar de la búsqueda activa de empleo en la que la participación laboral sigue aumentando en el margen (63,9% nacional), aunque aun permanece por debajo de los niveles prepandemia.

La concentración de empleos informales se ha desvanecido en los meses más recientes. En el primer semestre del año se crearon más de 800 mil puestos de trabajo, cerca del 44% se concentran en el sector de comercio, alojamiento, y transporte, los empleos en el sector manufacturero empiezan a repuntar aportando el 13% de la generación de empleo, mientras que las actividades agrícolas y el sector público mantienen el dinamismo exhibido desde 2024 aportando el 13% y el 15%, del nuevo empleo respectivamente. La única actividad que reduce la cantidad de ocupados es la actividad financiera y de seguros (-13mil empleos a/a). **Por posición ocupacional, el 69% de los empleos generados se concentraron en actividades por cuenta propia,** sin embargo, en esta clasificación cabe una proporción del sector público que por definición es empleo formal, razón por la cual hemos tenido leves retrocesos en la tasa de informalidad la cual se ubica en 55,1% a nivel nacional. No obstante, la creación de empleo informal ha sido persistente en sectores como el transporte, el comercio y la construcción los cuales concentraron el 69% del total de empleo informal creado en el periodo.

El incremento de la participación laboral en las zonas urbanas ha reducido la brecha de desempleo con el total nacional. En lo corrido del año, el desempleo en las principales 13 ciudades ha estado cada vez más cerca de lo registrado a nivel nacional en medio de la entrada de personas entrando activamente a

buscar empleo, mientras que, informalidad urbana aumenta a 42,1%. Por su parte, las zonas rurales mantienen tasas de informalidad superiores al 83%. Es probable que con este fenómeno el desempleo urbano retorne a niveles superiores al total nacional en el mediano plazo.

Por género, hay evidencia de un cierre en la brecha de desempleo. Para el total nacional la brecha de desempleo de mujeres frente a hombres pasó de 4.5 puntos porcentuales a 3.9 puntos porcentuales. El desempleo femenino en junio se ubicó en 10.8%, mientras que el de los hombres fue del 6.9%. **En esta dinámica se identifica que la generación de empleos en el sector servicios y de manufactura estaría beneficiando en mayor media a las mujeres.**

Para 2025 esperamos que la tasa de desempleo nacional promedie 9,7% (Gráfico 3). La aceleración en la creación de empleo estaría contrarrestando los mayores niveles de participación laboral, vistos así, sectores como el comercio y servicios estarían evidenciando una recuperación económica apalancados en mayores niveles de empleo informal. Sumado a esto, y a pesar del estancamiento en los niveles de la inflación, los trabajadores podrían experimentar un aumento en los ingresos reales principalmente en sectores informales lo cual seguiría apalancando el consumo en el mediano plazo. Con todo lo anterior, si bien los resultados de empleo han sido sobresalientes en los datos gruesos, la calidad del empleo en el sector privado será una dinámica a monitorear, especialmente con la implementación de la reforma laboral.



Balanza de pagos: El déficit en cuenta corriente refleja mayor demanda interna, se necesitan fuentes de financiamiento estructurales.

En el primer trimestre el país registró un déficit de cuenta corriente de USD 2.290 millones, equivalente al 2,2% del PIB, marcando el nivel más alto desde el segundo trimestre de 2024 (Gráfico 4). El resultado evidencia una economía con una demanda interna en proceso de recuperación que se refleja principalmente en el repunte de las importaciones que a su vez se asocia con el mayor dinamismo del consumo.

En la cuenta corriente las señales son mixtas. El déficit comercial de bienes aumentó a USD 3.088 millones (47% más alto del registrado en el primer trimestre de 2024), explicado por un crecimiento del 10% a/a en las importaciones y apenas un 3,4% a/a en las exportaciones. Se destacan mayores compras al exterior de bienes de consumo e insumos para la industria, lo cual sugiere un entorno más activo internamente. Por su parte, las exportaciones tuvieron un crecimiento desigual. El café, las flores y el oro no monetario mostraron fuertes crecimientos, mientras las ventas de petróleo y carbón se redujeron por menores precios internacionales.

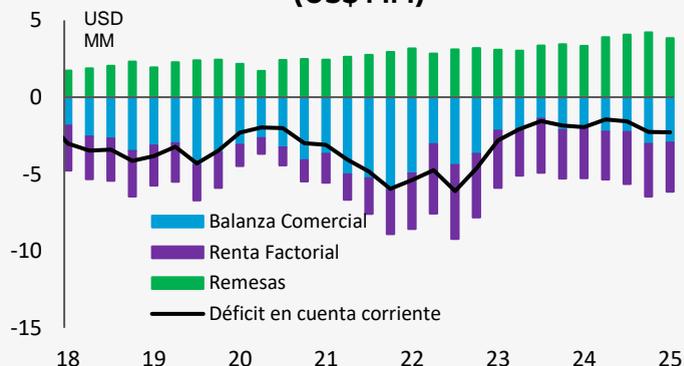
Del lado positivo, las remesas aportaron USD 3.131 millones con un crecimiento anual del 15,1%, reflejando una fuente cada vez más estable de ingresos externos. Por su parte, el superávit en servicios alcanzó USD 145 millones, impulsado por el turismo, mientras la renta factorial, aunque sigue siendo un componente deficitario mostró una leve mejora en parte por menores pagos de intereses externos y mayores ingresos por inversiones en el exterior.

En cuanto a la financiación del déficit de cuenta corriente, se registraron entradas netas en la cuenta financiera de USD 1.835 millones (1,7% del PIB), lo que representa un aumento de 14,6% frente a lo registrado en el primer trimestre de 2024, sin embargo, hay elementos preocupantes; la inversión extranjera directa se redujo un 14,7% anual, manteniendo la concentración en minería y petróleo (36%) y servicios financieros (22%), mientras la inversión de cartera aumentó notablemente en términos anuales obedeciendo a una mayor emisión de deuda local (TES) y reflejando un apetito de los inversionistas extranjeros en activos en pesos.

La recuperación del consumo interno podría seguir ampliando el déficit en cuenta corriente especialmente si la inversión y la producción no avanzan al mismo ritmo. La menor entrada de inversión extranjera directa y la dependencia de capitales de portafolio pueden mantener una vulnerabilidad externa especialmente ante choques financieros internacionales. En este contexto, el financiamiento externo puede volverse más costoso, lo que sugiere que el país debería buscar equilibrar su crecimiento interno sin deteriorar su posición externa, puesto que, de mantenerse la dinámica actual, podría presentarse un mayor deterioro en la posición de inversión internacional, la cual, es negativa y se ubica en USD 192.257 millones (45,9% del PIB).

En conclusión, la evolución reciente de la balanza de pagos refleja una economía en proceso de recuperación, pero con desequilibrios externos que comienzan a ganar protagonismo. El aumento del déficit en cuenta corriente impulsado por una mayor demanda interna y una desaceleración en las exportaciones tradicionales plantea desafíos importantes en términos de sostenibilidad externa especialmente en un entorno de menores flujos de IED y creciente dependencia del financiamiento de portafolio. Hacia adelante será clave monitorear el comportamiento de la tasa de cambio, la estabilidad de las fuentes de financiación y la capacidad del país para generar ingresos externos suficientes que compensen sus crecientes necesidades de financiamiento un entorno fiscal más retador.

Gráfico 4: Cuenta corriente por componentes (US\$ MM)



Fuente: BanRep, Scotiabank Colpatría Economics

Inflación: ¿Descenso sostenible o espejismo temporal?

Al cierre del primer semestre la inflación se ubicó en 4,82% a/a, lo que supone un descenso de 38 pbs si se compara con la inflación final de 2024 (5,20% a/a). No obstante, el camino a la meta no ha sido fácil pues en los primeros meses del año los efectos de indexación impidieron un descenso más acelerado. Y, a pesar de que los niveles actuales de inflación podrían considerarse como favorables, lo cierto es que los riesgos no se han disipado del todo y **llegar a la meta podría tomar más tiempo de lo que se preveía en 2024.**

Las inflaciones básicas han mostrado un mejor avance. Si se compara con el cierre de 2024, la inflación sin alimentos cayó en 52 pbs hasta el 4,94% en junio, mientras la inflación sin alimentos ni regulados cayó en 38 pbs hasta el 4,77%. Sin embargo, a pesar de la mejora, ambos indicadores aún se mantienen por encima del rango meta del BanRep, lo que refleja que la desinflación estructural sigue siendo un proceso gradual. Además, la alta participación de los servicios en la inflación total continúa siendo un factor que limita una caída más acelerada de estas métricas.

Los datos de inflación reciente representan un alivio frente al pico inflacionario evidenciado en marzo de 2023 (13,34%), sin embargo, el país continúa rezagado en el proceso de convergencia hacia la meta del 3% si se compara con otros países de Latinoamérica, como México (4,3%), Chile (4,12%) y Perú (1,7%) los cuales han logrado avances más rápidos en la contención de precios. **El rezago estaría fuertemente ligado a los incrementos salariales** registrados después de la pandemia, que han incrementado los costos de las empresas y, por ende, presionando los precios de bienes y servicios.

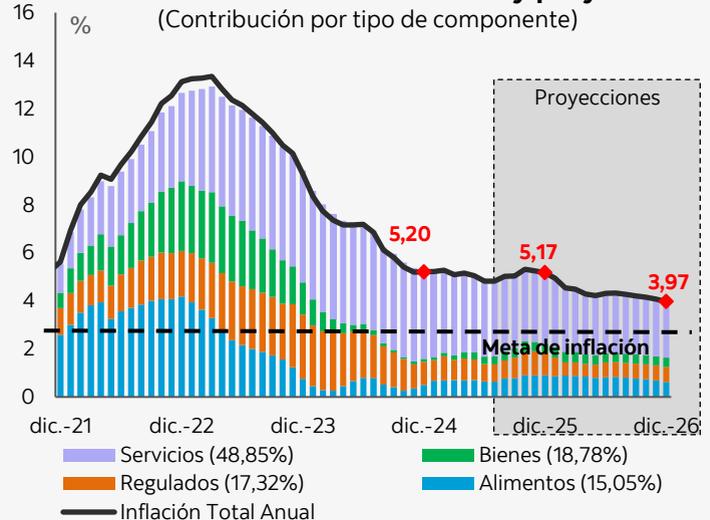
La composición de la inflación ha cambiado (**Gráfico 5**) y los servicios, que tienden a absorber un mayor efecto de indexación asociada al salario mínimo, representan ahora alrededor del 65% de la inflación total anual, cuando en marzo de 2023 representaban alrededor del 33%. Esta recomposición tiene algunos puntos favorables, como que los bienes mantienen una inflación por debajo de la meta, que el componente de regulados ha disminuido en participación y que los alimentos, a pesar de

ser volátiles, mantienen inflaciones más acordes al promedio histórico.

No obstante, un ajuste salarial muy superior a la inflación —como el registrado en 2025— tiende a generar efectos de segunda vuelta sobre los precios de servicios intensivos en mano de obra, como educación, salud, transporte y restaurantes. Lo cual podría dificultar la convergencia de la inflación hacia la meta del 3%, al ser rubros que presentan una mayor inercia inflacionaria y responden más lentamente a los cambios en la política monetaria.

En este contexto, la expectativa desde Scotiabank Colpatría es que la inflación experimente algunos rebotes en los dos últimos trimestres del año, impulsados por bases estadísticas bajas en alimentos y regulados. **Se prevé que la inflación cierre el 2025 entre el 5% y el 5,2%, por encima del rango meta, y que en 2026 convergerá hacia el 3,97%**, en línea con una normalización más completa de los precios de servicios, no obstante, las presiones por indexación salarial serán un factor para monitorear, así como la evolución de las políticas arancelarias por parte de Estados Unidos que puedan repercutir en la inflación de algunos bienes importados.

Gráfico 5: Evolución de la Inflación y proyección



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics

Política Monetaria: Alta cautela en medio de un escenario lleno de riesgos.

Las decisiones de política monetaria en 2025 se han caracterizado por un entorno cambiante que ha promovido una gran cautela en la mayoría de los miembros de la junta. En febrero el relevo en la composición de la junta directiva del Banco de la República generó especulaciones sobre la posibilidad de una tendencia más laxa en la toma de decisiones, pero lejos de eso, se ha visto cómo la independencia y el foco en el mandato constitucional de inflación siguen liderando el proceso de toma de decisión.

En abril, el BanRep se decantó por un recorte de 25pbs en su tasa de política monetaria, llevándola al 9,25%. En una decisión unánime, la junta destacó la reactivación de la tendencia bajista de la inflación, tanto en sus métricas generales como subyacentes. El Gerente Leonardo Villar, calificó la decisión como una reducción prudente, compatible con una postura aún contractiva y coherente con la necesidad de impulsar el crecimiento económico. No obstante, en el debate de abril, la situación fiscal de Colombia empezó a resonar como un riesgo a futuro en medio de un contexto internacional volátil en el que la consecución de recursos puede volverse más restrictiva.

El consenso de abril no logró prolongarse, y en las decisiones de junio y julio, el emisor en votación dividida decidió mantener la tasa de interés estable en el 9.25%. El contexto plantea una economía colombiana con un desempeño mejor al previsto, especialmente en el consumo de los hogares, y un panorama menos claro para la convergencia de la inflación a la meta del 3%, que contrasta con retos estructurales en las cuentas públicas de Colombia y el ambiente internacional altamente volátil.

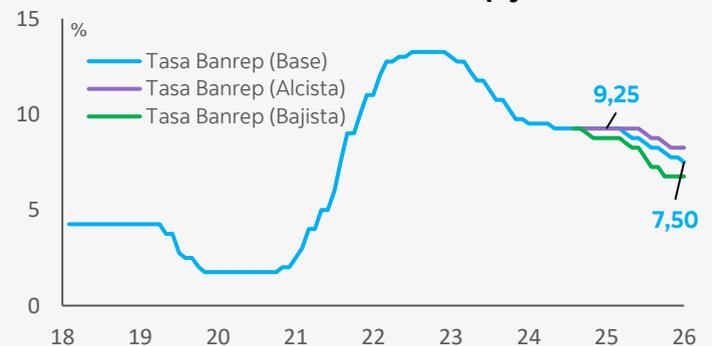
Lo interesante a notar en 2025 es que el grado de cautela en la mayoría de la junta se ha incrementado a raíz de previsiones que apuntan a que la inflación tardaría más de lo previsto en llegar a su rango meta y en efecto, se está anticipando desde más temprano que algunas decisiones críticas tales como la del salario mínimo podrían seguir prolongando el tiempo de espera para el anclaje de la inflación. Sobre el punto del salario mínimo, las diferencias de opinión con el ministro de Hacienda, G. Avila

son sustanciales, pues el ministro por el contrario no cree en el que aumento de salarios tenga influencia en la inflación. En este escenario la tensión se percibe elevada entre los miembros que prefieren guardar cautela y la postura del ministro de Hacienda que aboga por un mayor soporte de la política monetaria a la actividad económica.

En el trasfondo del debate también se evidencia que la postura fiscal estaría influyendo en la precaución adoptada por la mayoría de la junta. Si bien, el Gerente del BanRep, Leonardo Villar ha preferido no referirse ni dar concepto directo sobre las finanzas públicas del país, en los comunicados se ha advertido que las condiciones internacionales podrían suponer un riesgo para la financiación de Colombia en medio de una previsión de mayores déficit fiscales. El canal de afectación a la meta del emisor sería especialmente por la potencial depreciación de la tasa de cambio, aunque por otro lado, el aumento en la carga fiscal supondría una tasa real de mediano plazo más elevada.

Desafortunadamente, el alto grado de incertidumbre y lo que podríamos mencionar como dominancia fiscal ha hecho que la ventana en la que el banco central podía entregar algún recorte de tasas se haya pasado. En el segundo semestre, el rebote inflacionario proyectado por Scotiabank Colpatría es un impedimento para considerar recortes en la tasa de intervención, por lo que para finalizar el año se espera que la tasa de intervención permanezca en 9.25% (Gráfico 6) y que solo sea en el primer trimestre de 2026 cuando se considere realizar algún tipo de flexibilización a la espera de los efectos de indexación que se deriven de una nueva subida del salario mínimo.

Gráfico 6: Evolución Tasa Banrep y escenarios



Fuente: BanRep, Scotiabank Colpatría Economics

Política Fiscal: Proyecciones erráticas minan la credibilidad de sostenibilidad



Uno de los activos más reconocidos en la política económica colombiana es su institucionalidad alrededor de las cuentas fiscales, con la creación del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) en 2003 y la creación de la Regla Fiscal (RF) hacia el 2011, se percibía una intención de disciplina buscando la sostenibilidad de las cuentas públicas. **Sin embargo, dicha credibilidad ha sido minada en los últimos años al encontrarnos con una variabilidad significativa y frecuente de las proyecciones fiscales que dejan expuestas fisuras institucionales** y que ahora, tienen en gran duda la capacidad de Colombia para retornar a una senda sostenible de sus finanzas.

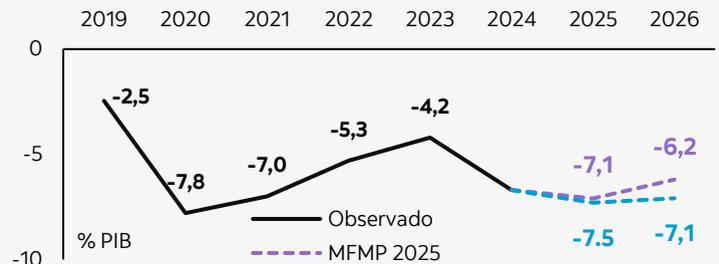
En 2025 las previsiones del Gobierno sobre sus cuentas han sido altamente erráticas. La publicación del plan financiero en febrero careció de credibilidad al plantear un déficit fiscal del 5.1% del PIB sin tener en cuenta la rigidez de las cuentas pendientes por pagar incluida en la reserva presupuestal. **En el MFMP 2025, el sinceramiento involucró revisar al alza la previsión de déficit al 7,1% del PIB,** con un supuesto de crecimiento en los ingresos tributarios por encima del crecimiento del PIB nominal (14% vs ~7% de la economía) y un **preocupante déficit primario de 2,4% del PIB,** que justificó –desde el punto de vista del Gobierno– el uso de la cláusula de escape que permite la suspensión de la regla fiscal por tres años desde 2025 hasta 2027, a pesar del concepto negativo del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) frente al uso de dicha cláusula.

El panorama se torna preocupante en la medida en que el plan de ajuste contemplando en la cláusula de escape no involucra esfuerzos del Gobierno, sino por el contrario recae en la aprobación de una reforma tributaria de alto talante (~1.4 % del PIB) en 2025 y la aprobación de una reforma en el gasto público en 2026, ambas difícilmente realizables, en el caso de la tributaria por el ciclo electoral y en el caso de la reforma al gasto porque implicaría reformas a la Constitución. De cumplirse el ajuste, Colombia llegaría una carga de deuda a PIB de casi 64% en 2027, superiores a lo evidenciado para países con calificaciones crediticias similares a Colombia (BB perspectiva negativa según S&P).

Por lo que el caso base en el que el chance de tener reformas es bajo, la perspectiva es aún más sombría.

Dicho lo anterior, el déficit fiscal en Colombia podría oscilar entre el 7,5% y el 8% del PIB en 2025, mientras que en 2026 tiene un alto chance de exceder el 7% PIB (Gráfico 7). En efecto, el panorama empieza a ser más preocupante luego de la publicación del proyecto de Presupuesto General de la Nación 2026, en donde de nuevo se inflan las previsiones de ingresos y de gasto primario, dejando así una previsión base de déficit primario del 2% del PIB.

Gráfico 7: Balance total Gobierno Nacional Central



Fuente: Min Hacienda, Scotiabank Colpatría Economics

Por el lado de ingresos, el recaudo neto puede ser inferior a lo estimado por Hacienda, solo en lo corrido a junio los TIDIS y la devolución de impuestos en efectivo ha excedido en COP 3 bn la proyección por el gobierno de COP 25.2 bn para todo 2025. Por el lado del gasto, el ministerio fue claro en priorizar el gasto inflexible con el ánimo de evitar una presión adicional el año entrante como respuesta a las reservas presupuestales. No obstante, el gasto primario estimado para 2025 indica que el Gobierno, para evitar una mayor presión en el déficit, podría acumular un rezago presupuestal para el año entrante que incluso tendría la misma magnitud que lo evidenciado en la vigencia 2025 (COP 55 bn, ~3% del PIB).

La anterior situación ha cambiado la percepción de disciplina fiscal en Colombia. Mientras tanto, las cuentas visibles muestran un condición de caja bastante apretada que entre otras cosas, ha motivado el desarrollo de estrategias innovadoras por parte de la Dirección de Crédito Público para reducir marginalmente la carga de intereses de la nación y a pesar de que esto está captando la atención de los mercados, es bien sabido que los riesgos de mediano plazo no se pueden tapar con maniobras de corto plazo.

Mercados - Tasa de cambio: **Entre lo estructural y lo temporal.**

Pese a la volatilidad internacional y la incertidumbre fiscal doméstica, la tasa de cambio parece mantenerse bajo control. En lo corrido del 2025 parte de la dinámica de debilitamiento global del dólar se impregnó en la tasa de cambio local (Gráfico 8), sin embargo, junto a lo anterior se siguen identificando operaciones de arbitraje financiero que desvía a la tasa de cambio de los niveles que calculamos como compatibles con la situación macroeconómica.

La situación internacional nos han llevado a reducir nuestra proyección de valor fundamental del dólar en 100 pesos a 4250 pesos. Sin embargo, la revisión no puede ser más bajista en la medida en que la moneda debe incorporar en el mediano plazo una prima de riesgo fiscal significativa en medio de un contexto en el que el financiamiento tanto del déficit como del repunte en el crecimiento no se vislumbran con claridad.

La relativa tranquilidad en medio de los riesgos fiscales, parece de nuevo alentada por las operaciones de “carry trade” de agentes de mercado que aprovechan las tasas altas de la deuda colombiana como oportunidad de corto plazo.

En efecto, cuando se contrasta el nivel actual de la tasa de cambio con nuestro cálculo del nivel fundamental se percibe que está por debajo de este (Gráfico 9). **No obstante, el mercado cambiario presenta algunas características enrarecidas que podrían presionar al precio del dólar algo más al alza en el futuro.** La más preocupante es que no se está experimentando una fluidez importante en el nivel de la caja en dólares del sistema financiero, lo que en un momento de reactivación económica en la que la economía decida demandar más dólares podría alentar una subida en el tipo de cambio.

Desde el punto de vista macroeconómico, la convergencia de la tasa de cambio hacia los niveles de 4250 pesos es incierta, pero podría encontrar detonantes en sorpresas negativas sobre la política fiscal, tales como un eventual rechazo de la Ley de Financiamiento, o señales que vuelva a elevar la necesidad de primar los activos locales por la situación fiscal.

Para final de 2025 se prevé que la tasa de cambio se ubique en 4249 pesos.

Gráfico 8: Evolución monedas de Latam

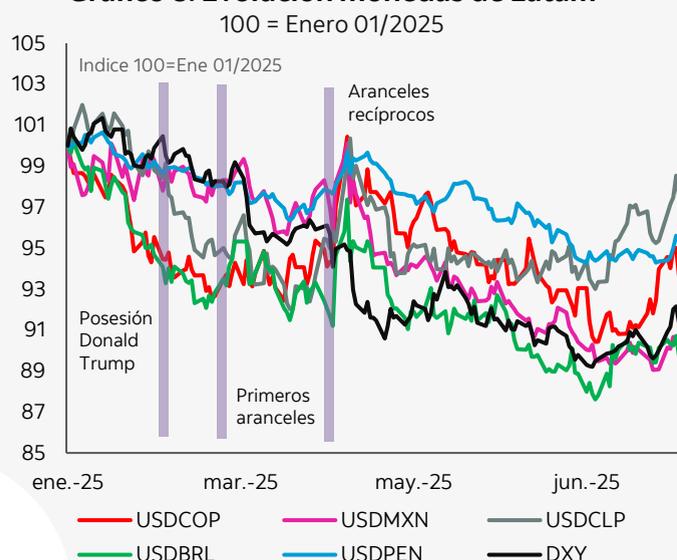


Gráfico 9: Factores explicativos del modelo fundamental de la tasa de cambio



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics

Deuda Pública: La prima de riesgos depende de la decisión de emisión.

En medio del escenario de incertidumbre fiscal, el apetito por la deuda local ha sido errático. La publicación del MFMP 2025 no sólo tuvo como protagonista la previsión de altos déficit fiscales y el aumento de la deuda. También enfocó la atención en la estrategia de financiamiento lanzada por la Dirección de Crédito Público, en la que el foco está en encontrar la menor tasa de fondeo posible a través de las nuevas emisiones y el manejo de la deuda flotante.

Más allá de los detalles de la estrategia de financiamiento, el escenario macroeconómico demuestra una condición de liquidez bastante apretada que está motivando actuaciones arriesgadas por parte del Ministerio de Hacienda y que han cambiado en algo la forma en la que los precios reflejan la prima por el riesgo fiscal.

A la fecha de publicación de este reporte, la curva de rendimientos de Colombia parece dislocada frente a sus fundamentales. La expectativa por la operación repo anticipada por la Dirección de Crédito Público generó una caída de la tasa de interés de los bonos con plazos de vencimiento largos, en un movimiento que considera más especulativo que fundamental. Sin embargo, encontramos que el límite a cualquier capacidad de maniobra del ministerio de hacienda la está dando la disponibilidad de caja; y en medio de la dislocación de la curva, el hecho de que la Dirección de Crédito Público haya decidido volver a considerar una emisión de un bono de largo plazo demuestra que la necesidad de fondeo es apremiante.

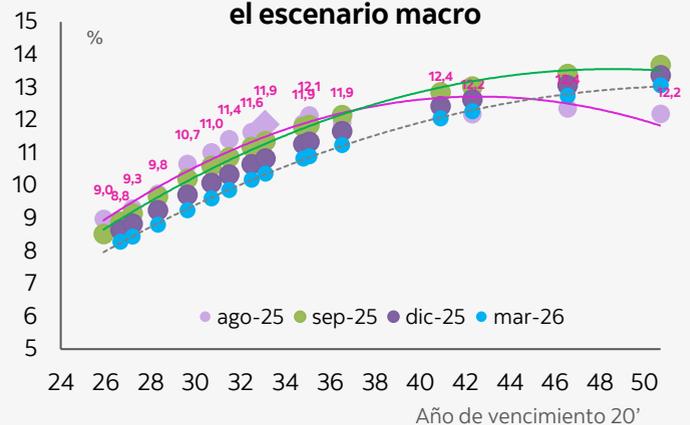
Dicho lo anterior, en la estrategia planteada por el Director de Crédito Público, Javier Cuellar, se identifica una alta tolerancia al riesgo de refinanciamiento, razón por la cual la emisión de títulos a menos de un año (TCOs) y en la parte media de la curva han sido protagonistas. Lo anterior induce a pensar que la prima de riesgo fiscal no necesariamente se debe incorporar a través de métricas de empinamiento de la curva sino en las deformaciones que las decisiones de emisión puedan conllevar desde el punto de vista de la oferta (Gráfico 10).

En cuanto al movimiento de los inversionistas, la suspensión de la regla fiscal, la consecuente rebaja en la calificación crediticia y los anuncios erráticos en la estrategia de deuda, han supuesto una recomposición en las tenencias de COLTES. El impacto en los fondos de capital extranjero se hizo evidente durante julio pues se registraron salidas significativas, sumado a una recomposición en los portafolios de los principales tenedores COLTES que han incrementado sus tenencias en COLTES UVR dejando a un lado la volatilidad que significa los posicionamientos en COLTES pesos.

En adelante será clave monitorear si el comportamiento de los actores de mercado cambia o no de forma estructural, por el momento, lo que se puede anticipar es que la curva de rendimientos estaría experimentando una nueva forma de incorporar las primas de riesgo fiscales, ya no en un empinamiento, sino más bien en un aplanamiento motivado por las decisiones de emisión de la nación.

Si bien es imposible predecir los próximos movimientos de Hacienda, la estrategia buscaría formar una curva de deuda sin empinamientos y con referencias *on the run* sin descuento, evitando afectar el ratio deuda/PIB, y con altos cupones. Sin embargo, la reacción del mercado podría desembocar en mayores primas por riesgo en estos plazos, contrario al aplanamiento que se está evidenciando como respuesta a la recompra de TES de Hacienda.

Gráfico 10: Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics



- El impacto de las tarifas arancelarias en las dinámicas económicas será un punto clave a evaluar por los Bancos centrales de cara a su postura en la política monetaria.
- El surgimiento de medidas fiscales para amortiguar la proyección de menor crecimiento suponen niveles de endeudamiento global más elevados.
- En Colombia, la inflación tardará más tiempo en regresar a la meta, reduciendo la probabilidad de nuevos recortes de tasas en lo que resta del año. La prima de riesgo podría aumentar la tasa neutral.
- La estrategia del Ministerio de Hacienda influiría en el comportamiento de los activos locales. La tasa de cambio se ajustaría a un nivel justo alrededor de los 4250 pesos, mientras, los movimientos en la curva de rendimientos dependerá de las decisiones de oferta de títulos.

Lo que sigue...

PROYECCIONES

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	7,50
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 primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-2,4	-2,4	-1,4
Balance total del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-6,8	-7,1	-6,2

*Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025

Disclaimer:

- Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Colpatría SA Establecimiento Bancario, para ser distribuido entre sus clientes y entre los de sus filiales en Colombia: Fiduciaria Scotiabank Colpatría
 - SA Sociedad de Servicios Financieros y Scotia Securities (Colombia)
 - SA Sociedad Comisionista de Bolsa, entidades sometidas a la inspección, vigilancia y control por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- El contenido del presente documento no constituye una recomendación profesional o un informe de investigación sobre inversiones para realizar inversiones, en los términos de los artículos
 - 2.40.1.12 y 2.40.1.13 del Decreto 2555 de 2010 o de las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.
- La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación personalizada de inversión, ni invitación, oferta, solicitud, sugerencia u obligación por parte de Scotiabank Colpatría SA, ni sus filiales en Colombia, sus administradores, representantes, asociados, directores, socios, empleados, asesores o contratistas. En ese orden de ideas, la información contenida en este documento se publica para su utilización general y no tiene en cuenta objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de algún inversionista en particular. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor. El lector debe tener claro que el objetivo del documento no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados. La información contenida es de carácter estrictamente referencial y así debe ser interpretada.
- Las personas interesadas, deben buscar asesoramiento profesional autorizado sobre la conveniencia de tomar decisiones de inversión y deben comprender que es posible que las declaraciones con respecto a las perspectivas futuras no se realicen.
- Las opiniones contenidas en este documento se han compilado o se han obtenido de fuentes de información públicas que se consideran confiables, pero no se hace ninguna declaración de garantía, expresa o implícita, en cuanto a su exactitud o integridad.
- Ni Scotiabank Colpatría SA, ni sus filiales aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de la información contenida en este documento.

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

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

Acerca de Scotiabank

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.

CONTACTO

Jackeline Piraján

Gerente de Research
jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com

Daniela Guio

Profesional Senior de Research
daniela.guio@scotiabankcolpatria.com

Daniela Silva

Profesional de Research
daniela1.silva@scotiabankcolpatria.com