

Especial Tasa de Cambio

Entre lo fundamental y lo coyuntural

Octubre 2025

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com

Scotiabank Colpatria

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

Mensajes principales

2025 ha sido un año de alta **incertidumbre** y **variabilidad** en los mercados financieros. La tasa de cambio en Colombia ha seguido parte de la dinámica internacional, aunque en el corto plazo, **ha bajado más de lo que se podría haber anticipado** con los modelos macroeconómicos fundamentales.

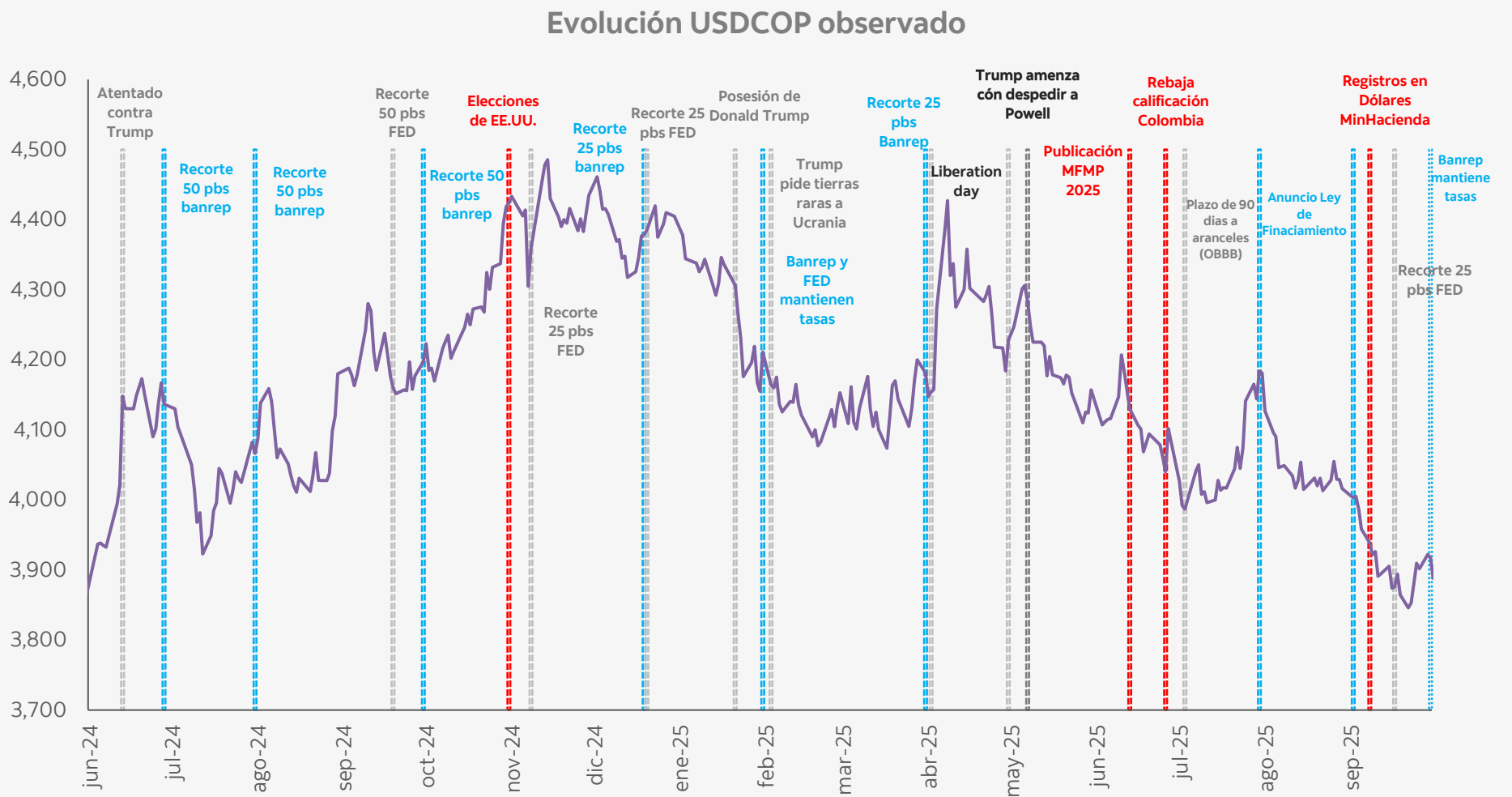
El momento actual es oportuno para **analizar** *¿qué fuerzas son nuevas y estructurales para explicar la tasa de cambio, y qué fuerzas pueden ser transitorias?*

Los **factores estructurales** responden a movimientos relacionados con el comportamiento del dólar global, la cuenta corriente, los precios de los commodities (al Colombia ser exportador neto de petróleo), la evolución en las tasas de interés y el comportamiento de oferta y demanda de dólares del sistema.

Los **factores transitorios** incluyen las diversas noticias internacionales (efecto *overshooting del carry trade*), así como los ciclos electorales que impactan la región. Las operaciones de Crédito Público y su impacto en la tasa de cambio dependerá de la duración y el monto con que se realicen.

Comportamiento de la tasa de cambio en el año

Los movimientos en la tasa de cambio han respondido tanto a factores geopolíticos como internos. Decisiones de política monetaria y movimientos masivos en el mercado cambiario lo explican.

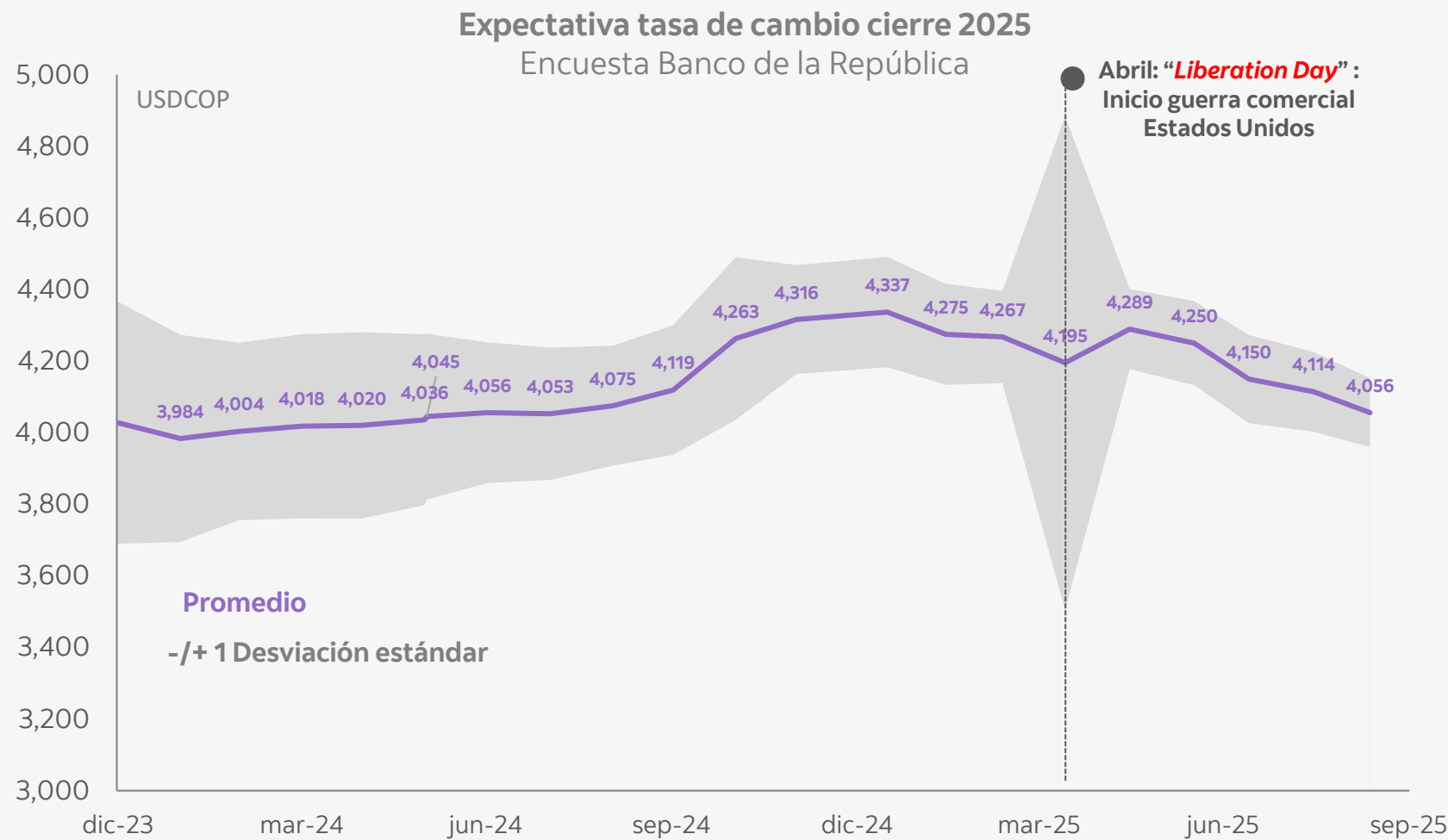


*Datos a corte del 30 de septiembre de 2025.
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatria Economics.



Un cambio inesperado

Las proyecciones económicas de los analistas muestran el cambio de tendencia evidenciado desde principios de año. Hacia adelante, las expectativas irán convergiendo a un nivel cercano a los observados actualmente.

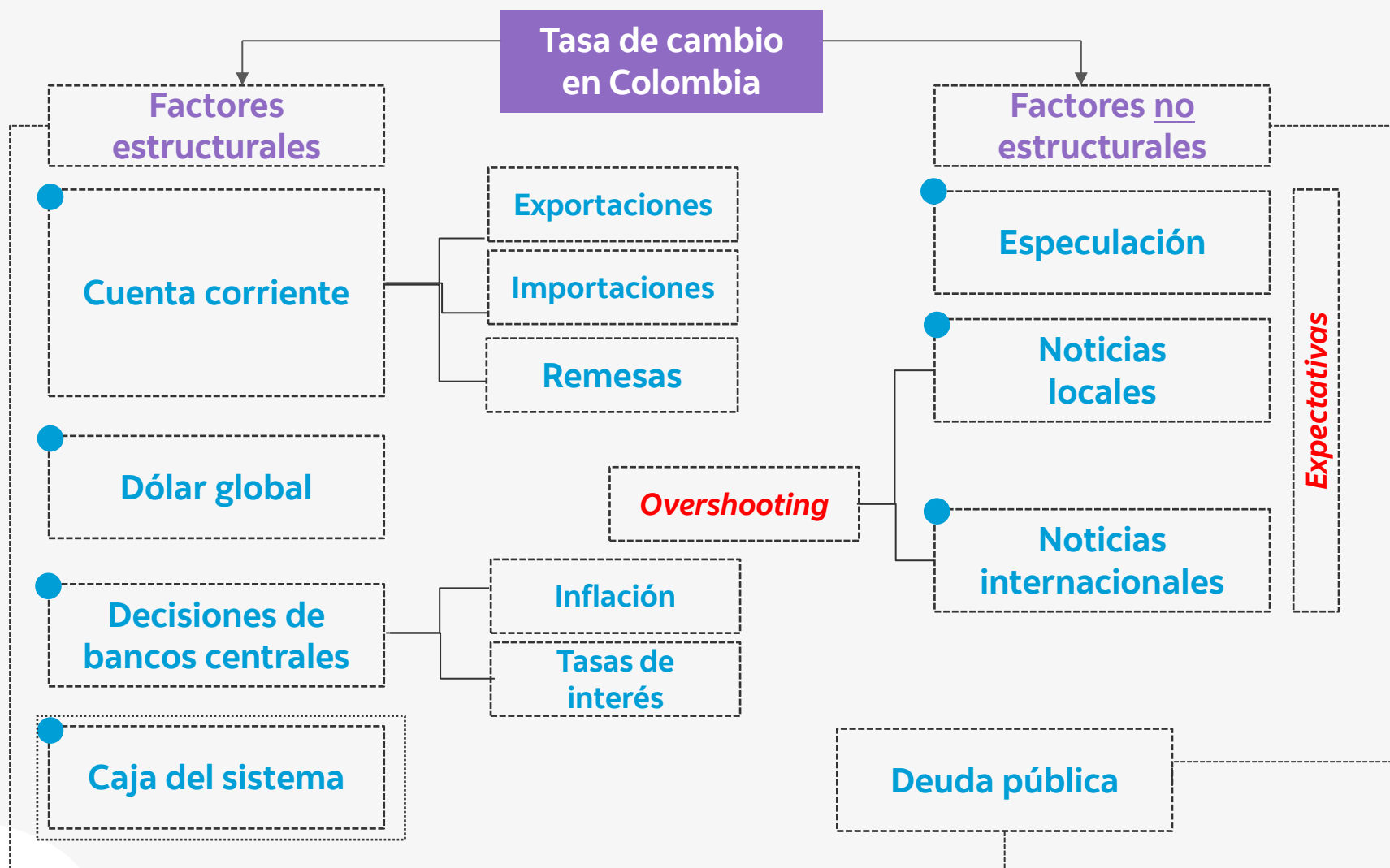


Fuente: Banrep, Scotiabank Colpatria Economics.



Marco de Análisis: Determinantes de la tasa de cambio en Colombia

Diversos factores tanto coyunturales como estructurales explican los movimientos en la tasa de cambio. Resulta importante diferenciar las causas estructurales y así dar respuesta a: *¿el dólar está barato o caro?*

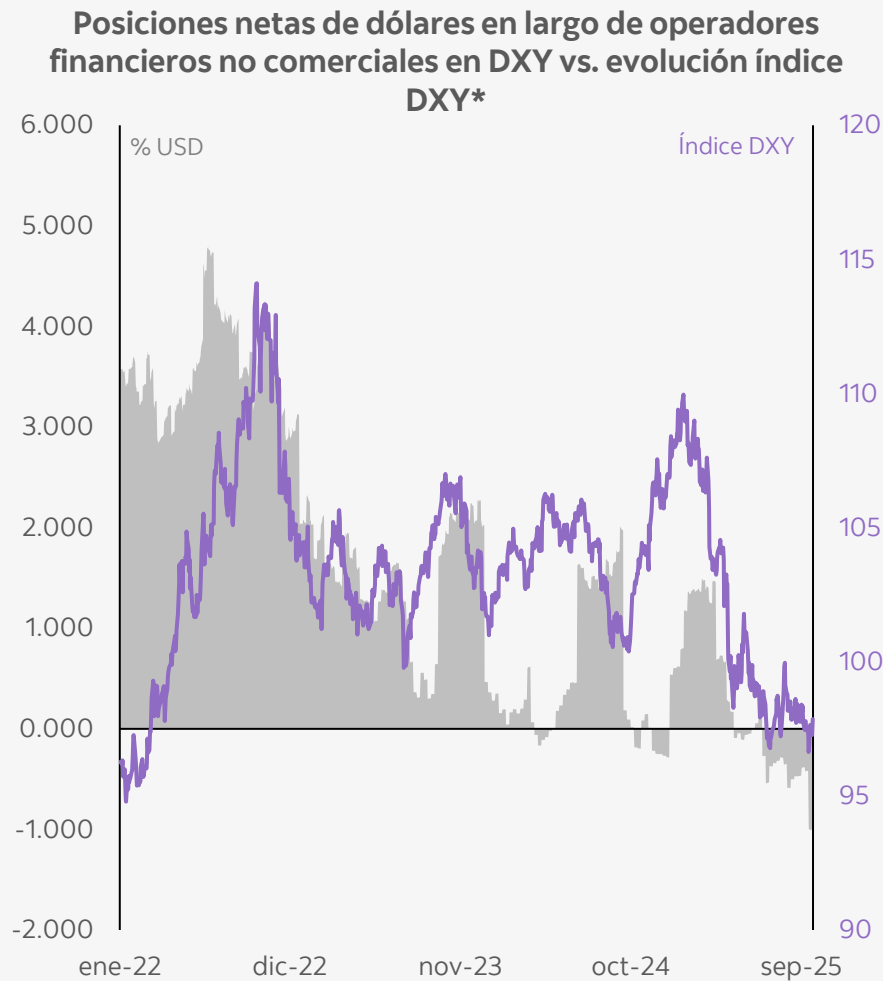


Fuente: Scotiabank Colpatria Economics.

Factores estructurales

Factores estructurales: Dólar Global

La confluencia de eventos en el marco de la guerra comercial, riesgos fiscales y presiones a la independencia de la Reserva Federal han debilitado la percepción del dólar estadounidense como refugio seguro.



Fuerzas detrás de la debilidad del dólar

- La materialización del incremento de las barreras comerciales puso en duda el liderazgo de EE.UU en el crecimiento global.
- Perspectiva de déficit fiscal y deuda pública más alta que quita la percepción de *safe-haven* del dólar.
- Perspectiva de una Fed expansiva sea por razones de debilidad económica o por intervención política.

Resultado

- La preferencia por hacer cubrimientos en inversiones con exposición a dólar ha aumentado.

Contexto reciente

- El debilitamiento se ha moderado, aunque la incertidumbre sigue alta.

*Índice DXY: Se utiliza para hacer seguimiento del valor del dólar estadounidense frente a una canasta de monedas de economías desarrolladas.

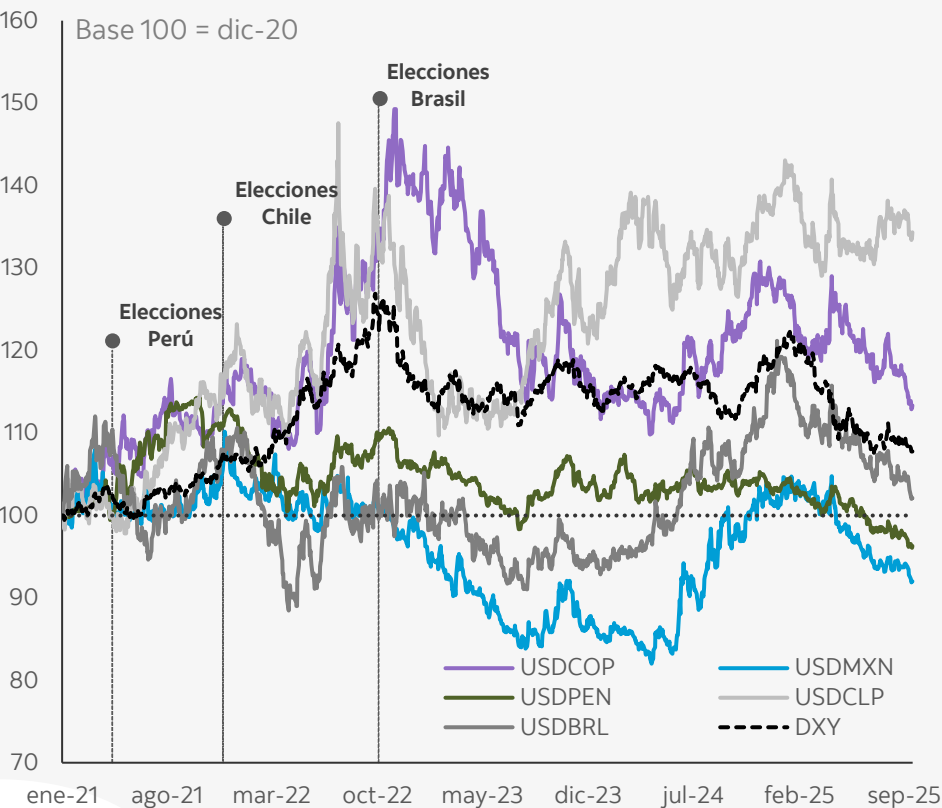
Nota: Documento recomendado para analizar el comportamiento del dólar global: <https://www.bis.org/publ/bisbull105.pdf>

Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics.

Factores estructurales: Monedas regionales

La tasa de cambio en Colombia usualmente reacciona a eventos de riesgo en la región. El efecto contagio es persistente y la correlación entre las monedas regionales ha incrementado.

El peso colombiano habría registrado un comportamiento superior a sus pares regionales luego de la depreciación evidenciada en periodo de elecciones. La región ha respondido en gran parte al comportamiento del dólar global.

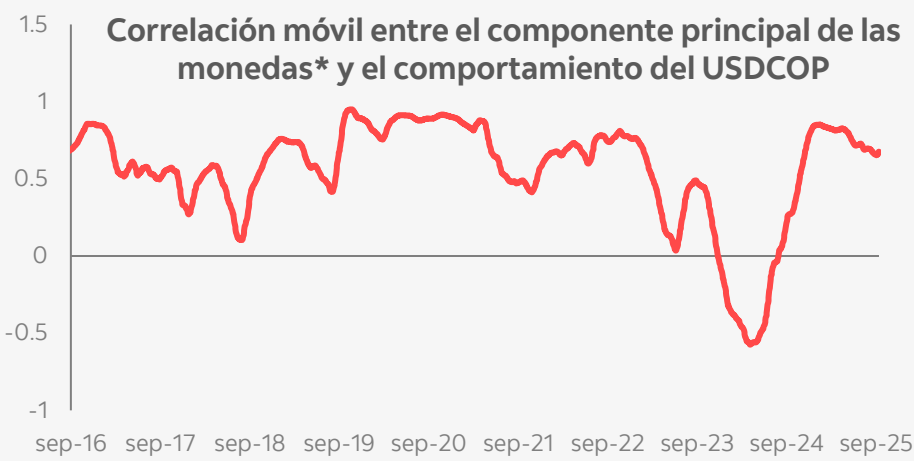


*Componente principal entre las monedas de Brasil, México y Chile. Correlación 12 meses.
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics.

La correlación entre las monedas de la región se hizo más evidente luego de la entrada de EE.UU. como exportador neto de petróleo. Exceptuando 2023, cuando fue el periodo presidencial en Colombia, la correlación de las monedas se ha mantenido positiva.

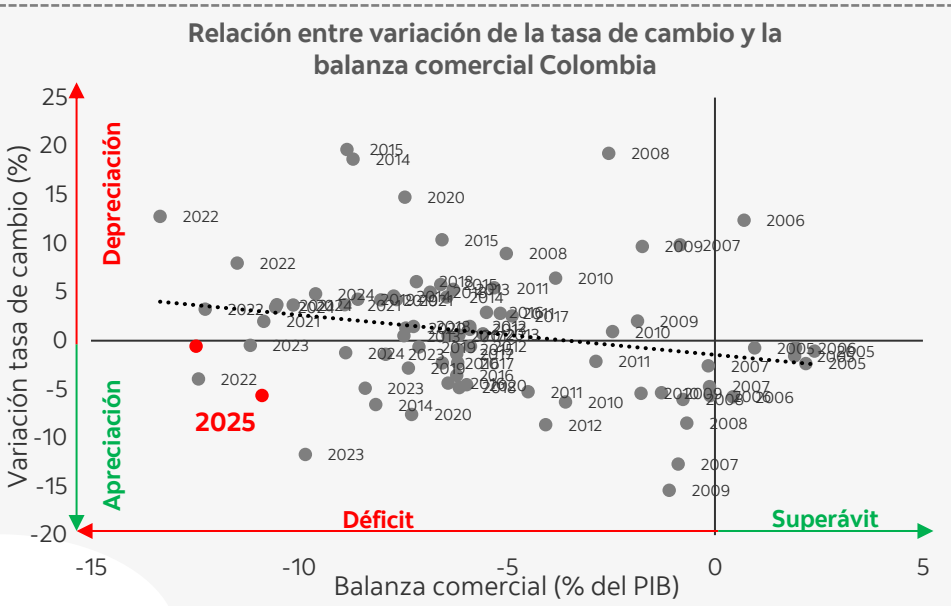
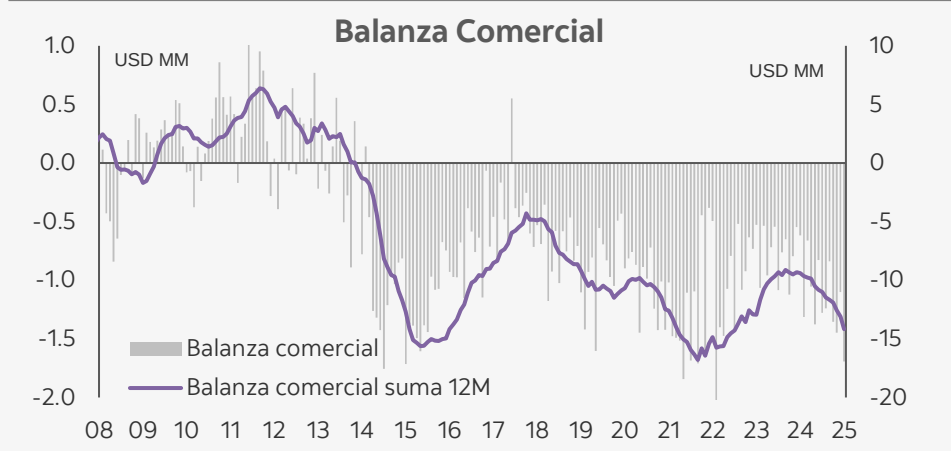
Matriz de correlaciones entre las monedas (2015-2025)

	USDCOP	USDMXN	USDPEN	USDCLP	USDBRL	DXY
USDCOP	1,00					
USDMXN	0,44	1,00				
USDPEN	0,37	0,34	1,00			
USDCLP	0,45	0,38	0,38	1,00		
USDBRL	0,36	0,48	0,30	0,35	1,00	
DXY	0,27	0,30	0,24	0,34	0,25	1,00

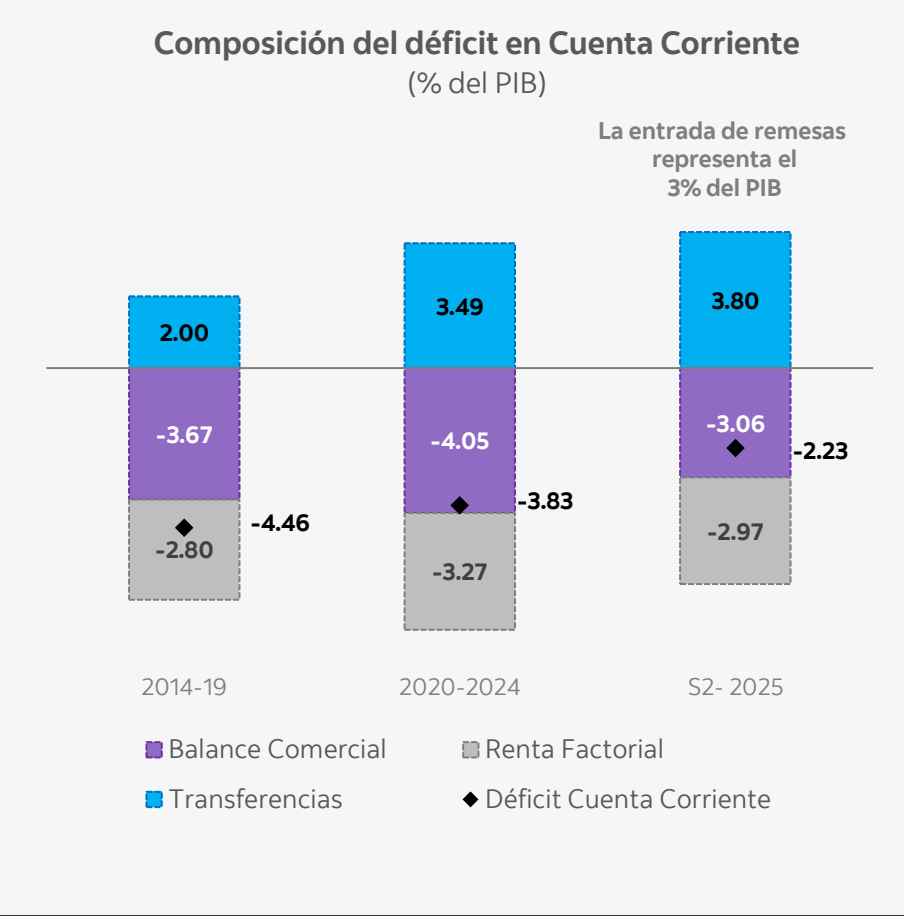


Factores estructurales: Balanza de Pagos

El **déficit comercial** se ha ampliado considerablemente en lo corrido del año (+60% a/a), respondiendo a la reactivación de la demanda interna. No obstante, el cambio estructural en la entrada de remesas ha contrarrestado la mayor demanda de dólares.



Usualmente, una **condición de déficit comercial amplio implica presiones para la depreciación en la tasa de cambio**, debido a que existen mayores necesidades netas de dólares. **Sin embargo, posterior a la pandemia este panorama ha cambiado** debido al **aumento de influjos de remesas**.

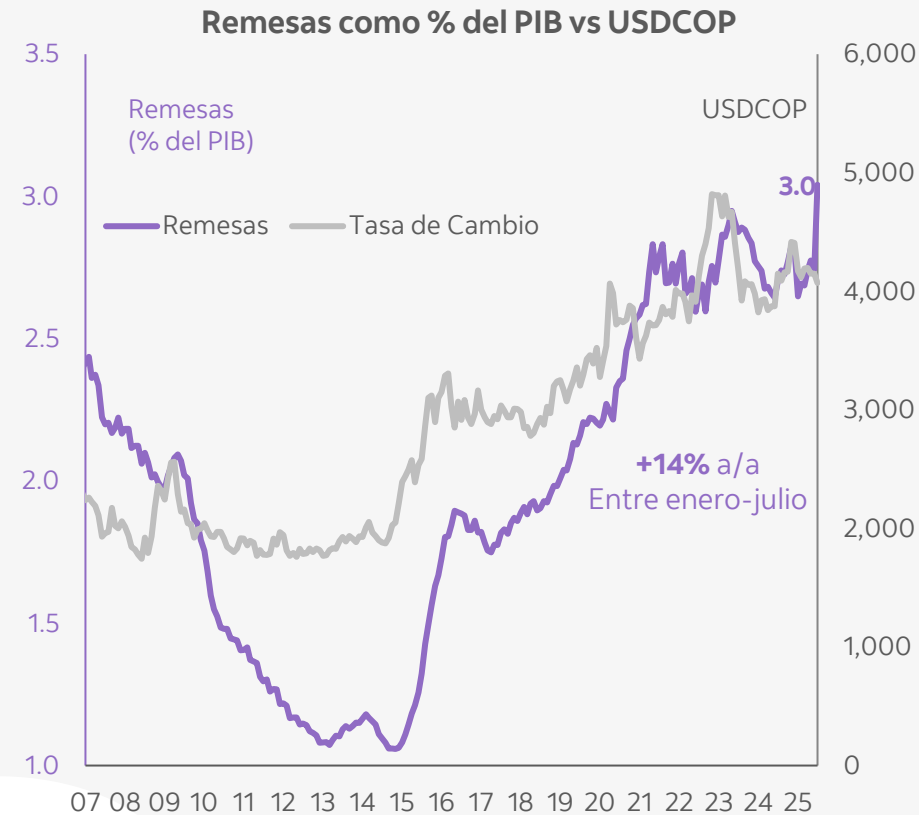


Fuente: Banrep, DANE, Scotiabank Colpatria Economics.

Factores estructurales: Remesas de trabajadores

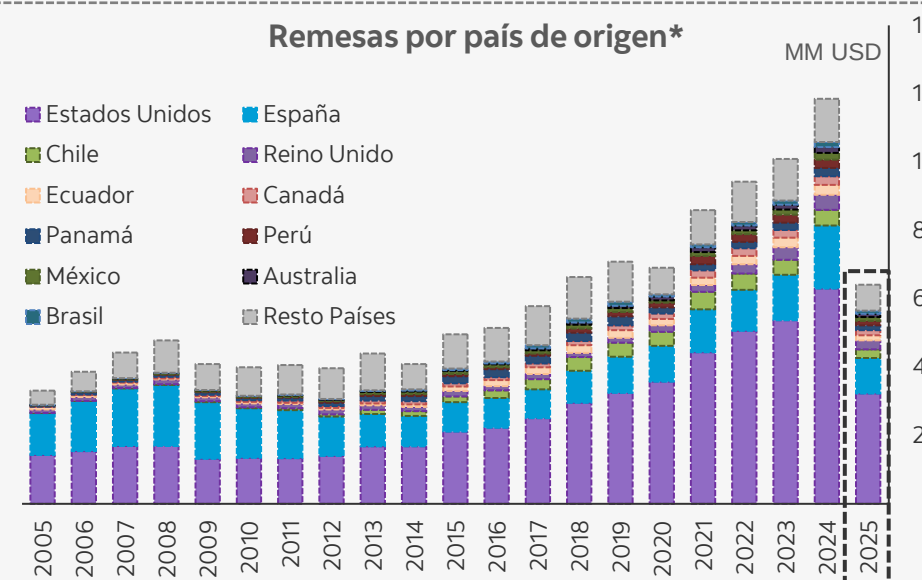
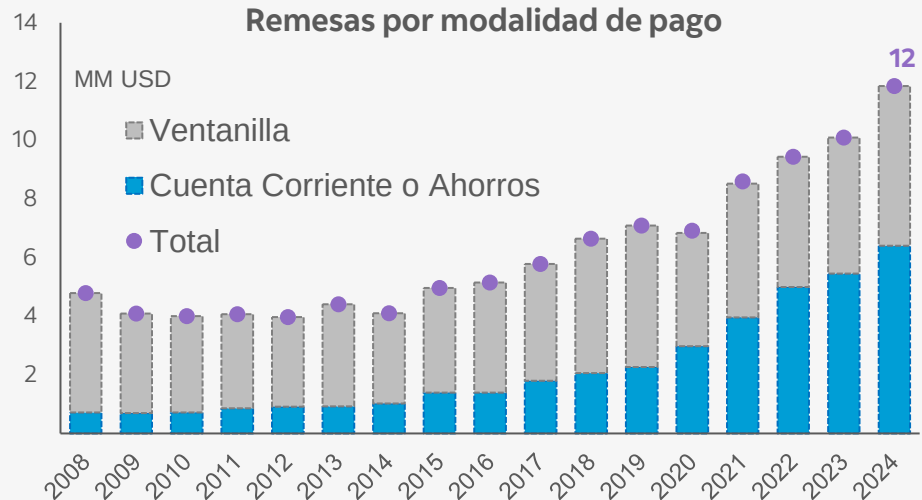
Las remesas son un factor importante que ha limitado la ampliación del déficit de cuenta corriente. Esta representatividad incrementa la exposición de Colombia a los ciclos de actividad internacional, especialmente en EEUU.

La mayor formalidad en el ingreso por remesas se refleja en la mayor entrada a cuentas bancarias. EE.UU se consolida como principal país origen de remesas, por lo que la desaceleración en el empleo en dicho país es un riesgo adicional para Colombia.



*Para 2025 se toman las remesas acumuladas entre enero y julio.

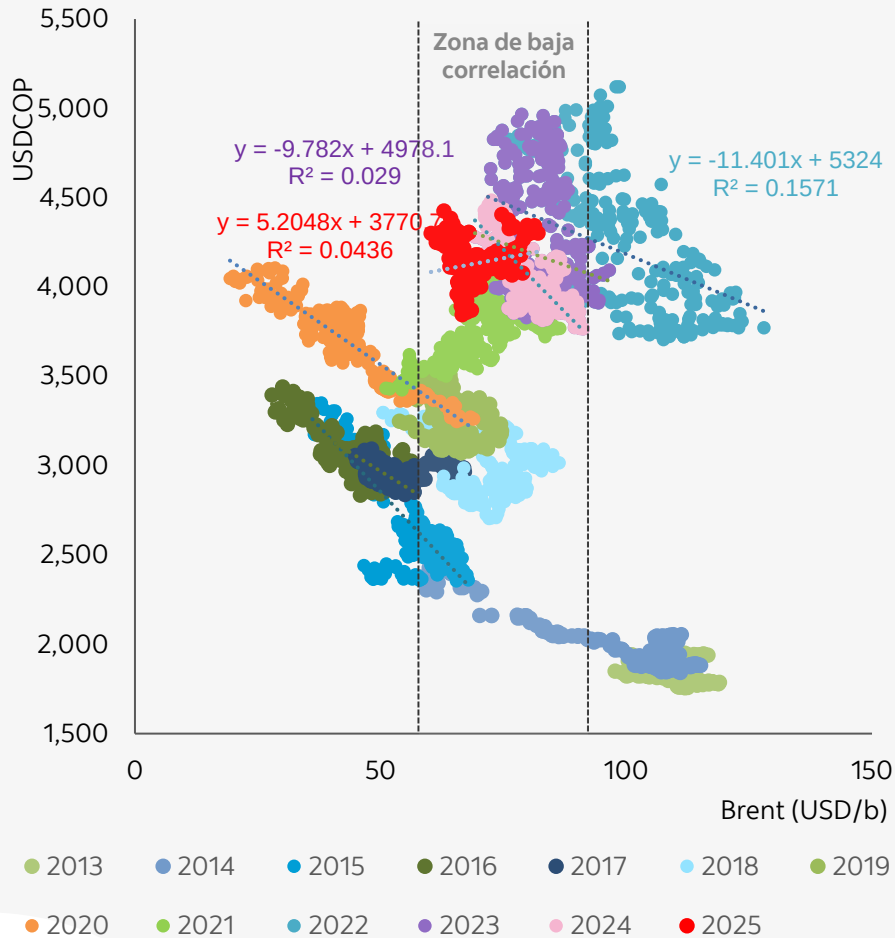
Fuente: Banrep, DANE, Scotiabank Colpatria Economics.



Factores estructurales: Precio del petróleo

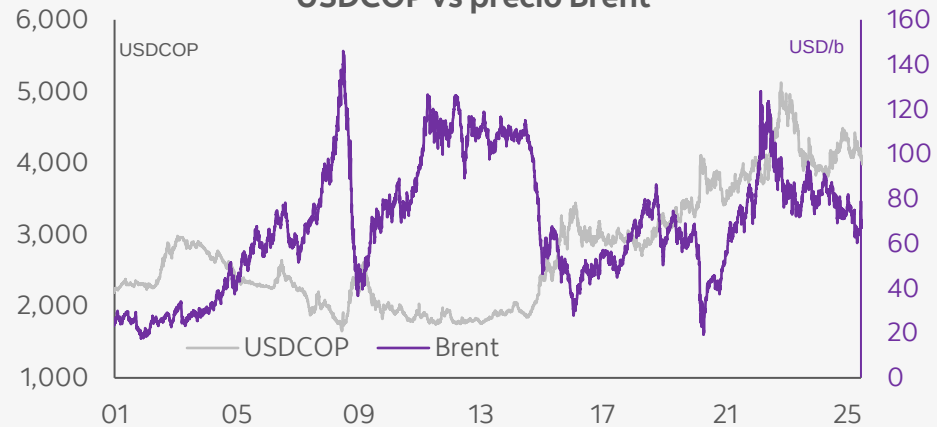
Los precios del **petróleo** han perdido protagonismo en la volatilidad de la tasa de cambio en medio de la caída en la producción local. No obstante, niveles por debajo de los US\$60dpb podrían tener efectos de depreciación.

Relación USDCOP vs Precios del petróleo Brent

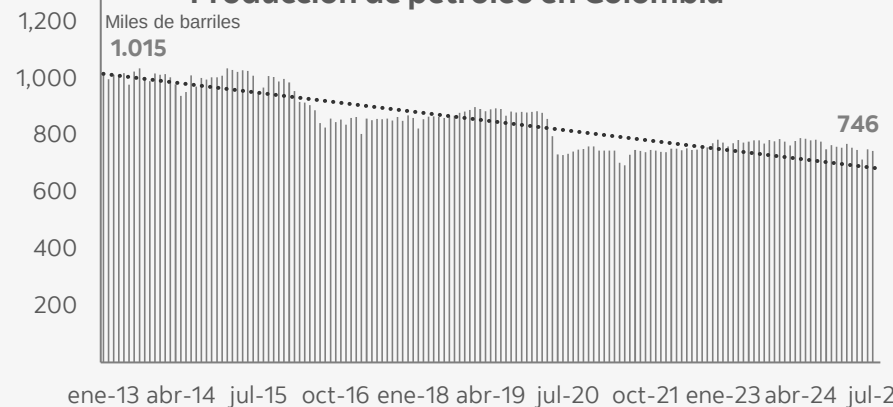


En la historia, la tasa de cambio en Colombia ha respondido con fuerza a escenarios de variación extrema del precio del petróleo.

USDCOP vs precio Brent



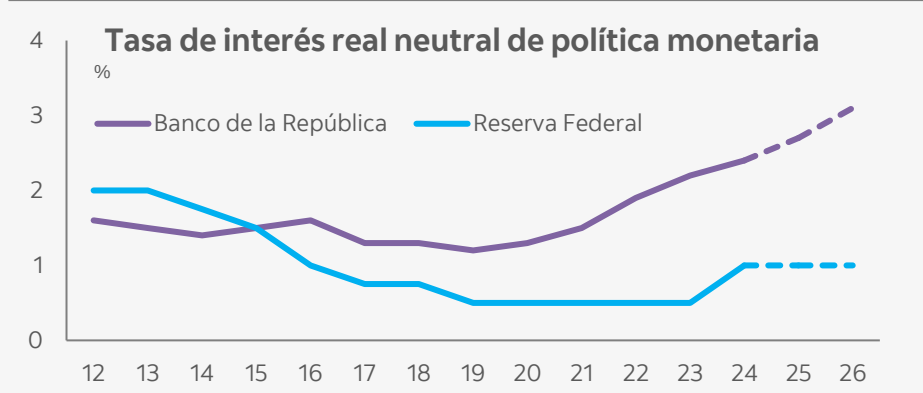
Producción de petróleo en Colombia



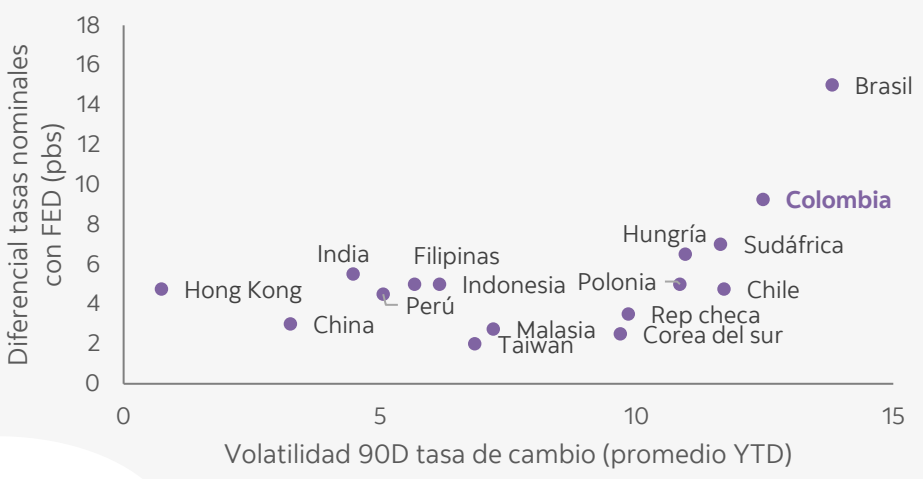
Fuente: Bloomberg, ANH, Scotiabank Colpatría Economics.

Factores estructurales: Tasas de interés

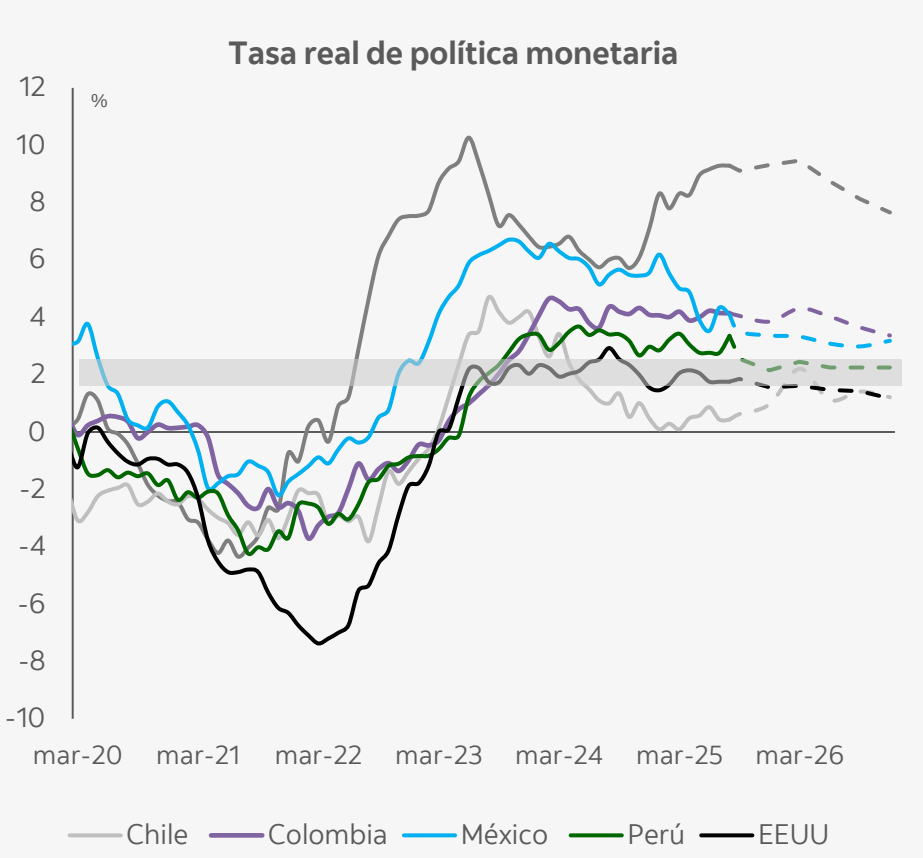
El **diferencial de tasas de interés** se ha ampliado estructuralmente, lo que incentiva la entrada de flujos de capital. Su impacto en el largo plazo dependerá si se amplía por riesgo o factores fundamentales.



A pesar de la alta volatilidad, Colombia mantiene un alto diferencial de tasas con EE.UU en comparación con países emergentes. Este panorama seguirá favoreciendo estrategias *carry trade**.



Los recortes en las tasas de interés han sido significativos en varios países del mundo. En la región, Colombia es uno de los países con mayor espacio de recortes en el futuro.



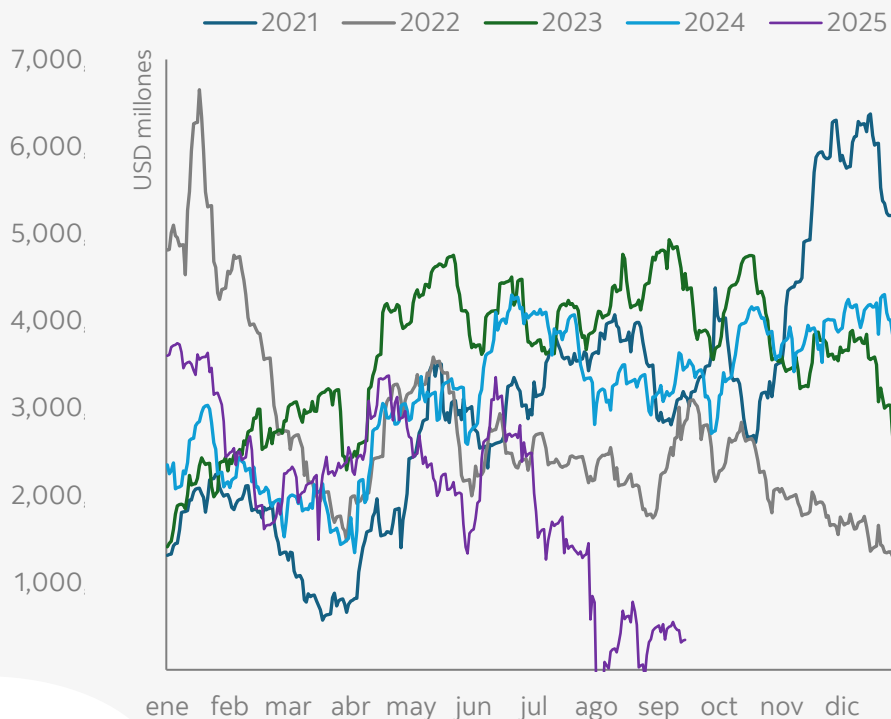
*Un *carry trade* es cualquier estrategia en la que un inversor toma prestado capital a una tasa de interés más baja para invertir en activos con rendimientos potencialmente más altos.
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatria Economics.

Factores estructurales: Caja del sistema

Movimientos significativos en la caja del sistema tendrían un impacto en la tasa de cambio. Mayores necesidades de dólares a futuro presionarían la tasa de cambio al alza.

El máximo volumen de negociación registrado en septiembre (+1.600 USDM vs. 700 USDM promedio diario) podría responder a las operaciones con dólares ejecutadas por Crédito Público. **Por ahora, la caja en dólares del sistema se ha mantenido en mínimos de los últimos 5 años.**

Posición Propia de Contado*

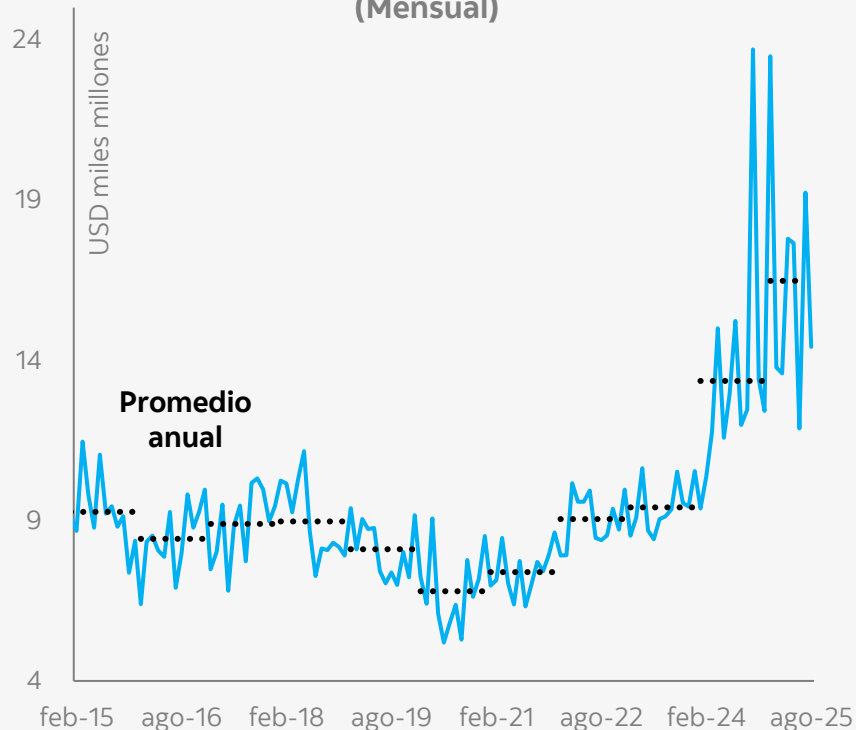


*Datos con corte al 14 de septiembre de 2025.

Fuente: Superintendencia Financiera, SetFX, *cálculos Trading Scotiabank Colpatria Economics.

La necesidad futura de dólares para el pago de préstamos que actualmente está realizando Crédito Público con la banca internacional, supondría un escenario de mayor presión para la divisa.

Volúmen de operaciones en dólares en el mercado spot (Mensual)

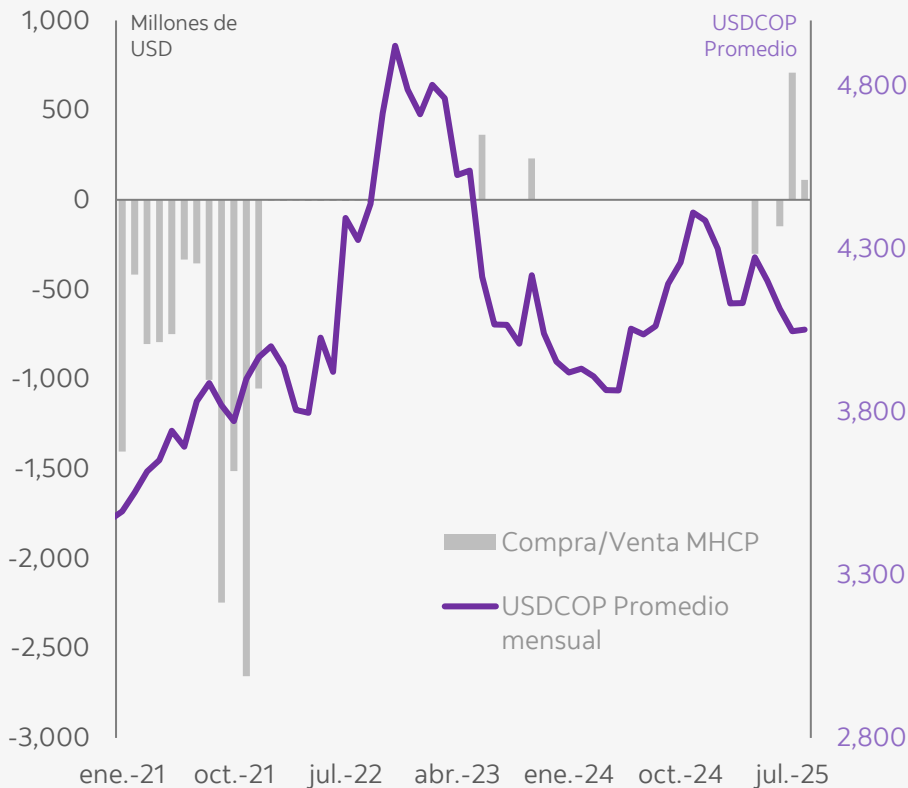


Factores no estructurales

Factores no estructurales: Deuda pública

Las **monetizaciones** realizadas por el Gobierno podrían resultar en movimientos de la tasa de cambio, esto depende del volumen y la duración de la intervención.

Tasa de cambio promedio mensual vs operaciones en dólares del MHCP



En el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025, el Gobierno anunció que aumentaría el uso de los mercados internacionales como fuente de financiamiento

Para 2025 se prevén colocaciones entre bonos y créditos por USD 9MM, y en 2026 esto aumentaría a USD 13,1 MM

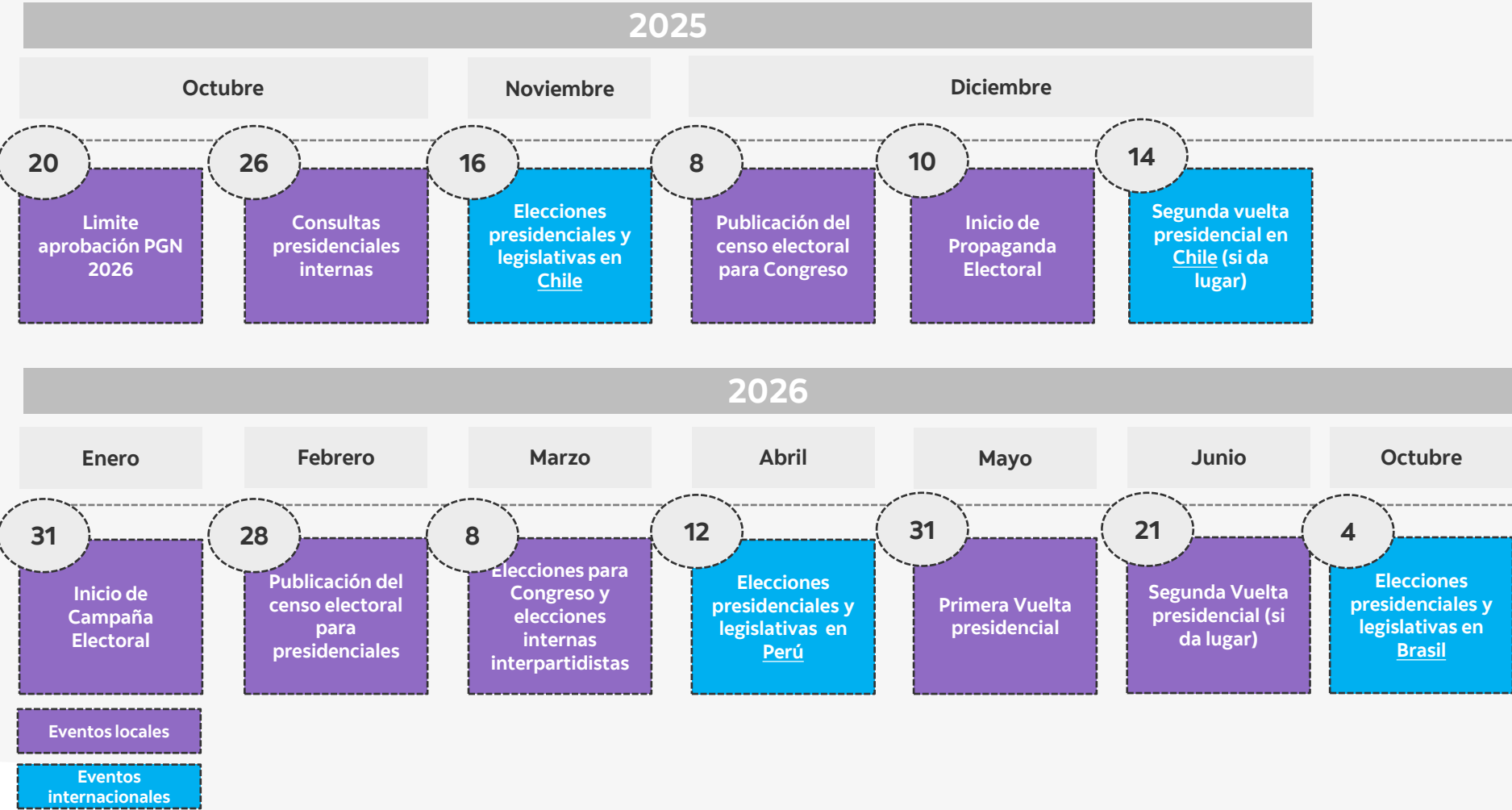
A corte del 19 de septiembre, el Min Hacienda reportó **tenencias en dólares por USD 6,4 MM**. Mientras que en la Comisión Interparlamentaria está en curso una autorización para emitir el equivalente a USD 7,5 MM en bonos.

Esta gran masa puede seguir **generando ruidos** en las operaciones del mercado de divisa por su magnitud, teniendo en cuenta que diariamente se operan ~USD 1MM en el mercado cambiario.

Fuente: BanRep, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Colpatría Economics.

Factores no estructurales: Eventos próximos

La agenda política futura tendrá una fuerte correlación con el movimiento de las monedas regionales. El ciclo electoral desencadenaría posibles movimientos de *overshooting* (*election-trade*) en las monedas.



Fuente: Calendario Países, Scotiabank Colpatria Economics.

Expectativa

Reviviendo los análisis de corto plazo

Pese al ímpetu bajista que ha tenido la tasa de cambio en las últimas semanas, la historia muestra que una reversion contundente puede tardar en llegar.

Retornos condicionales: El ejercicio responde cómo se comporta la variación semanal de la tasa de cambio dado un comportamiento bajista entre 5 y 2,5% en las ultimas 5 semanas

Estadística de retornos condicionados de la tasa de cambio

Decil	Distribución no condicional	Condicional 1 semana despues	Condicional 3 semanas despues	Condicional 5 semanas despues	Nivel condicional 1 semana despues	Nivel condicional 3 semanas despues	Nivel condicional 5 semanas despues
0%	-10.6%	-5.5%	-6.6%	-7.7%	3651	3611	3569
10%	-3.8%	-2.9%	-3.7%	-3.4%	3754	3722	3735
20%	-2.4%	-1.6%	-2.5%	-2.5%	3804	3768	3769
30%	-1.3%	-1.0%	-1.6%	-1.2%	3826	3804	3818
40%	-0.7%	-0.4%	-1.0%	-0.2%	3849	3826	3855
50%	-0.2%	-0.1%	-0.3%	0.5%	3860	3854	3885
60%	0.2%	0.2%	0.8%	1.4%	3871	3894	3917
70%	0.7%	0.5%	1.4%	2.4%	3884	3918	3957
80%	1.5%	1.3%	2.8%	3.8%	3915	3971	4010
90%	2.4%	2.6%	4.6%	5.3%	3965	4041	4070
100%	12.4%	6.4%	9.3%	16.8%	4112	4224	4512

La variación semanal de la tasa de cambio condicionada a su pasado acota en el corto plazo los eventos de subida más que los de bajada. Solo hasta la quinta semana el modelo empieza a favorecer mayores rebotes.

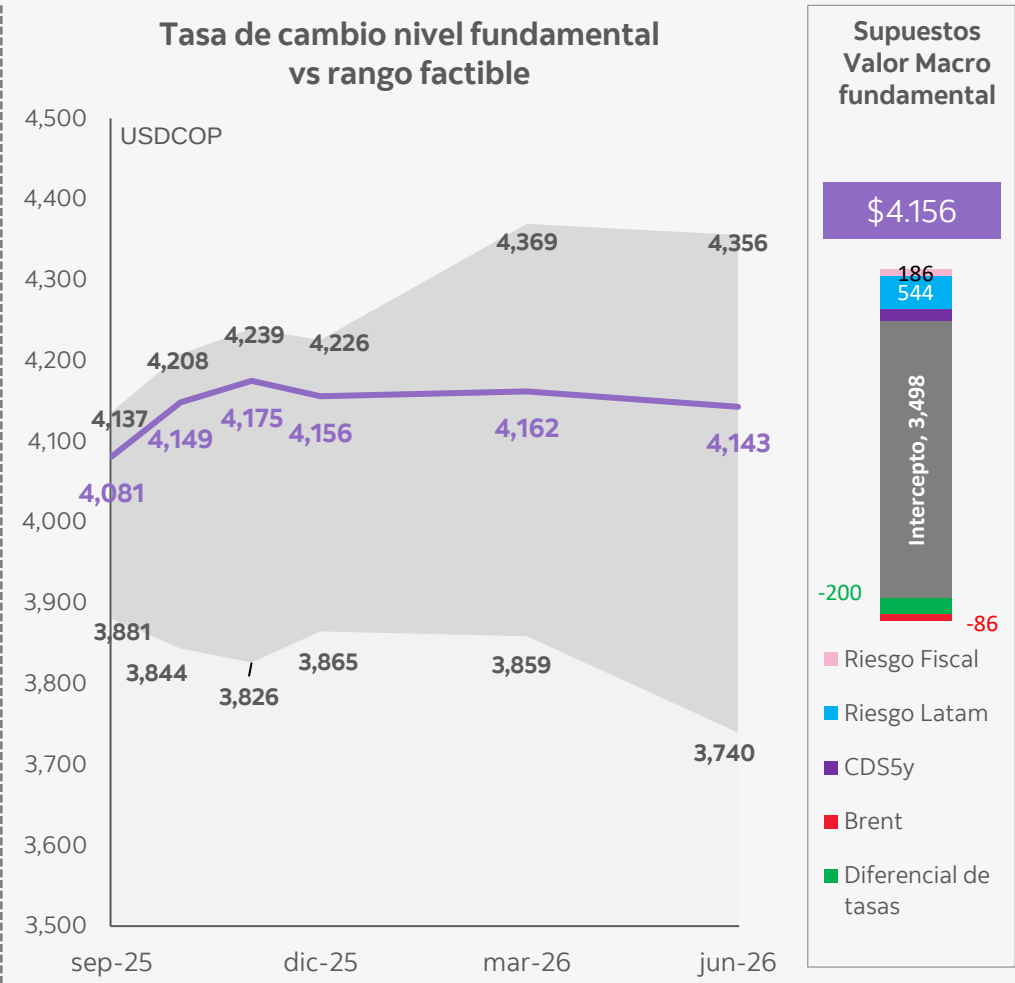
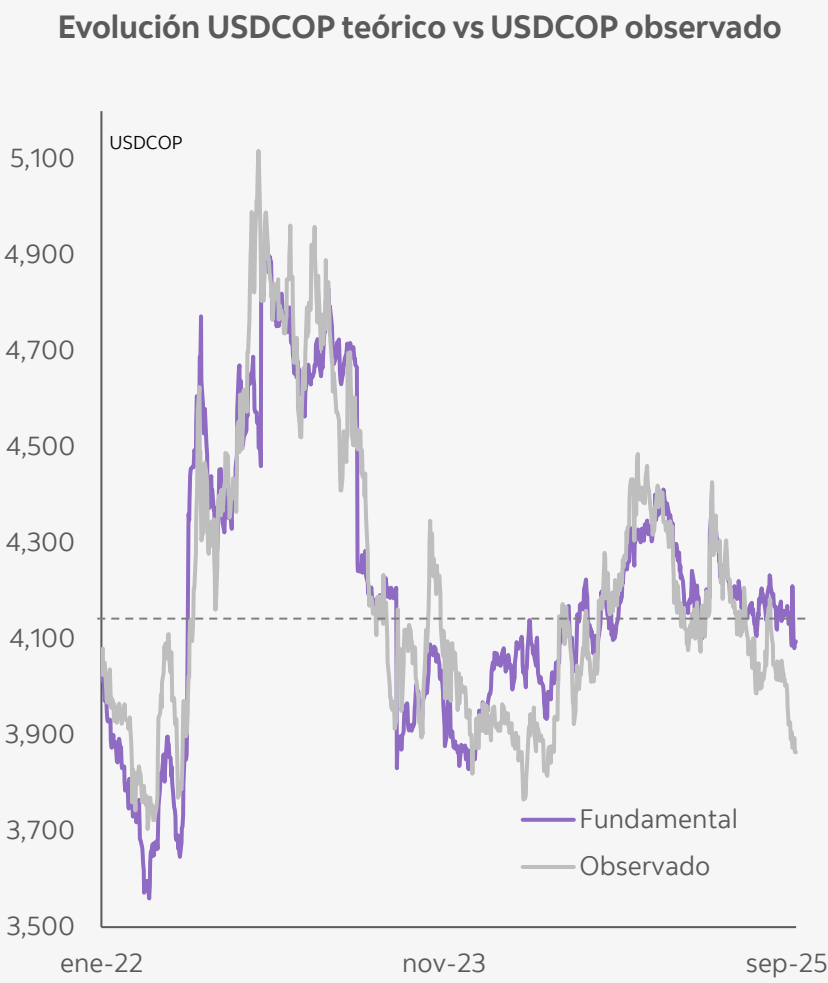
Momentos en los que hubo un comportamiento similar



Fuente: Bloomberg, Cálculos Scotiabank Colpatria Economics.,

Modelo fundamental de la tasa de cambio

La visión de largo plazo no se abandona, sin embargo, las operaciones de corto plazo pueden seguir desviadas de dicha referencia.



Fuente: Bloomberg, Cálculos Scotiabank Colpatría Economics.

Conclusiones

El entorno internacional sugiere una fuerza adicional para mantener el dólar relativamente débil. Los recortes en las tasas de interés de la Reserva Federal y algunas políticas del Gobierno estadounidense reafirman esta tendencia. Por su parte, las monedas regionales podrían ver este mismo comportamiento, pero con matices dependiendo de sus procesos electorales.

La tasa de cambio en Colombia ha fluctuado respondiendo a cambios del entorno global y doméstico. Nuestra estimación de valor macro fundamental del dólar ha bajado desde 4.350 a 4.150 a lo largo del año, debido a la reducción de los riesgos comerciales globales, la flexibilización monetaria estadounidense, la resiliencia de las remesas y la persistencia de las primas de riesgo fiscal.

La fortaleza del peso a corto plazo está impulsada por factores temporales tales como una sobrerreacción en las operaciones de **carry trade** y las reacciones del mercado a los planes de emisión de deuda internacional y monetizaciones por parte del gobierno. Elementos que no se espera que generen tendencias duraderas.

Perspectivas para 2025 y principios de 2026: A pesar de que las fuerzas estructurales sugieren un nivel del USDCOP de 4.150, es probable que el rango se mantenga por debajo de este nivel hasta el primer trimestre de 2026 debido a la constante actividad gubernamental en los mercados internacionales, con expectativas de normalización a partir de entonces.

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	2,9
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,9	10,4	-3,9	2,0	3,8	3,3
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,2	14,0	9,4	1,0	1,4	3,7	3,8
Privado (a/a, %)	4,0	-4,9	15,2	11,0	0,9	1,6	3,5	3,9
Gobierno (a/a, %)	5,5	-0,8	10,0	2,0	0,3	-0,5	4,6	3,6
Formación bruta de capital (a/a, %)	2,4	-21,5	14,5	16,2	-26,3	5,2	4,6	0,7
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,5	17,0	13,4	3,4	2,5	0,7	1,1
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	28,5	24,8	-14,8	4,4	6,8	3,1
Mercado Laboral								
Desempleo (% , promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	9,5	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	5,19	3,89
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,63	5,14	4,27
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	5,60	4,75	3,69
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4405	4156	4181
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4153	4130	4162
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 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 de Research

daniela.guio@scotiabankcolpatria.com

Juan Pablo León

Practicante Universitario 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

Aviso legal

DISCLAIMER

- Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Colpatria S,A, Establecimiento Bancario, para ser distribuido entre sus clientes y entre los de sus filiales en Colombia: Fiduciaria Scotiabank Colpatria 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 Colpatria 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 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 Colpatria 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 Octubre de 2024), Scotiabank es uno de los bancos más importantes de Norteamérica por sus activos y cotiza en la Bolsa de Valores de Toronto (TSX: BNS) y en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE: BNS). Para obtener más información, visite www.scotiabank.com y siganos en X @Scotiabank.

About Scotiabank

Scotiabank's vision is to be our clients' most trusted financial partner and deliver sustainable, profitable growth. Guided by our purpose: "for every future," we help our clients, their families and their communities achieve success through a broad range of advice, products and services, including personal and commercial banking, wealth management and private banking, corporate and investment banking, and capital markets. With assets of approximately \$1.4 trillion (as at October 31, 2024), Scotiabank is one of the largest banks in North America by assets, and trades on the Toronto Stock Exchange (TSX: BNS) and New York Stock Exchange (NYSE: BNS). For more information, please visit www.scotiabank.com and follow us on X @Scotiabank

