
Perspectivas Macroeconómicas

Marzo 2025

Tendencias macro detrás de la volatilidad

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com

Scotiabank Colpatria

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

La incertidumbre política en EEUU pone bajo presión la resistencia de la economía e incrementa la incertidumbre sobre los movimientos de la tasa de interés en EEUU. 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. **El Banco de la República seguirá en pausa vigilante de los riesgos,** a fin de año la tasas cerrarían en 8%.

El déficit del GNC superó las previsiones y la proyección de 5,1% del PIB para 2025 luce poco creíble, sigue la vigilancia sobre las condiciones apretadas de caja. La curva de rendimientos permanecería empinada. La tasa de cambio permanece con una volatilidad contenida por factores transitorios que podrían no prolongarse en el segundo semestre del año.

Global

Las amenazas de guerra comercial imprimen volatilidad en medio de los debates por la sostenibilidad fiscal.

La incertidumbre por la política económica de EEUU está poniendo presión a los mercados e incertidumbre en el sector real. Todo lo anterior en un contexto de fuertes presiones fiscales

Evolución Índice DXY y Tesoros a 10 años



Uncle Sam's Interest Burden is Only Just Starting to Rise



Sources: Scotiabank Economics, US Treasury, CBO.

Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics Global.

Política Comercial EEUU



Justin Wolfers
@JustinWolfers

Siguiendo

Tariffs are on/off/paused, and are targeted/universal, applied to our friends/foes/everyone, starting sooner/ later. They'll be in place for the short/ long run because they are a useful policy/bargaining chip, and will solve our problem with fentanyl/deficits/ manufacturing/revenue

[Traducir post](#)

9:47 a. m. · 11 mar 25 · 405K Visualizaciones

Actuaciones de EEUU en el escenario geopolítico.

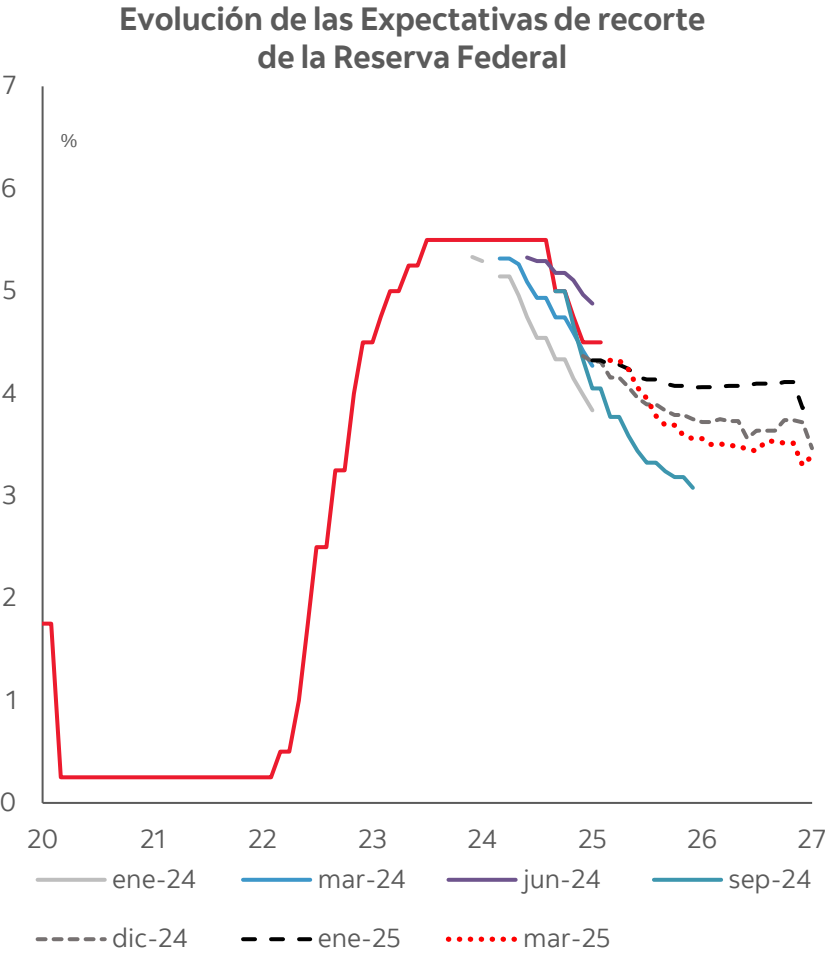
1. Decisión de distanciarse de los grupos de cooperación internacional.
2. Busca de acuerdos con Rusia + Intensión de dominancia territorial (Panamá – Groenlandia)
3. Aranceles como fuente de financiamiento: +25% Aluminio y Acero.

Retos a los planes de Trump

1. Retaliaciones China, Canadá y Europa
2. Tendencia a aislar programas de defensa en países Europeos.
3. **Menor espacio macroeconómico para cometer errores.**

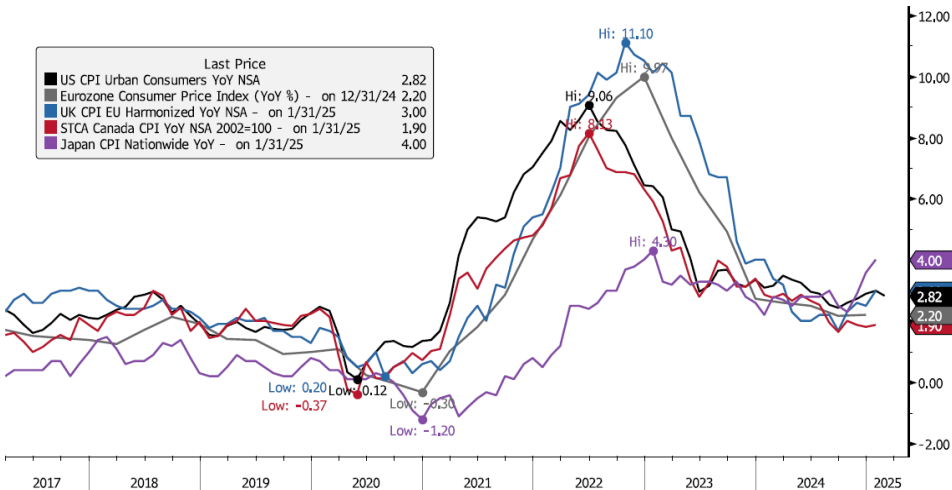
La situación de incertidumbre impone nuevos retos a la política monetaria internacional. El impacto de la incertidumbre y en el crecimiento se conjuga con la presión en la inflación.

Los mercados descuentan una reducción de 100 pbs en la tasa de interés en 2025

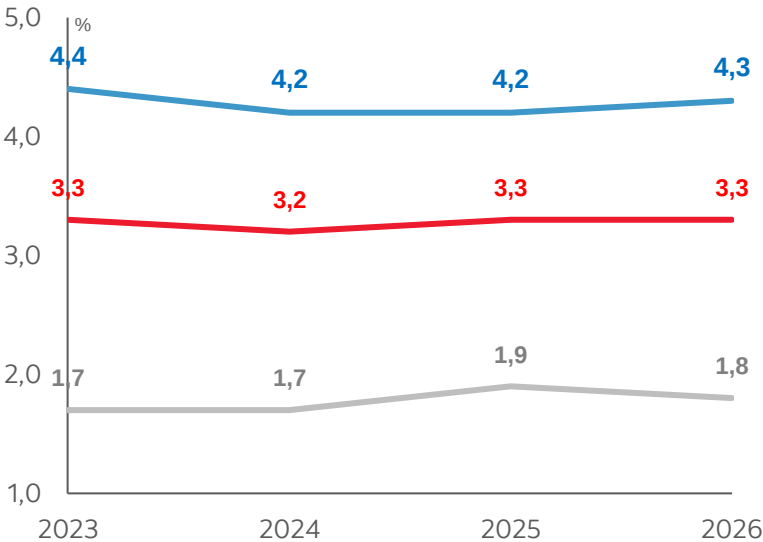


La inflación ha presentado rebotes superiores a los previstos en los países desarrollados. Mientras tanto, las perspectivas de crecimiento se debilitan.

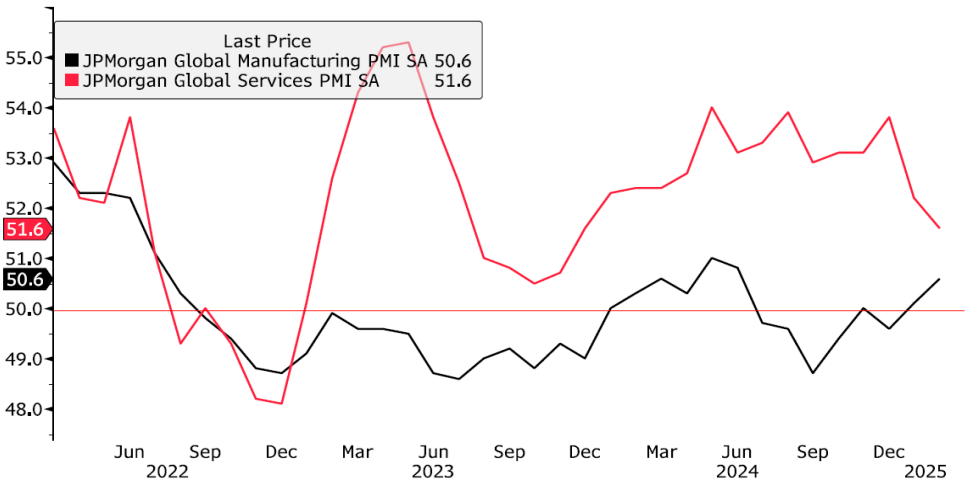
Evolución de la inflación total países desarrollados



Proyecciones de Crecimiento Económico
Fondo Monetario Internacional – Enero 2025



Evolución PMI Global – Servicios y Manufacturas



**Preguntas relevantes para el escenario
macroeconómico en la guerra comercial**

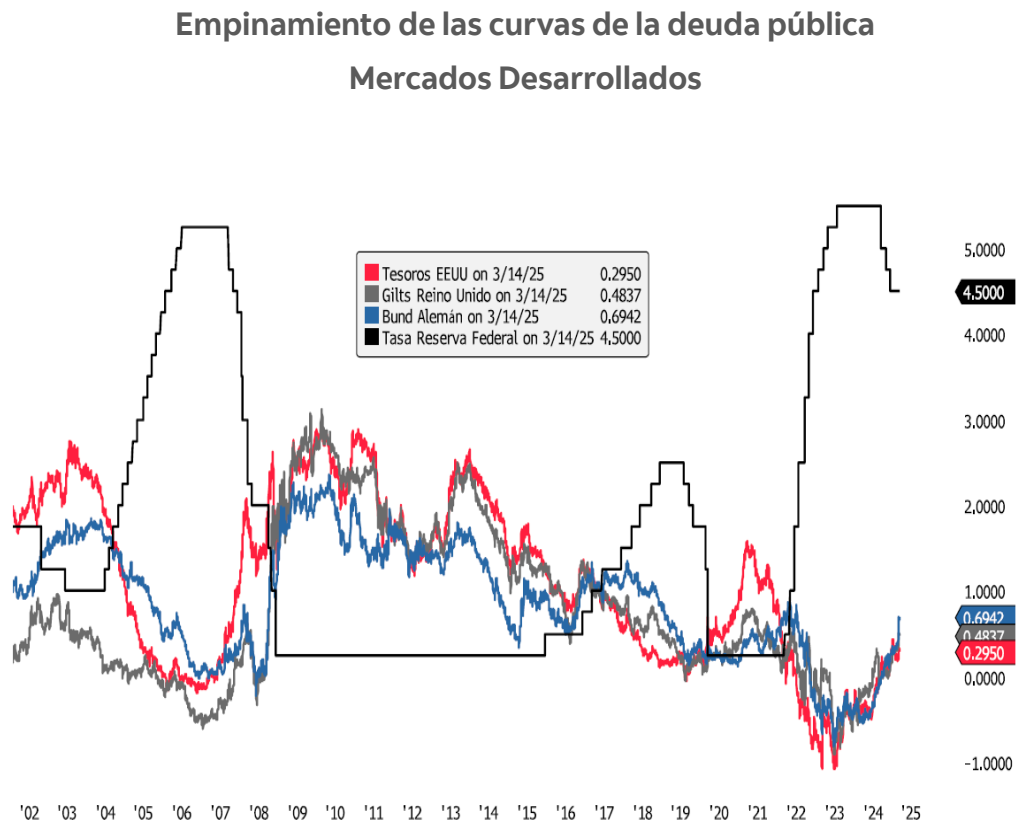
¿Cuánto durarán las restricciones?

¿Qué límite enfrentará Trump para seguir con sus políticas ?

¿Qué velocidad de adaptación tendrá el sector real?

¿Qué pasa con la productividad?

Fuente: Bloomberg, FMI, Scotiabank Colpatría Economics.



Fuente: Bloomberg. The New York Times, NBC News, CNBC.

The New York Times

Merz Challenges Germans to Make a Bold Strategic Shift. Will They Do It?

The likely next chancellor has staked his government on a move to increase military spending. But the window for change is closing fast.

The package would rip away Germany's signature limits on government spending and allow for hundreds of billions — or potentially trillions — of euros in new efforts to rebuild the country's aging infrastructure and military.

NBC NEWS

Trump signs funding bill to avert a government shutdown

Trump signed the bill into law on Saturday, averting a government shutdown.

CNBC

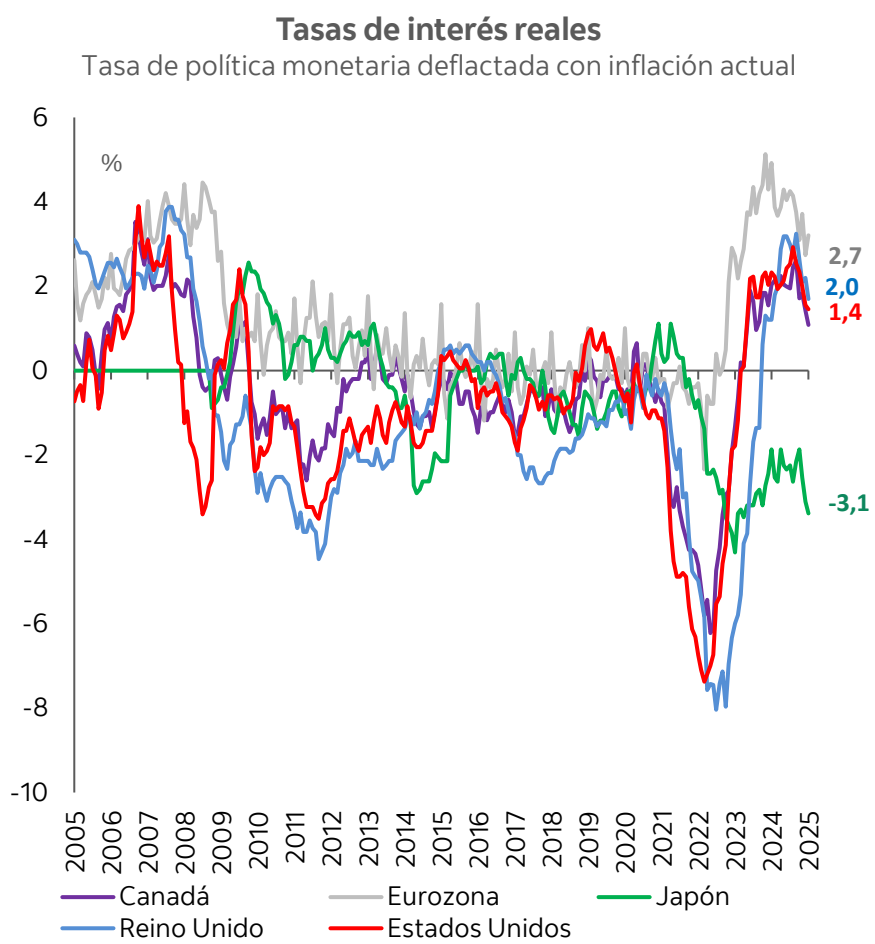
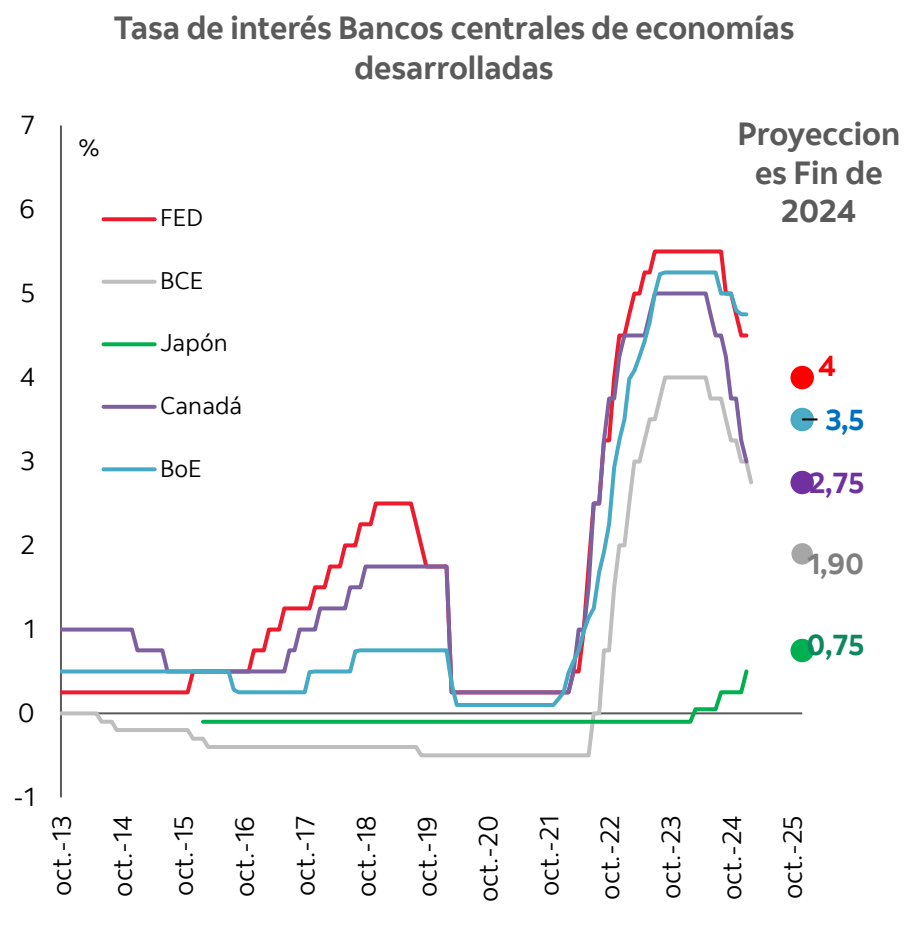
U.S. budget deficit surged in February, passing \$1 trillion for year-to-date record

PUBLISHED WED, MAR 12 2025-2:05 PM EDT | UPDATED WED, MAR 12 2025-2:35 PM EDT

China raises budget deficit target to levels not seen since at least 2010 to shore up growth

PUBLISHED TUE, MAR 4 2025-7:28 PM EST | UPDATED TUE, MAR 4 2025-9:24 PM EST

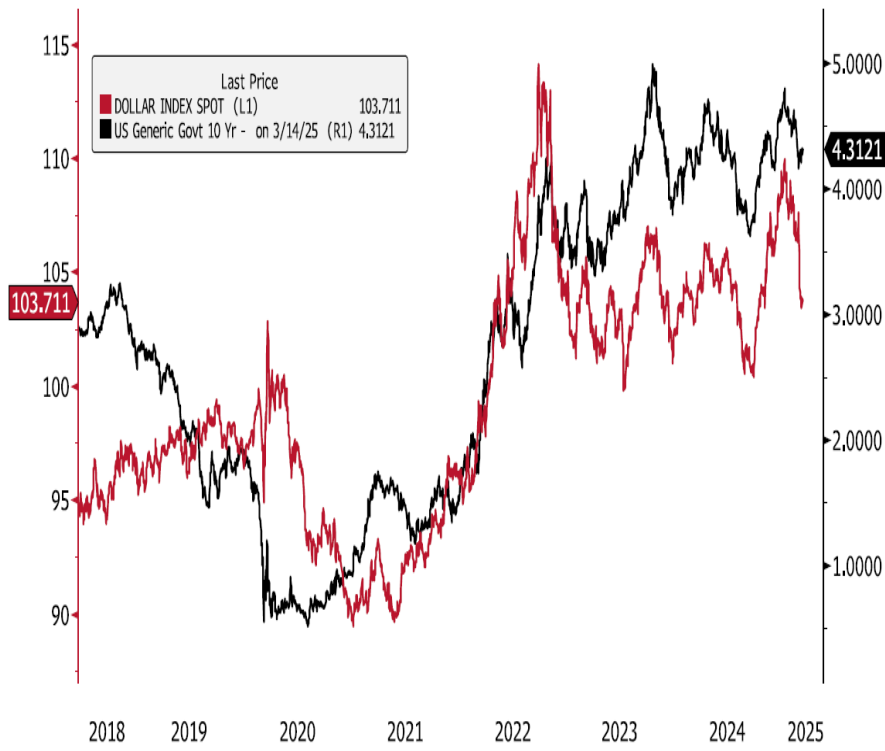
En la medida que las tasas de interés real se mantienen altas. La discrepancia entre los ciclos de política monetaria dependerá del impacto de la guerra comercial en el crecimiento económico.



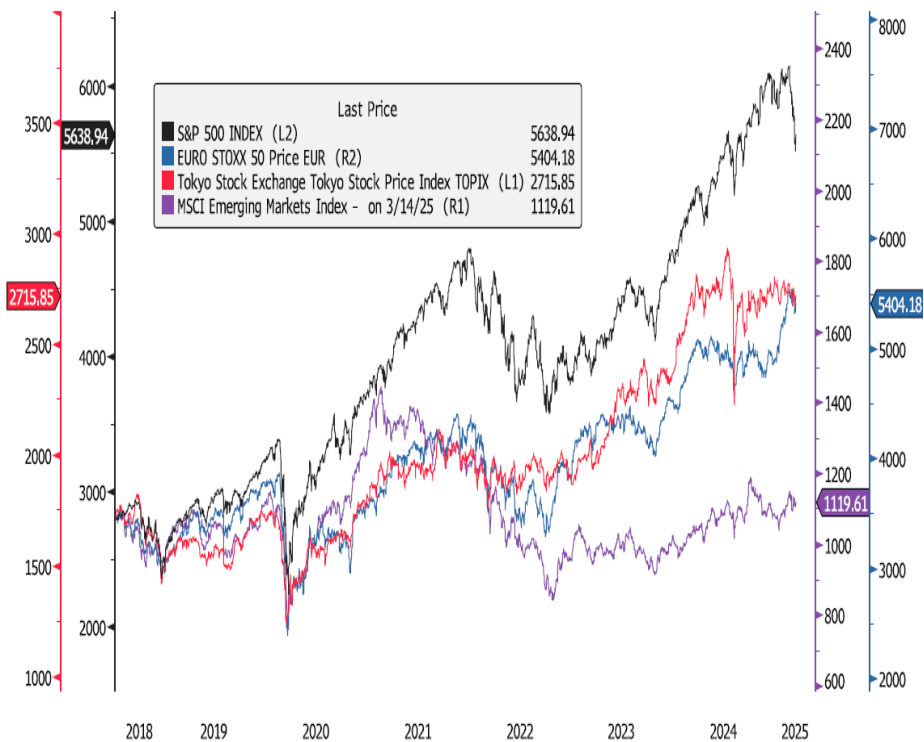
Fuentes: Haver, Scotiabank Colpatría Economics.

En medio de la confusión el movimiento de los mercados manifiesta un menor apetito por activos de riesgo, especialmente de Estados Unidos.

Evolución índice DXYvs Tesoros a 10 años



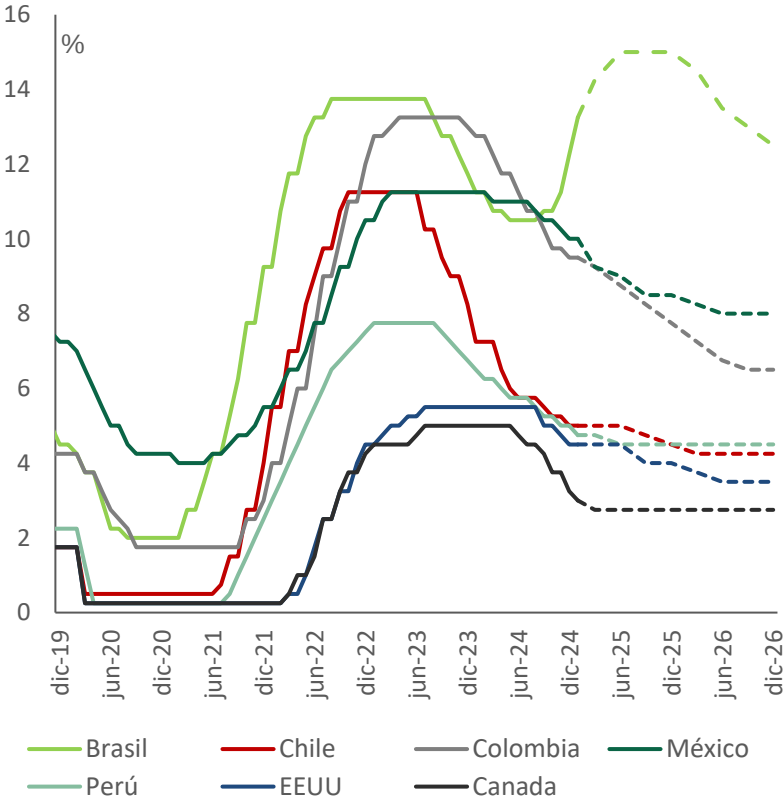
Evolución Índices Bursátiles
S&P 500, EuroStoxx 50, Tokyo SE, MSCI EM.



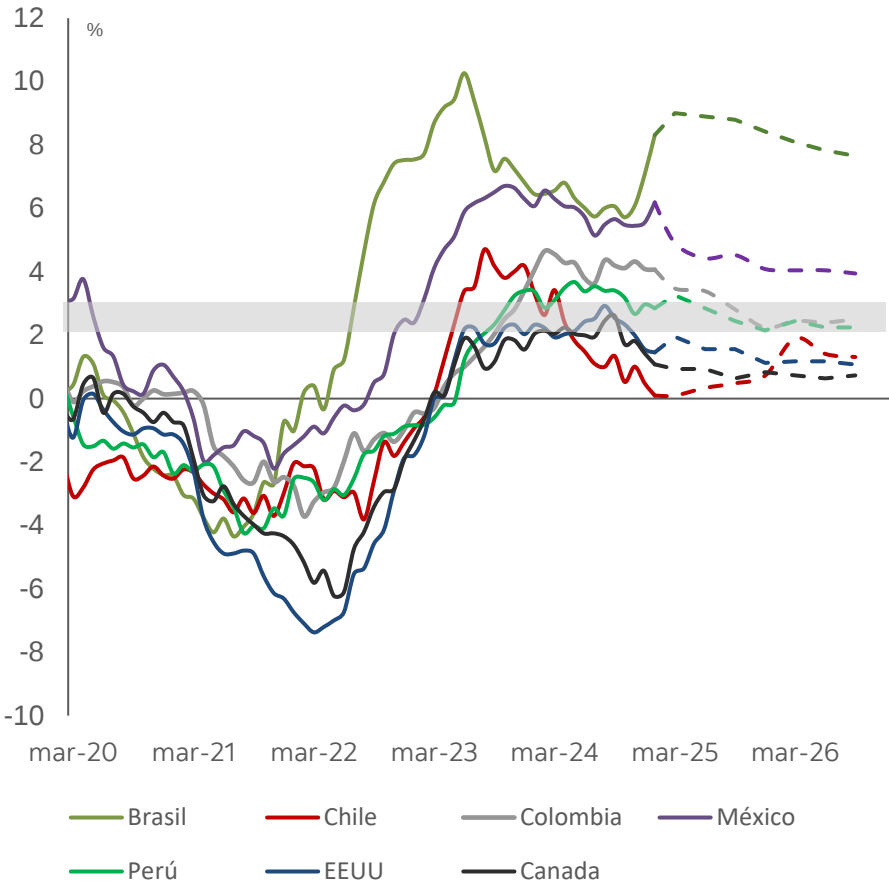
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics,

En Latinoamérica las tasas reales reflejan la percepción de riesgos fiscales y salvaguardan el movimiento de la moneda.

Expectativas de Tasas de Interés
Latinoamérica



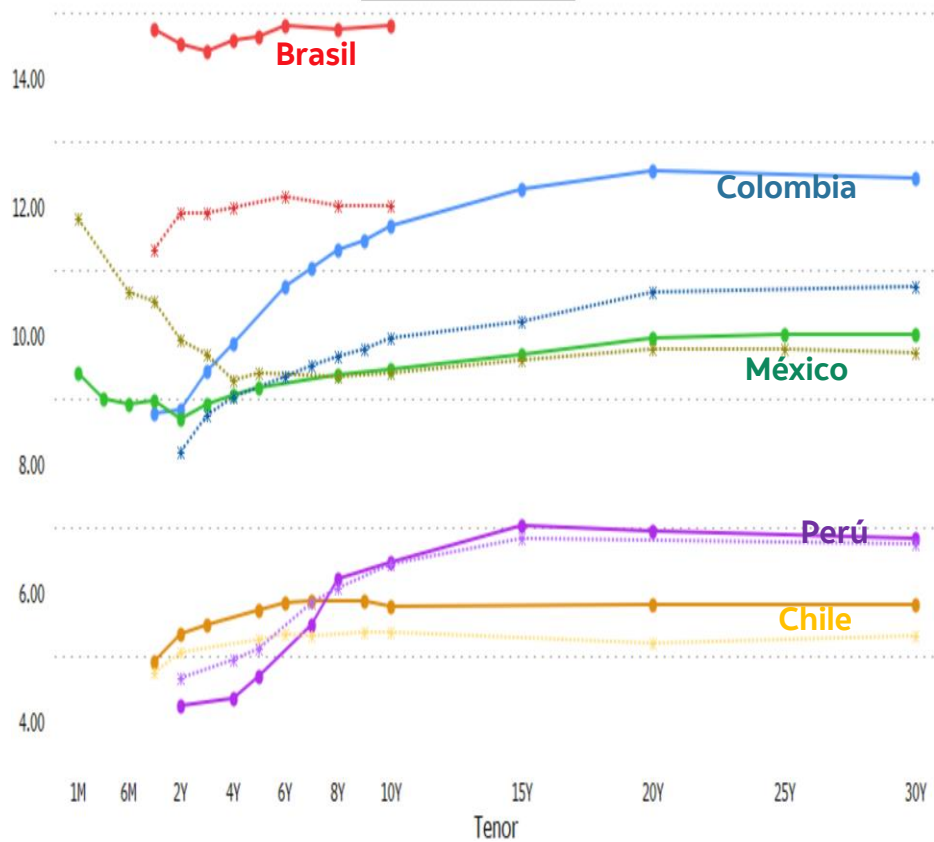
Evolución de la tasa de interés real



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

Activos Latam. Las curvas de rendimiento menos apreciadas son las que más fortaleza muestran frente al dólar. La dislocación muestra el pricing del riesgo fiscal.

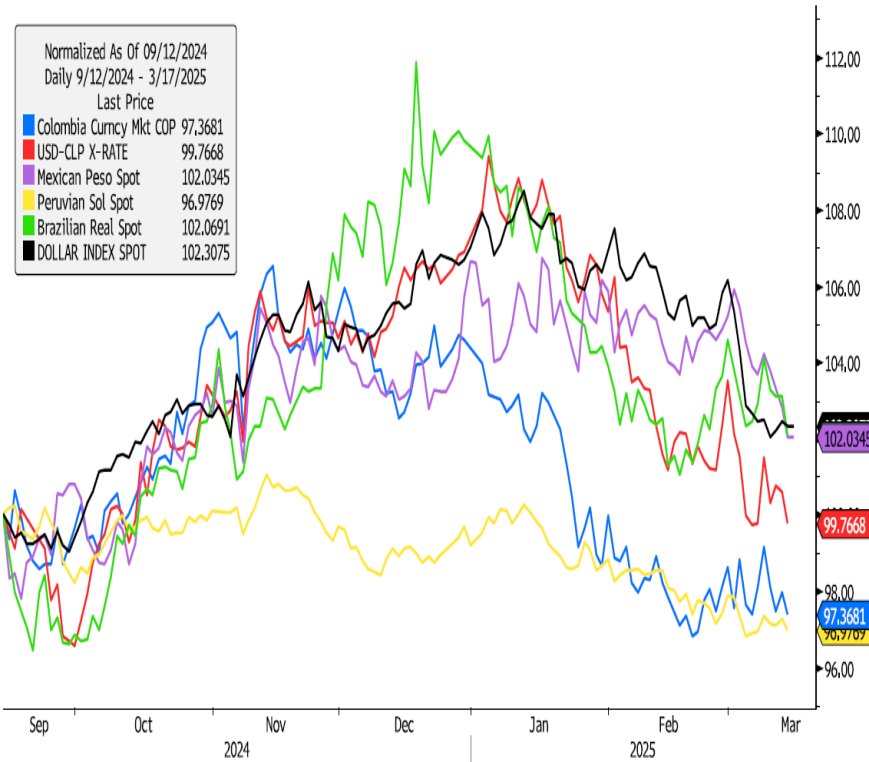
Curvas de rendimiento
Deuda Pública - LatAm



Líneas continuas representan el valor más reciente de la curva.
La línea punteada representa el nivel de la curva con corte a Diciembre 31 de 2024

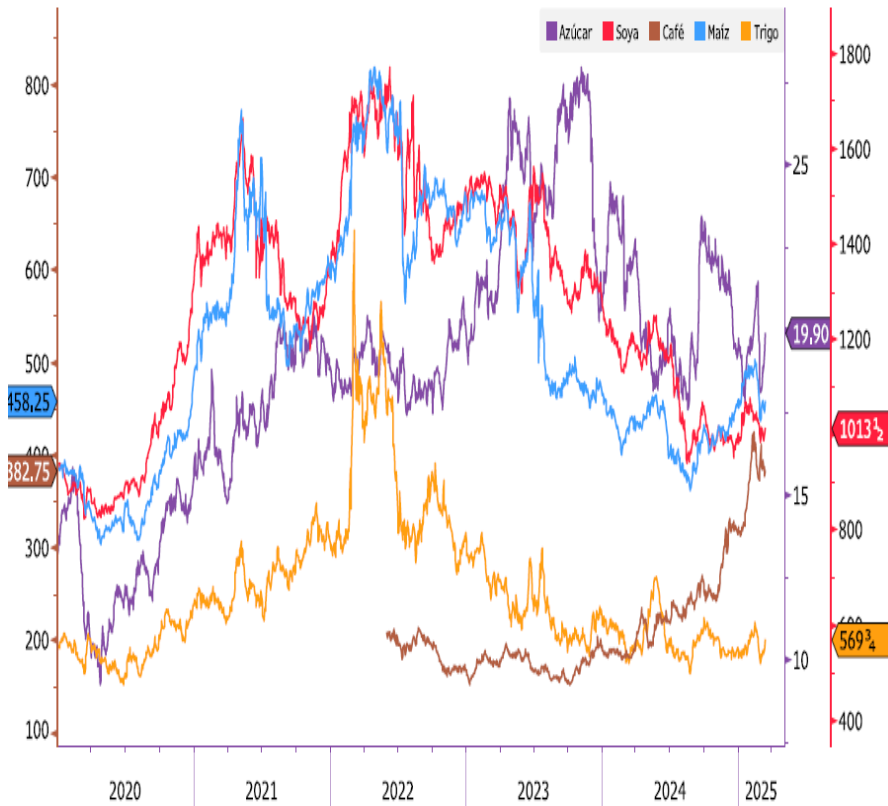
Fuente: Bloomberg.

Evolución monedas LatAm
Base 100 = reunion Reserva Federal Septiembre 2024

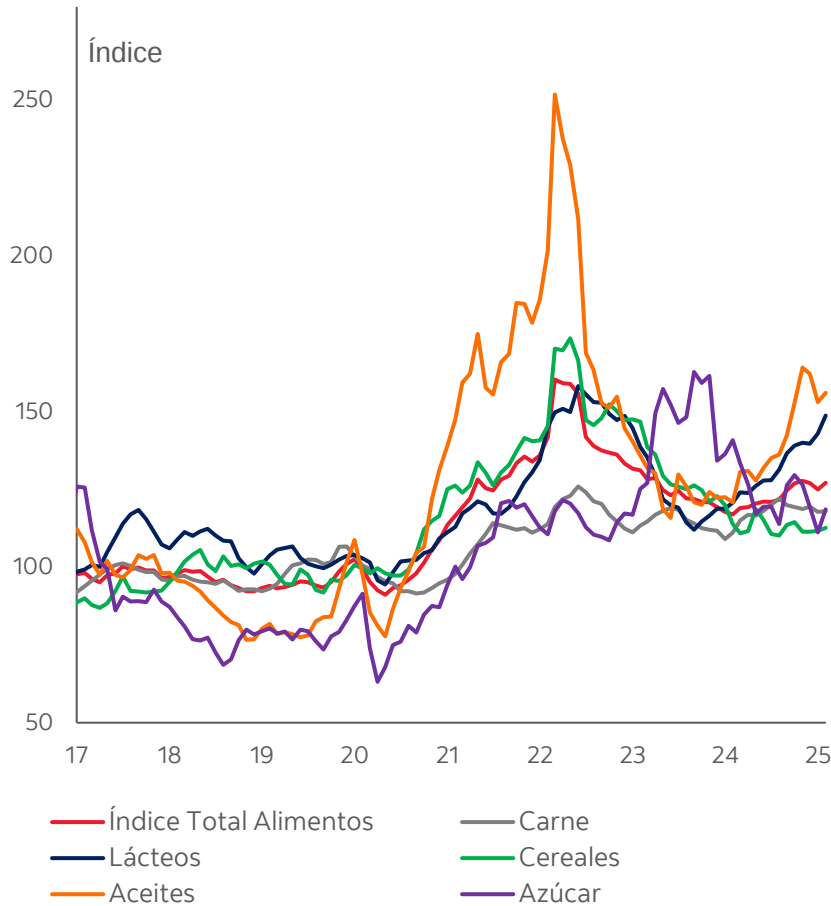


La mayoría de los precios de materias primas agrícolas se mantienen bajo control

Evolución del Índice de Precios de los Alimentos



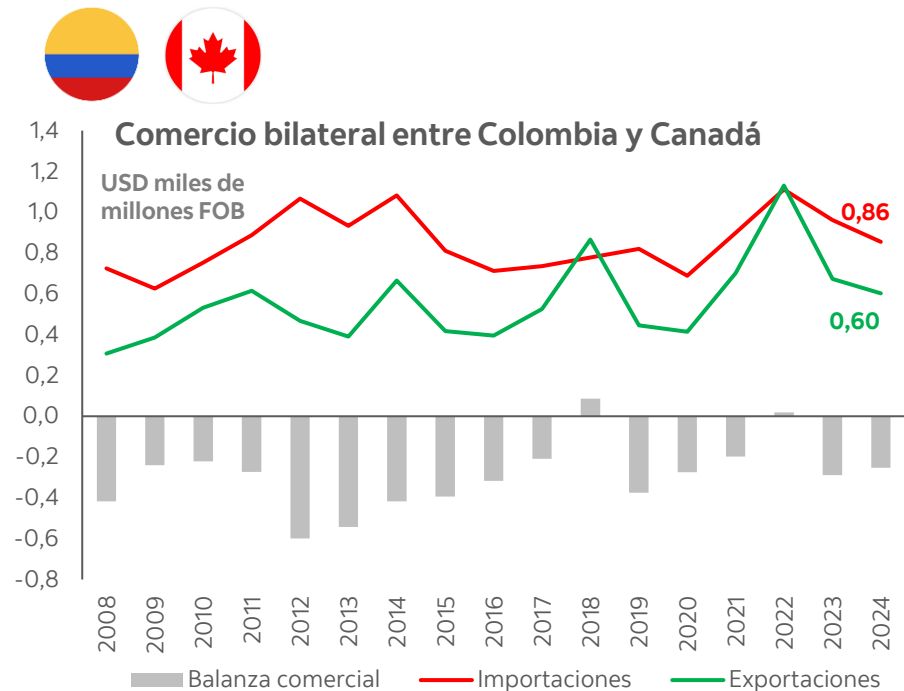
Evolución del Índice de Precios de los Alimentos



Sources: Scotiabank Economics.

Fuente: Bloomberg, Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura.

La incertidumbre entre la relación EEUU-Canadá puede significar una oportunidad de diversificación para Colombia



1,3%
Del total de las exportaciones

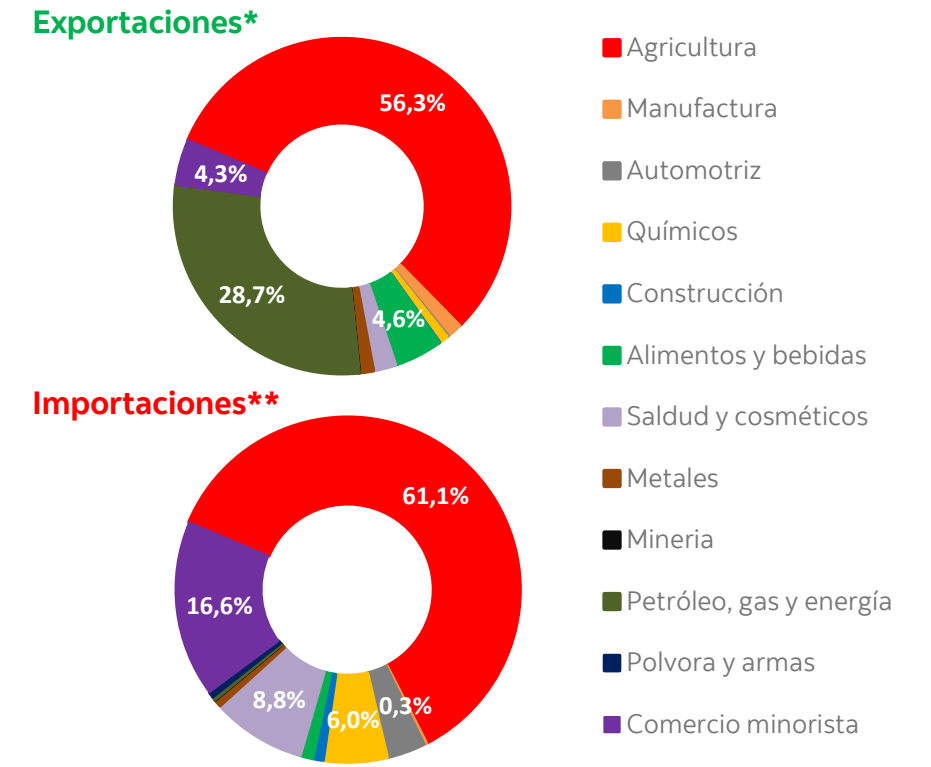
1,5%
Del total de las importaciones

USD 9,4 M
Entraron por IED desde Canadá en 2024*

USD 14,5 M
Se ingresaron por IDCE desde Canadá en 2024*

Colombia mantiene un Tratado de Libre Comercio con Canadá desde el 21 de noviembre de 2008. El 98% del universo arancelario se encuentra con 0% de arancel.

*Datos entre enero y septiembre de 2024. IED: Inversión Extranjera Directa; IDCE: Inversión de Colombia al exterior



634
Empresas exportaron a Canadá desde Colombia**
6,1%
Del total de exportadores

1.633
Empresas importaron desde Canadá hasta Colombia**
5,3%
Del total de importadores

*Datos a corte de noviembre de 2024. **Datos a corte de octubre de 2024. Fuente: SICEX, DIAN, DANE, Scotiabank Economics

Colombia

Monitor de eventos relevantes

PIB
4T 2,3%

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

Inflación
5,28%
Febrero 2025

La inflación dejó de desacelerarse, el riesgo del salario mínimo impediría volver al rango meta

Tasa Interés
9,50%

El enfático discurso de cautela por parte del BanRep y el riesgo derivado del salario mínimo ha llevado a pausar el ciclo de flexibilización

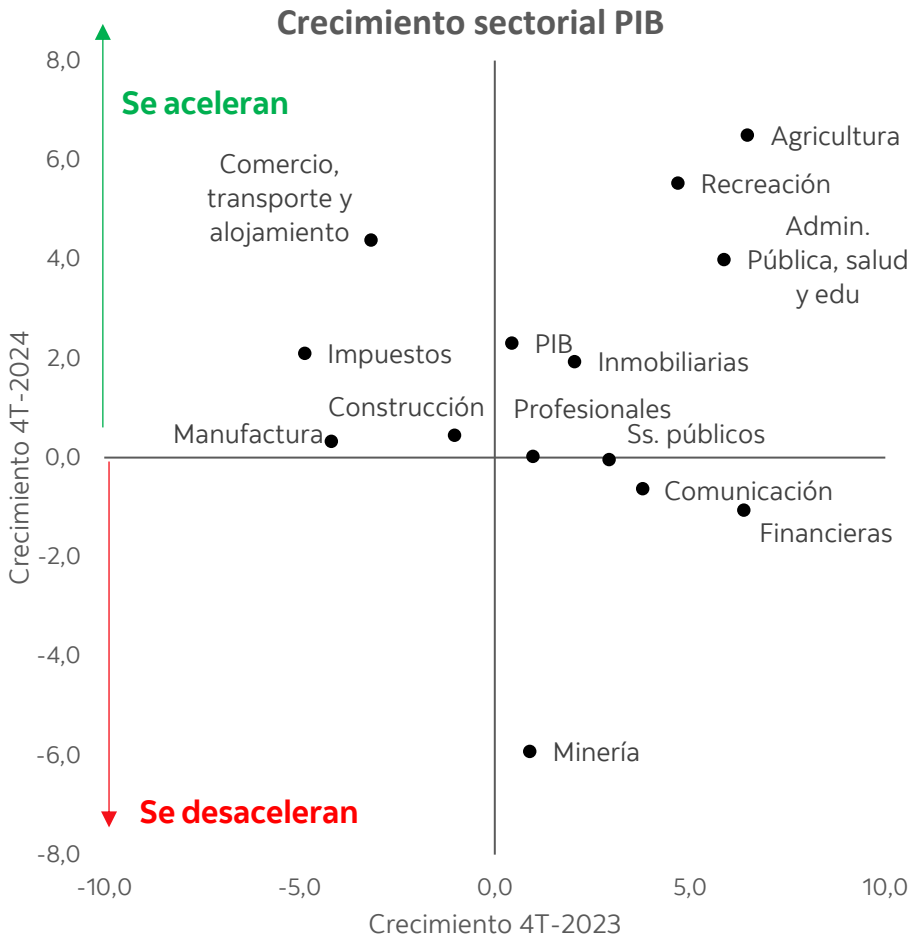
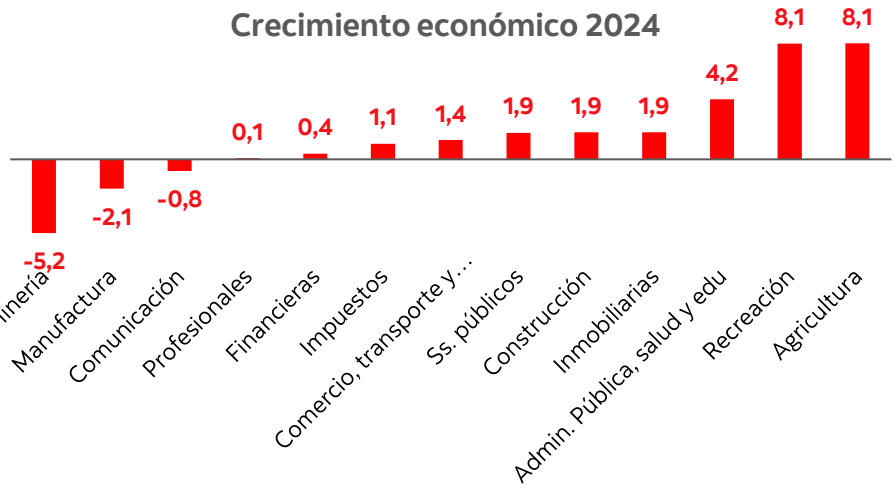
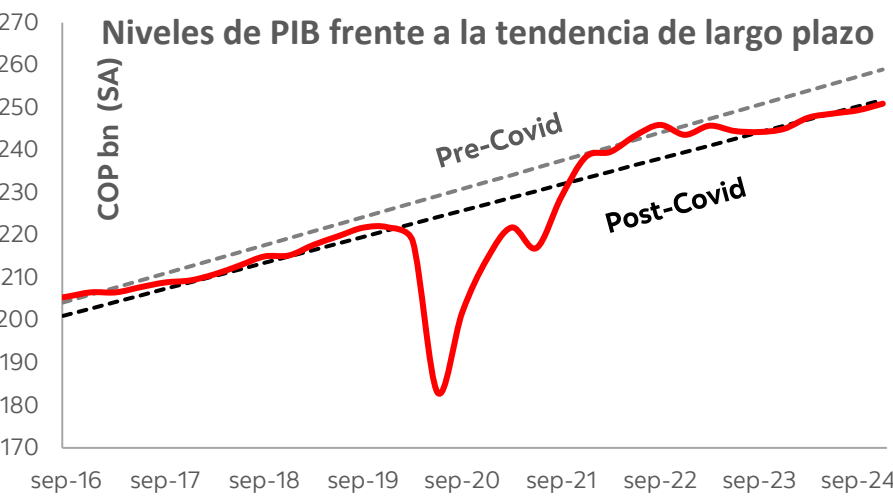
En enero la Reserva Federal mantuvo inalterado su rango de fondos federales y afirmó un ajuste de tasas de interés más gradual durante 2025, lo cual será un factor que genere cierta volatilidad en los activos de riesgo.

Eventos próximos

19 Marzo	Decisión de tasas de interés Fed
31 Marzo	Decisión de tasas de interés BanRep
Jun 2025	Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025

Al final del 2024 la recuperación de la economía se evidenció en más sectores.

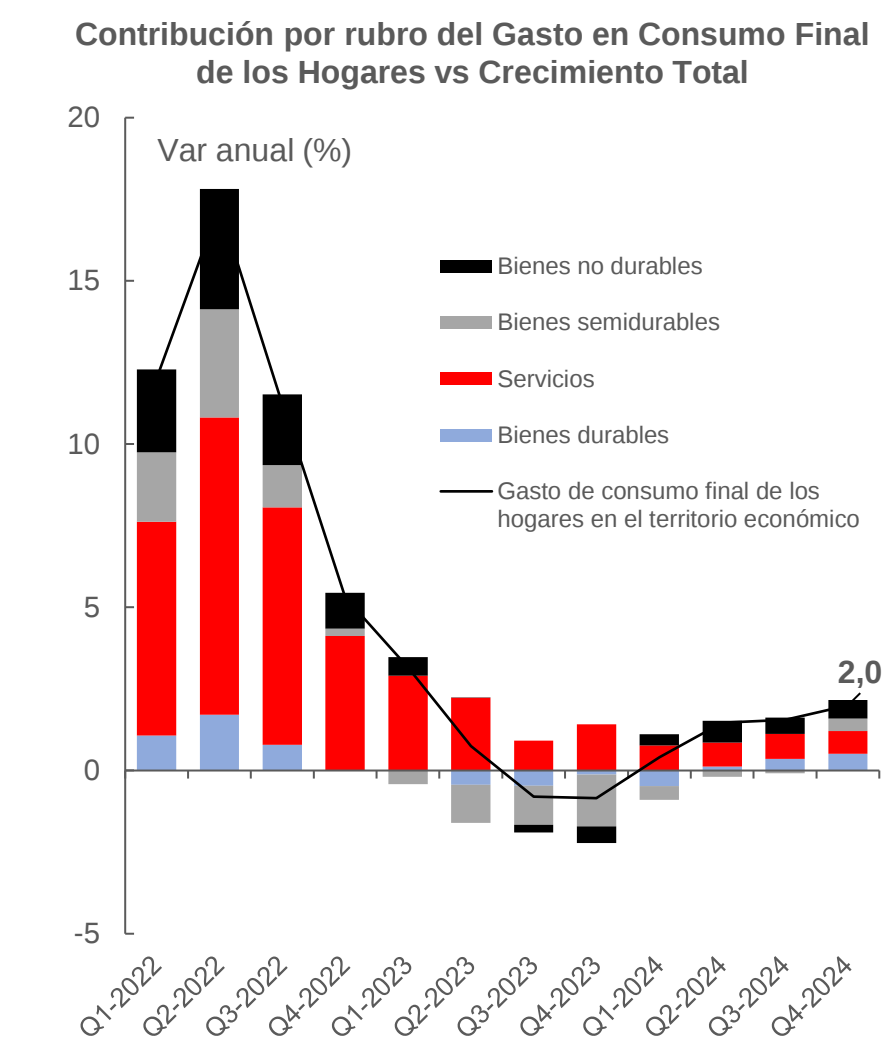
En el segundo semestre del año, la recuperación económica se distribuyó a lo largo de más sectores. La recuperación del consumo de los hogares se evidenció en el comercio.



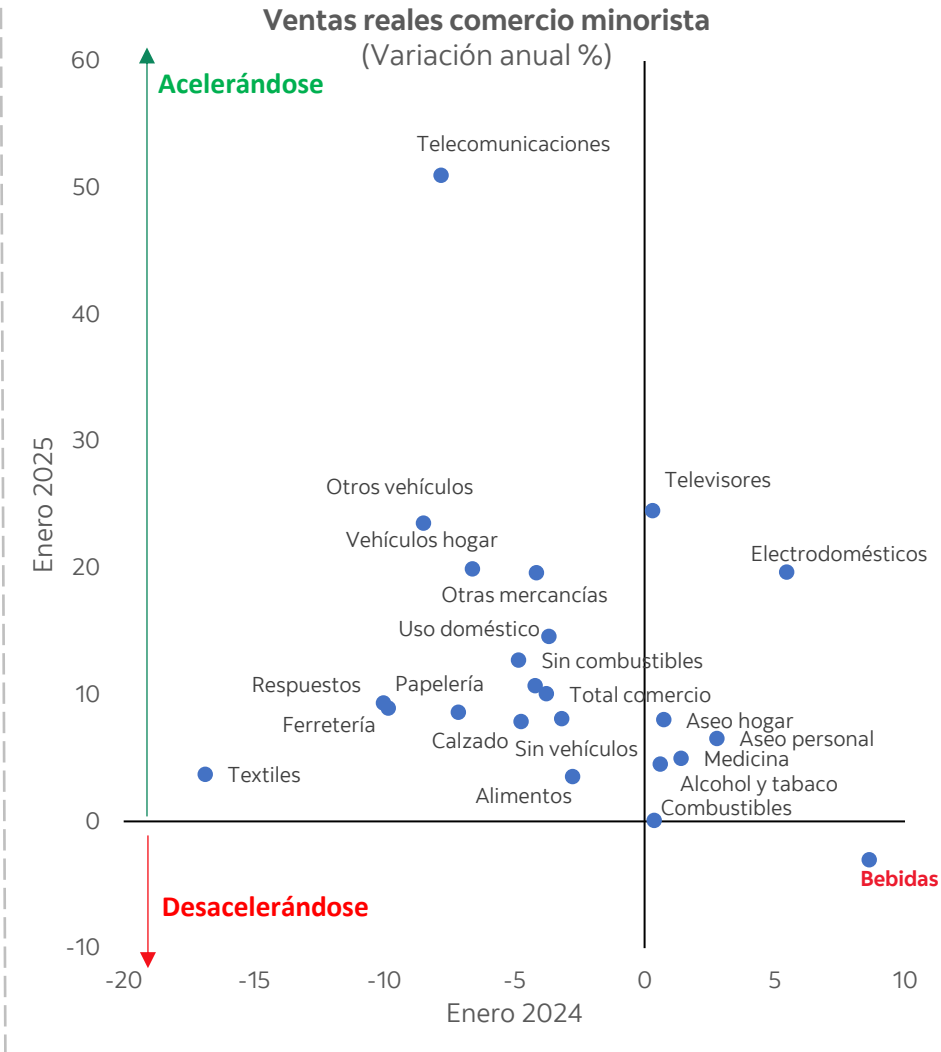
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

Se espera que el consumo de los hogares continúe con una tendencia más sostenible

La recuperación del consumo de los hogares se evidenció en el comercio donde los bienes durables han contribuido a su crecimiento.

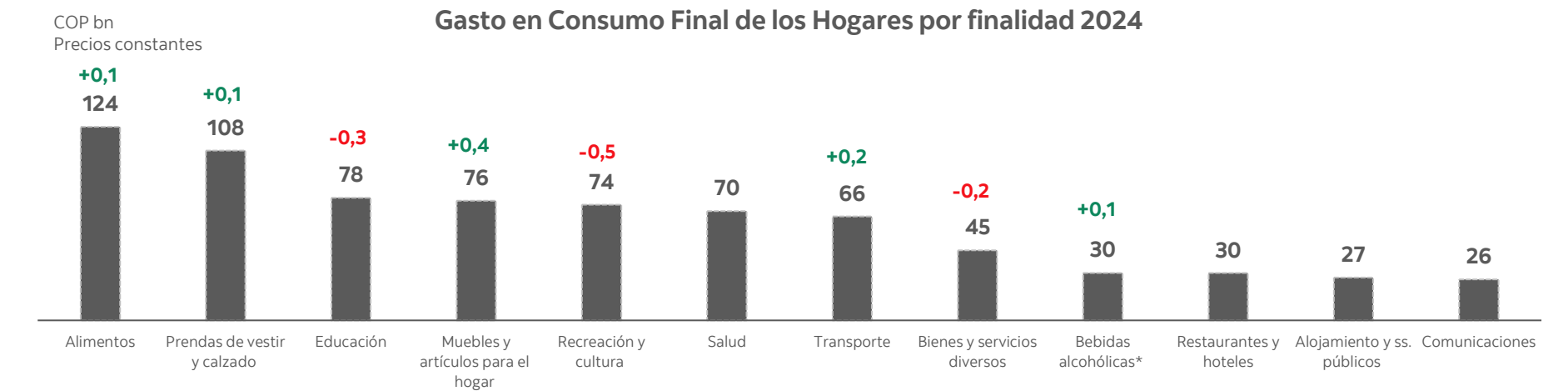
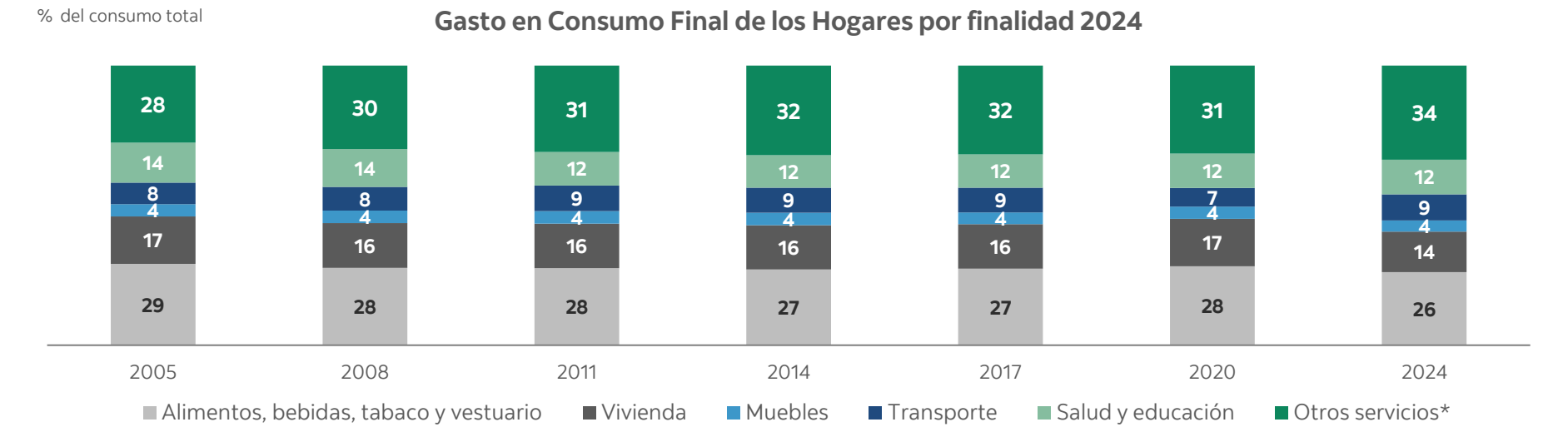


Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.



Los servicios han cobrado relevancia al interior del consumo de los hogares

Los hogares colombianos han migrado desde el consumo de los alimentos hasta una participación mayor en los servicios, hecho que se consolidó después de la pandemia.

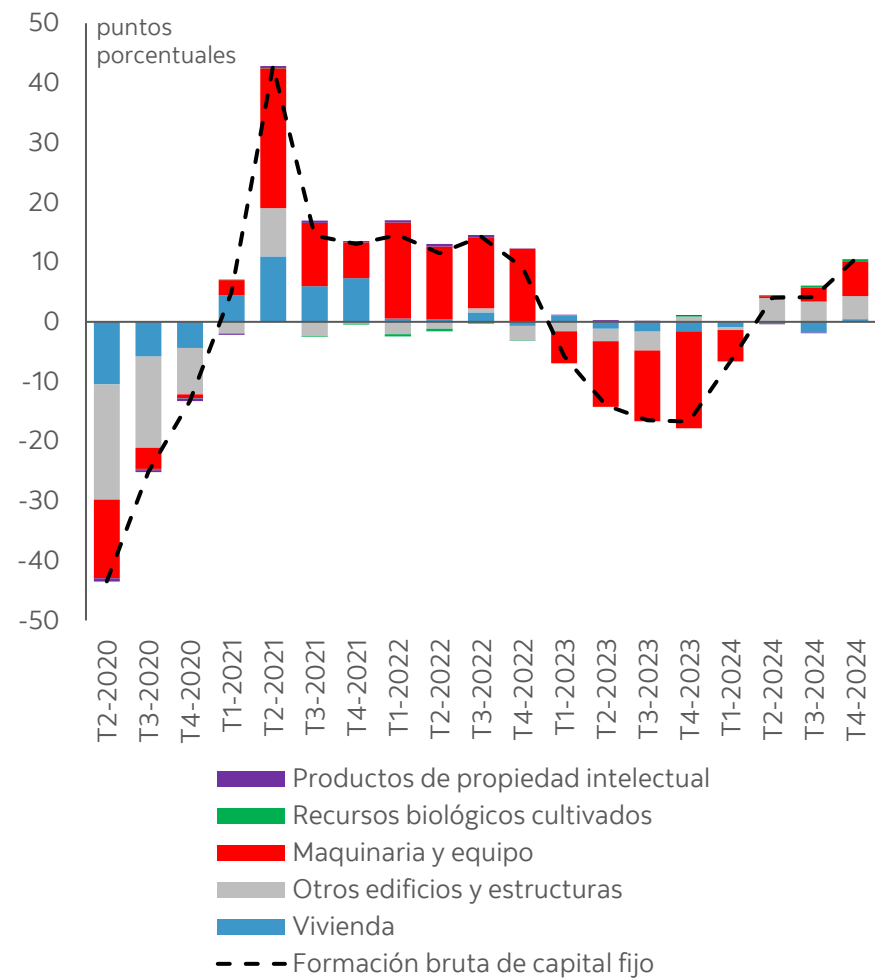


Cambio (+/-) en la participación del consumo total vs. 2023, pps.

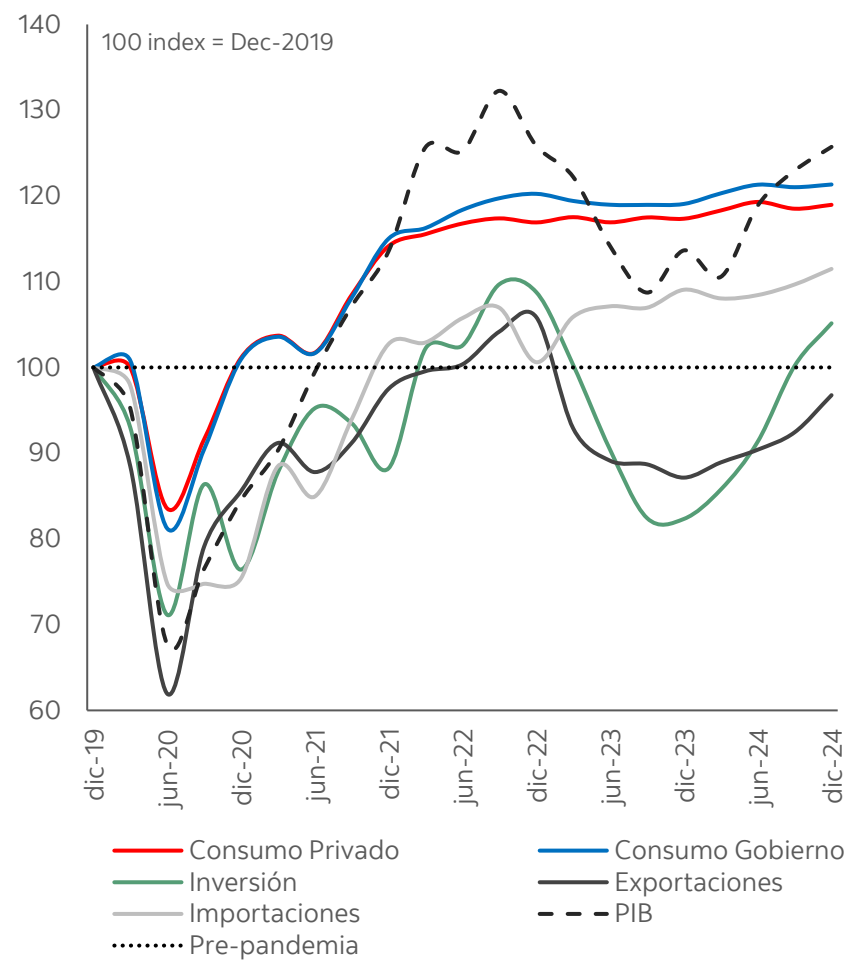
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

La inversión presenta una recuperación que genera positivismo.

Formación Bruta de Capital Fijo Contribución por componente



Evolución del PIB por componentes de la demanda (Serie desestacionalizada, base 100 = prepandemia)



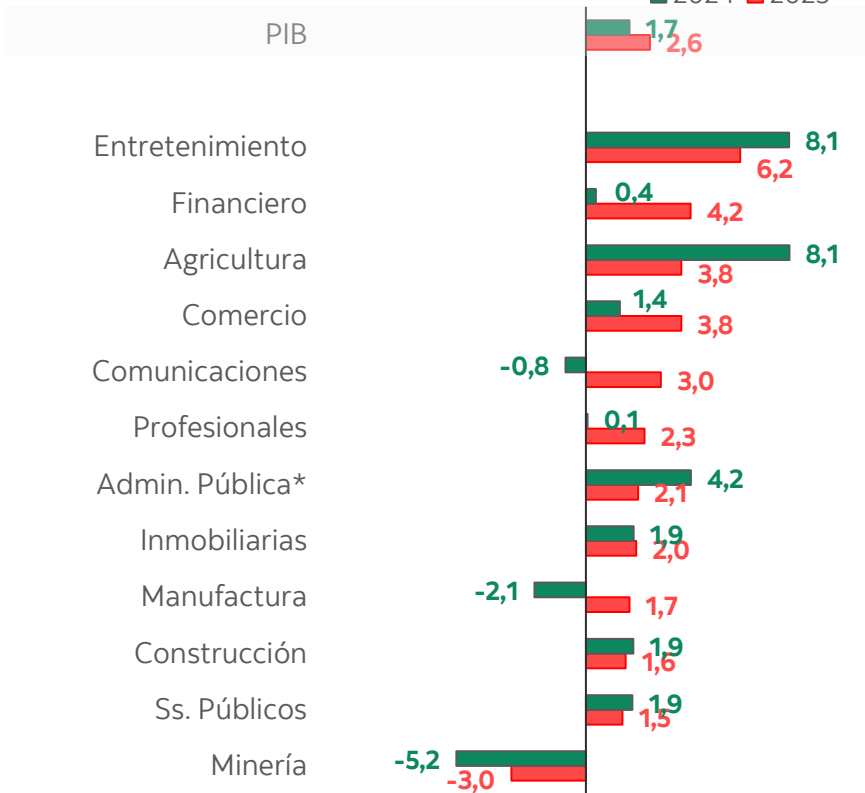
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

La continuación en los recortes en la tasa de interés permitiría la aceleración sectorial en la economía durante 2025

Sectores como entretenimiento y agricultura seguirán contribuyendo al crecimiento durante 2025, al tiempo que la **construcción y la manufactura continuarían con su senda de recuperación**. En medio de restricciones fiscales, la reactivación dependerá del grado de dinamismo del sector privado.

Oferta: Proyecciones PIB 2024-2025

(%) 2024 2025

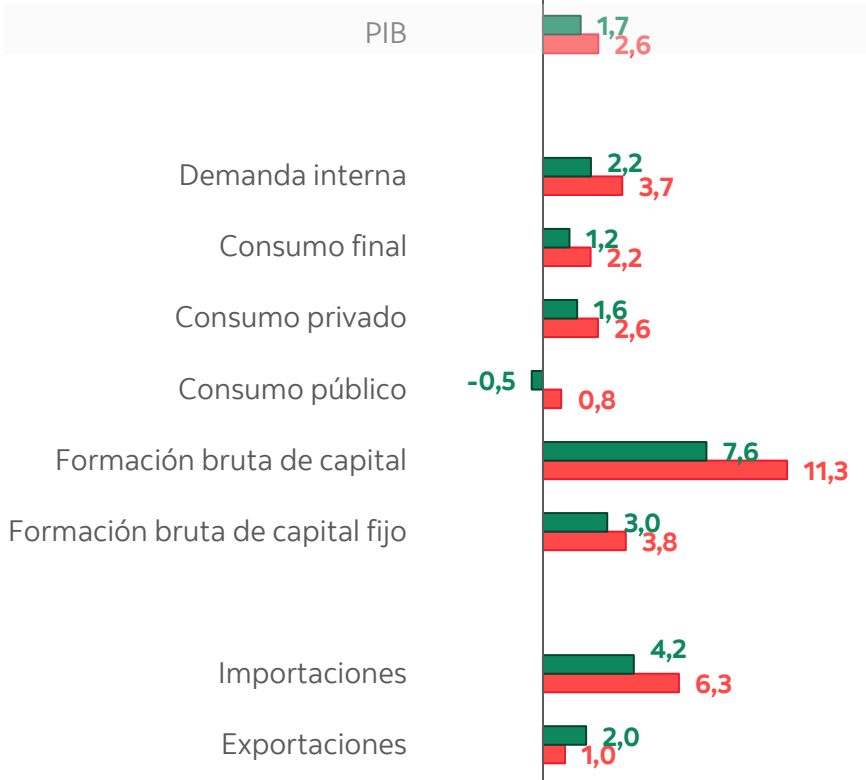


*Administración pública, educación y salud.
Fuentes: Scotiabank Economics.

El consumo de los hogares seguiría una trayectoria más **sostenible** de la mano con la aceleración de las importaciones. En contraste, el consumo público mantendría niveles bajos de crecimiento en medio del aplazamiento presupuestal anunciado y las necesidades adicionales de financiamiento.

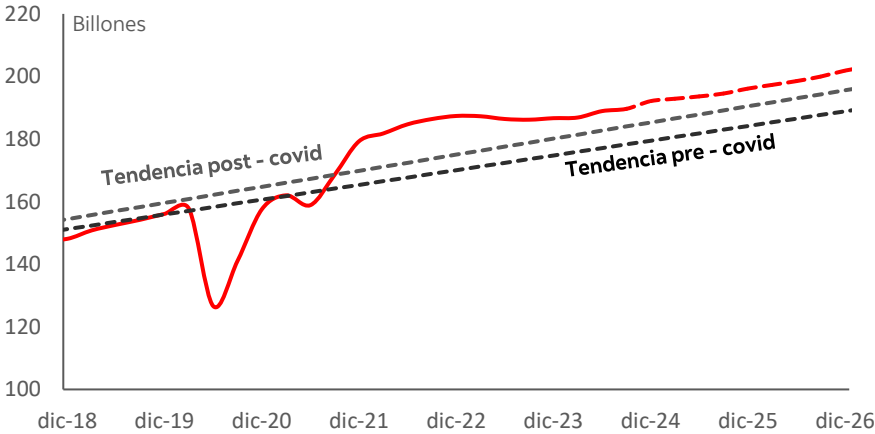
Demanda: Proyecciones PIB 2024-2025

(%) 2024 2025

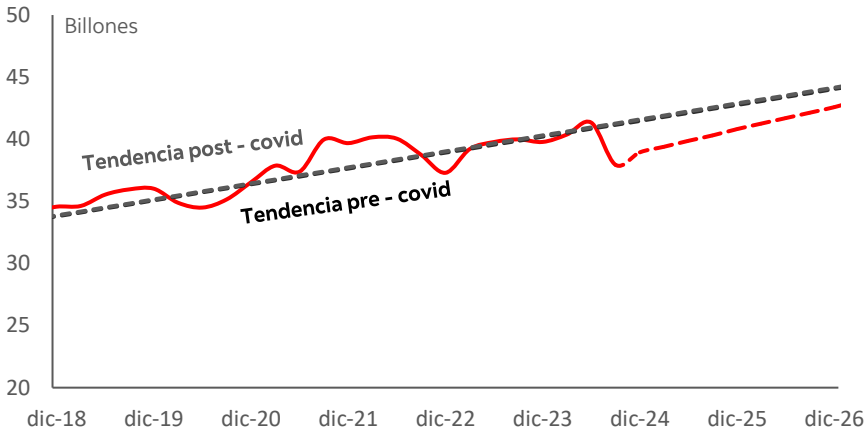


El cambio estructural en el crecimiento económico se manifestaría en niveles distintos a los previamente estimados como potenciales antes de la pandemia.

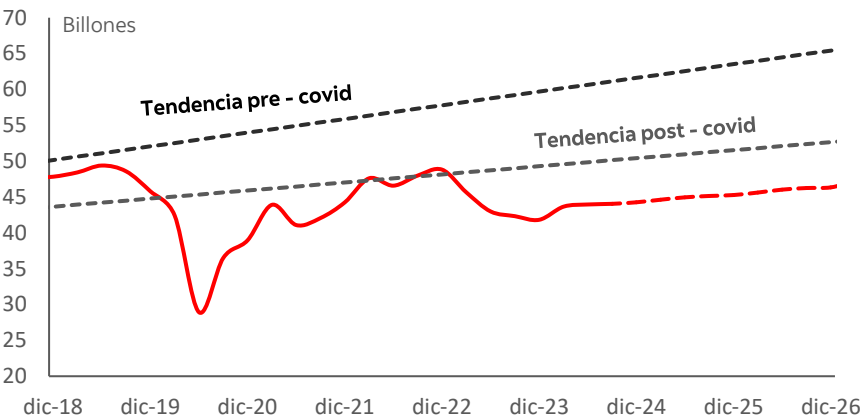
Consumo privado



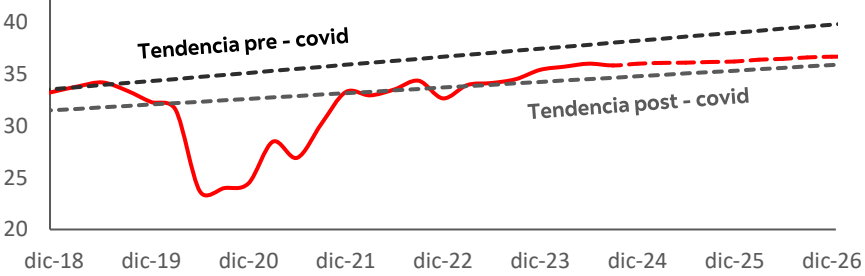
Consumo público



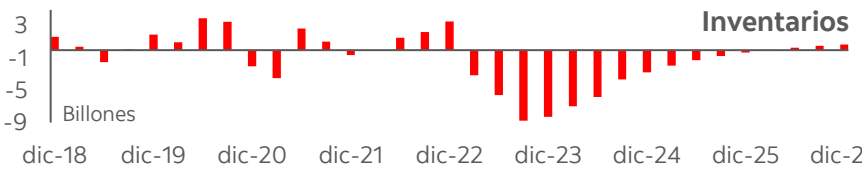
Formación bruta de capital fijo



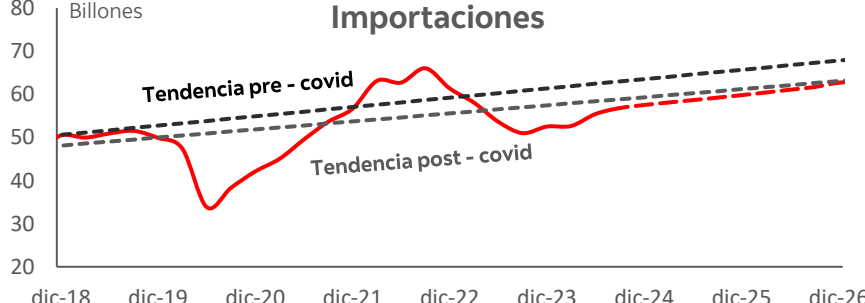
Exportaciones



Inventarios



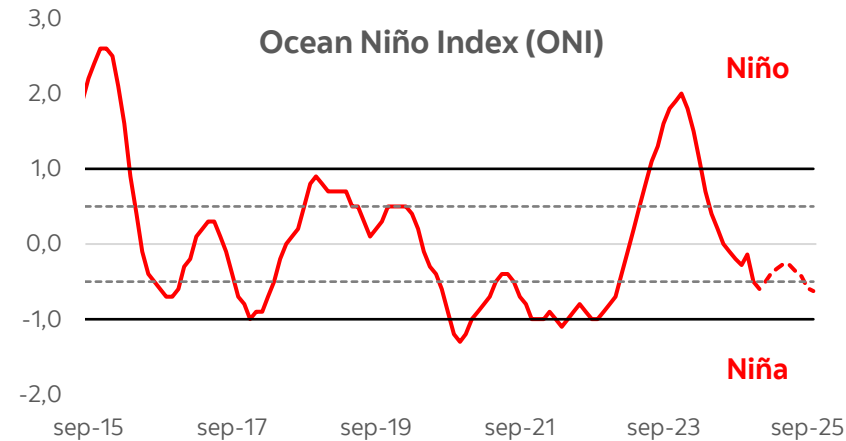
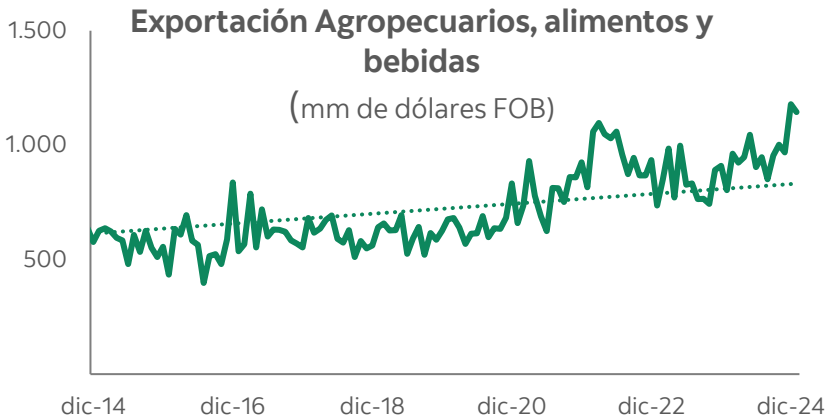
Importaciones



Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

El sector agrícola mantuvo una buena dinámica durante todo 2024, no obstante, dicho ímpetu se podría desvanecer en 2025.

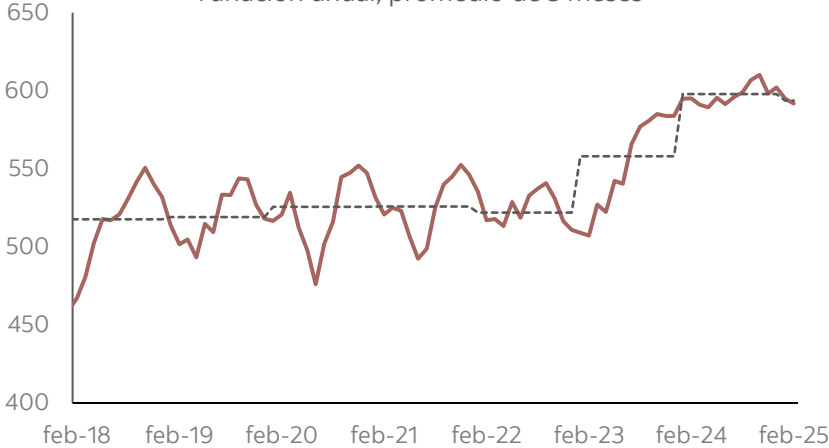
La actividad agrícola ha contribuido de manera significativa al crecimiento económico general, sin embargo, este comportamiento podría obedecer a **factores temporales**, que podrían desvanecerse en los próximos trimestres



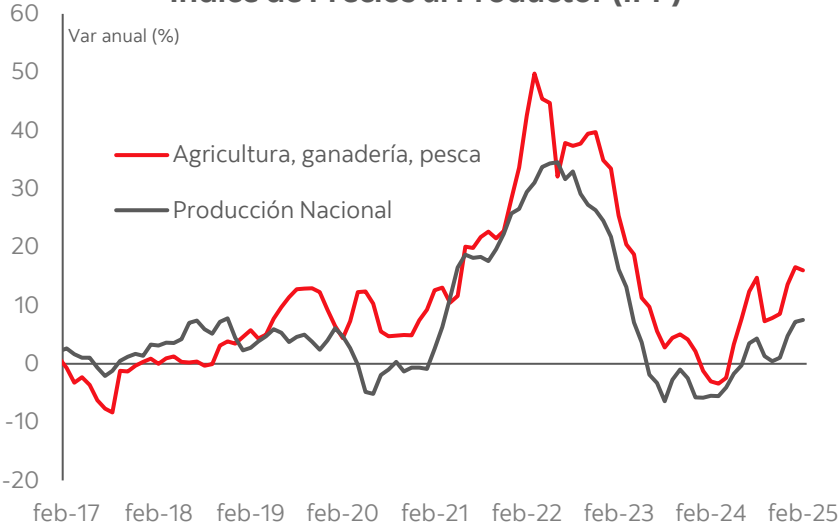
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

Abastecimiento nacional de productos agrícolas

Variación anual, promedio de 3 meses

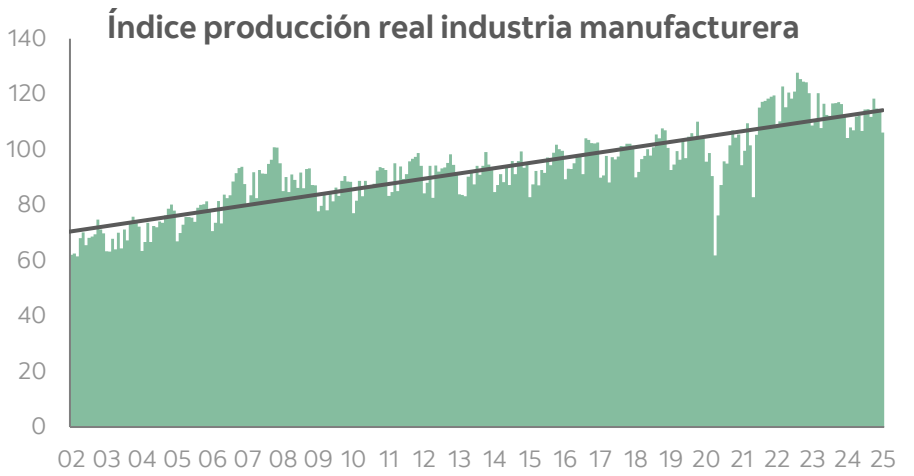


Índice de Precios al Productor (IPP)

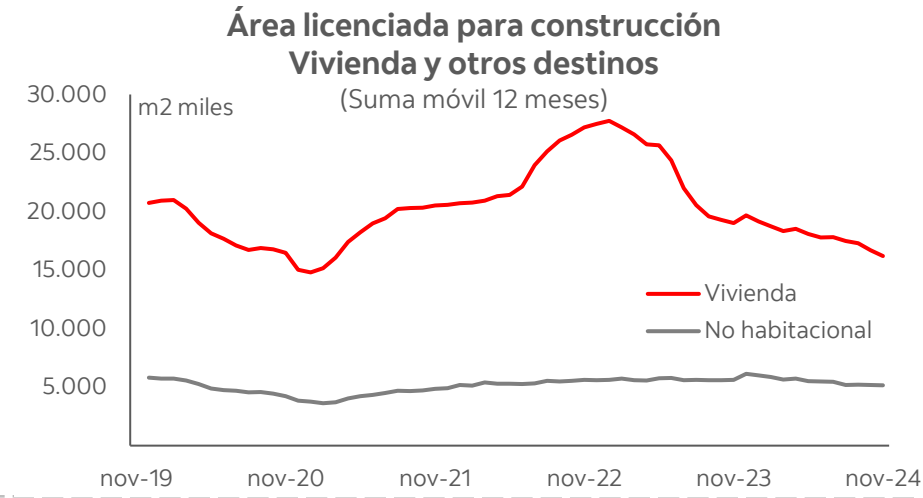


El sector secundario mantiene una dinámica débil, pero se ha recuperado con el dinamismo evidenciado en el consumo.

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.



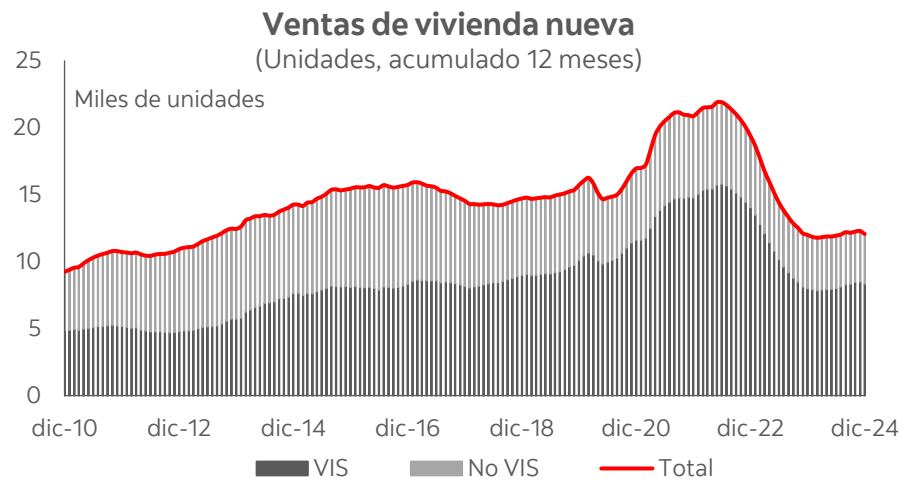
Las ventas de vivienda se mantienen en el nivel más bajo de la década. Menores tasas de interés podrían impulsar al sector de vivienda en el futuro.



Mapa de Calor: Actividades de la industria manufacturera

(Variación anual)

	dic-19	dic-20	dic-23	nov-24	dic-24	ene-25
Alimentos y Bebidas	3,8%	0,5%	-7,6%	-0,3%	4,6%	5,3%
Textiles y Calzado	7,3%	-2,1%	-11,7%	-0,2%	-1,5%	3,2%
Químicos y Farmacos	7,8%	0,1%	-3,3%	-4,8%	-1,7%	-0,6%
Caucho, Plástico, Vidrio, Metales	0,3%	3,2%	-7,0%	-3,4%	-2,2%	-1,8%
Maquinaria y Equipo	3,9%	6,9%	3,5%	3,0%	5,2%	11,4%
Vehículos y partes	-11,3%	15,6%	-35,2%	14,6%	18,0%	11,5%
Coquización, refinación de petróleo	5,9%	-1,7%	8,4%	-7,1%	0,4%	-7,0%
Otras industrias	1,1%	2,6%	-6,4%	0,3%	0,9%	-0,3%

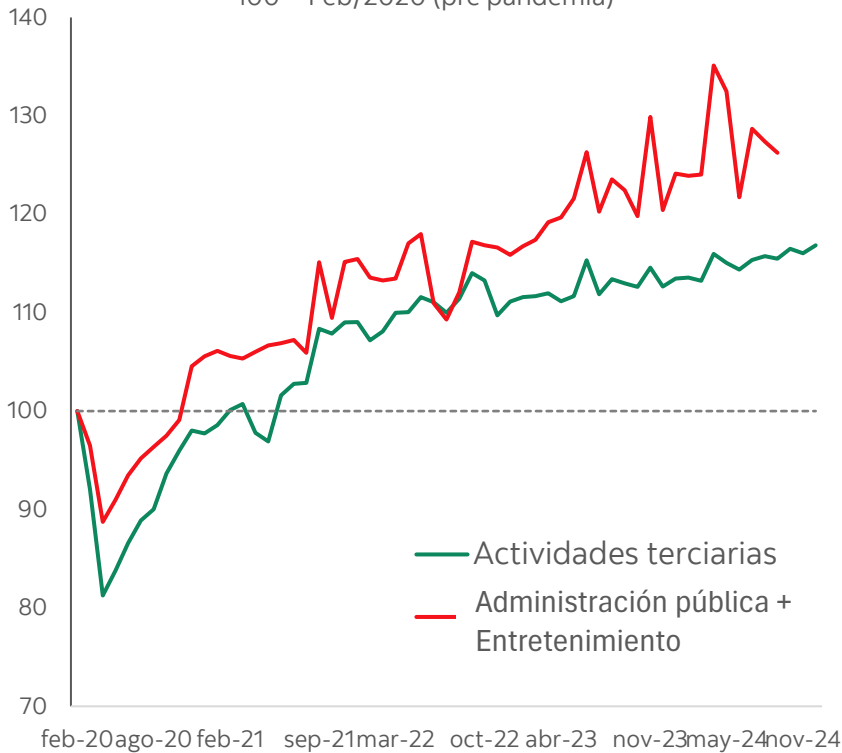


Fuentes: DANE, Camacol, Scotiabank Economics.

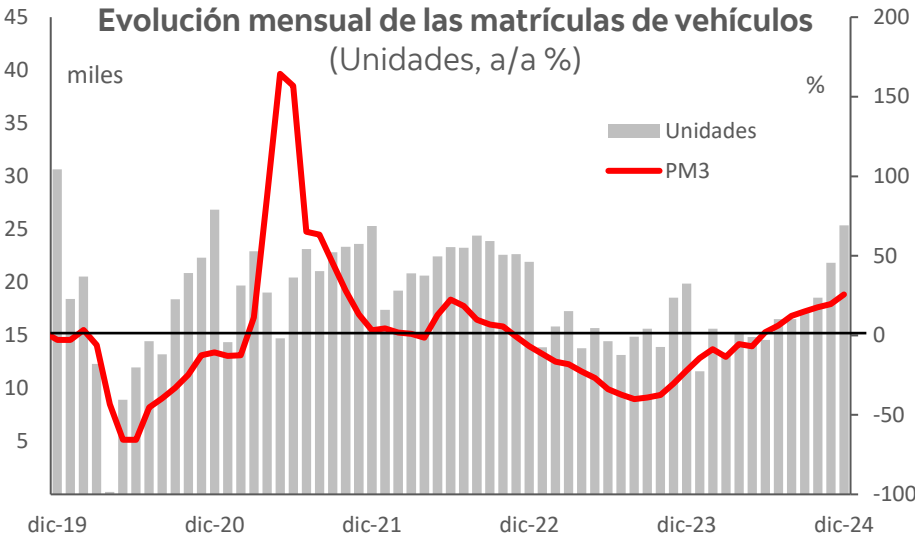
La administración pública contribuyó considerablemente en la primera mitad de 2024. Por ahora estaría perdiendo tracción al interior de los servicios.

La **administración pública** ha sido uno de los sectores que más ha apalancado el crecimiento en la primera parte del año, sin embargo, esto se atribuye a efectos transitorios, que se desvanecerían en el futuro.

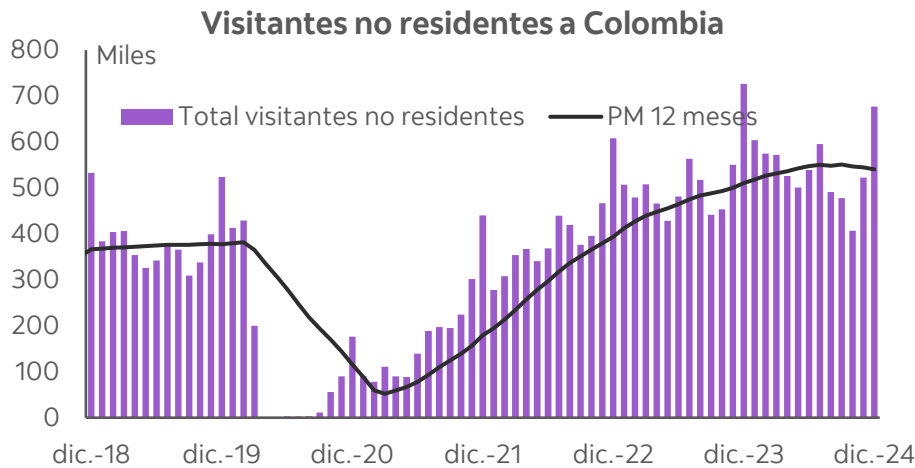
Indicador de Actividad Económica (ISE)- Admin.Pública, Educación, Salud, Entretenimiento
100 = Feb/2020 (pre pandemia)



Fuentes: DANE, Andemos, Scotiabank Economics.



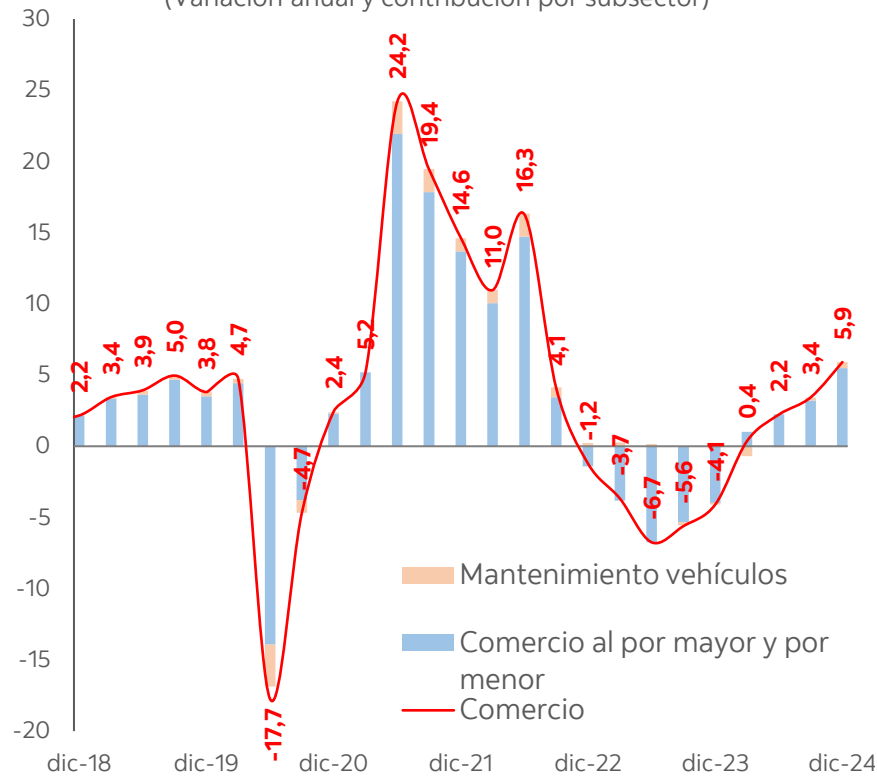
El sector turismo ha tenido una buena dinámica, asociada a mayores visitantes extranjeros. El comercio ha registrado leves repuntes.



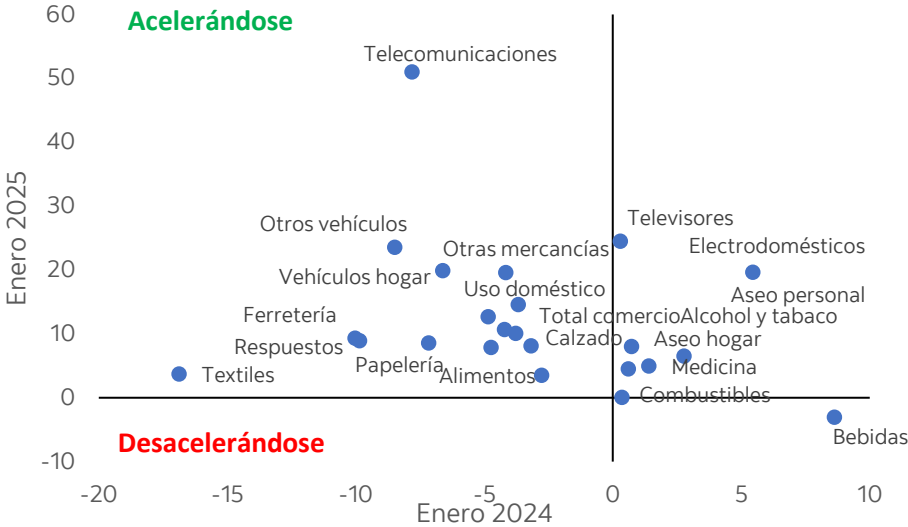
El comercio minorista ha tenido un buen comportamiento en medio de la aceleración en el consumo de bienes durables y la expectativa de recorte de tasas

Durante el cuarto trimestre de 2024 el comercio, que representa más del 8,5% del PIB, tuvo una expansión del 5,9% explicando el 17% del crecimiento que tuvo toda la economía colombiana durante el periodo.

Valor agregado comercio
(Variación anual y contribución por subsector)

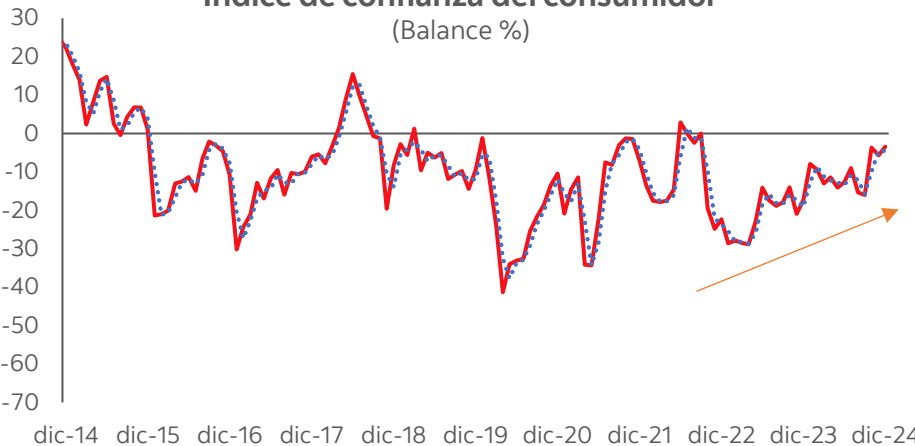


Fuentes: DANE, Fedesarrollo, Scotiabank Economics.



Con la expectativa de recorte de tasas, los consumidores han mejorado su confianza lo cual ha apalancado el comportamiento del consumo que se mantiene positivo .

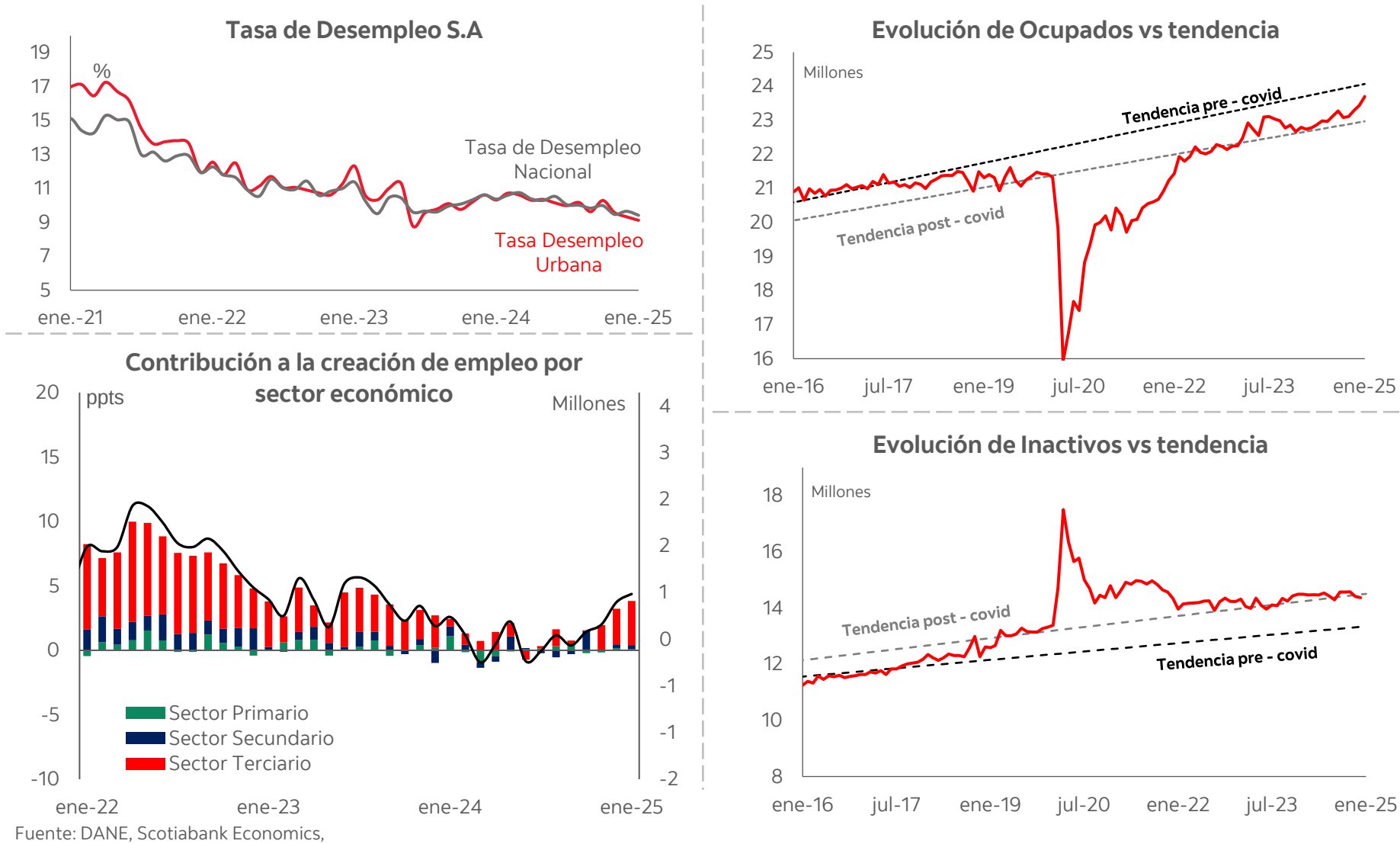
Índice de confianza del consumidor
(Balance %)



Mercado laboral

El sector terciario ha contribuido a la mayor creación de empleo después de la pandemia.

La creación de empleo se mantiene cerca a la tendencia pre-pandemia, al tiempo que más personas permanecen por fuera del mercado laboral.

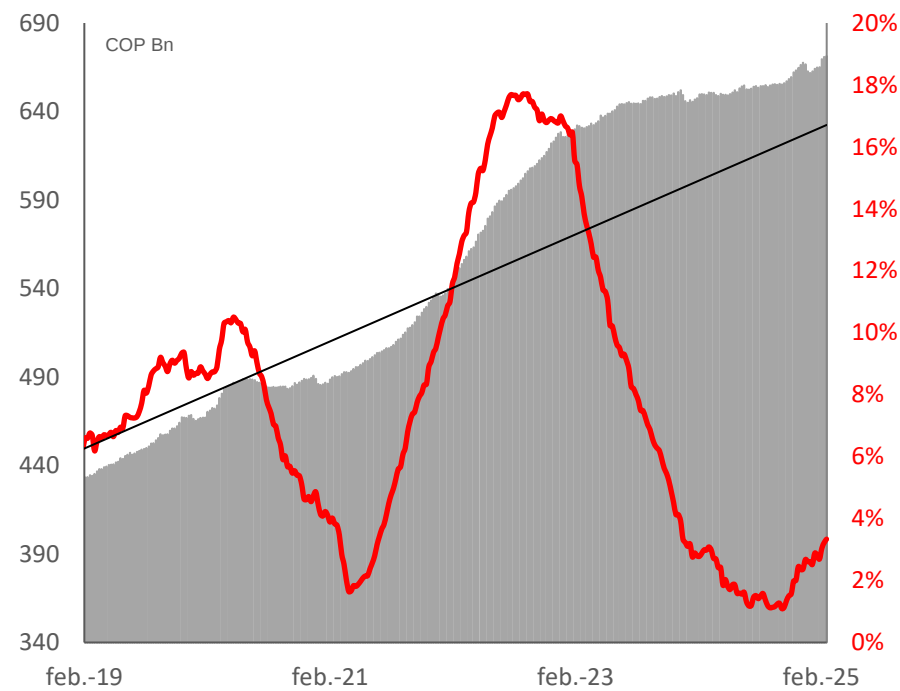


Cartera

La cartera empieza a mostrar signos de repunte. 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



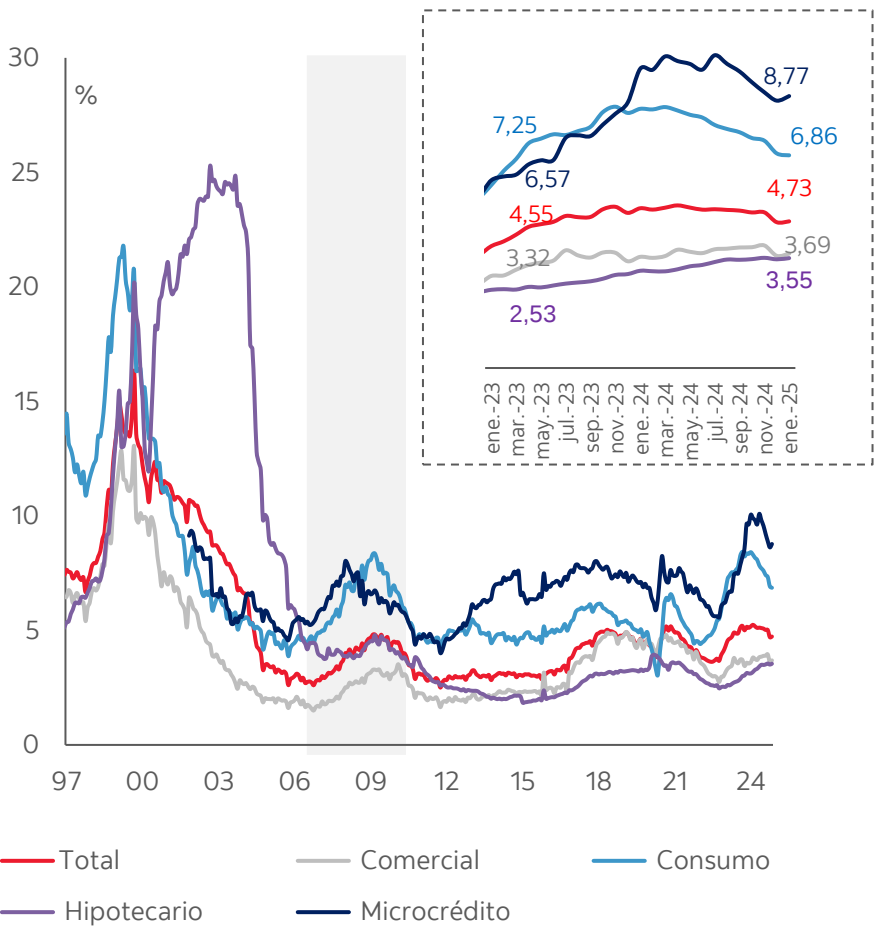
Fuente: BanRep, Scotiabank Economics,

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%

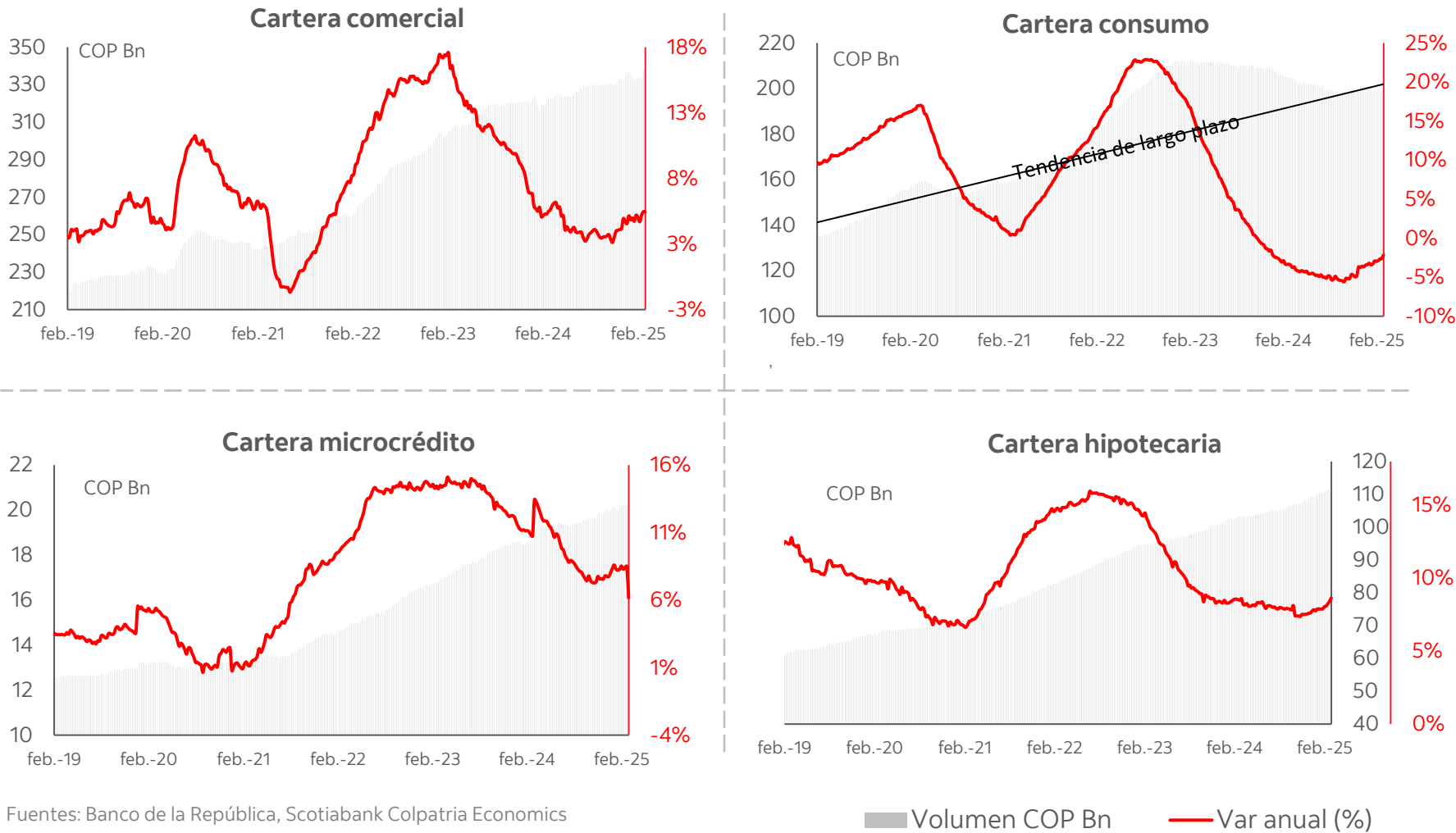
La calidad de la cartera continúa mejorando, especialmente la cartera de consumo

Indicador de calidad de cartera (%)



El progreso de la cartera será gradual.

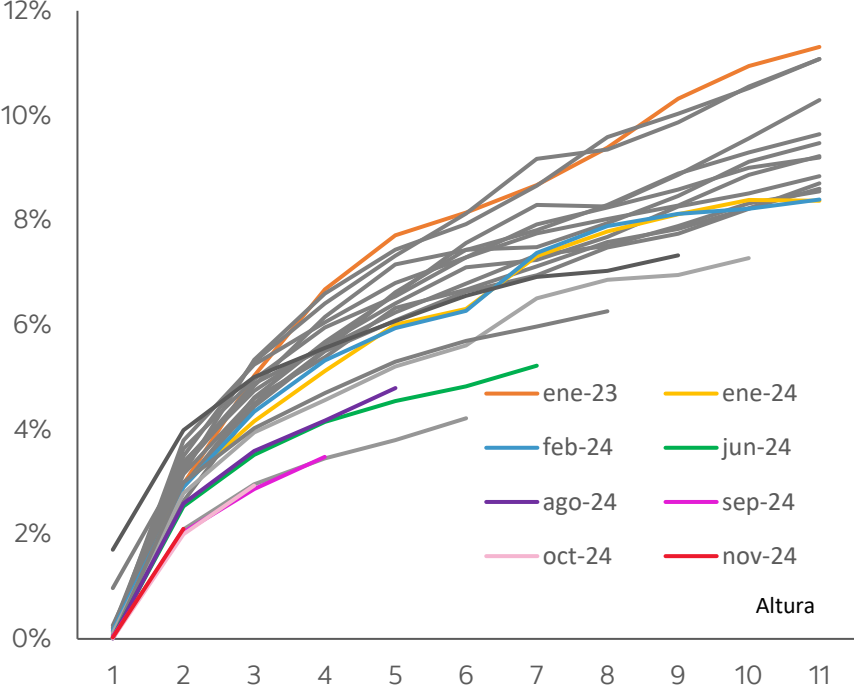
La cartera de consumo se sigue contrayendo, aunque a menor velocidad, sin embargo, su stock se alinea con la tendencia de largo plazo. La cartera hipotecaria está estable mientras que la comercial crece sin mejorar su calidad.



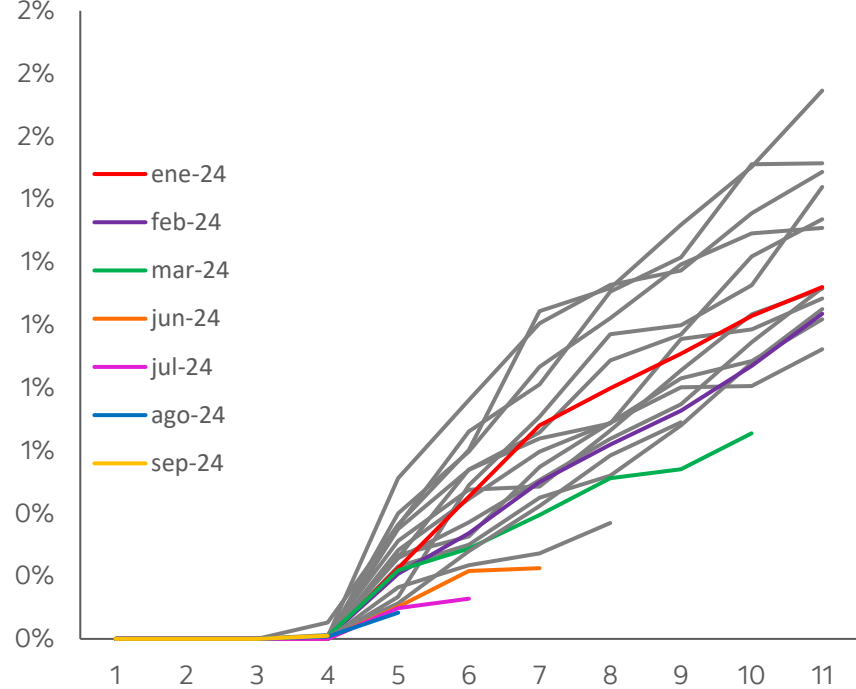
El pago de créditos mejora, suponiendo condiciones financieras más sanas en los hogares

Un menor nivel de consumo ha permitido normalizar el pago de la deuda de los hogares, se espera que la calidad de la cartera siga presentando un comportamiento favorable en medio de una menor carga financiera.

Indicador de calidad por cosechas
Total consumo



Indicador de calidad por cosechas
Total vivienda

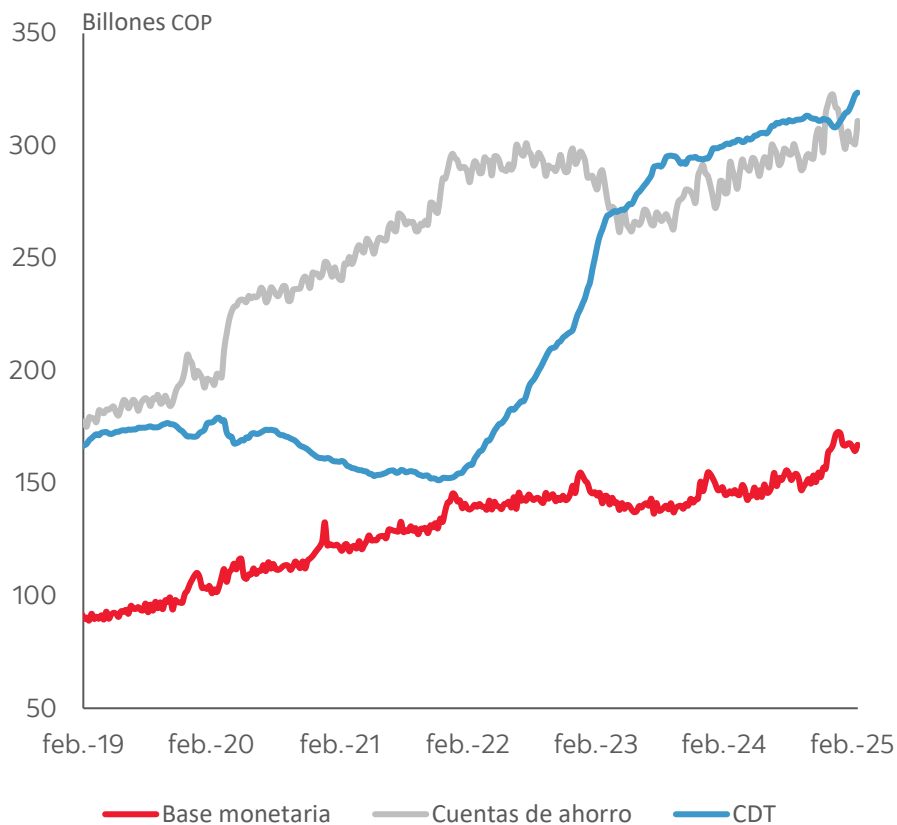


Fuente: Superintendencia Financiera, Scotiabank Economics.

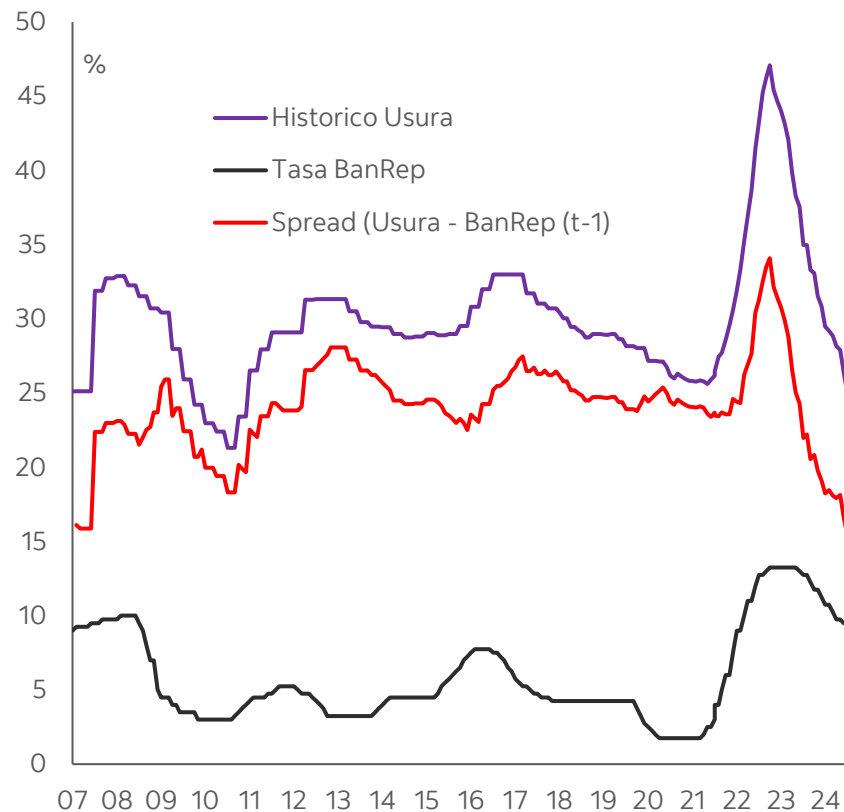
La expectativa de tasas altas sigue favoreciendo la opción de ahorro frente a la demanda por crédito. Por otro lado, la regulación adversa en la usura tardaría en cambiar.

Los depósitos en CDTs volvieron a repuntar. El stock de CDTs representa el 20% del PIB.

Evolución de la Base Monetaria, Cuentas de Ahorro y CDTs



Evolución de la tasa de usura vs tasa BanRep



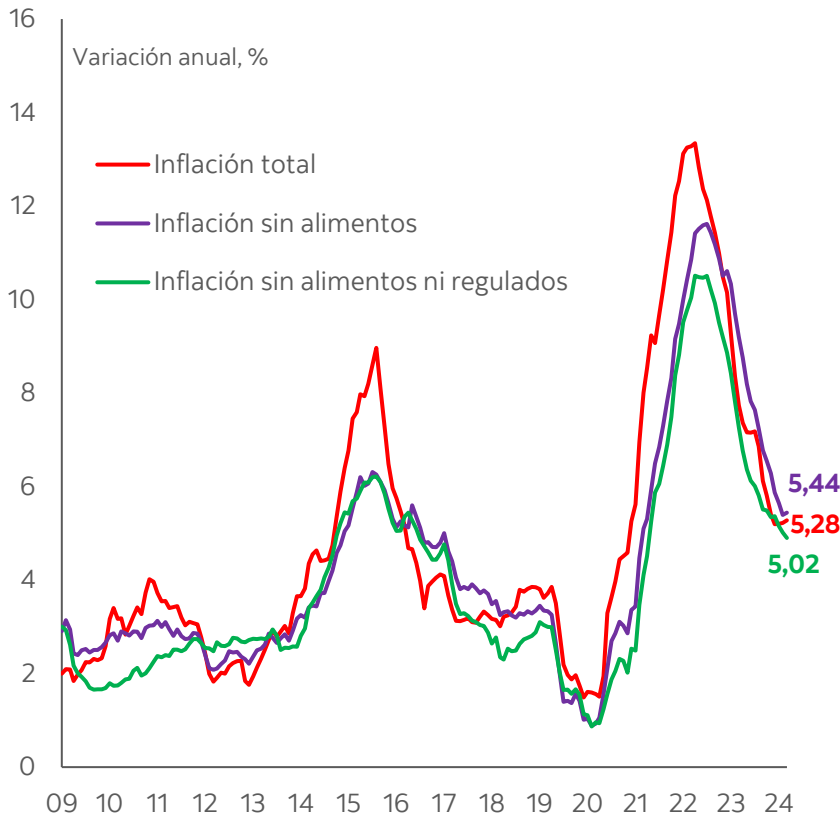
Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

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



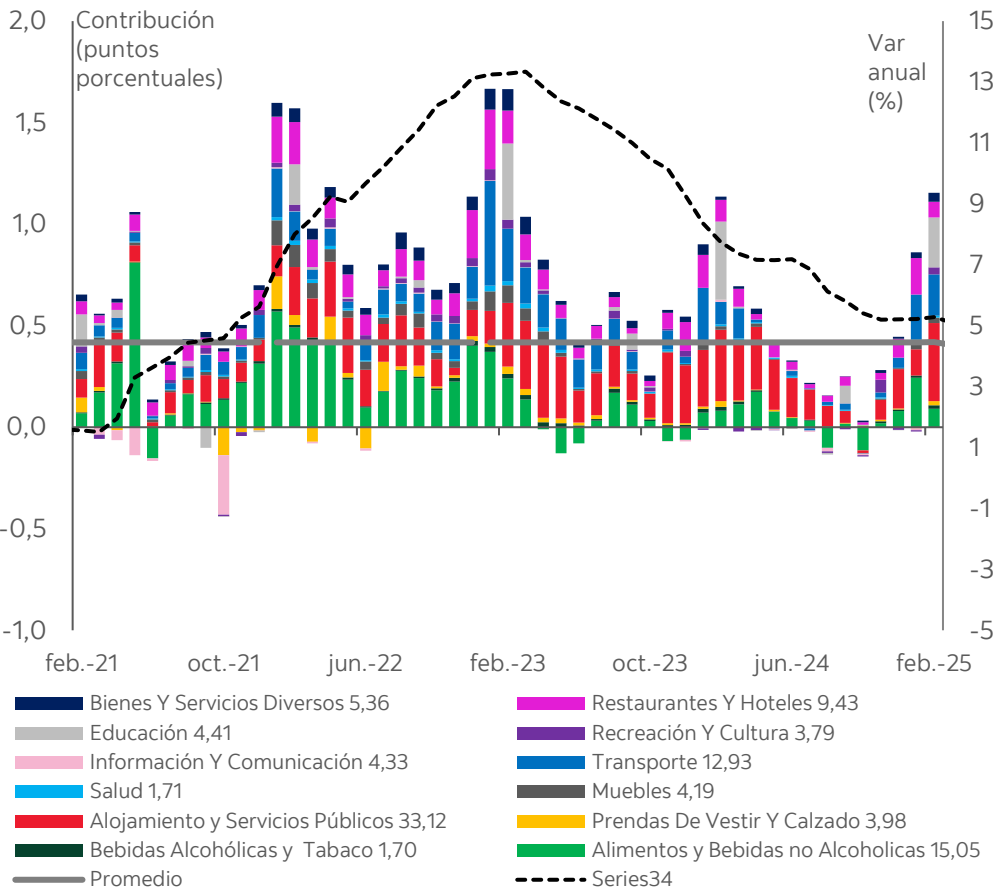
Efectos base en la inflación total



Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

El incremento salarial de 2025 estaría teniendo fuerte impacto en los servicios

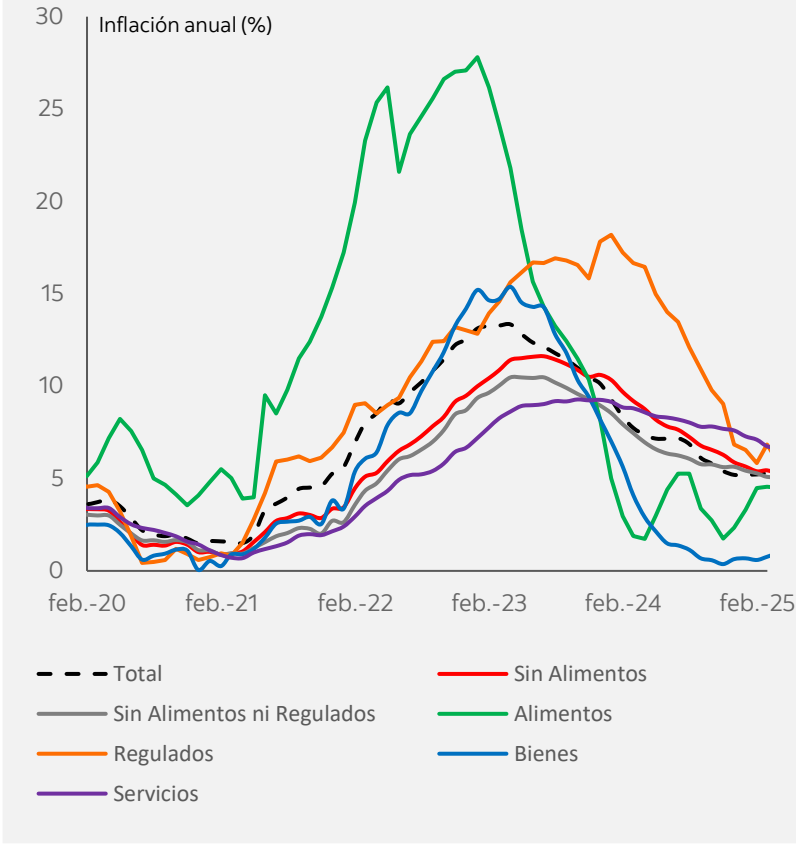
Contribución por rubro en la inflación mensual vs inflación anual



Nota: Las etiquetas tienen el nombre del grupo de la inflación y la participación en el total de la canasta del IPC
Fuente: Scotiabank Economics.

Los incrementos en las tarifas del gas influyeron en un repunte de la inflación de regulados.

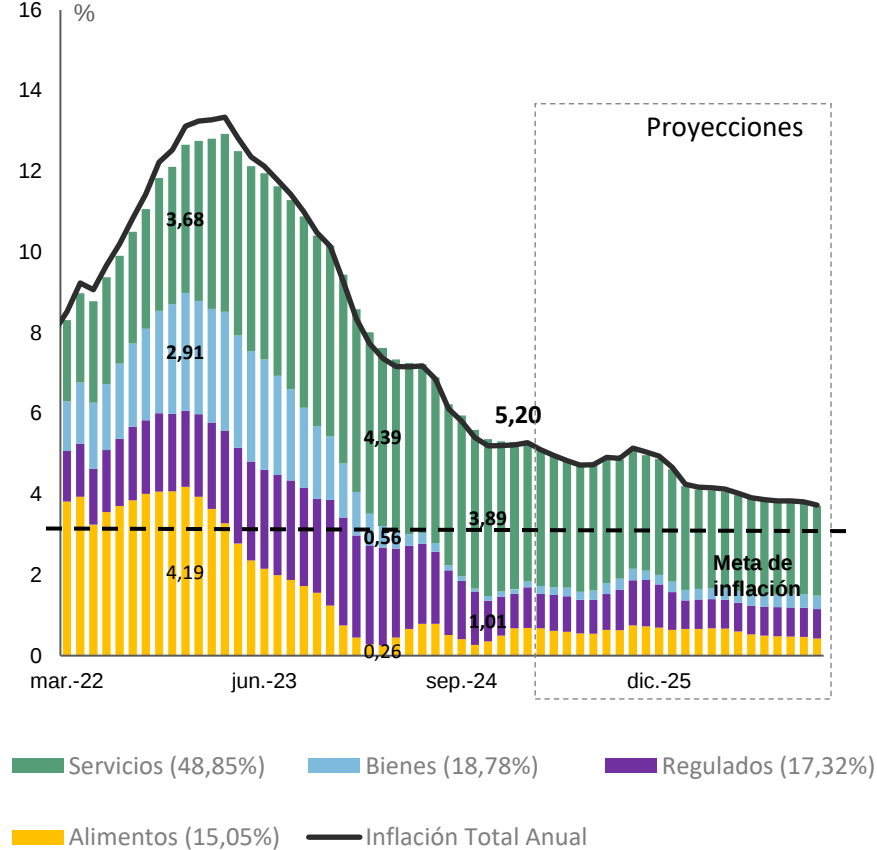
Evolución de la inflación por grandes grupos



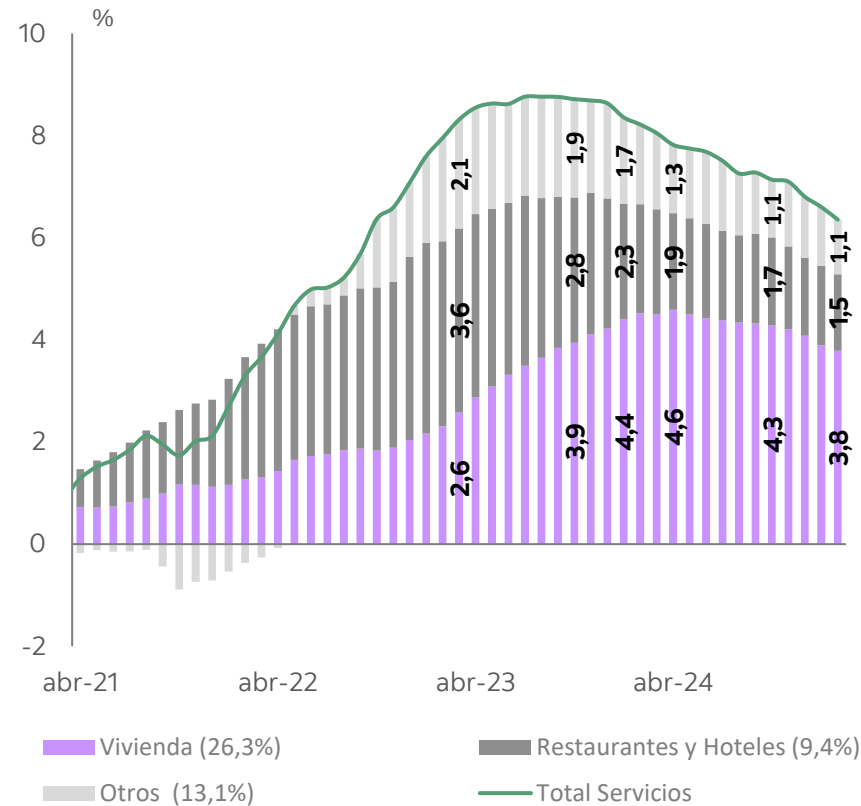
La inflación de servicios estaría por encima del rango meta en los próximos 2 años

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 anual de servicios
(Contribución por componentes)

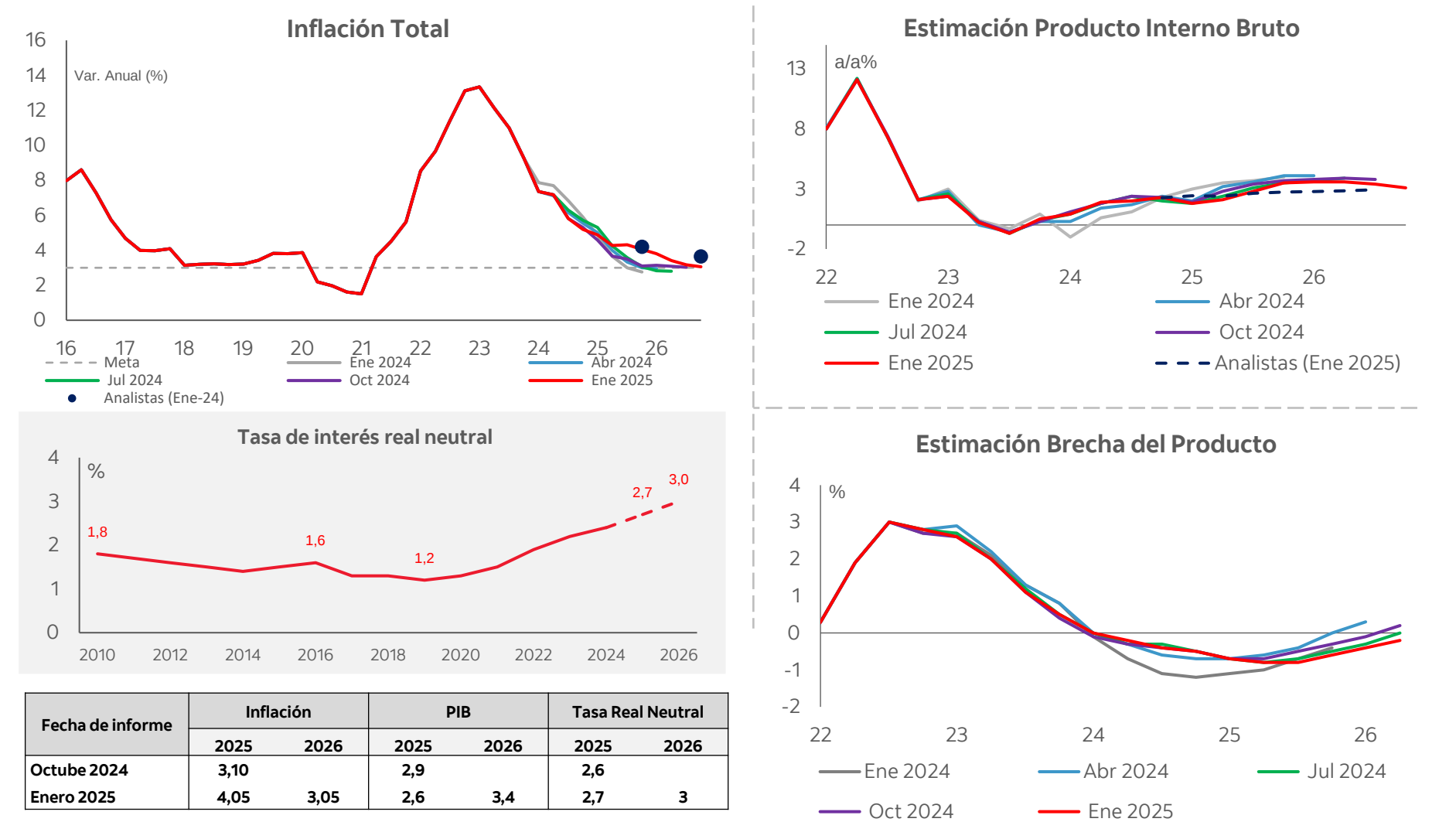


Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

Política Monetaria – Tasas de Interés

Proyecciones BanRep: La inflación se mantendría por encima de la meta en 2025.

El equipo técnico del BanRep, prevé un descenso de la inflación más gradual dadas las presiones inflacionarias del ajuste del salario mínimo, riesgos ficales y mayores riesgos externos. La senda de tasa de política monetaria se ajustó al alza, y es en promedio más alta que la estimada por los analistas.

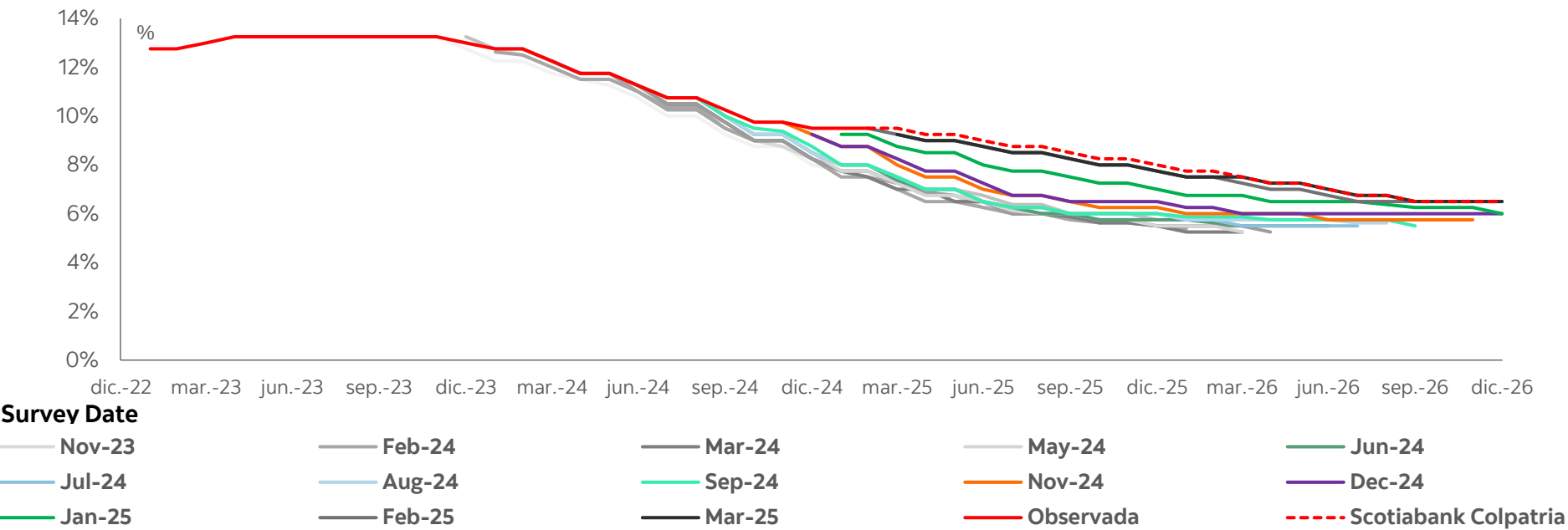


Fuente: Informe de Política Monetaria - Enero de 2025, BanRep, Scotiabank Colpatria Economics.

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 / Mar 2025)



Composición de la Junta Directiva luego del cambio de dos codirectores

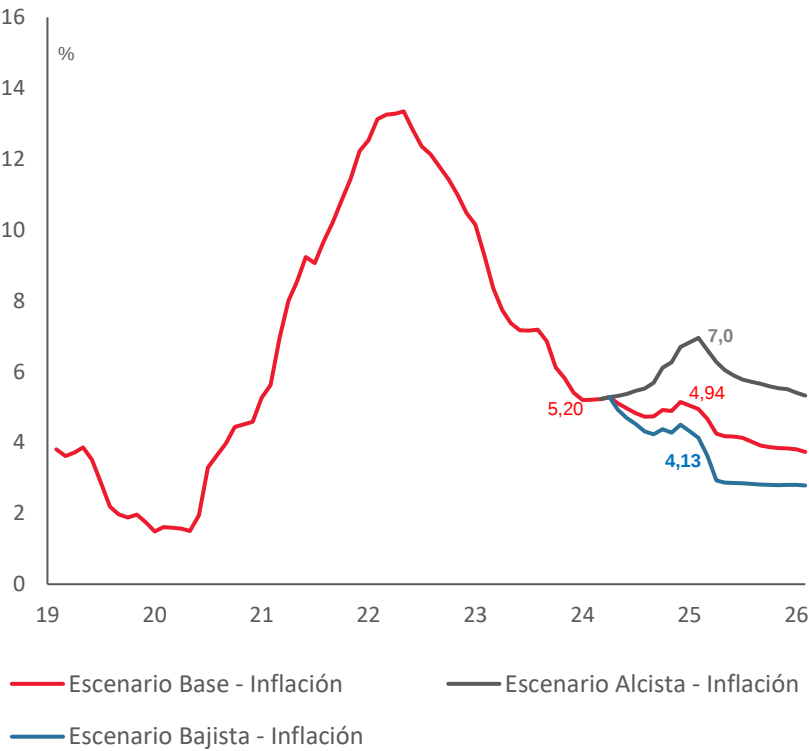
							
Ingreso a la junta	Mauricio Villamizar Febrero 2021	Bibiana Taboada Febrero 2021	Olga Lucia Acosta Enero 2023	Laura Moisa-Elicabide Febrero 2025	Cesar Giraldo-Giraldo Febrero 2025	Diego Guevara Diciembre 2024 Ministro de Hacienda encargado	Leonardo Villar Noviembre 2024 – Relecto

Fuente: BanRep, Scotiabank Colpatria Economics.

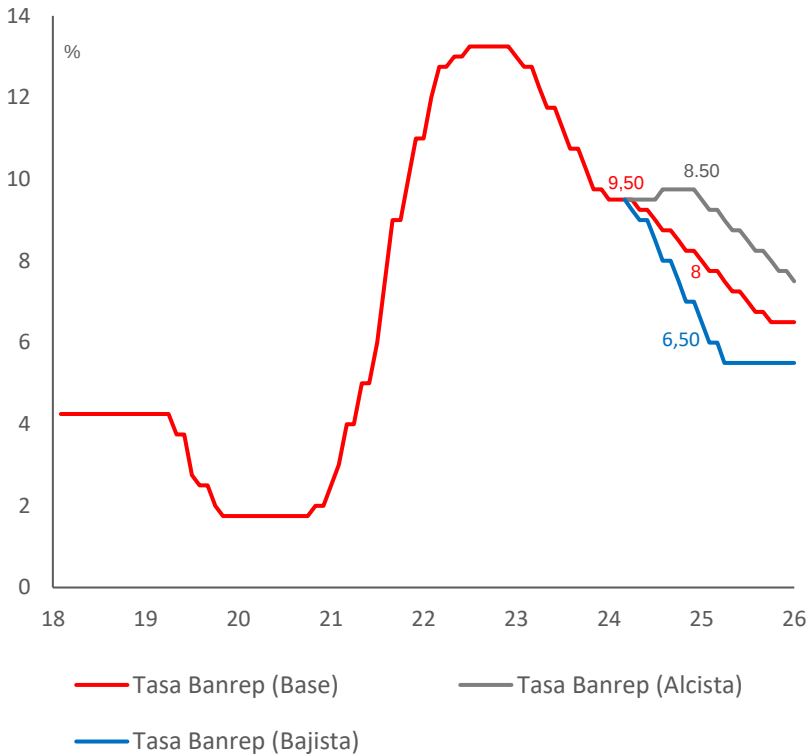
Política monetaria : El escenario de riesgos podría implicar un retraso significativo en la llegada a niveles neutrales de las tasas de interés.

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.

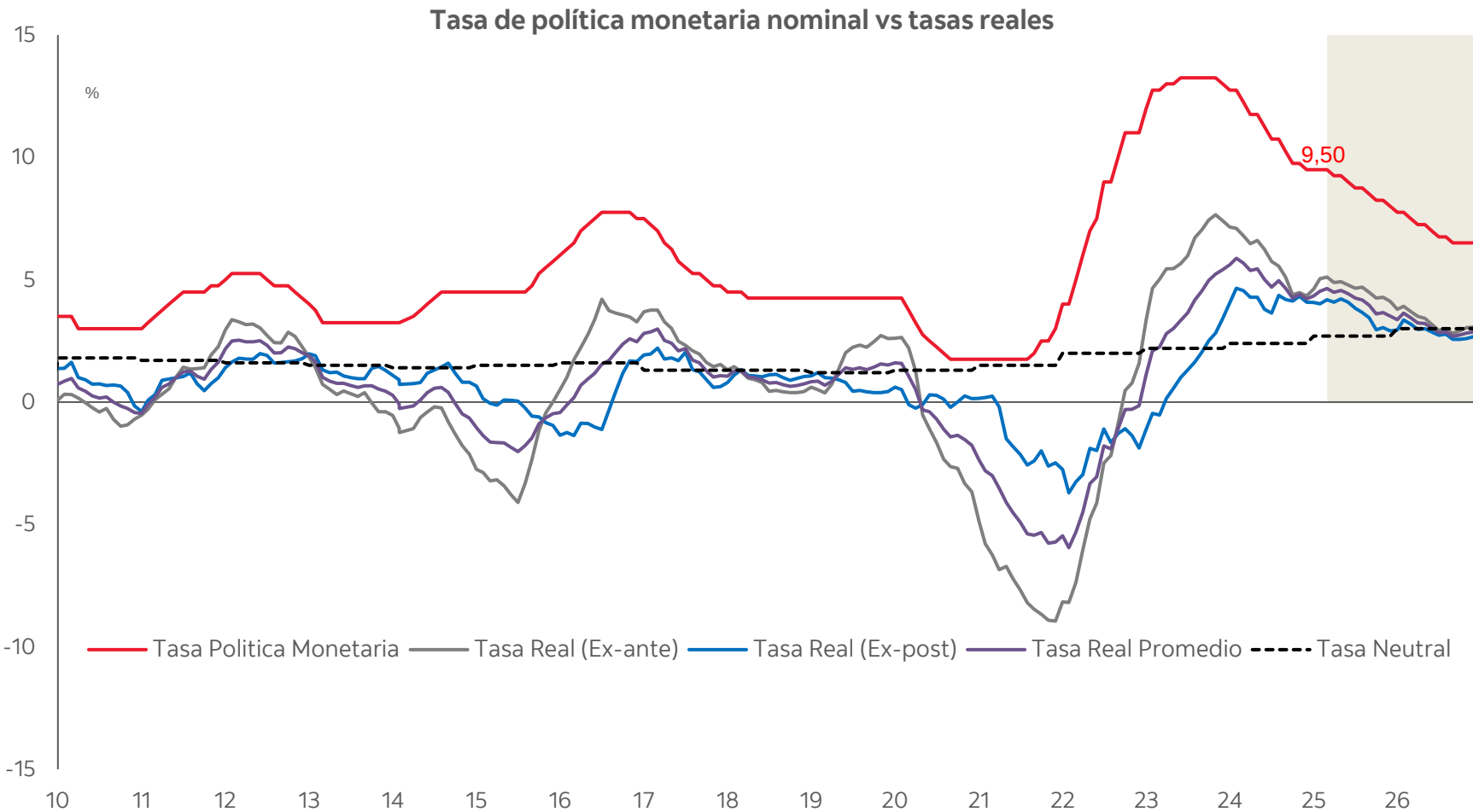


Tasa de interés 2025												Tasa de interés 2026											
Ene	Feb	Mar	Abr	May	jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	dic
9,50	9,50	9,50	9,25	9,25	9,00	8,75	8,75	8,50	8,25	8,25	8,00	7,75	7,75	7,50	7,25	7,25	7,00	6,75	6,75	6,50	6,50	6,50	6,50

Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatria Economics.

Las tasas de interés podrían estabilizarse en un nivel históricamente más alto

El nuevo equilibrio macroeconómico evidenciado en ajustes al alza en la tasa de interés de neutralidad en la economía podría evitar recortes acelerados en la tasa de intervención.

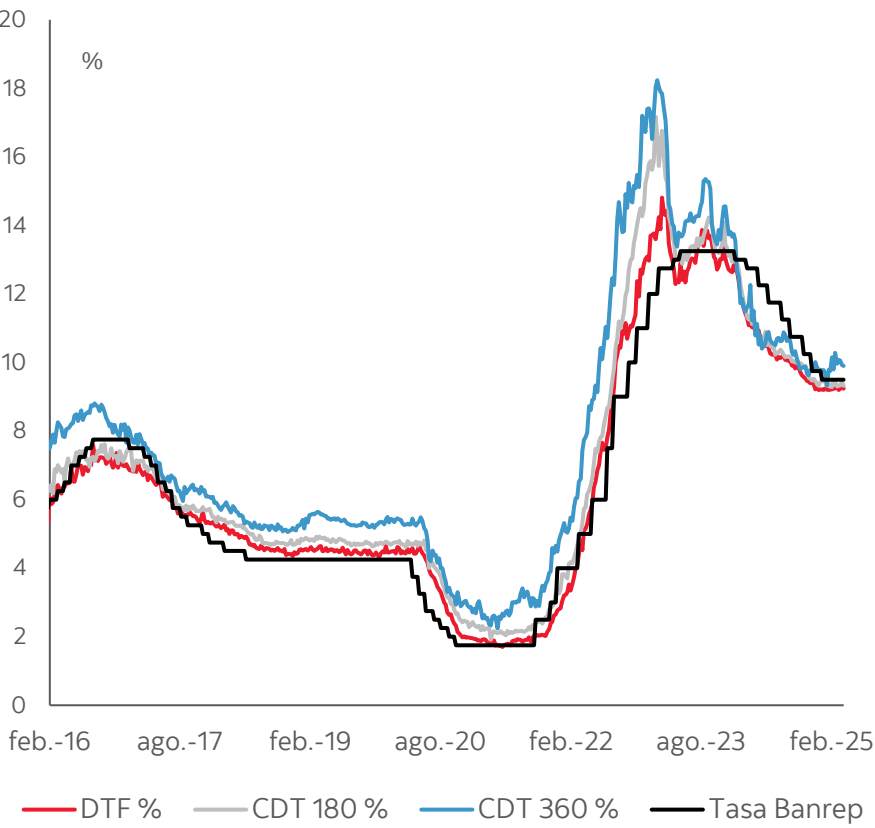


Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatría Economics.

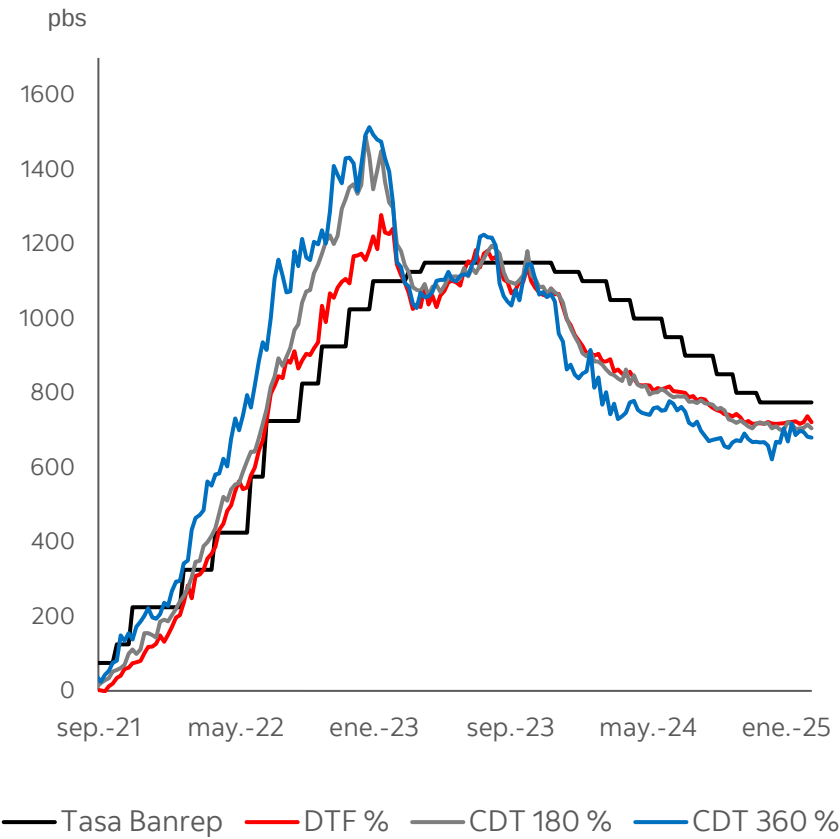
CDTS captación – Colocación – demanda crédito

Las tasas de captación se mantienen relativamente estable 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

Balance de proyectos del Gobierno

PGN 2025	Monto Presupuesto 2025: \$523 billones (+8,37% vs PGN 2024 recortado) Hay \$12 bln desfinanciados los cuales fueron aplazados del PGN en línea con el presupuesto de ingresos y rentas decretado (\$511 bln). / El gobierno anunció preliminarmente un nuevo recorte presupuestal	Decreto presidencial Aplazamiento por 12 billones
Reforma del SGP Aprobada	Busca incrementar las transferencias a las entidades territoriales al 39% de los Ingresos Corrientes en un periodo de 12 años. Ha generado incertidumbre fiscal dada la duplicidad de competencias del gobierno central.	Depende de la Ley de Competencias
Reforma laboral Virtualmente archivada	Tras su aprobación en la Cámara la reforma se prepara para una discusión menos amena en el Senado. Preocupa el impacto en los costos laborales al aumentar la inflexibilidad en el empleo.	Virtualmente Archivada.
Nueva reforma de la salud En tramite	Busca transformar el sistema de salud para aumentar la cobertura de atención médica, en donde las EPS ya no manejaran recursos. Los altos costos de financiamiento serán el punto central de la discusión.	Se prepara para el tercer debate en Comisión 7 del Senado
Reforma política Archivada	Propone que los magistrados sean elegidos a través de convocatoria pública en donde el Congreso determine los magistrados luego de un concurso de mérito.	Archivada
Reforma pensional Aprobada	La reforma avanza en la regulación de las AFPs, junto con la adecuación de los fondos públicos para la administración de los recursos. A pesar de las demandas a la corte constitucional, se espera que la reforma entre en vigor.	Entrará en vigor el 1 de julio de 2025

Recordando la estructura del sistema de pilares de la reforma...

1 Solidario

- Ingreso Solidario: Ciudadanos colombianos mayores de 65 años hombres o 60 para mujeres en extrema pobreza o vulnerabilidad
- 2,3 millones de personas
- Financiado con Presupuesto Fiscal ~0,2% del PIB,

2 Semi- Contributivo

- Renta Vitalicia: Personas mayores de 65 años que hayan cotizado al sistema entre 150 y 1,000 semanas
- No más del 80% del salario mínimo (Población informal)
- Financiado con presupuesto fiscal

3 Contributivo

3,1 Fondo Soberano de Pensiones: Beneficio Definido hasta 2,3 salarios mínimos (90% de los empleados formales) / tasa de reemplazo de al menos el 65% del último salario,

3,2 Componente Complementario : Aporte voluntario a Fondos de Pensiones Privados

Al jubilarse, Colpensiones (entidad pública) gestionará el pago total de las pensiones, (recibe activos bajo gestión de ambos pilares contributivos)

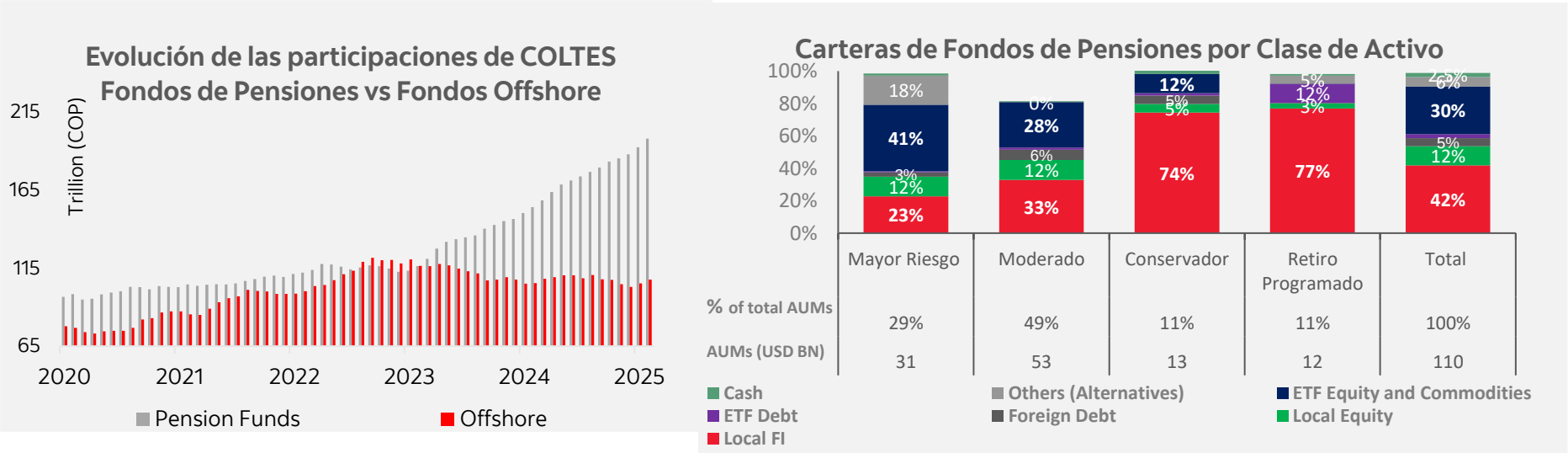
La reforma entraría en vigor en julio de 2025

El Banco de la República administrará el Fondo Soberano de Pensiones

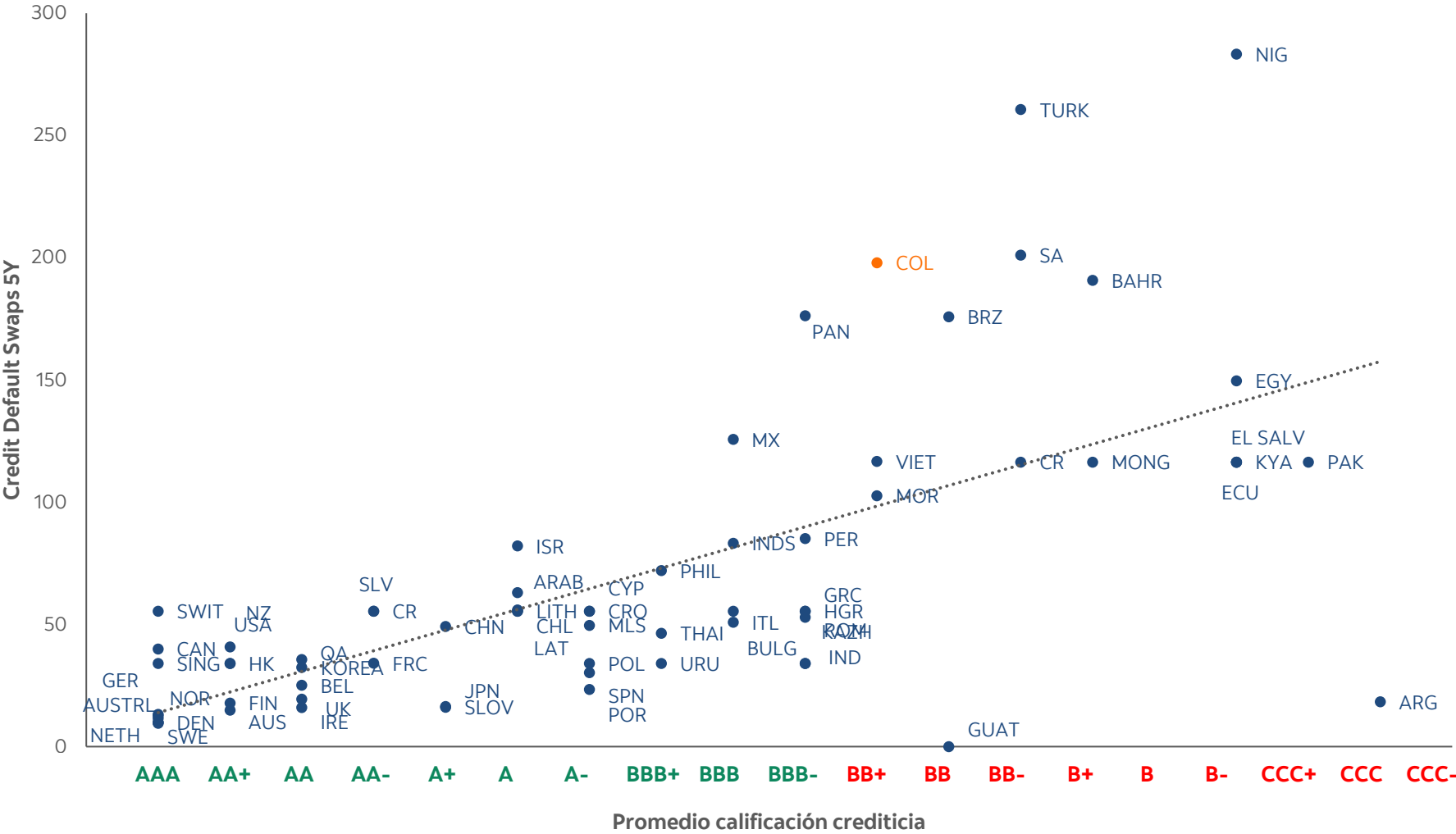
¿En qué va la implementación?

Borrador de decreto publicado el 18 de febrero de 2025.

Dudas: Capacidad de Colpensiones de gestionar el cambio, reglas para el régimen de transición, participantes gestores del fondo de ahorro.

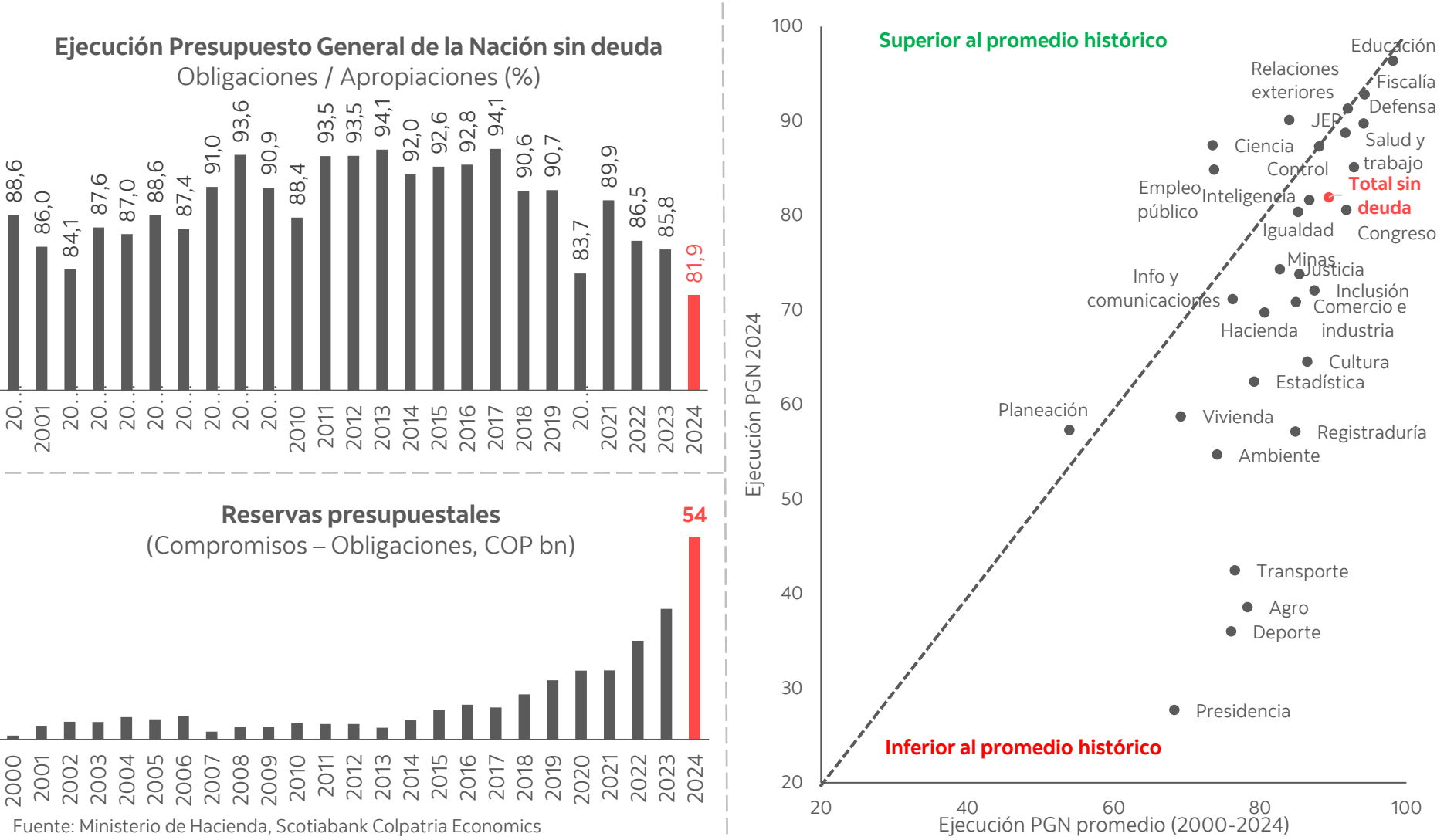


En Colombia la percepción de riesgo país de mediano plazo es significativamente superior a países con calificaciones crediticias similares



En 2024 el Gobierno nacional habría registrado una ejecución presupuestal del 82%, una de las más bajas de la historia

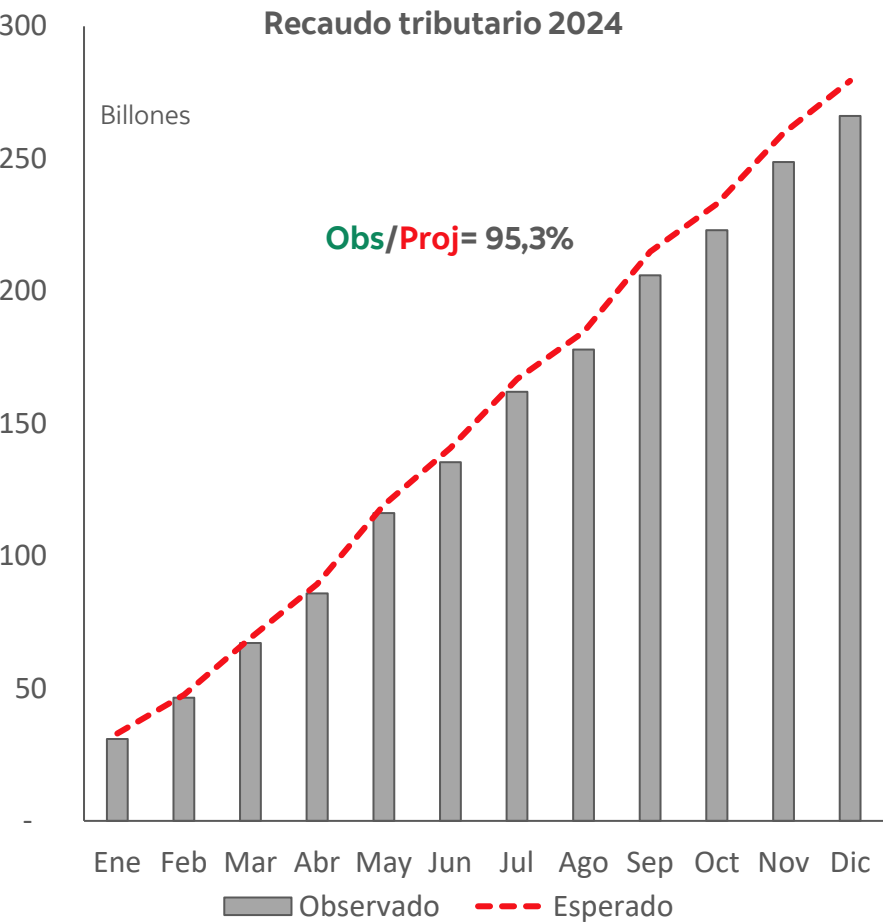
Sectores como el agro, el transporte, vivienda y comercio registraron una ejecución significativamente inferior a lo históricamente evidenciado. La subejecución se vio reflejada en reservas presupuestales por más de COP 50bn que deberán ser liquidadas durante la vigencia 2025.



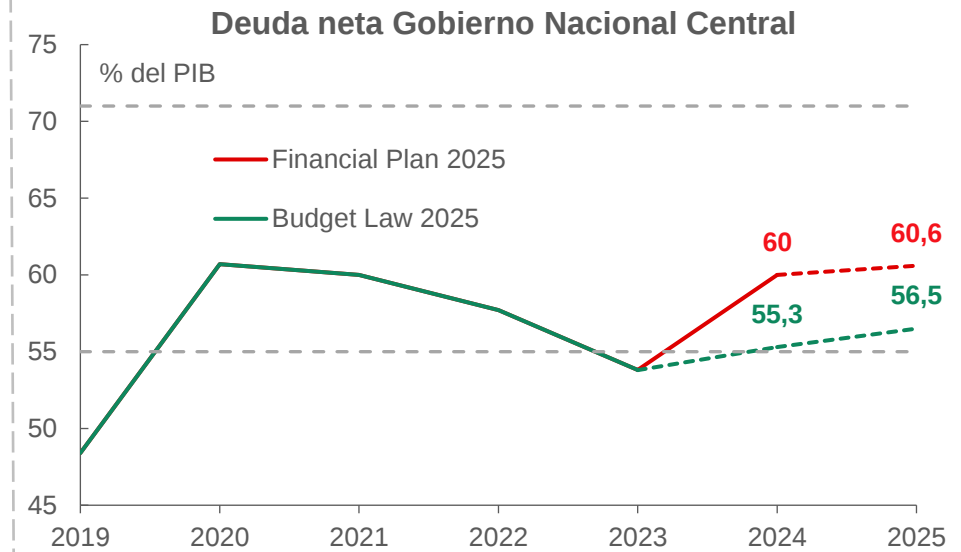
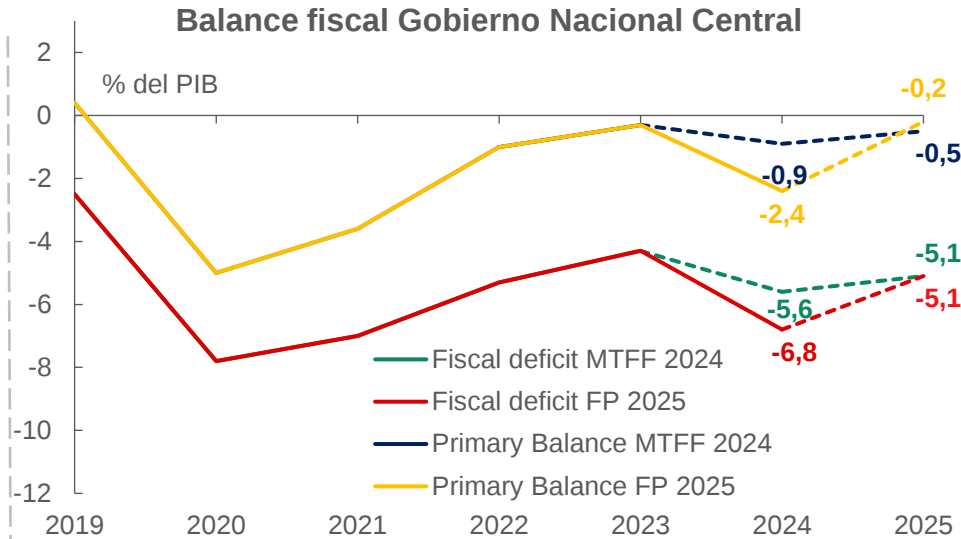
Fuente: Ministerio de Hacienda, Scotiabank Colpatría Economics

El Gobierno nacional habría cumplido la regla fiscal en 2024 con el segundo déficit fiscal más alto en 30 años. Para 2025 el ajuste deberá ser significativo

Para 2024 Gobierno Nacional confirmó un déficit fiscal de 6,8% del PIB. Aun así, afirma el cumplimiento de la regla fiscal debido a la inclusión de más de 2,4% del PIB como transacciones de única vez que no afectan el balance primario neto estructural.



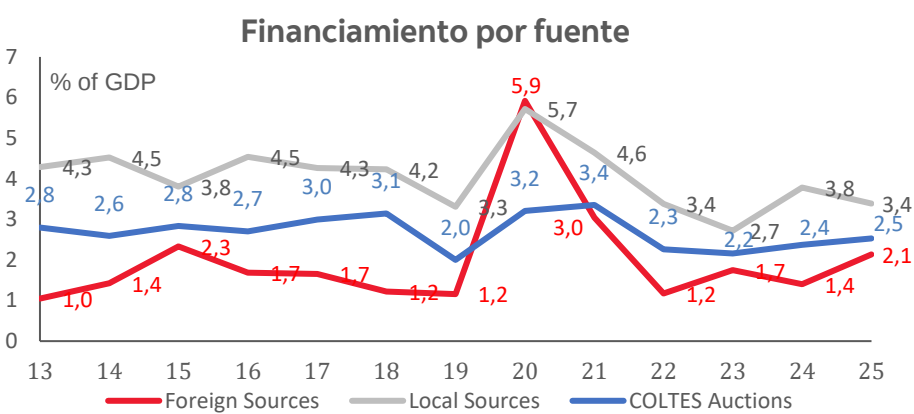
Fuente: CARF, Plan Financiero 2025, Scotiabank Colpatría Economics



Para 2025 el Gobierno nacional incrementó sus necesidades de financiamiento locales al tiempo que espera finalizar con mayores niveles de caja

Para 2025, en comparación con el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2024, el Gobierno nacional espera tener necesidades de financiamiento locales adicionales en COP 8,6 bn mientras que las fuentes externas disminuyen en US\$ 2,0 mm debido al pre-financiamiento registrado durante 2024.

Fuentes y usos 2025				
	MFMP (Proyección junio 2024)	Proyección actual (Plan Financiero 2025)		
			MFMP-2024 (Proyección junio 2024)	Proyección actual (Plan Financiero 2025)
Fuentes (COP bn)	147,3	137,3	Usos (COP bn)	147,3
Desembolsos	98,2	104,7	Déficit a Financiar	90,8
Externos (US\$ 9,00 mm)	37,9	(US\$ 8,18 mm) 35,9	Intereses internos	63,1
			Intereses externos (US\$ 4,74 mm)	(US\$ 4,88 mm) 21,3
Internos	60,2	68,8	Amortizaciones	48,6
Subastas COLTES		45,0	Externas (US\$ 5,21 mm)	(US\$ 4,76 mm) 20,7
Bonos verdes		1,5	Internas	26,8
Operaciones de tesorería	4,4	2,1	Pago de obligaciones	1,2
Ajustes por causación y otros recursos	22,7	18,6		
Disponibilidad inicial	21,8	16,1	Disponibilidad final	5,9
				9,2



Fuente: MFMP-2024 ,Plan Financiero 2025, Scotiabank Economics,

Agencia Calificadora

FitchRatings
S&P Global
MOODY'S

Riesgo Crediticio

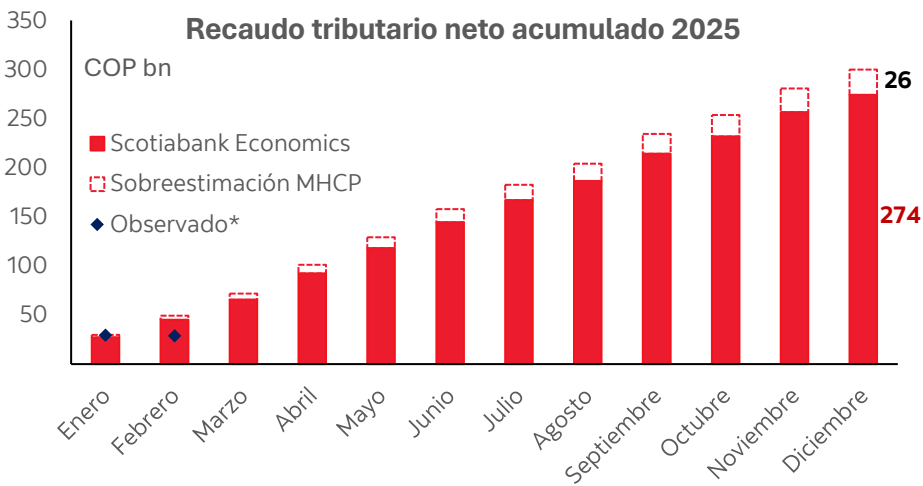
BB+
BB+
Baa2

Perspectiva

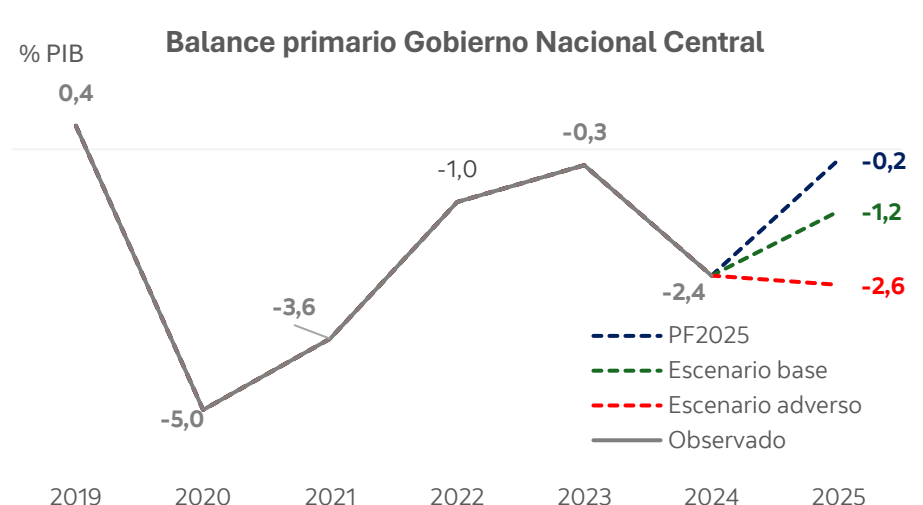
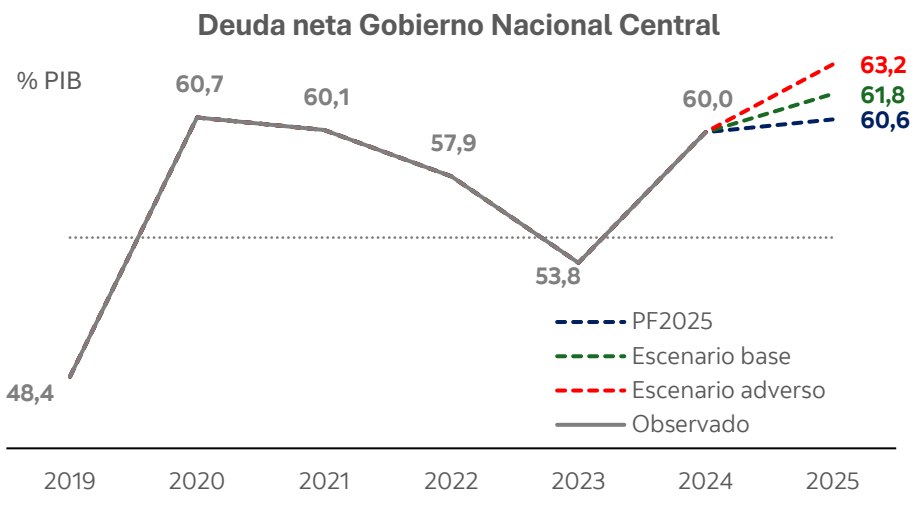
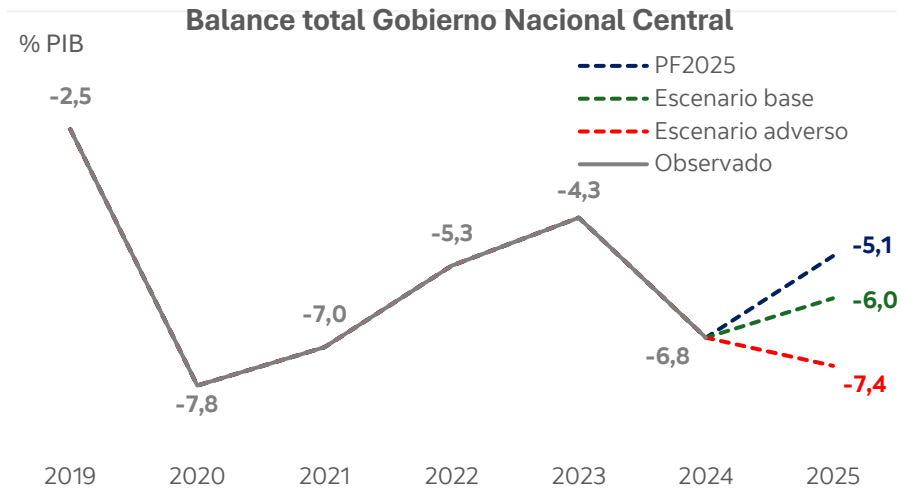
Negativa
Negativa
Negativa

Las apretadas condiciones de liquidez evidenciadas en 2024 persistirían en 2025

El Gobierno nacional **estaría sobreestimando el recaudo tributario en COP 26 bn** (1,4% PIB) lo cual es alarmante ante la ausencia de ajustes estructurales en el gasto



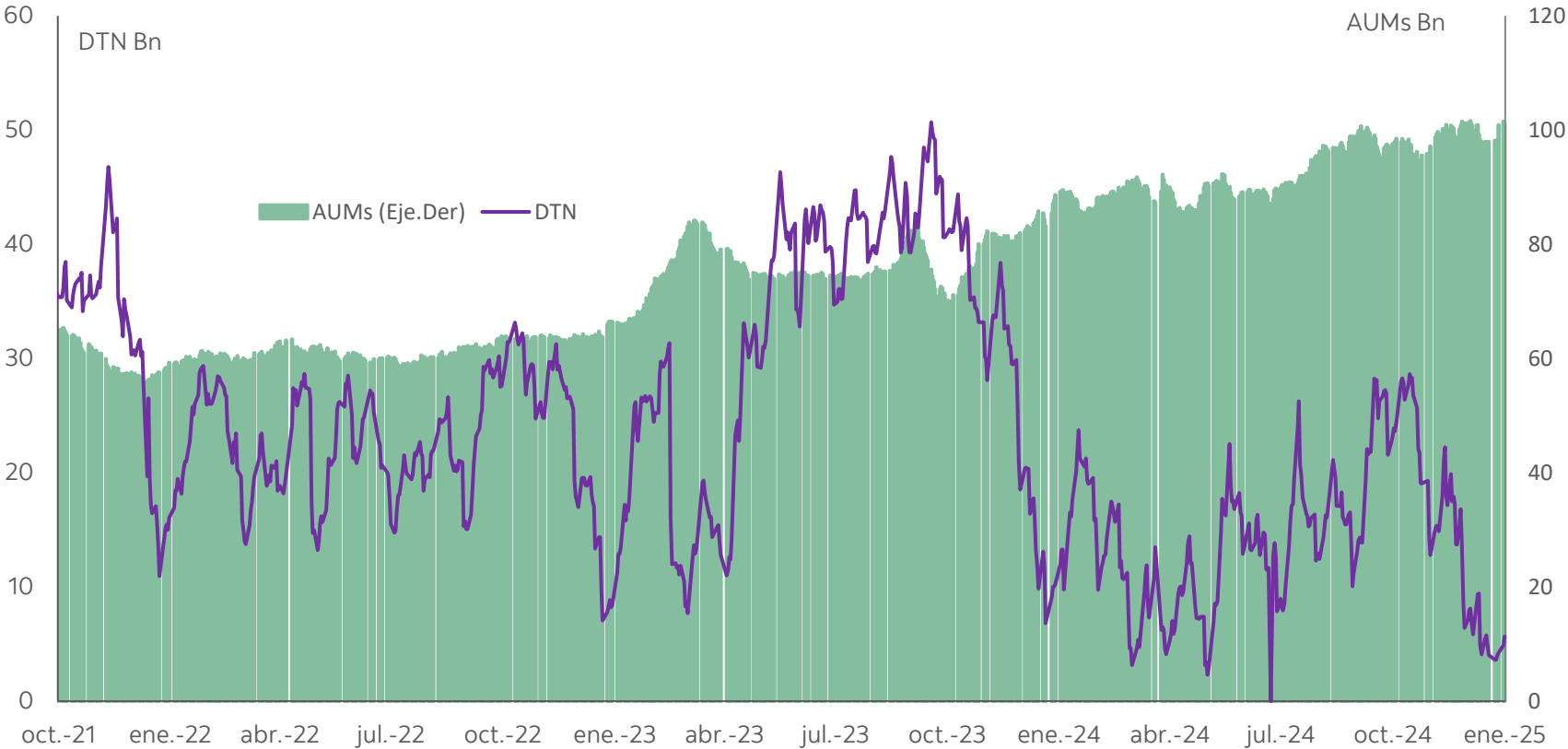
El déficit fiscal estimado se ubicaría entre el 6,0% y el 7,4% del PIB. Las necesidades de financiamiento se incrementarían entre COP 22 y COP 48 bn durante el año



Fuente: Plan Financiero 2025, Scotiabank Colpatría Economics

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

Saldo de Disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional en el Banco de la República
vs AUMs Fondos Fiduciarios

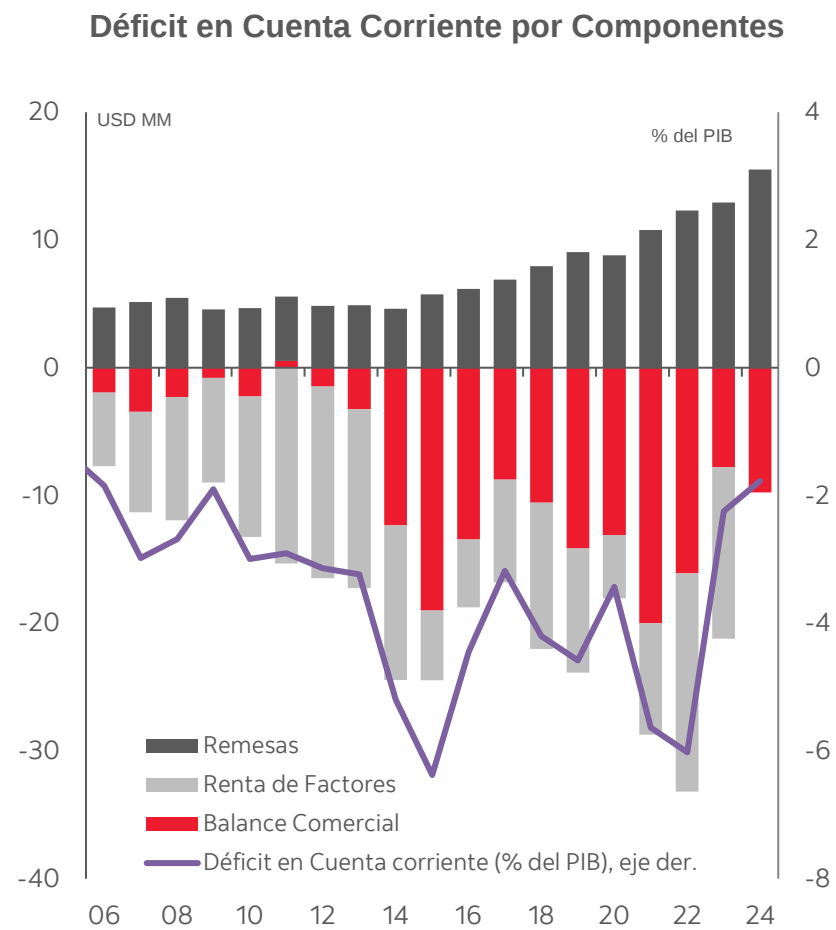


Fuente: Asofiduciarías, BanRep, Scotiabank Economics,

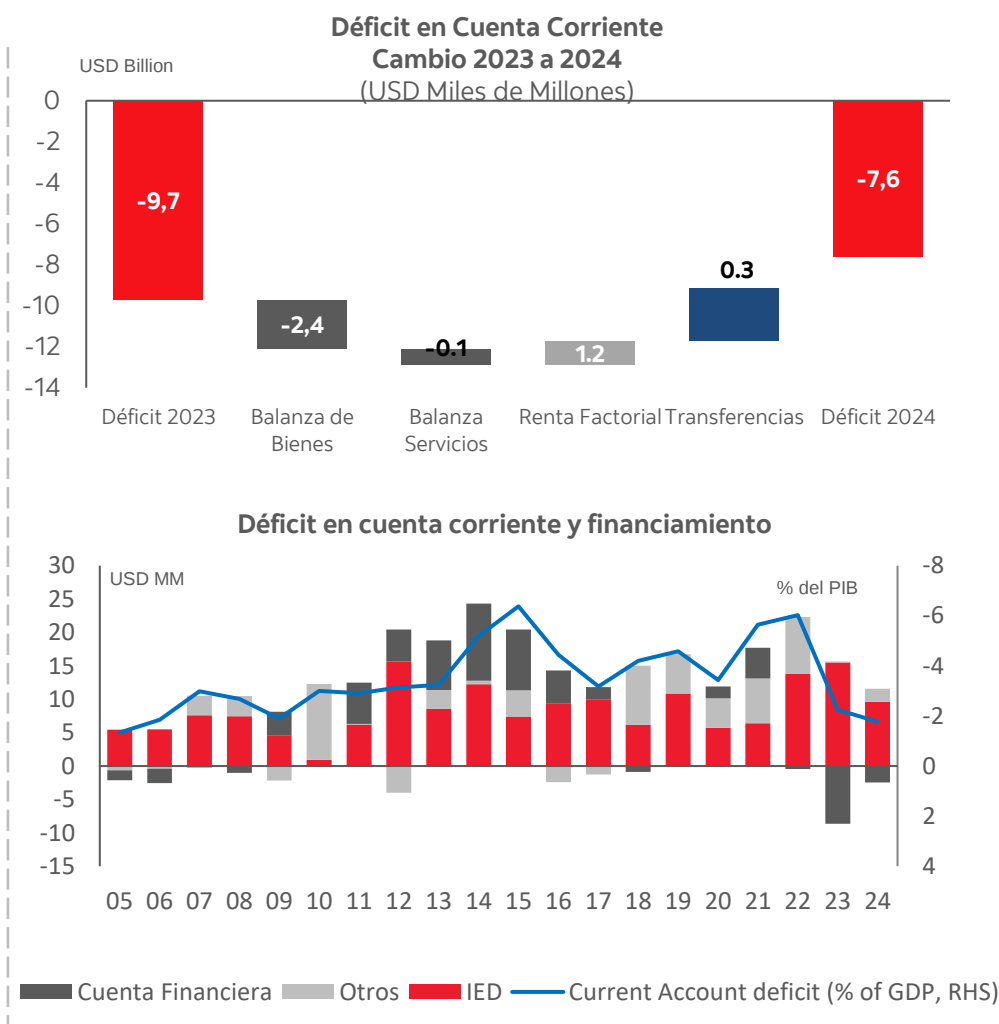
Tasa de Cambio

Balanza de Pagos: Cuenta Corriente

Pese al bajo nivel de déficit en cuenta corriente, el financiamiento no ha sido fluido.



Fuente : Banrep, Scotiabank Economics.

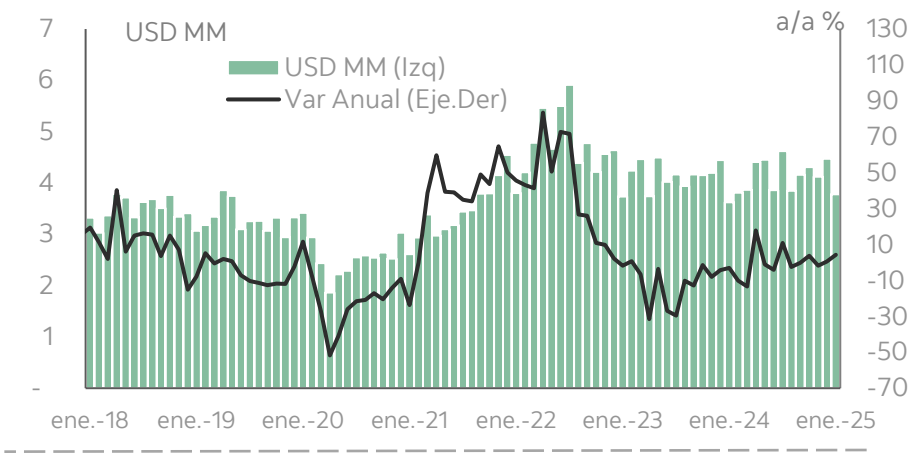


Fuente: Scotiabank Colpatría Economics, BanRep,

Comercio Internacional

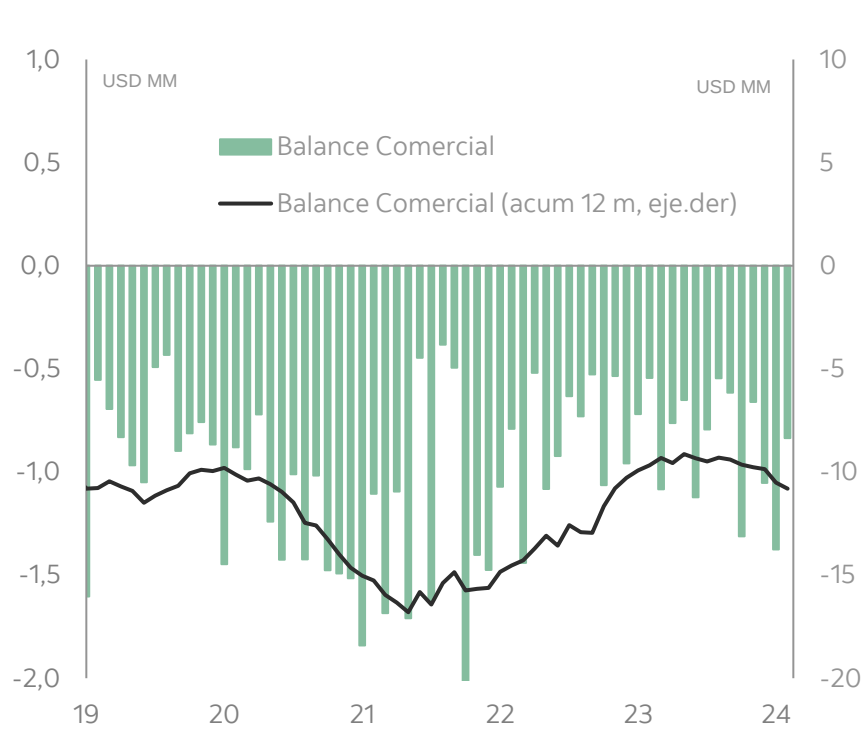
El repunte de las importaciones está dando señales de reactivación. Una ampliación del déficit apoya la posibilidad de mantener una tasa de cambio mayor a la del pasado.

Exportaciones

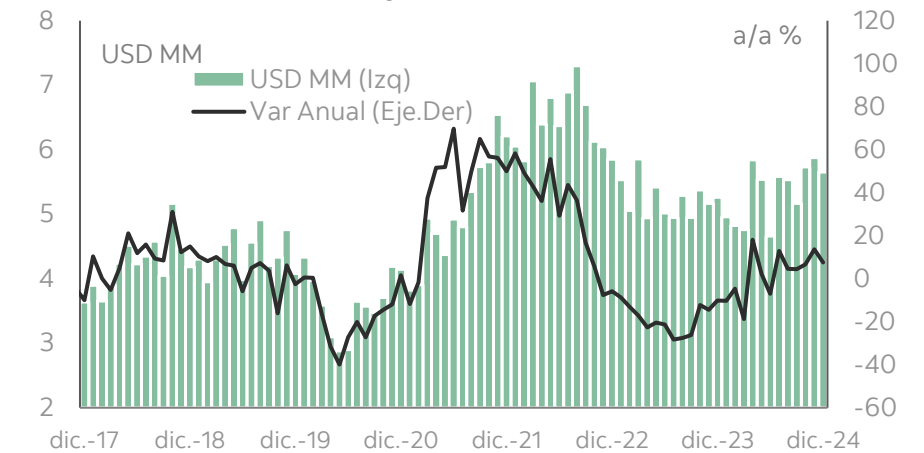


El desequilibrio entre exportaciones e importaciones podría mantener una presión alcista sobre la tasa de cambio.

Balanza Comercial

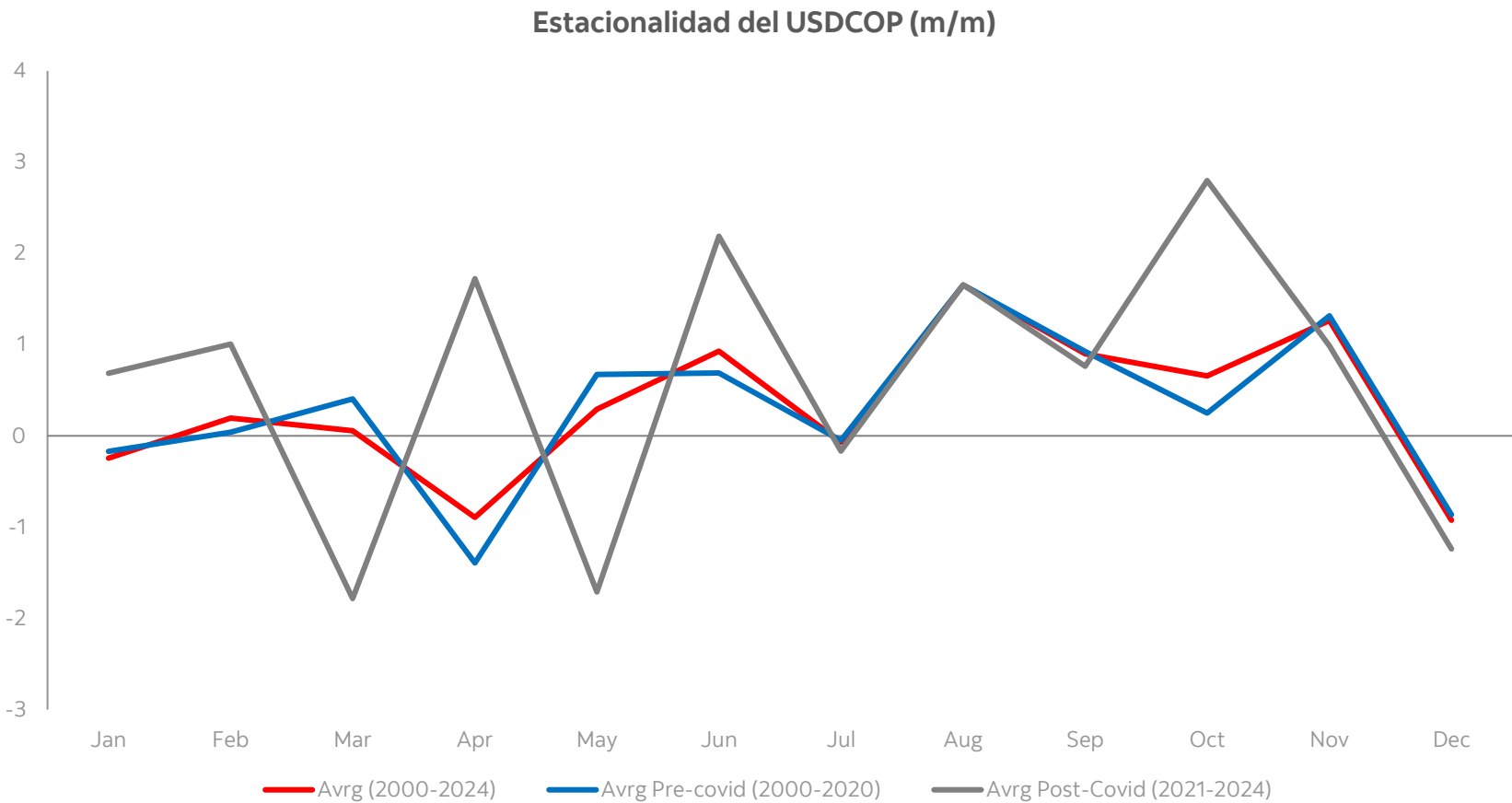


Importaciones



La tasa de cambio suele tener un mejor comportamiento en la primera parte del año

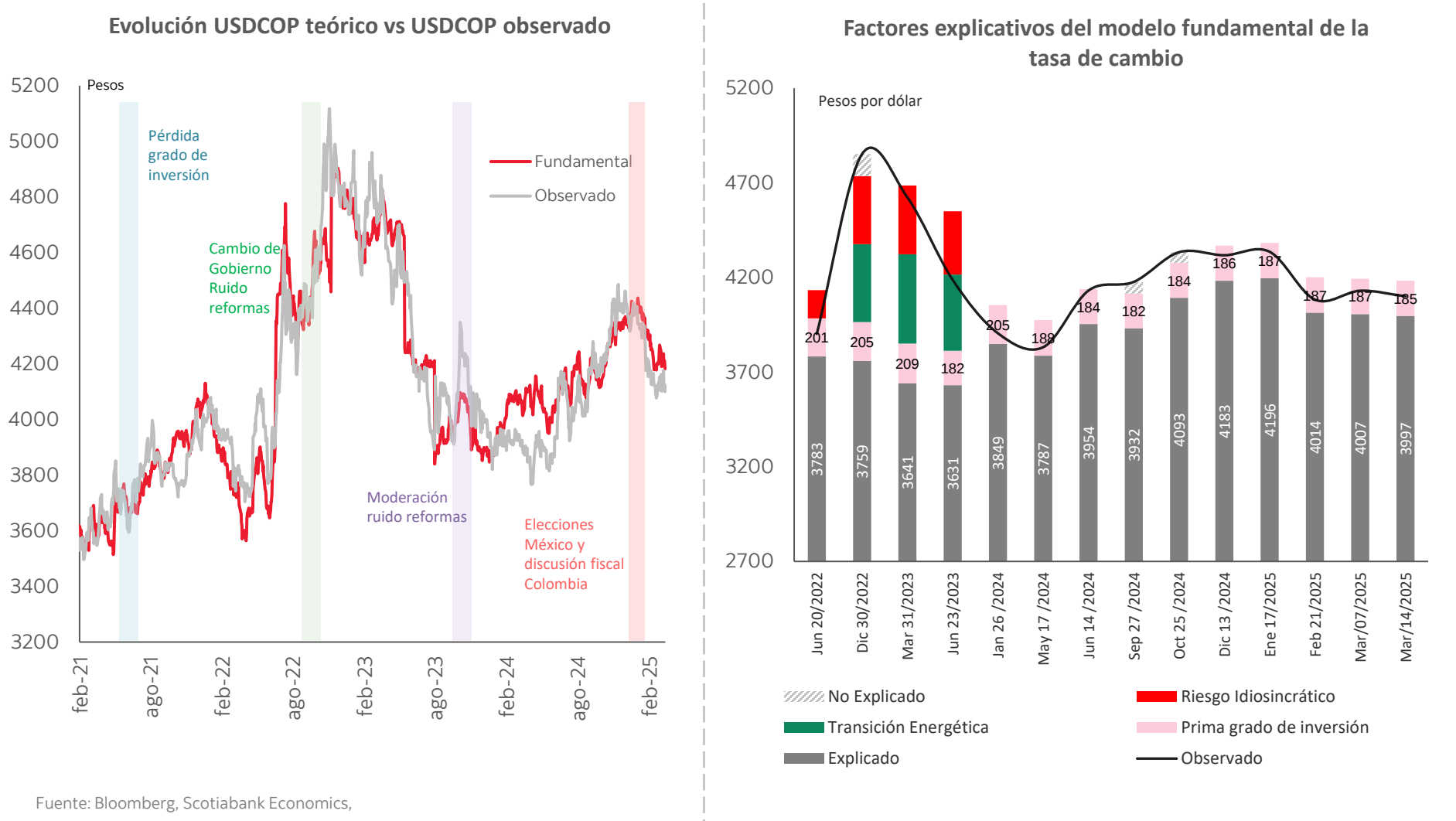
La temporada de impuestos corporativos (Febrero – Abril) generan un impulso a la apreciación de la moneda local. Mientras, la segunda parte del año los niveles se estabilizan en niveles generalmente más altos de lo registrado en la primera mitad del año.



Fuente: Bloomberg, Scotiabank 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*.

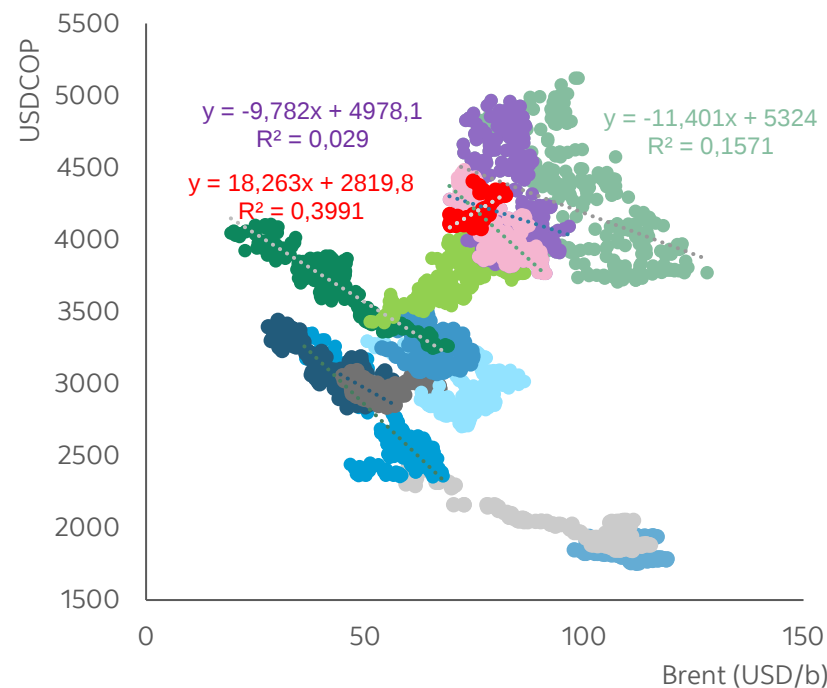


Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

La asociación entre la tasa de cambio y el precio del petróleo se ha debilitado en un contexto internacional volátil.

La sensibilidad de la tasa de cambio al precio del petróleo Brent no es constante lo cual sugiere una mayor influencia de factores externos.

Relación USDCOP vs Precios del Brent



- 2013 ● 2014 ● 2015 ● 2016 ● 2017 ● 2018 ● 2019
● 2020 ● 2021 ● 2022 ● 2023 ● 2024 ● 2025

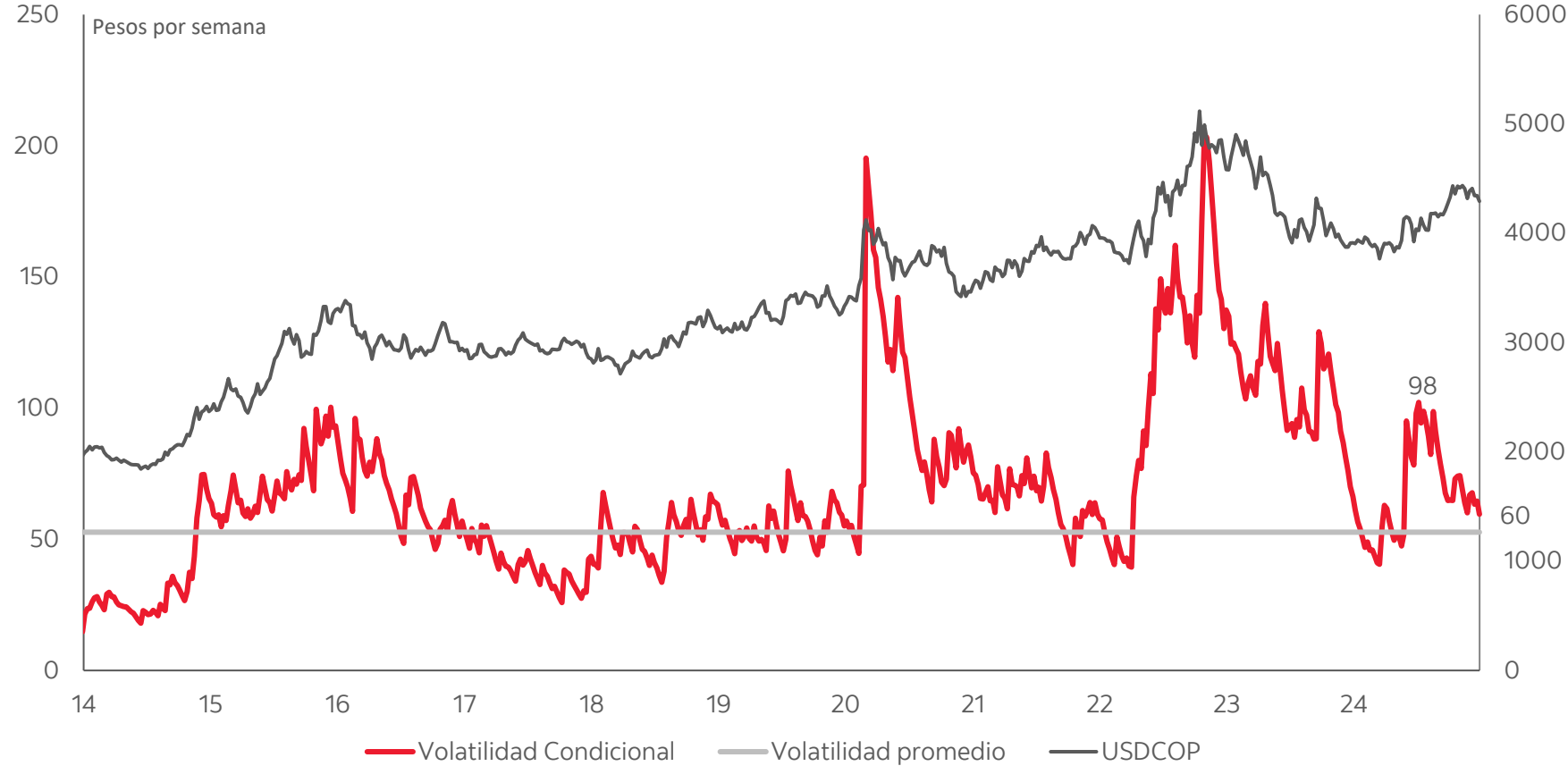
USDCOP vs precio Brent



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

Los eventos internacionales incrementaron la volatilidad del FX y podrían respaldar un cambio de nivel estructural.

Comparación Volatilidad Condicional y No condicional
Tasa de cambio USDCOP vs nivel de tasa de cambio.



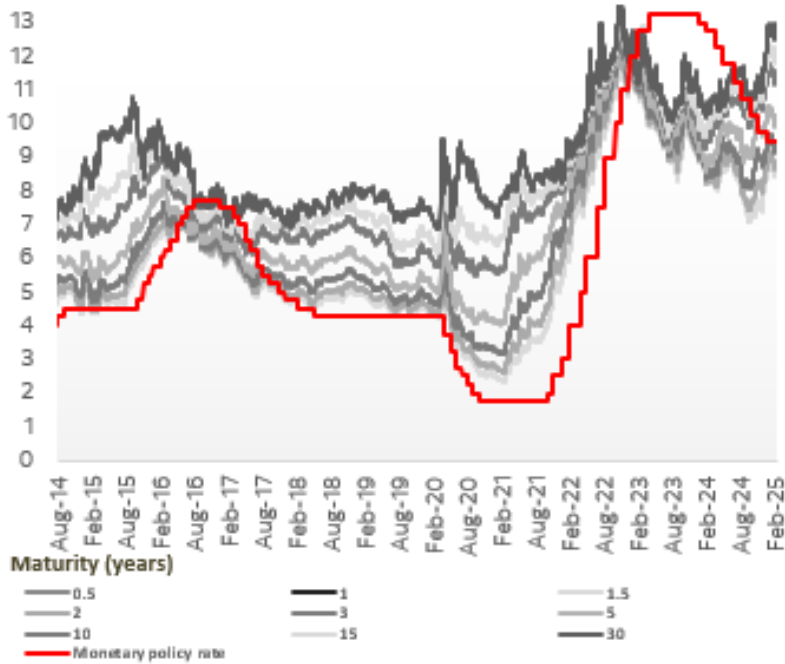
	mar-24	jun-24	sep-24	dic-24	mar-25	jun-25	sep-25	dic-25	mar-26	jun-26	sep-26	dic-26
Colombian peso (USDCOP, eop)	3863	4078	4102	4405	4200	4294	4310	4367	4339	4350	4361	4364

Fuente: Scotiabank Economics,

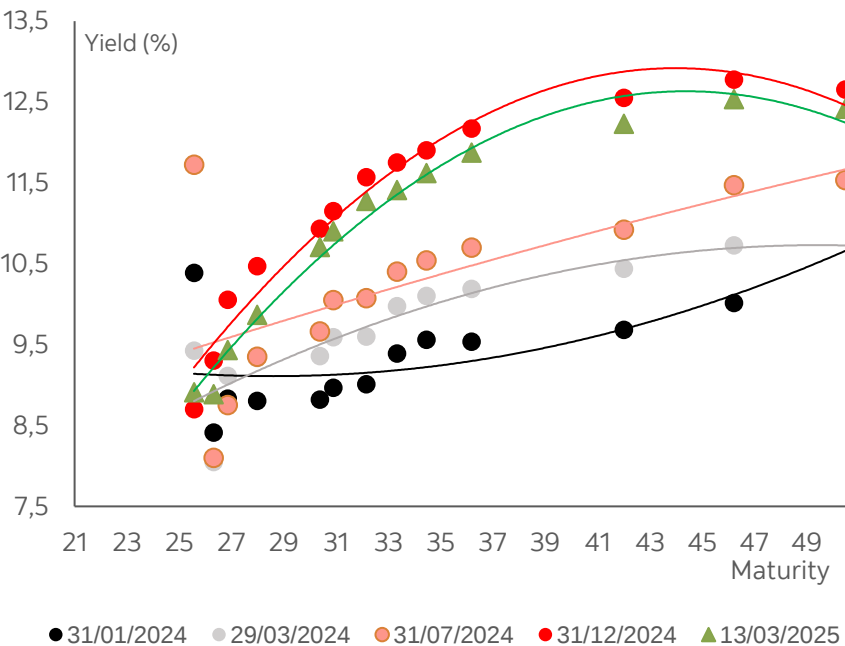
Renta fija

La renta fija sería el reflejo de los riesgos fiscales

Colombia Evolución de la curva cero cupón 2014-2024



Curvas COLTES pesos durante 2024 y 2025.



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	10.1
Bancos Comerciales	0.2	2.2	-0.7	7.1	4.8	0.9	7.1	5.7	4.0	-0.5	28.8	-1.3
Fondos Extranjeros	18.5	6.9	21.0	10.2	9.6	-1.0	10.9	11.3	19.4	-10.4	-4.7	4.8
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	0.5
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	0.1
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	4.1
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	3.7

*Año corrido a Febrero 2025

Fuente: Fitch Bloomberg, Mini Hacienda, Scotiabank Economics

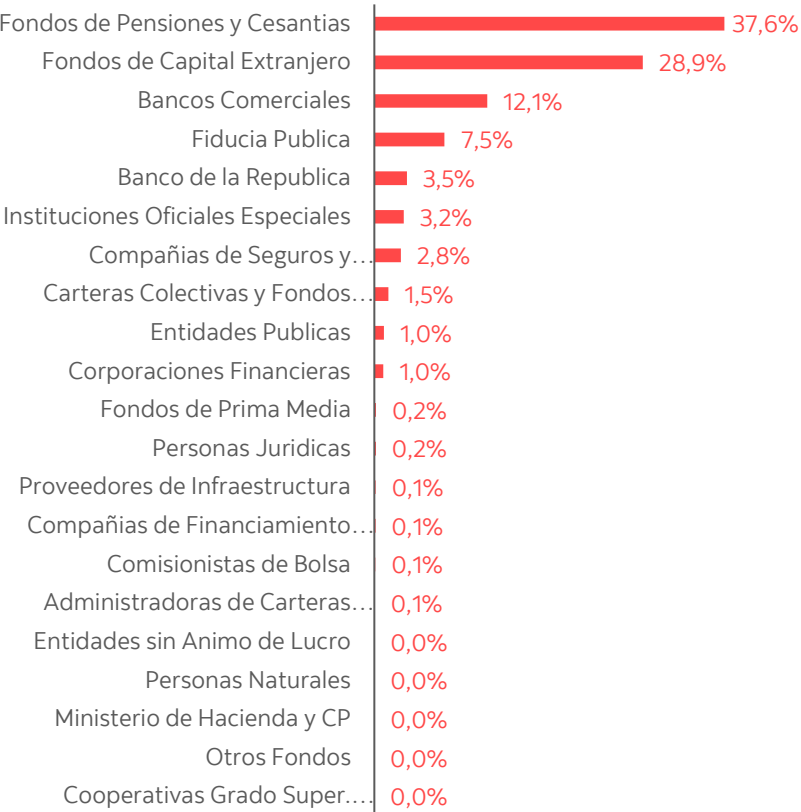
Los BEI se vuelven a desviar de la meta del BanRep

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 Monetary Policy Rate,

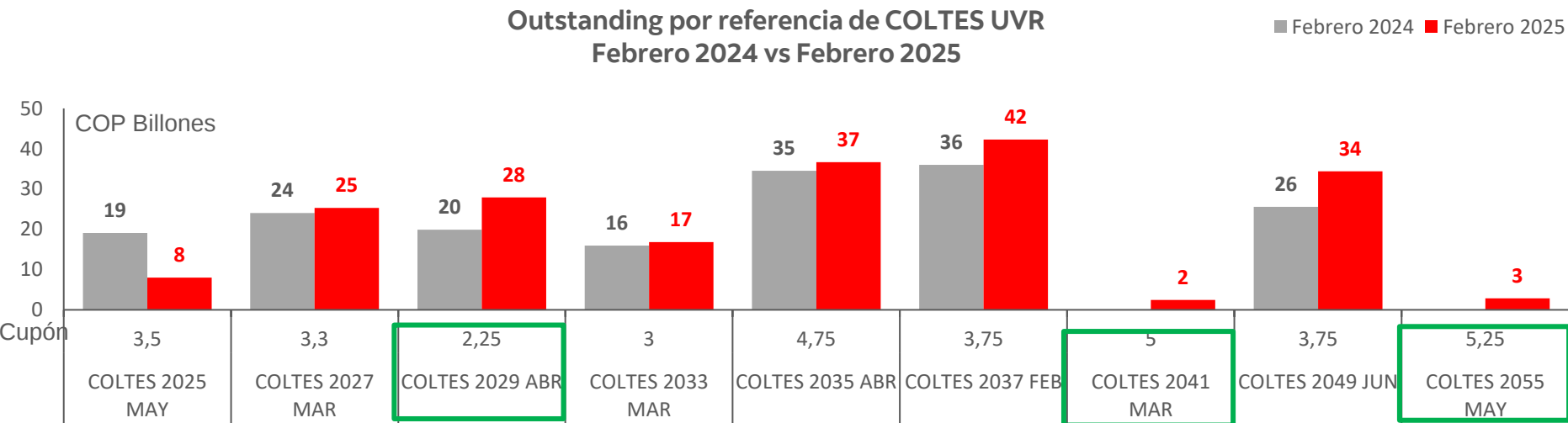
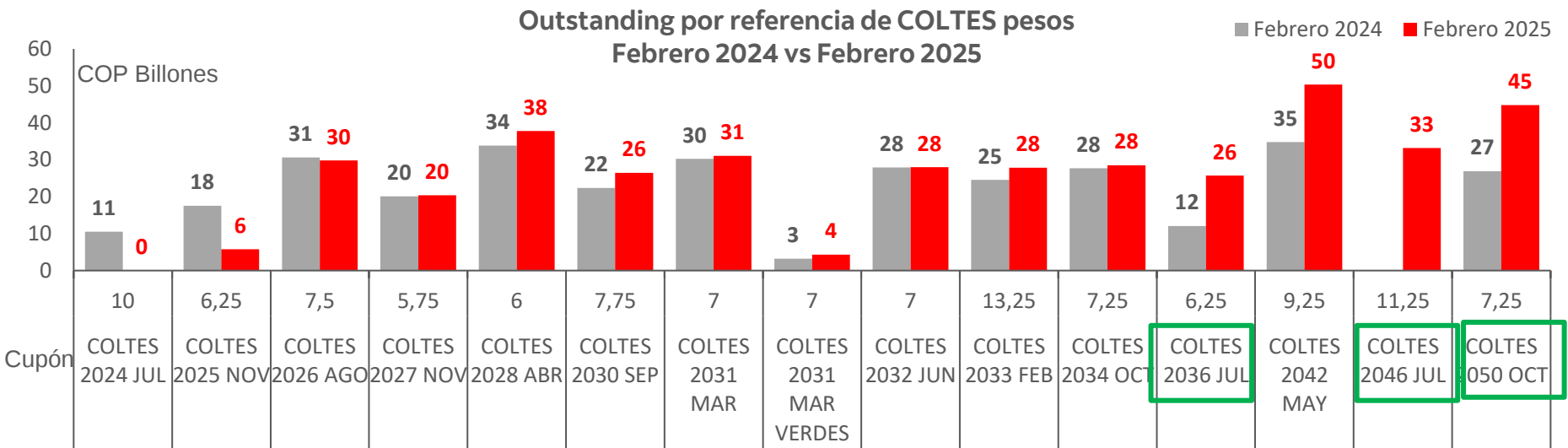


TES UVR



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics,

El cambio en el Outstanding de los COLTES es reflejo de una serie de operaciones que van más allá de las subastas tradicionales

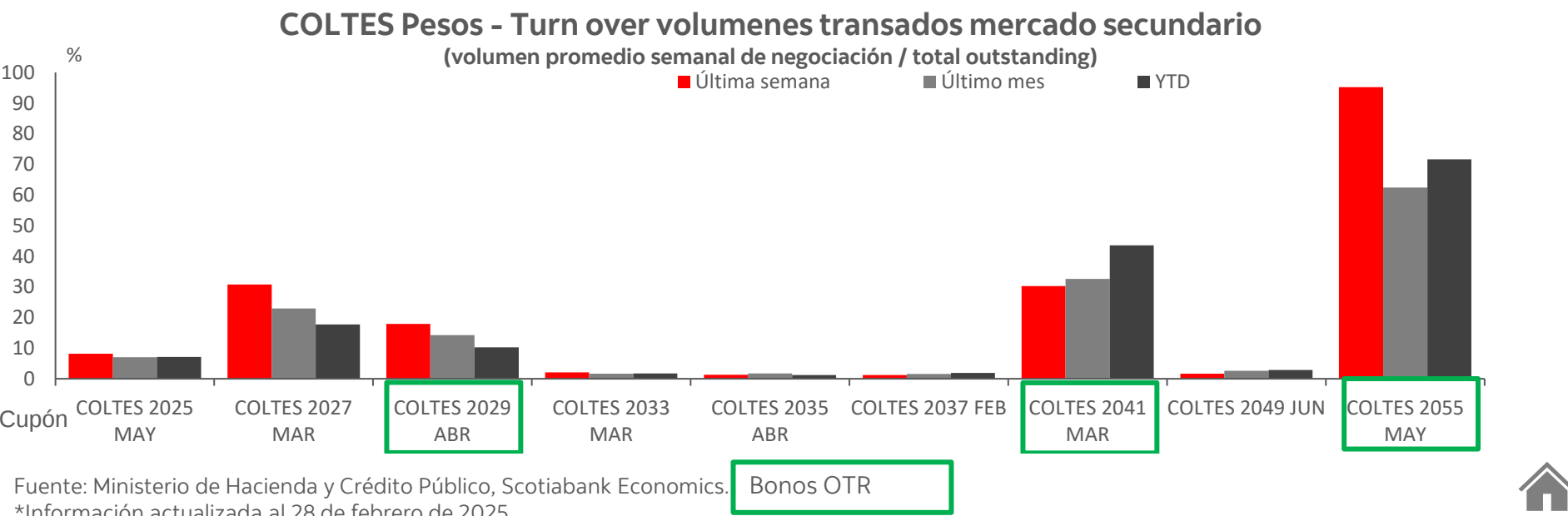
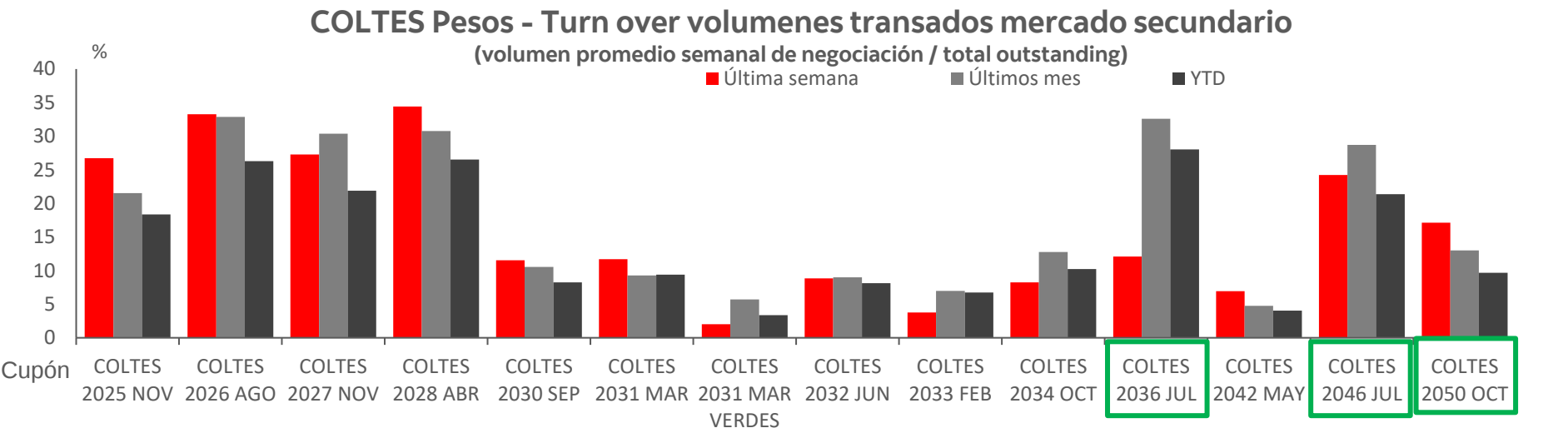


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.
*Información actualizada al 28 de febrero de 2025.

Bonos OTR

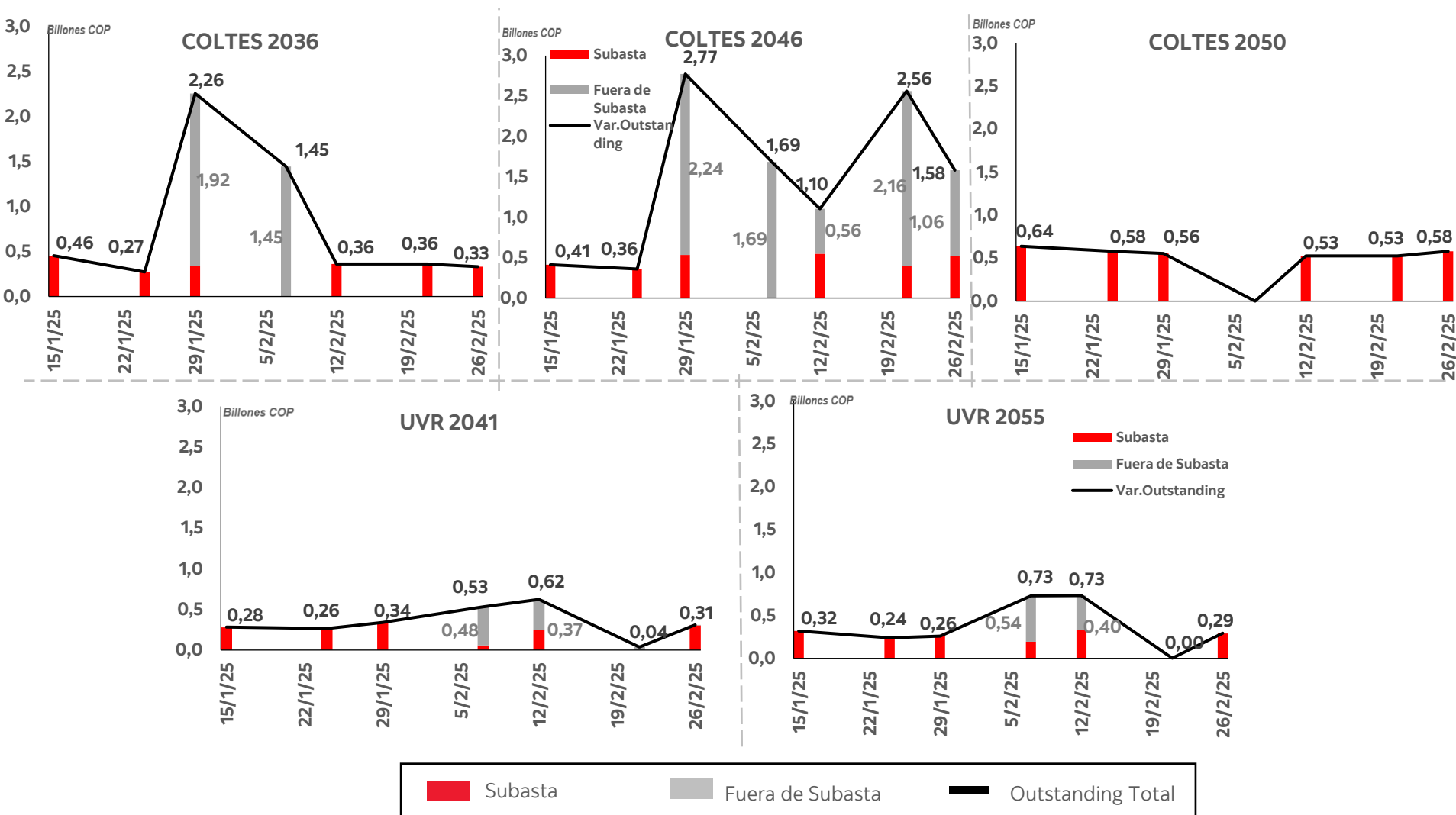


Las referencias de parte corta y parte larga de COLTES son las más dinámicas en negociación.



Entre enero y febrero de 2025 las emisiones de deuda pública en las referencias *on the run* han respondido en un 54% a instrumentos diferentes de subastas

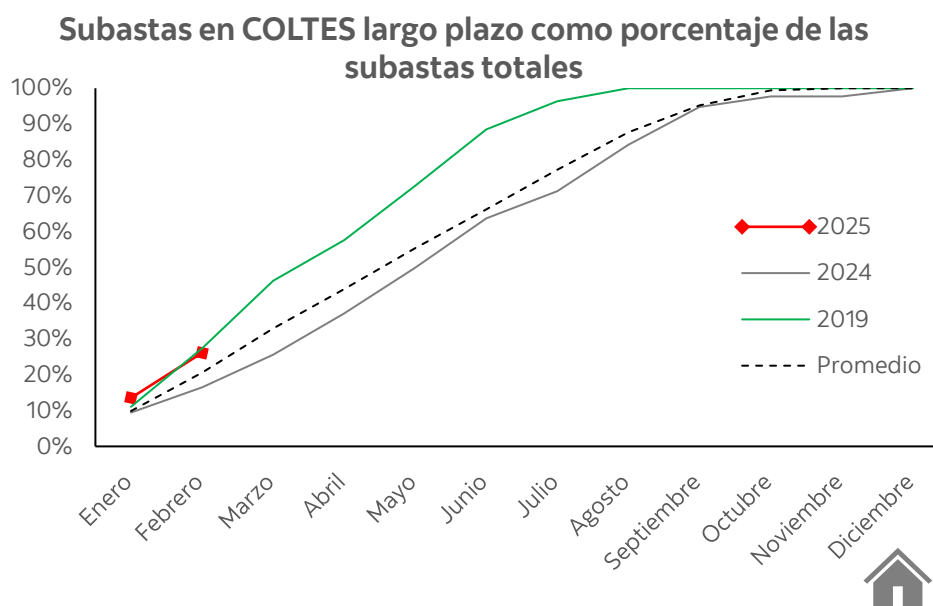
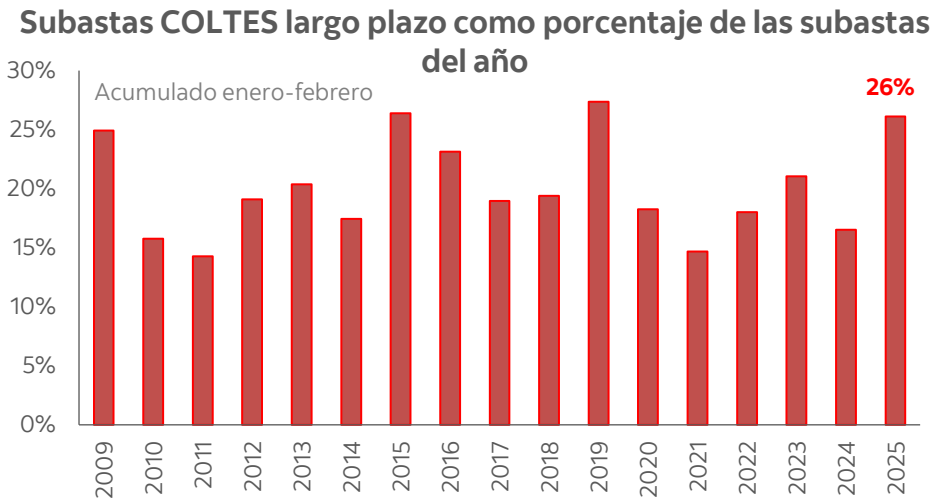
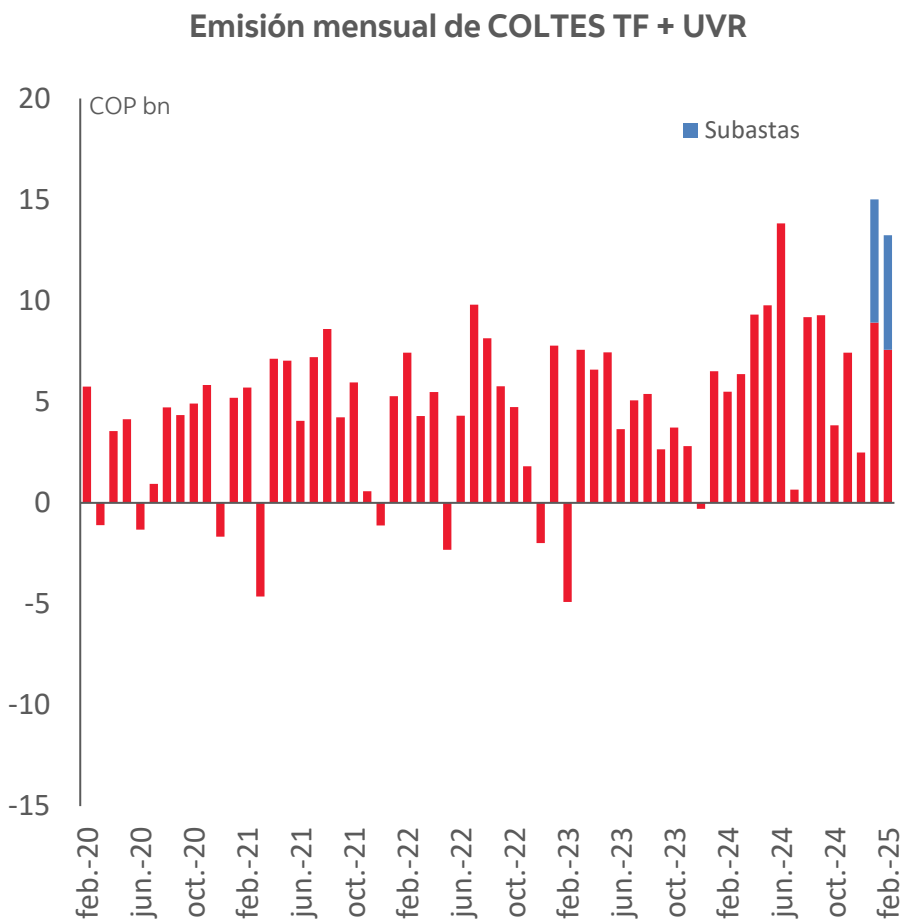
Referencias on the run



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.
*Información actualizada al 28 de febrero de 2025.

En lo corrido del año el Gobierno nacional ha cumplido con el 26% de la meta de emisión de COLTES del año

Entre enero y febrero de 2025 se ha emitido más de COP 18 bn en COLTES tasa fija. Hasta el momento se ha completado el 22% de la meta de subastas para 2025 (COP 45 bn).

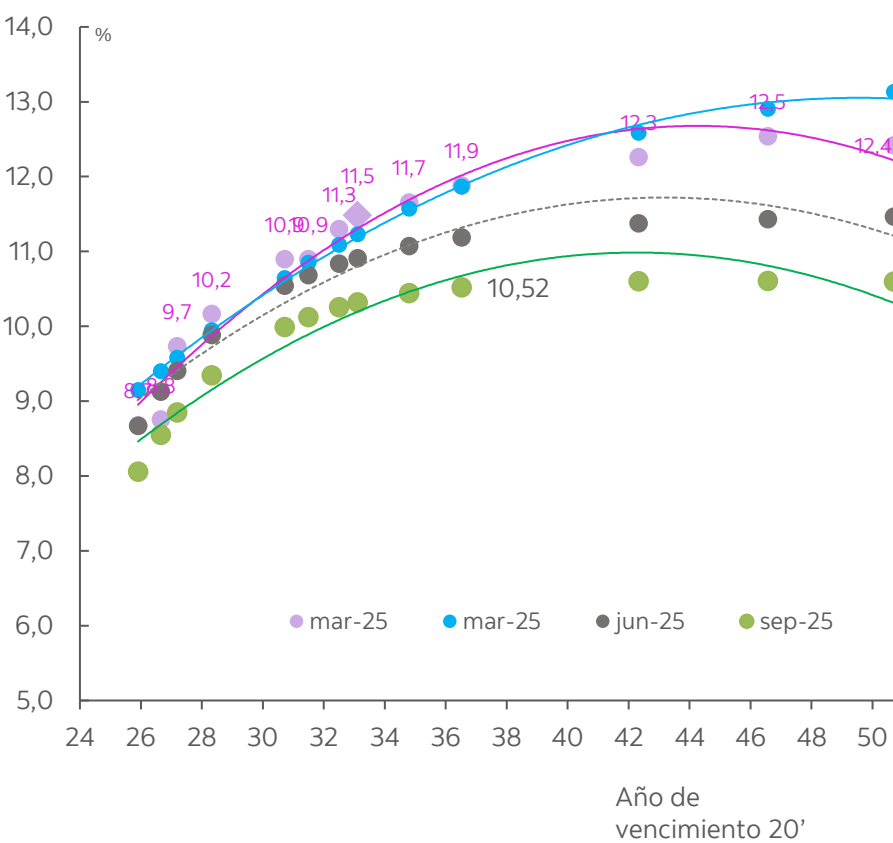


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.
*Información actualizada al 28 de febrero de 2025.

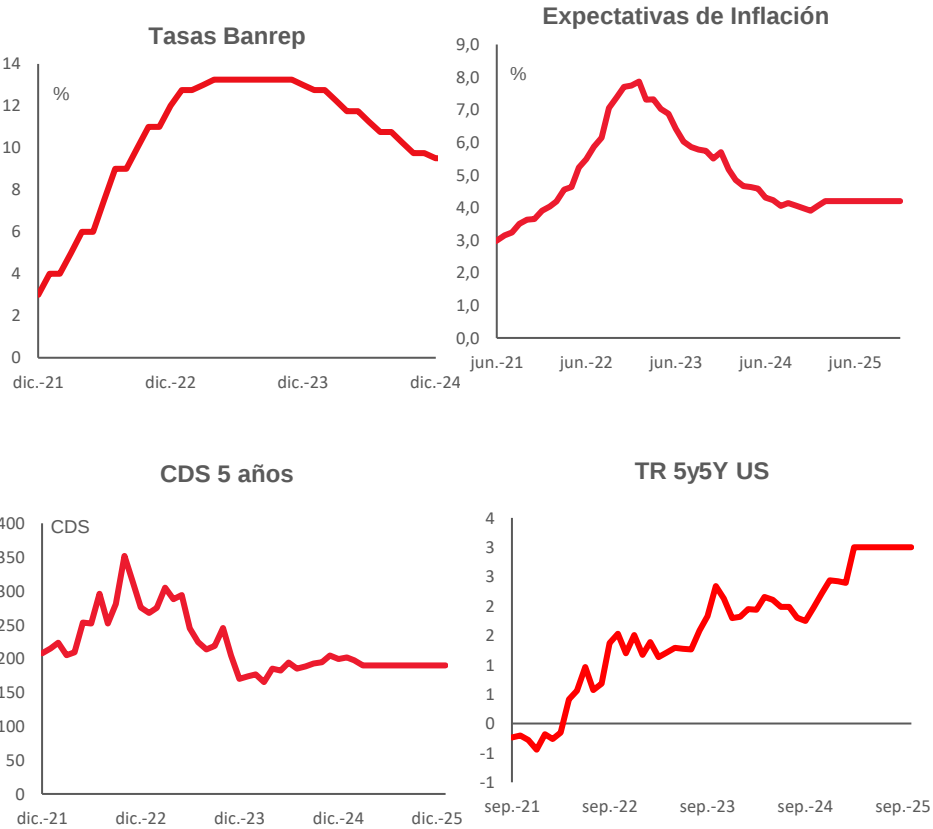
Escenario Base – Renta Fija

En el escenario negativo se caracteriza por un recorte más gradual en tasas de interés ante una expectativa de inflación más desviada de la meta del BanRep y condiciones financieras internacionales más estrechas.

Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro



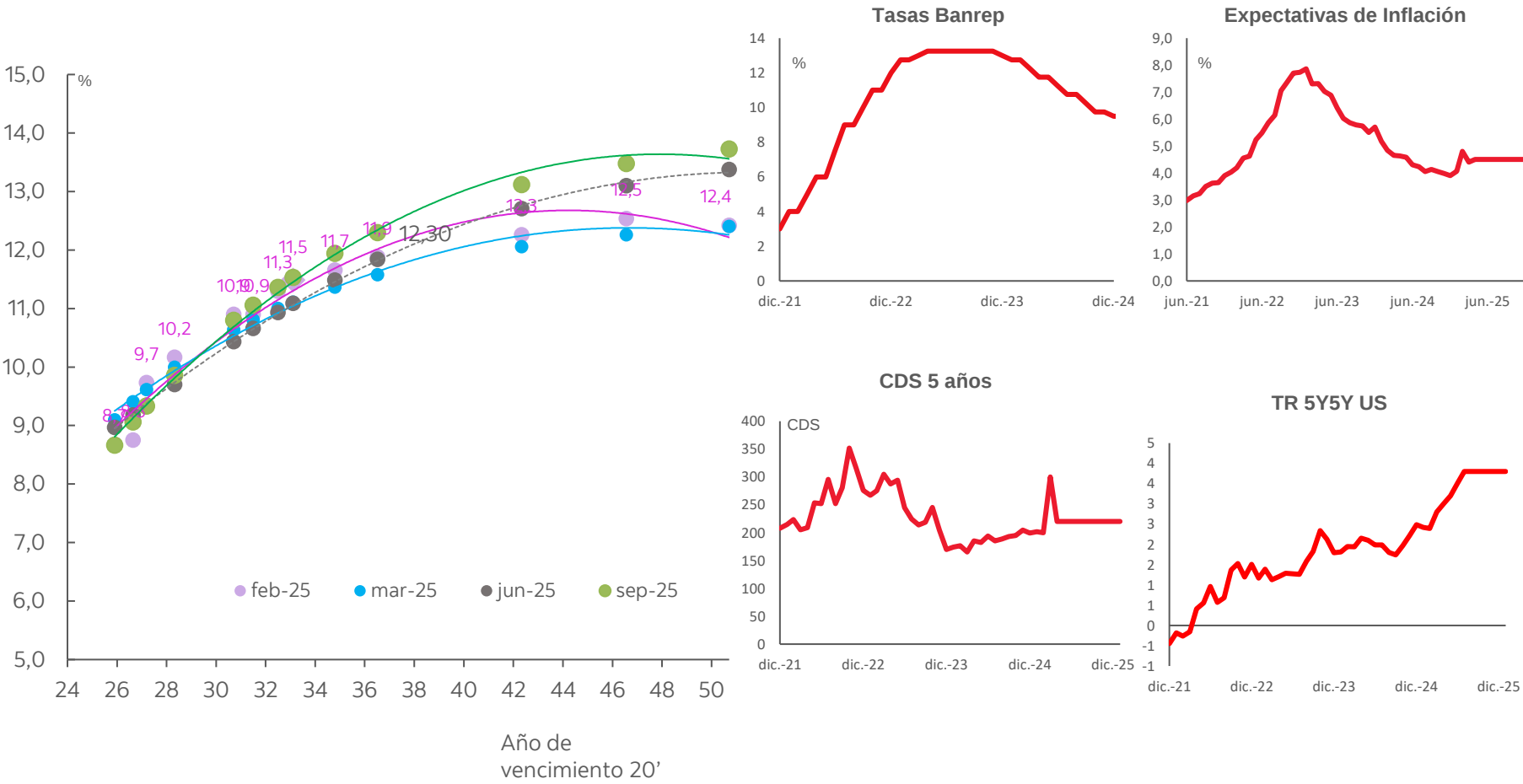
Fuente: Scotiabank Colpatría Economics.



Escenario Negativo– Renta Fija

Si bien el modelo teórico apunta a un aplanamiento de la curva, la realidad empírica con necesidades de emisión favorecería que las curvas se mantuvieran empinadas en no menos de 100 pbs entre la parte más larga y el tramo a 10 años.

Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro

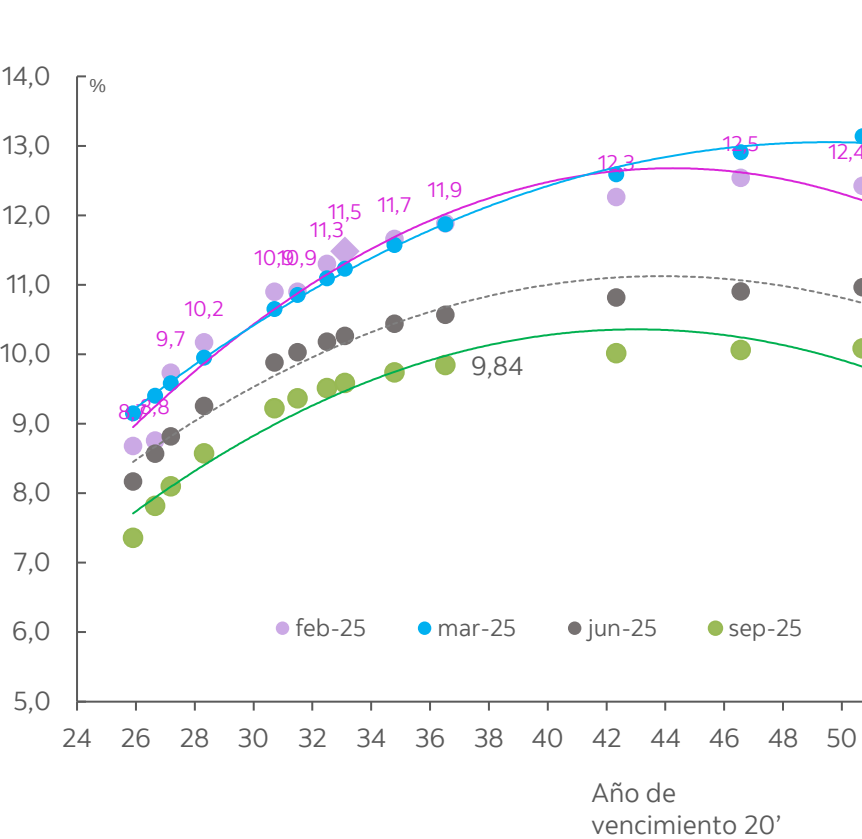


Fuente: Scotiabank Colpatría Economics.

Escenario Positivo – Renta Fija

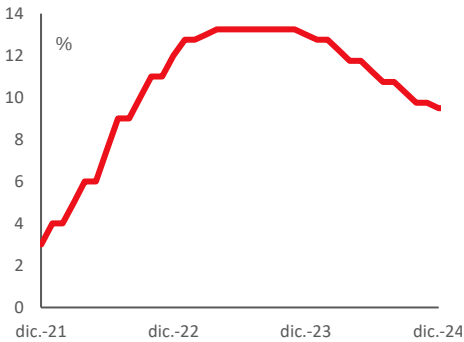
Si la inflación responde menos al incremento del salario mínimo, el BanRep puede bajar tasas con más fuerza. Se asume que las condiciones internacionales se mantienen apretadas, pero no se deterioran más.

Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro

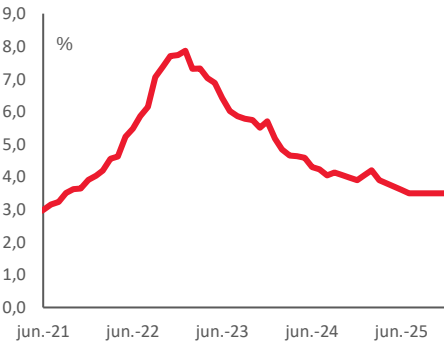


Fuente: Scotiabank Colpatría Economics.

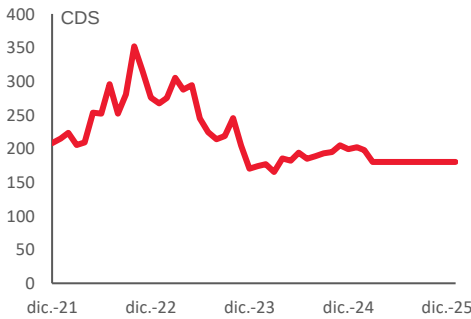
Tasas Banrep



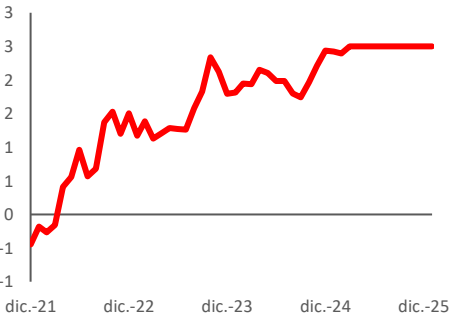
Expectativas de Inflación



CDS 5 años



Tasa Real 5Y 5Y



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	1,7	2,6	3,0
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,9	10,4	-3,9	2,2	3,7	4,0
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,2	14,0	9,4	1,0	1,2	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	7,6	11,3	4,6
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,5	17,0	13,4	3,4	2,0	1,0	1,1
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	28,5	24,8	-14,8	4,2	6,3	6,9
Mercado Laboral								
Desempleo (% , promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	10,4	10,4
Balanza de Pagos								
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14,1	-13,1	-20,0	-16,6	-8,2	-9,77	-13,37	-13,97
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,2	50,9	73,1	67,8	68,87	68,44	70,0
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,6	76,0	78,63	81,81	83,97
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-21,3	-9,7	-7,412	-10,62	-11,09
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,6	-3,4	-5,6	-6,2	-2,7	-1,8	-2,3	-2,3
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	4,94	4,03
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,63	4,98	3,73
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	5,60	5,02	3,94
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4405	4367	4364
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4153	4334	4353
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	13,0	9,50	8,0	6,5
Indicadores Fiscales*								
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,7	53,8	60,0	60,6	
Balance de primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-2,4	-0,2	
Déficit del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-6,8	-5,1	

*Fuente: Plan de Financiamiento 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

Santiago Ramirez

Estudiante en práctica de Research

santiago1.rivera@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.