

Análisis Macroeconómico: Primer trimestre de 2025

Tendencias macro detrás de la volatilidad Tasas altas y primas de riesgo elevadas

Abril 2025

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com



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

La respuesta a la **incertidumbre global** implica mayores **presiones fiscales**.

La incertidumbre internacional está detonando decisiones de mayor endeudamiento en países que buscan defender sus economías del impacto negativo de las políticas en EEUU, por lo que, a pesar del riesgo en el crecimiento global, las tasas de interés y las primas de riesgos no bajarán.

En Colombia, los fundamentales macroeconómicos mejoran, sin embargo, el banco central se mantiene cauto. En el frente fiscal, las maniobras para suplir la necesidad de liquidez impactan el costo de la deuda, mientras que el sector privado podría recuperarse gradualmente en medio de una transición lenta de las tasas de interés y de la inflación a niveles más bajos.

- Luego del choque de volatilidad por el anuncio de los aranceles, la tasa de cambio y las tasas de la deuda pública oscilan en niveles razonables con el nivel de riesgos. Se sigue estimando el nivel de 4.350 pesos como un ancla estructural para el USDCOP, mientras que la deuda pública tendría un espacio limitado para la valorización.

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	4,96	3,9
Tasa Banrep	12,0	13,0	9,5	8,0	6,75
USDCOP	4850	3902	4405	4367	4364

EN ESTA ENTREGA DESTACAMOS:

- La incertidumbre política está alentando planes fuertes de endeudamiento público a nivel global. Lo anterior se suma a la imposibilidad de la Reserva Federal de bajar las tasas en respuesta a la incertidumbre inflacionaria.
- En Colombia la economía sigue afianzando su recuperación, mientras que se corroboró que la subida del salario mínimo retrasó la corrección de la inflación. Con este marco y sumado a la incertidumbre global, el Banco de la República mantendría una postura cauta.

Índice

- **Contexto internacional 3**
- **Economía Colombiana 4**
- **Mercado laboral..... 5**
- **Recuadro.....6**
- **Déficit de cuenta corriente 8**
- **Inflación 9**
- **Tasas de Interés 10**
- **Gobierno..... 11**
- **Mercados..... 12**
- **Proyecciones Macro 14**

Contexto internacional: En medio de la volatilidad, las condiciones fiscales serán más apretadas.

En el inicio de 2025 la incertidumbre ante el recrudecimiento de los conflictos geopolíticos y la posible guerra comercial anunciada dominó a los mercados. La llegada de Donald Trump a la presidencia de EEUU generó inicialmente un optimismo ante la posibilidad de tener políticas pro-crecimiento. Sin embargo, el ambiente se tornó incierto luego de que el gobierno estadounidense afirmara su intención de incrementar las barreras al comercio internacional a través de mayores aranceles.

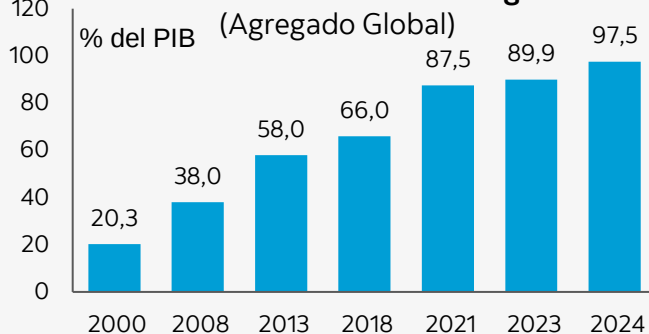
Si bien, la amenaza comercial pareció inicialmente una palanca para negociar cooperación en frentes como la migración y el tráfico de drogas, **la amenaza resultó siendo una política real.** A principios de febrero, Trump amenazó con México, Canadá y China, dando un plazo de negociación a los dos primeros, pero implementando un arancel inmediato contra China. En abril, los aranceles se incrementaron a todas las importaciones con una tarifa base del 10% y aranceles recíprocos que afectaron especialmente a economías asiáticas y europeas. La retaliación más contundente fue la de China que ahora tiene aranceles a las importaciones con EEUU del 125% y en el caso de EEUU contra China alcanzan el 145%. Por el momento EEUU aplazó los aranceles recíprocos por tres meses, por lo que hasta julio volveremos a saber cómo evoluciona la escala de restricciones.

En paralelo, la postura de EEUU ha sido menos amigable en los organismos de cooperación internacional, situación que ha motivado un cambio en el relacionamiento político. **Alemania y China han optado por recaer más en el gasto público para lograr defender a sus economías del escenario de incertidumbre internacional.**

En medio de lo anterior, los mercados financieros han experimentado alta volatilidad, reflejando que el efecto de la incertidumbre y la implementación de las barreras comerciales dejará a EEUU como el principal afectado. Alineado con lo anterior, el dólar y los tesoros de EEUU están demostrando un menor apetito como activo refugio entre los inversionistas.

Detrás de la volatilidad se identifican dos tendencias claves. La primera un impacto negativo de la incertidumbre sobre las decisiones del sector real que podrían reflejarse en retos al crecimiento económico de mediano plazo. La segunda, una restricción fiscal que se profundiza no solo por el incremento en las necesidades de endeudamiento de los países (Gráfico 1), sino porque el actual escenario no está implicando menores tasas de interés por parte de los bancos centrales.

Gráfico 1. Evolución de la deuda de gobiernos



Fuente: IIF, Scotiabank Colpatría Economics

En efecto, los principales bancos centrales se mantienen vigilantes de las condiciones internacionales, enfatizando que sus objetivos de política pueden entrar en conflicto con riesgos alcistas en la inflación y bajistas en el crecimiento. Particularmente para la Reserva Federal el mandato de mantener bajo control a la inflación sería primordial en la medida en que el punto de partida de la economía estadounidense parece robusto. **Con lo anterior, la expectativa de Scotiabank Global es de estabilidad en la tasa de la Fed en 2025.**

En medio de este contexto Latinoamérica sigue mostrando divergencia en sus decisiones de política monetaria. En México el banco central baja sus tasas de interés respondiendo a una economía desacelerada en medio de un proceso consistente de reducción de la inflación, para final de año se proyecta una tasa de 8%. En Brasil, sigue la vigilancia por el desempeño fiscal, mientras que el banco central ha optado por volver a incrementar sus tasas, conteniendo el impacto en sus monedas.

Perú observa las condiciones internacionales, especialmente del impacto de la guerra comercial sobre su socio China, mientras que Chile, las elecciones de noviembre mantienen vigilantes a los inversionistas, mientras que el banco central podría tener espacio de recortar sus tasas en la última parte del 2025.

Actividad Económica: **Un arranque heterogéneo**

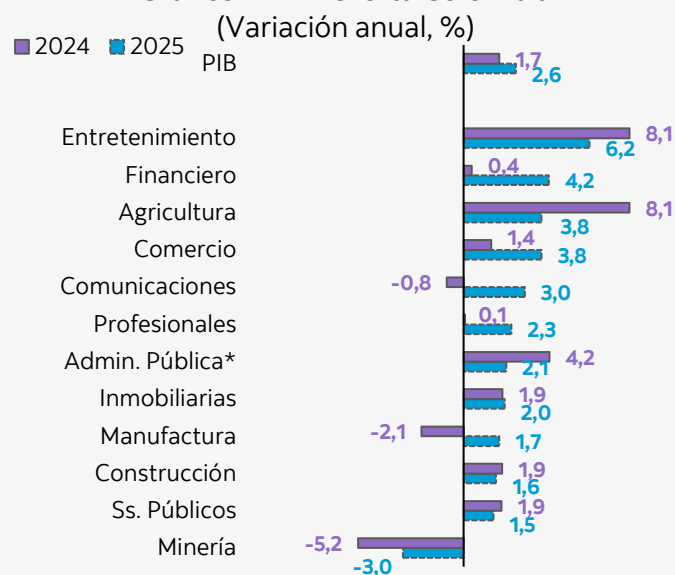
La economía colombiana estaría evidenciando un avance heterogéneo con un fuerte protagonismo del sector privado. Durante el cuarto trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto creció 2,3% anual, con lo cual la economía colombiana habría crecido 1,7% durante todo el año. Durante dicho periodo, las mayores contribuciones al crecimiento provinieron del comercio, transporte y alojamiento (4,4%), en particular, las ventas minoristas de bienes como los equipos de informática, vehículos y electrodomésticos tuvieron una recuperación considerable. Asimismo, la administración pública, salud y educación (4,0%), así como la agricultura (6,5%) y entretenimiento (5,5%) explicaron gran parte del resultado. Por su parte, sectores como la manufactura (0,3%) y la construcción (0,5%) repuntaron levemente contrarrestando la mala racha evidenciada en la primera mitad de 2024. En contraste, información y comunicaciones (-0,6%), el sector financiero y seguros (-1,1%) y la minería (-5,9%) habrían sido los únicos sectores con contracciones, donde, la minería completó 4 trimestres consecutivos en terreno negativo respondiendo a la caída del 4% en la producción de petróleo, la debilidad en los precios internacionales del carbón y la incertidumbre institucional que estaría atravesando el sector.

El consumo de los hogares ha registrado una estabilización considerable con el avance de los bienes de consumo durables y semidurables. Durante el cuarto trimestre de 2024, el consumo de los hogares creció 1,8% impulsado por los servicios y los bienes no durables y durables en medio de la relativa estabilidad cambiaria evidenciada en la primera mitad del año, sumado a la entrada de remesas que para 2024 totalizaron los USD 11,8 MM (+17% anual). Por su parte, la inversión fija registró un crecimiento de 10,5% anual donde la inversión en maquinaria y equipo creció 14,1% contribuyendo con el 55% del total de la inversión en el periodo. Aun con el repunte en la inversión, los niveles continúan por debajo de su tendencia de largo plazo lo cual ha afectado considerablemente el crecimiento potencial de la economía colombiana en medio de altas tasas de interés y el choque negativo en la confianza inversionista hacia el país, lo cual se ha visto reflejado en la pérdida de inversión del 20% en comparación con sus pares regionales.

Para 2025 estimamos que la economía colombiana crezca en 2,6% (Gráfico 2). Durante el año el comercio y la industria mantendrían un avance significativo en medio de la recuperación en el consumo y las mejores expectativas de crecimiento económico. Por su parte, la mejora gradual en los inventarios permitiría ver cierto crecimiento en la inversión total, al tiempo que la inversión fija continuaría en terreno positivo. En el comercio exterior, las importaciones registrarían un repunte de 6,3% en medio de la recuperación del consumo, no obstante, el arancel del 10% impuesto a Colombia desde EEUU podría impactar los bienes agrícolas como las flores y el café ya que el 80% y el 40% de sus exportaciones tienen como destino EEUU, seguido de las manufacturas como las prendas de vestir las cuales el 30% de lo que se exporta llega a dicho país. Sumado a esto se debe tener en cuenta el posible impacto sobre los términos de intercambio en un contexto de caída en los precios del petróleo y deterioro en el crecimiento económico de los principales socios comerciales de Colombia como respuesta a la guerra arancelaria.

Hacia adelante, la recomposición sectorial hacia fuentes de crecimiento más sostenibles dependerá del avance del sector privado y su resiliencia frente a posibles interrupciones por eventos internacionales tales como la guerra comercial.

Gráfico 2: PIB-Oferta Colombia



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics

La informalidad laboral como motor oculto del crecimiento

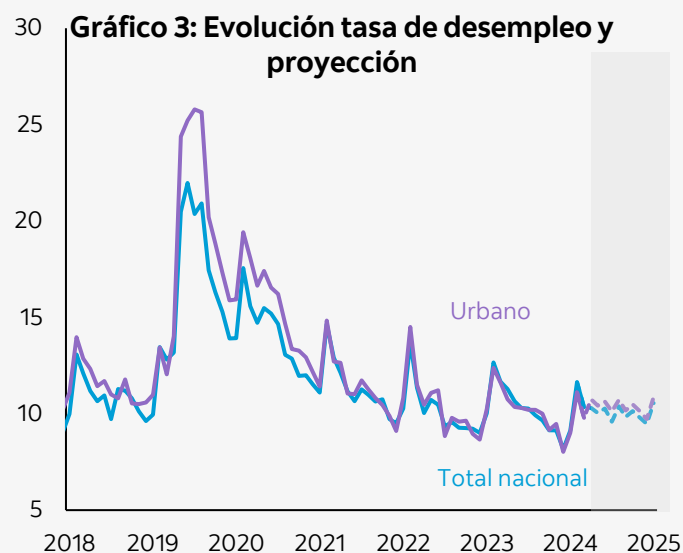
El desempleo en Colombia se ha visto influenciado por la mayor creación de puestos de trabajo lo cual ha superado con creces el aumento en la participación laboral. A corte de febrero de 2025 la tasa de desempleo nacional se ubicó en 10,3% mientras que la de las trece principales ciudades fue de 9,8%, el nivel más bajo registrado en un febrero de los últimos 10 años (**Gráfico 3**). Entre febrero de 2024 y 2025 entraron más de 710 mil personas al mercado laboral incrementando la tasa de participación hasta el 64,7% en el periodo, mientras que se crearon más de 977 mil puestos de trabajo contribuyendo así al aumento de la tasa de ocupación la cual ya ronda el 58%. Aunque los niveles de participación laboral se han mantenido por debajo de pandemia, se ha evidenciado una mayor entrada de personas a la búsqueda activa de empleo en el país.

La creación de empleo ha estado concentrada en actividades informales. Durante febrero, sectores como la construcción, la administración pública, alojamiento y comercio registraron una creación de 746 mil puestos de trabajo (76% del total), en contraste con las actividades financieras, comunicaciones, inmobiliarias y artísticas que evidenciaron una destrucción de 239 mil puestos de trabajo. Aun cuando la creación de empleo ha sido considerable, en cuanto a la posición ocupacional, la mayor creación de empleo se focalizó en trabajadores por cuenta propia registrando un incremento de 674 mil empleos (+7%) en el periodo seguido por los asalariados con un incremento de 312 mil empleos (+3%). Dicho panorama ha dejado como resultado un incremento en los niveles de informalidad laboral, en particular durante el mes la tasa de informalidad se ubicó en 57,6%, representando un aumento de 0,6pps respecto al año anterior. Del total de empleos creados en el mes, el 73% correspondió a empleos informales donde llama la atención la vulnerabilidad de sectores como alojamiento y servicios de comida, comercio y transporte donde más del 80% del empleo creado en el periodo ha sido informal.

Pese a las bajas tasas de desempleo, la brecha de género ha vuelto a aumentar. Durante febrero la tasa de desempleo de los hombres

fue de 8,0% mientras que para las mujeres habría sido de 13,4% registrando un incremento de 0,2pps en la brecha laboral de género en comparación con el año anterior. Del total de empleos creados en el mes el 56% fue para las mujeres y el 44% restante para los hombres, donde la tasa de informalidad para las mujeres ascendió hasta el 54,8% en el periodo y para los hombres al 59,6%.

Para 2025 esperamos que la tasa de desempleo nacional promedie 10,4%. En particular, la aceleración en la creación de empleo estaría contrarrestando los mayores niveles de participación laboral vistos hasta el momento, así, sectores como el comercio, la industria y algunos servicios estarían evidenciando una recuperación económica apalancados en mayores niveles de empleo (informal). Por ahora, los trabajadores estarían evidenciando un incremento real de sus ingresos laborales en la medida en que la inflación continúe cediendo, lo cual explicaría la recuperación en el consumo esperada para este año. Por su parte, se podría evidenciar cierta recuperación en la participación laboral, principalmente en las zonas urbanas, por lo que la brecha histórica en el desempleo que se ha visto con las principales ciudades podría comenzar a evidenciarse de nuevo.



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatria Economics

Recuadro: El costo fiscal de la estrategia de emisión de deuda

En los últimos meses la situación fiscal en Colombia ha llamado significativamente la atención. **El Gobierno reportó un déficit fiscal del 6,8% del PIB en 2024 superior al nivel proyectado en el marco fiscal de mediano plazo de 5,6% del PIB y si bien para 2025 el gobierno proyecta un déficit de 5,1% del PIB, la credibilidad sobre esta cifra es baja pues se ven retos desde el punto de vista de estimación de ingresos y en el ajuste del gasto.** Los escenarios estimados por el equipo de economistas de Scotiabank Colpatria ([Link](#)) proyectan que, un incumplimiento de la meta de recaudo sin un ajuste en los gastos llevaría a un déficit de alrededor del **7,5% del PIB**, mientras que la presión se incrementaría si surgen obligaciones adicionales tales como las ya ampliamente discutidas reservas presupuestales.

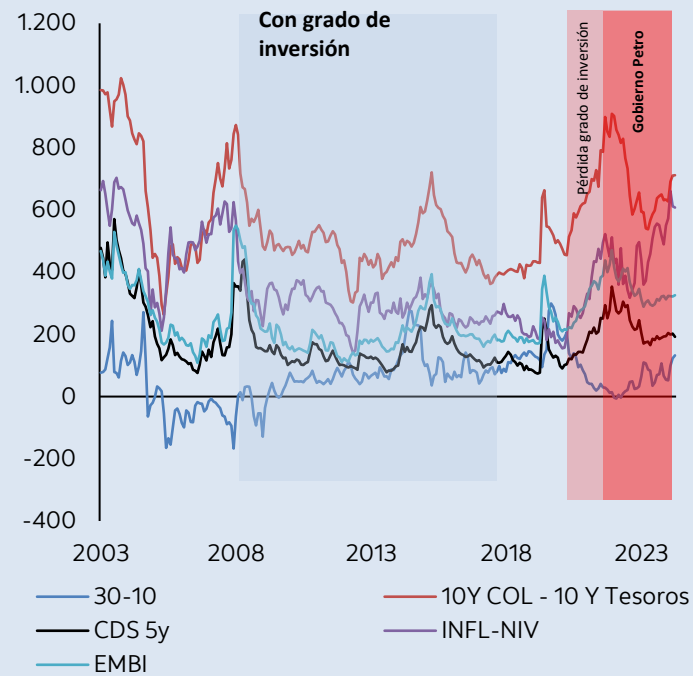
Dicho esto, el escenario fiscal continúa apretado en un contexto en el que los costos del financiamiento no están disminuyendo, sino por el contrario están exacerbándose. En este punto hay un costo fiscal que puede optimizarse inmediatamente y que genera alta expectativa con la llegada del nuevo Director de Crédito Público, Javier Cuellar, CFA.

Este costo lo asociamos a la forma como se ejecutan las emisiones de deuda. Si bien las necesidades de recursos son altas, se ha generado un ruido adicional sobre el costo de fondeo al identificarse que el **Gobierno emite deuda en una proporción relevante a través de mecanismos distintos a los de las subastas.** Para medir la magnitud de dicho costo tomamos varios proxys a los spreads de riesgo de Colombia: el EMBI, el CDS a 5 años, el diferencial del promedio de las tasas de la curva COLTES pesos contra la inflación, el diferencial del bono a 10 años vs el tesoro de EEUU en el mismo tenor (conociendo las salvedades de este proxy) y el empinamiento de la parte más larga de la curva frente el tenor de 10 años (Gráfico R-1).

Se identifica la evolución de estas métricas en diferentes momentos del tiempo. En particular, cuando Colombia perdió el grado de inversión en 2021 por dos de las tres calificadoras más relevantes, estas primas se aumentaron en 76 pbs en promedio.

Es importante mencionar que la pérdida del grado de inversión en Colombia habría sido el primer punto de inflexión en el incremento de las primas de riesgo, con el CDS a 5 años superando el promedio de la región e incluso de Brasil, país que en su momento estaba en un nivel de calificación inferior al de Colombia.

Gráfico R-1. Medidas de riesgo Colombia (pbs)



Medida	30Y- 10Y (1)	10Y COL - 10Y Try (2)	CDS 5Y (3)	INFL-NIV (4)	EMBI (5)	Promedio
p10	-53	401	99	216	152	163
p50	64	529	153	321	223	258
p90	141	907	366	567	437	484
Promedio	59	591	197	358	272	295
Con grado	94	463	134	275	192	231
Sin grado	83	640	175	335	304	307
Petro	51	691	228	467	347	357

- p10-p50-p90: Percentiles 10, 50 y 90 de la muestra.
- (1) Diferencia entre los COLTES entre 30 y 10 años.
- (2) Diferencia entre los COLTES 10 años y los Tesoros 10 años.
- (3) Credit Default Swaps 5 años.
- (4) Diferencia entre las expectativas de inflación y el nivel de la curva COLTES tasa fija.
- (5) Diferencia entre los bonos en dólares de Colombia y los tesoros en EEUU.

Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatria Economics

Recuadro: El costo fiscal de la estrategia de emisiones.

Posteriormente, cuando las presiones fiscales se hicieron más evidentes en 2024, las primas de riesgo se deterioraron aún más, especialmente las asociadas con diferenciales de empinamiento y frente al comportamiento de mercados extranjeros. Estos deterioros coinciden con el desvío que muestran los CDS 5y contra pares de calificación que actualmente promedia cerca de 100 a 150pbs (**Gráfico R-2**).

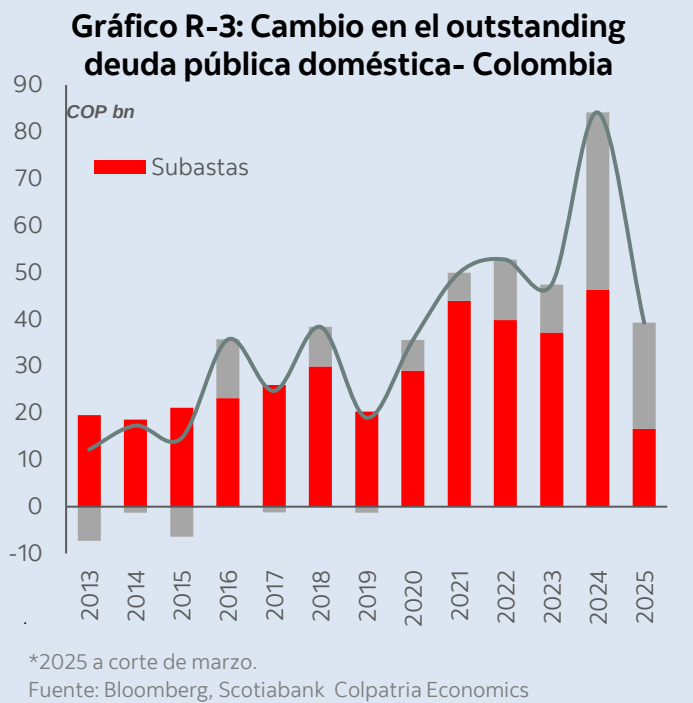
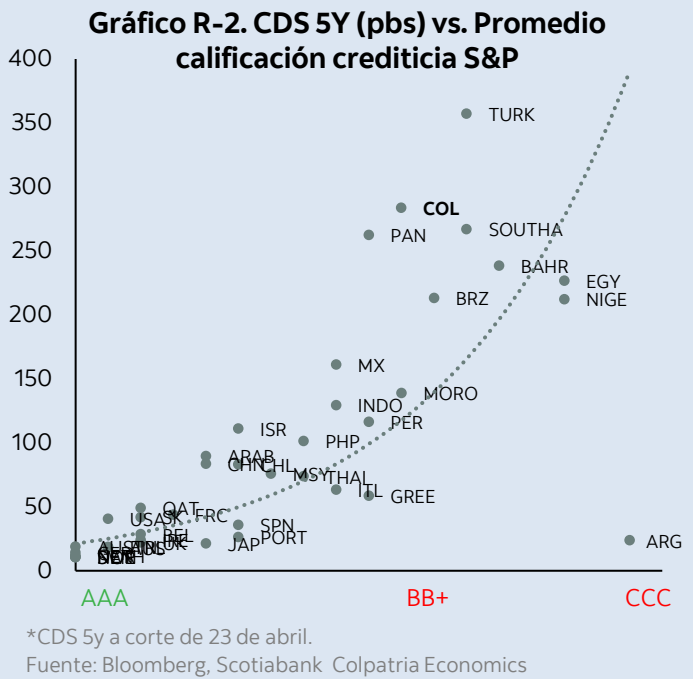
Cuando se contrastan estas métricas con el nivel de deuda que manejó Colombia durante estos periodos, (promedio trimestral en 2024 multiplicada por la prima calculada) **se estima un costo fiscal de este efecto que asciende a COP 6 bn (~0,33% del PIB)** sin contar los efectos similares que pueden estar en la deuda externa.

¿En qué contexto surge este castigo?

La ampliación de las primas de riesgo para Colombia coincide con el periodo en el que se vio un incremento abrupto en el nivel flotante de deuda que fue puesto en el mercado sin atravesar el proceso de subastas. En los ejemplos más evidentes estuvo la utilización de los COLTES para el pago del pasivo del FEPC, sin embargo, esta práctica se extendió significativamente generando impactos en la ejecución de estrategia de diversos inversionistas sobre los activos colombianos, que al final fue penalizado. **En particular, a corte de marzo de 2025, más del 57% (COP 22,6 bn) del incremento del outstanding de la deuda pública ha respondido a mecanismos diferentes a las subastas (Gráfico R-3)** y su pico más notorio se evidenció en enero de este año con un incremento del outstanding por fuera de subastas de COP 8,9 bn.

Colombia tiene la oportunidad de empezar a optimizar parte del gasto que genera el descuento de la deuda pública que emite por los efectos de penalización del mercado. La herramienta fundamental es la **comunicación** y una estrategia de ejecución de operaciones de manejo de deuda y colocación de nueva con más **transparencia**. Podemos destacar que en el periodo en el que el incremento en el outstanding estuvo explicado por mecanismos diferentes a las subastas, los inversionistas se

volvieron expertos en buscar los documentos con la información sobre el flotante de la deuda nacional, desviando los esfuerzos por ejecutar otro tipo de análisis en sus portafolios.



Déficit de cuenta corriente, el misterio de los errores y omisiones de la balanza de pagos.

Durante 2024 la balanza de pagos conjugó varias historias interesantes sobre el estado de la actividad económica en Colombia. El déficit en cuenta corriente está mostrando signos de una actividad económica aún parca, junto con el efecto de ingresos relevantes de remesas. Desde el punto de vista del financiamiento, la naturaleza de los flujos de inversión es un aspecto para evaluar, mientras que, **siguen los interrogantes sobre qué tan robustos serán los flujos de financiamiento en caso de que la reactivación tome tracción.**

En 2024, el déficit en cuenta corriente fue de USD 7,41 MM, equivalente al 1,8% del PIB, el más bajo como porcentaje del PIB desde 2006. En su composición se evidenció un aumento en el déficit comercial, especialmente en el frente de bienes (USD 9,77MM vs el déficit de USD 7,77 MM de 2023), no obstante, en 2024 la ampliación del déficit en cuenta corriente no fue una señal clara de reactivación de la economía pues se produjo en un entorno de importaciones de bienes estancadas (~USD 60 MM) y una contracción de exportaciones a de cerca de USD 1,5 MM que las dejó en USD 51 MM.

En cuanto la renta factorial, los egresos fueron similares a los del 2024 apuntando a una rentabilidad moderada de las empresas con Inversión Extranjera Directa (IED) especialmente mineras y petroleras, mientras que, se evidenció el incremento en los pagos de intereses por préstamos externos debido a un aumento del endeudamiento privado con el exterior.

Como punto relevante, en las transferencias, la entrada de remesas creció en 17,4% anualmente alcanzando los USD 11,85 MM, lo cual, ha contribuido desde hace un par de años a mantener un déficit en cuenta corriente bajo. Dicho flujo podría tener retos en medio de las restricciones migratorias implementadas por el gobierno estadounidense.

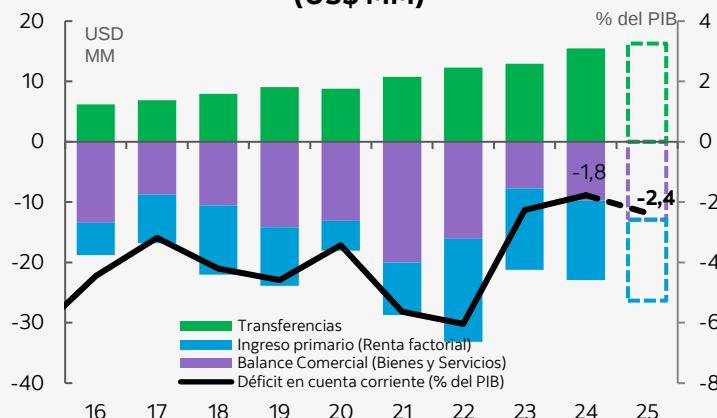
Con este panorama en lo corrido del 2025 se percibe que la reactivación en Colombia estaría tomando tracción, sin embargo, los sectores líderes no son intensivos en inversión por lo que podría generar presiones sobre las importaciones, sin una contraparte clara en la cuenta de financiamiento.

Sin embargo, la incertidumbre por la guerra comercial sería un reto desde el punto de vista de precio de las materias primas exportadas por Colombia, por lo que el nivel de exportaciones podría golpearse frente al 2024. Todo lo anterior, en un marco con utilidades moderadas en las empresas con IED y en un ámbito en el que las remesas podrían no ser tan dinámicas como antes. **Para 2025 se prevé un déficit en cuenta corriente de 2,4% del PIB equivalente a USD 10 MM (Gráfico 4).**

El financiamiento es el que más genera preguntas pues en 2024 cerca del 25% del déficit en cuenta corriente no se asoció a una fuente de financiamiento claro y quedó clasificado como errores y omisiones. Lo que es una magnitud significativa, teniendo en cuenta que en este año el déficit es bajo. De igual forma la IED se asoció a señales débiles de la economía, tales como la capitalización de entidades del sistema financiero, que coinciden con una coyuntura de debilidad en la demanda de crédito e instrumentos de deuda de las empresas con casa matriz en el exterior.

El 2025, la ampliación del déficit en cuenta corriente al explicarse más por un deterioro de las exportaciones no necesariamente tendría una contraparte de la inversión. Por la configuración del escenario internacional es probable que los flujos de capitales y el endeudamiento del sector público sean protagonistas, mientras que la inversión privada de largo plazo podría continuar débil.

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



Fuente: BanRep, Scotiabank Colpatría Economics

Las sospechas se comprueban: La reducción de la **inflación** será más gradual.

En los primeros tres meses del año se confirmó lo temido, la inflación reflejó gran parte del impacto del salario mínimo en los precios sugiriendo un proceso desinflacionario más gradual.

Luego de caer por más de 21 meses desde su máximo de 13,34% en marzo de 2023, la inflación mostró un ligero revés al pasar de 5,20% en diciembre de 2024 al 5,28% en febrero de 2025, obedeciendo a una combinación de mayor indexación en los precios de los servicios y un incremento en las tarifas de algunos regulados como el gas.

En marzo la inflación volvió a descender hasta el 5,09%, siendo este el nivel más bajo desde octubre de 2017, pero con una composición que sigue mostrando efectos de indexación asociados al salario mínimo presentes en algunos servicios como el transporte y restaurantes. Adicionalmente, los alimentos han dejado de aportar al descenso de la inflación en un escenario climático diferente al del año anterior, en el que la temporada invernal estaría generando presión en los precios dadas las menores cosechas e incrementos en los costos de transporte.

Las inflaciones básicas mostraron un comportamiento favorable. La inflación que excluye alimentos bajó de 5,39% de enero a 5,19% en marzo, mientras que la inflación sin alimentos y regulados descendió de 5,04% en enero a 4,88%. Por su parte, **la inflación de bienes se aceleró de 0,56% en enero a 0,93% a/a en marzo**, principalmente por un aumento en los precios de vehículos y muebles, un comportamiento en la inflación de bienes que podría extenderse a lo largo del año, ajustándose al límite inferior del rango meta del 2%, dadas las presiones cambiarias y el incremento en la demanda interna.

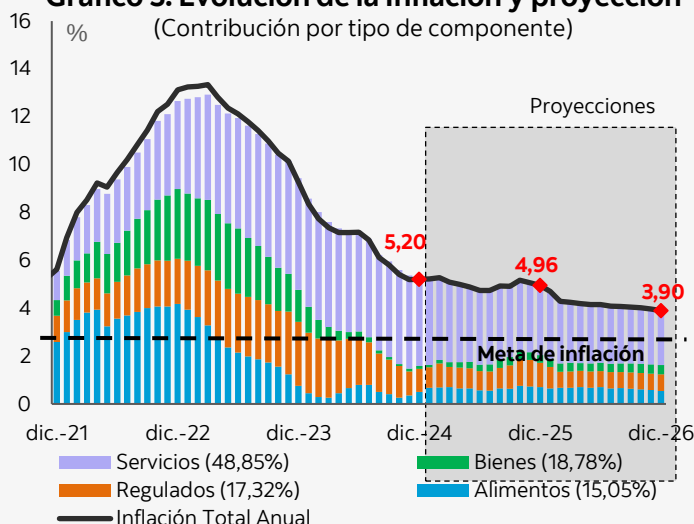
Por el lado de los servicios la inflación bajó de 6,79% en enero al 6,38% en marzo, no obstante, se prevé que la inflación en este grupo tome mucho más tiempo en llegar al rango meta, incluso el doble de lo que tardaría en llegar la inflación total, **esto explicado por el alto componente de indexación que impacta los precios.**

A pesar de que la inflación de marzo brindó señales positivas de que el proceso de desinflación continua, llegar al rango meta no se visualiza en el corto plazo.

Los riesgos inflacionarios seguirían presentes, en especial por la incertidumbre a nivel internacional de una guerra comercial y los efectos que se deriven en la tasa de cambio que consecuentemente impactarían aquellos productos importados. Sin embargo, en un escenario en el que los alimentos mantengan una inflación relativamente moderada, que los servicios públicos no tengan un incremento abrupto y que los demás rubros mantengan variaciones modestas, **la inflación cerraría en un nivel cercano al 5% en 2025, lo cual se traduce en un avance de solo 20 pb frente al cierre de 2024 (Gráfico 5).**

Para 2026, la inflación podría mostrar mayor avance, alcanzando el rango meta en el segundo semestre del año. No obstante, esta expectativa estaría sujeta al incremento salarial para el periodo correspondiente, que, de ser muy superior a la inflación de cierre de 2025, implicaría nuevamente fuertes efectos de indexación que retrasarían a un más la llegada a la meta de inflación del 3%.

Gráfico 5: Evolución de la Inflación y proyección
(Contribución por tipo de componente)



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatria Economics

Política Monetaria: Paciencia y prudencia en un escenario de incertidumbre.

El 2025 inició con un cambio en la política monetaria, el llamado a **la prudencia y la necesidad de cautela volvieron a primar sobre las decisiones de la Junta Directiva**. En enero, el BanRep decidió pausar el ciclo de recortes ubicando la tasa en 9,5%, mismo nivel que se decidió mantener por mayoría en la reunión del 31 de marzo.

La división al interior de la junta se incrementó en la última decisión, esto luego de la incorporación de tres nuevos miembros: el ministro de Hacienda, Germán Ávila, y los dos codirectores nombrados por el presidente Gustavo Petro, Laura Moisés y Cesar Giraldo, mostraron tener una postura más flexible sobre las tasas de interés señalando la necesidad de mayores estímulos económicos. No obstante, **el grupo mayoritario estaría optando por mantener la cautela en medio de un escenario de incertidumbre** en el frente internacional con las políticas arancelarias de EEUU, sumado a unas condiciones financieras externas más restrictivas, riesgos fiscales a nivel local y una inflación que tomaría más tiempo del previsto en llegar a la meta.

Algunos codirectores argumentan que las acciones de política monetaria sobre la inflación solo se ven reflejadas al cabo de un año y medio. Bajo esa premisa, las expectativas de inflación resultan clave para determinar si la junta directiva puede llegar a tener un espacio para recortes de tasas en el corto plazo que no comprometan el descenso de la inflación a la meta. **En ese sentido, la expectativa promedio de inflación para el horizonte a un año ronda el 4%, límite superior del rango meta, lo que sugiere que la tasa podría mantenerse restrictiva por más tiempo.**

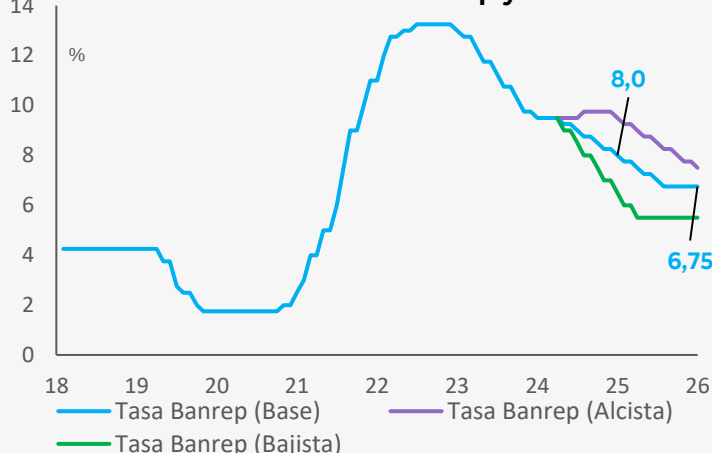
Ahora, teniendo en cuenta que la tasa de interés real neutral proyectada por el equipo técnico del BanRep se sitúa en el 3% para 2026, y que la inflación tendería a mantenerse cercana al 4%, la tasa de interés de política monetaria podría permanecer muy cerca al 7%, apoyando la premisa de **tasas altas por más tiempo.**

Por otro lado, **el mensaje contundente por parte de la junta sobre la independencia del Banco resulta clave para la confianza del mercado**, puesto que se demuestra que las presiones políticas no influirían en las próximas decisiones de política monetaria, siendo la inflación el eje central y objetivo principal del emisor.

En ese orden de ideas, los llamados a mayores impulsos para la actividad económica no tendrían validez en el corto plazo para el grupo mayoritario de la junta, teniendo en cuenta que la recuperación económica se ha ido materializando y el mercado laboral ha respondido mejor de lo previsto pese al incremento de informalidad. Dicho esto, los impactos de las tarifas arancelarias podrían ser la única preocupación entorno al crecimiento económico, sin embargo, por el actuar de la junta creemos que esperar la evolución del entorno macro podría ser la decisión más acertada, entendiendo que el ciclo de flexibilización a nivel internacional también puede llegar a tardar más de lo previsto.

Desde Scotiabank Colpatría se prevé que la tasa de política monetaria se ubique en el 8% a final del 2025, mientras que para cierre de 2026 la tasa de interés podría descender hasta el 6,75% (Gráfico 6). Niveles que podrían ser más altos si el escenario internacional en primas de riesgo estructuralmente más altas para Colombia.

Gráfico 6: Evolución Tasa Banrep y escenarios



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics



Incertidumbre fiscal: El talón de Aquiles para la recuperación

La falta de claridad en las cuentas fiscales ha intensificado la incertidumbre. Según el Plan Financiero, para 2025 el Gobierno nacional espera un déficit fiscal de 5,1% del PIB en comparación con el 6,8% registrado en 2024. Para tal fin, se espera un incremento considerable en el recaudo tributario sumado a necesidades de financiamiento que ascenderían a COP 68,8 bn donde COP 45 bn serían mediante el mecanismo de subastas. No obstante, entre los principales riesgos evidenciados para el cumplimiento de estos objetivos está: una posible sobreestimación de los ingresos tributarios estimados en el que se espera un incremento nominal del 22% cuando la economía crecería, a lo sumo, un 7,6% nominal, presiones de gasto adicionales por pago de reserva presupuestal que a cierre de 2024 ascendió a COP 54 bn (3% del PIB), y posible caída en los ingresos petroleros esperados como respuesta a desvalorizaciones en el precio internacional del petróleo en medio de la incertidumbre por guerra arancelaria y menor demanda del crudo por parte de China en un contexto de incrementos en la producción por parte de la OPEP+.

En ausencia de ajustes estructurales en el gasto público y una posible sobreestimación de los ingresos tributarios, el déficit fiscal podría estar cercano al 7,5% del PIB en 2025. Según [estimaciones](#) del equipo de Research de Scotiabank Colpatria, el déficit del Gobierno nacional podría ser incluso superior a lo registrado en 2024 y cercano a la pandemia, bajo este contexto la deuda neta del Gobierno nacional central ascendería incluso al 63,2% del PIB con necesidades de financiamiento que se incrementarían entre COP 22 y COP 48 bn en el año. Es importante mencionar que, el Gobierno ha sido claro en no recortar el gasto hasta evidenciar rezagos significativos en el recaudo tributario, que a corte de febrero ha representado el 98,8% de lo esperado por el CARF y ha avanzado con más del 22% de la meta para cierre de año (COP 298 bn). En línea con la búsqueda de mayores fuentes de ingreso, el Gobierno nacional publicó un decreto que incrementaría las retenciones en la fuente para sectores como el agrícola lo cual repetiría lo evidenciado en 2023 cuando se adelantó parte del recaudo de 2024 y generó un hueco de COP 78 bn en el recaudo fiscal de dicho año.

Por ahora el CARF ha advertido de la necesidad de un ajuste de por lo menos COP 46 bn (2,6% del PIB) para cumplir con la regla fiscal este año. La materialización de dicho ajuste resulta lejana en la medida en que el Gobierno está entrando en la fase final de su mandato, hecho que históricamente se ha correlacionado con mayores niveles de gasto con el ánimo de dejar una mejor favorabilidad previo a la temporada de elecciones.

El mercado coincide en la necesidad de una mayor transparencia en el financiamiento. El costo de conseguir liquidez será una variable clave, el plan de subastas conocido para 2025 contempla emisiones por COP 45 bn y la llegada del nuevo director de crédito público podría suponer un cambio en el manejo de deuda mediante mecanismos de subasta con el mercado en un contexto en el que el 57% del incremento en el *outstanding* de deuda ha sido como respuesta a mecanismos diferentes a las subastas como los pagos directos a entidades. **Aun con un mejor manejo de la deuda, la ausencia de un ajuste estructural en las finanzas públicas obligaría a incrementar las necesidades de financiamiento** lo cual podría contrarrestar la nueva estrategia anunciada desde Crédito Público de emitir mayores referencias en la parte media de la curva ([ver sección Deuda Pública](#)).

Entretanto, el Gobierno nacional ha intentado buscar el respaldo popular ante la falta de apoyo del legislativo. Por un lado, como respuesta al rechazo de la reforma laboral, el Gobierno nacional anunció que presentaría ante el Congreso la propuesta de consulta popular la cual consta de 12 preguntas y sería radicada al Senado el 1ro de mayo. Por su parte, en medio de las demandas por trámite presentadas ante la Corte Constitucional, **el país está a la espera de la entrada en vigor de la reforma pensional en julio.** Por ahora se conoce el avance en la conformación de las ACCAI (Administradoras del Componente de Ahorro Individual), y dos decretos adicionales como el decreto único de reglamentación de la reforma (DUR) y el decreto relativo al fondo del pilar contributivo que administrará el Banco de la República. Sin embargo, aún falta la definición de aspectos clave sobre el funcionamiento de los fondos generacionales, el régimen de desacumulación, entre otros que muestran que el tiempo apremia para la adecuada transición al nuevo régimen.

Mercados - Tasa de cambio: Un nivel justo en medio de la volatilidad.

La tasa de cambio tuvo un inicio de año favorable manteniendo una tendencia a la baja durante enero, febrero y parte de marzo, alcanzando niveles por debajo de los 4100 pesos y los más favorables desde las elecciones presidenciales en EE.UU.

La temporada de impuestos corporativos fue clave en el impulso del peso colombiano en la primera parte del año, sumado a que las expectativas de recortes de tasas de interés por parte del BanRep se moderaron favoreciendo operaciones de *carry trade*. Sin embargo, las tensiones internacionales asociadas a imposición de aranceles por parte del presidente Donald Trump consecuentemente generó presiones en las monedas latinoamericanas (Gráfico 7), a pesar la debilidad del dólar a nivel global.

El sentimiento de aversión al riesgo en los mercados y la búsqueda de activos refugio influyó en una depreciación entre el 6% y 7% del peso colombiano, empujando a niveles más cercanos a los sugeridos por el modelo fundamental que se sitúan en un rango de **4.300 y 4.350 pesos**.

La expectativa de que las tasas de interés permanecerán altas por más tiempo, un incremento en la prima de riesgo fiscal y un precio del petróleo menos favorable para la entrada de divisas supone que la tasa de cambio no tendría factores que impulsen niveles más bajos en el corto plazo.

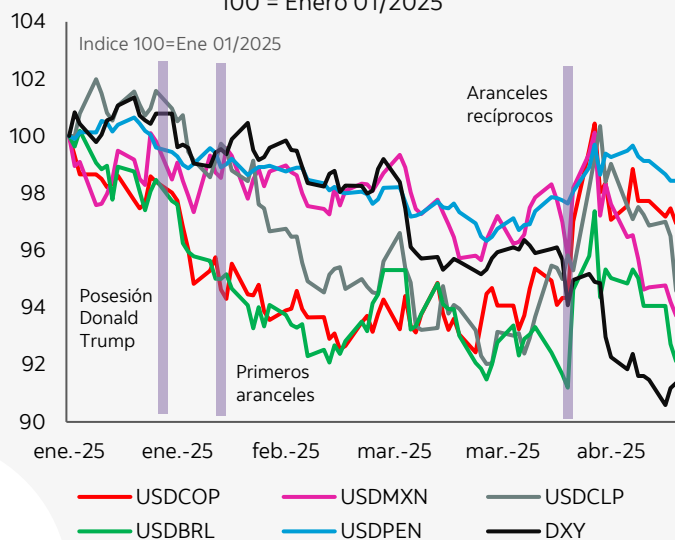
Desde el punto de vista de la economía real, la recuperación de la demanda interna supone la continua tendencia positiva de las importaciones, mientras que las exportaciones no tendrían el mismo dinamismo para compensar la necesidad de divisas, siendo un factor adicional que soporta un nivel superior a los 4.300 pesos en lo que resta del año ya dándose por terminada la temporada de impuestos.

La volatilidad seguiría presente en los activos locales influenciada por los acontecimientos internacionales y cualquier anuncio fiscal que pueda incomodar al mercado e implique primas de riesgo adicionales, dado que gran parte de estas últimas ya estarían incorporadas en los niveles actuales.

Para final de 2025 se prevé que la tasa de cambio se ubique en 4367 pesos.

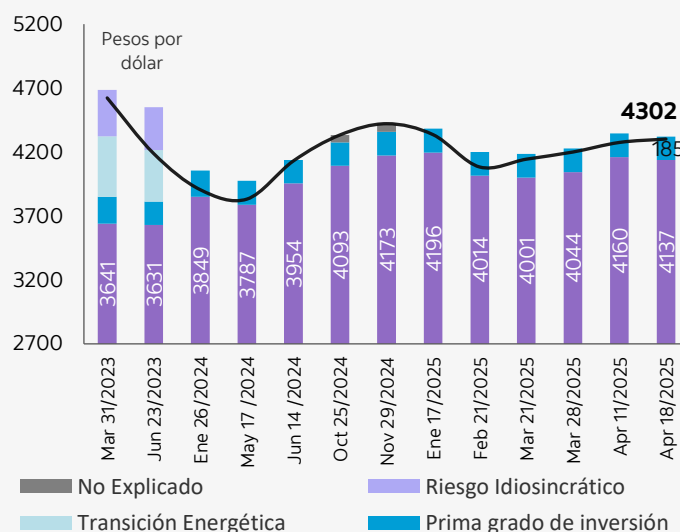
Gráfico 7: Evolución monedas de Latam

100 = Enero 01/2025



Fuente: Scotiabank Colpatría Economics

Gráfico 8: Factores explicativos del modelo fundamental de la tasa de cambio



Deuda Pública: La incertidumbre global y las necesidades fiscales alimentan la prima de riesgo.

Como se expuso en los capítulos anteriores, el ambiente de incertidumbre global está alimentando las necesidades de financiamiento de varios países. Dicho lo anterior, **se ha vuelto usual ver curvas de rendimientos de deuda pública en los países desarrollados con primas a plazo que no son usuales en ambientes de tasas de política monetaria tan altos como los actuales**

En paralelo, a lo anterior, en Colombia las necesidades de financiamiento siguen siendo **significativas** y si bien al principio del año se evidenció un apetito de inversionistas internacionales (Gráfico 9), la llegada de flujos se está emparejando con la necesidad fiscal.

Con corte a abril 25, la curva de rendimientos de los COLTES pesos mantiene el nivel de tasas de cierre del 2024 pues si bien el año empezó con demanda por parte de agentes extranjeros, los anuncios del plan financiero y la falta de una perspectiva explícita de ajuste fiscal revirtió la valorización inicial.

En abril, el Ministerio de Hacienda lanzó una **nueva estrategia de emisiones de deuda pública**. En el mercado internacional se colocaron títulos a 5 y 10 años por un total de USD 3.8 MM, con cupones de 7.375% y 8.75%, respectivamente. Y a nivel local se lanzaron dos referencias una a 2029 con cupón de 11% y otra a 2040 con cupón de 12.75%, que buscan moderar la duración de la deuda de la nación.

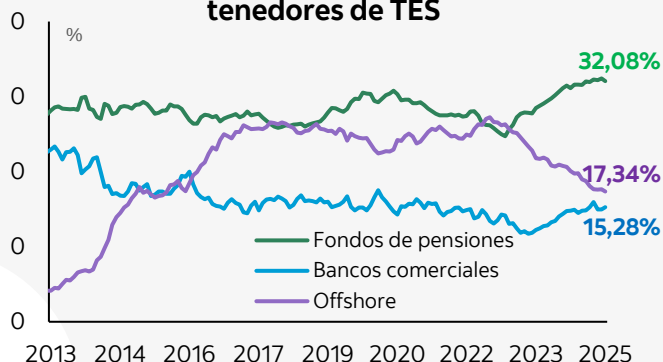
El contexto global ha sido un viento en contra para las tasas de fondeo del gobierno, por lo que en los próximos meses una perspectiva de un banco central cauto y nerviosismo en los mercados favorecen un entorno de tasas volátiles con poca apreciación y conservando primas a plazo altas.

Un punto clave a observar es cómo la estrategia de sobreponderar las emisiones en la parte media de la curva puede disminuir el empinamiento entre el tramo largo y el medio y también cómo esto puede elevar el promedio de operaciones de la curva colombiana. Por el momento las referencias cercanas a los 10 años oscilan alrededor de 12% y 12.5% y las de más largo plazo testean en momentos de estrés el 13%

Antes de la publicación del plan financiero, los mercados podrían continuar actuando con cautela y si bien las condiciones de liquidez por parte de diversos agentes garantizarían el acceso a recursos por parte de la nación, las tasas permanecerían elevadas.

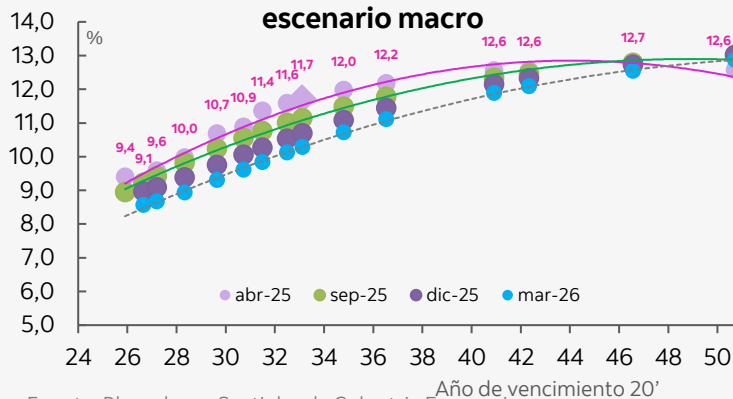
En nuestro modelo macrofundamental, no se tiene previsto un gran espacio de valorización para la deuda en el horizonte a un año (Gráfico 10)

Gráfico 9: Participación de los agentes tenedores de TES



Fuente: Minhacienda, Scotiabank Colpatría Economics

Gráfico 10: Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics



- La escalada en incertidumbre se empieza a reflejar en el deterioro de los indicadores de confianza, en los próximos meses será clave ver su impacto en datos duros.
- Seguir los planes de endeudamiento en Alemania y China es clave, sumado a la evolución de las negociaciones de EEUU en el congreso para solventar su situación fiscal.
- En Colombia, la inflación tomaría más tiempo en regresar a la meta, lo que supone un descenso de tasas de interés más gradual. La prima de riesgo podría poner la tasa neutral más alta.
- La tasa de cambio podría enfrentar presiones si el petróleo sigue cayendo y si las noticias fiscales no son alentadoras. Los COLTES tendrían un menor espacio de valorización.

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	1,7	2,6	2,8
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	-12,9	-14,1
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,2	50,9	73,1	67,8	68,87	69,6	72,54
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,6	76,0	78,63	82,54	86,64
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-21,3	-9,7	-7,412	-10,05	-11,23
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	-2	0
Precios, tasas & Tasa de Cambio								
IPC (a/a, %, fin periodo)	3,80	1,61	5,62	13,12	9,28	5,20	4,96	3,90
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,63	5,00	4,15
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	5,60	5,03	3,95
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	6,75
Indicadores Fiscales*								
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,7	53,8	60,0	60,6	
Balance primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-2,4	-0,2	
Balance total del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-6,8	-5,1	

*Fuente: Plan de Financiamiento 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
 - 240.112 y 240.113 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

Santiago Ramirez

Estudiante en práctica de Research
santiago01.rivera@scotiabankcolpatria.com