

---

# Perspectivas Macroeconómicas Noviembre 2025

Discusiones estructurales en medio de la volatilidad

---

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com

Scotiabank Colpatria

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

A pesar de la incertidumbre, la economía se mantiene resistente, **aunque los retos de mediano plazo continúan**. La Reserva Federal decidió reanudar el ciclo de recortes, mientras que las primas a plazo demuestran que continúa la vigilancia por temas estructurales como el crecimiento y la deuda. **En EEUU se completó el cierre de gobierno más largo de la historia y el foco puede volver a los retos fiscales.**

**En Colombia, la economía crecería 2,6% en 2025 con liderazgo del sector privado.** La inflación está materializando presiones alcistas de la indexación al salario mínimo y podría no bajar del 5% en 2025. **El Banco de la República mantendría su tasa de interés estable más tiempo del previsto y algunos codirectores evalúan escenarios de alza.**

**La estrategia de financiamiento de la Nación avanzó en su ejecución y sigue influenciado el comportamiento de los activos locales.** Las tasas de la deuda pública se han mantenido estables en promedio, mientras que la tasa de cambio fluctúa respondiendo a las interacciones del Ministerio de Hacienda con el mercado cambiario y a la expectativa de tasas altas.

---

## Global

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

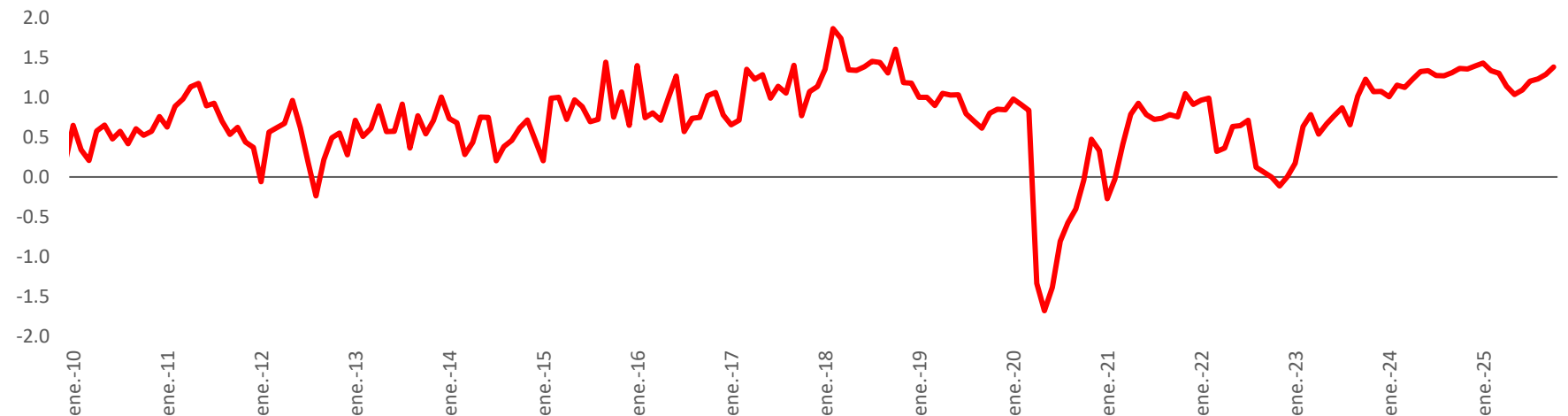
# A pesar de la incertidumbre el sentimiento económico se mantiene robusto

El comportamiento se atribuye a la respuesta de política económica en mercados emergentes y mejor adaptabilidad de sus negocios. El debate es si la alta incertidumbre será en nuevo normal.

## Índice de Incertidumbre Política Mundial



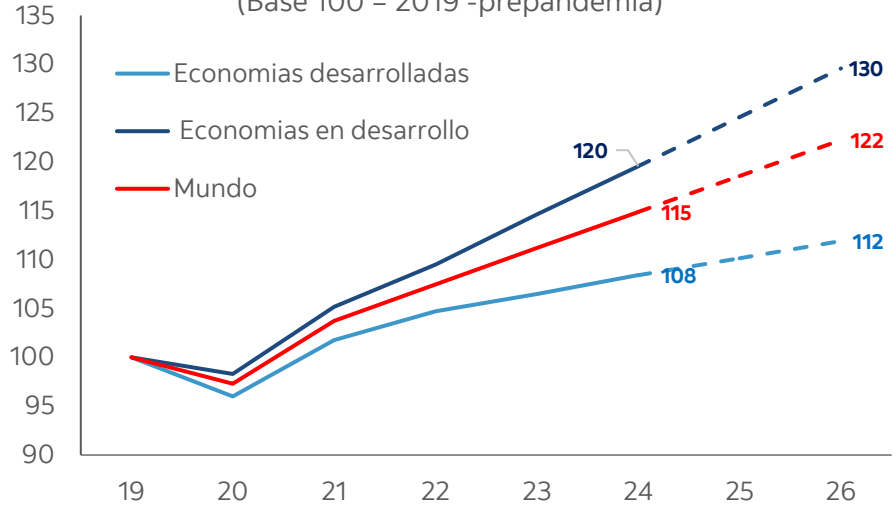
## Índice de Sentimiento Global



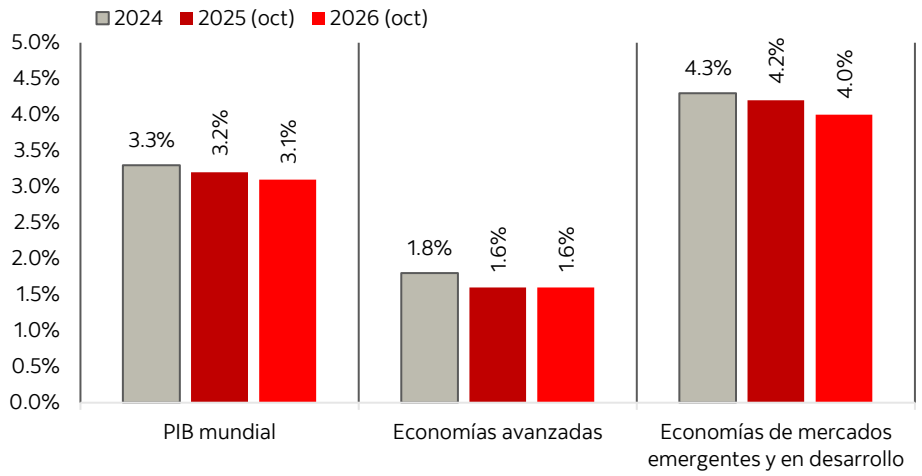
Fuente: Economic Intelligence Unit, índices ponderados por el tamaño del PIB de 71 economías.

# Proyecciones del FMI: Resiliencia en medio de la incertidumbre.

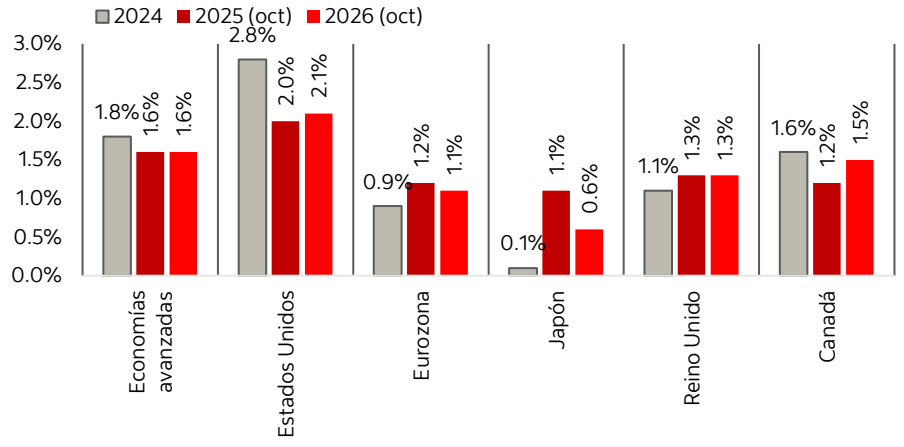
**Evolución del nivel del PIB**  
(Base 100 = 2019 -prepandemia)



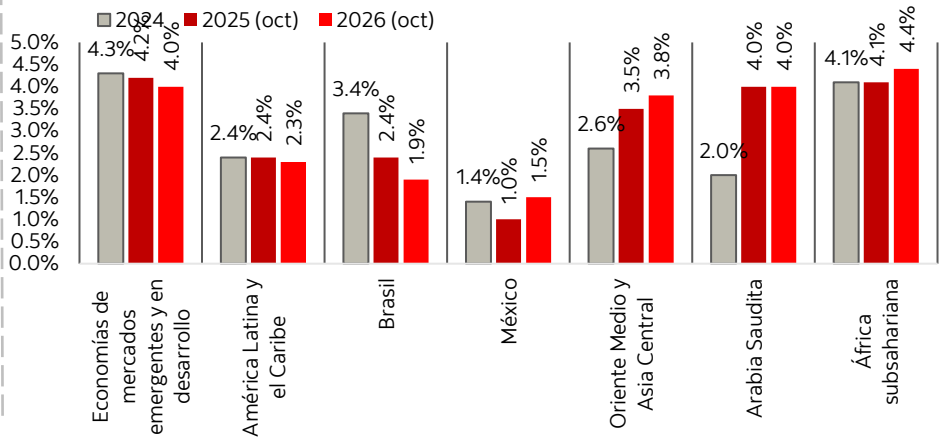
**Proyecciones de crecimiento económico Global**



**Proyecciones de crecimiento económico Economías Avanzadas**



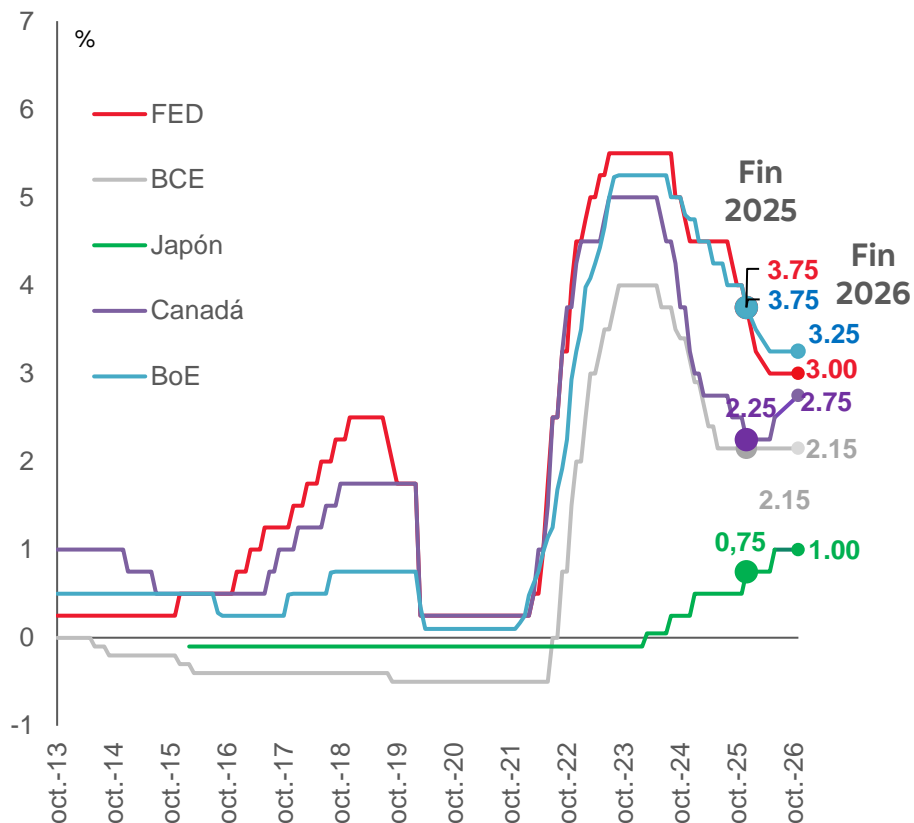
**Proyecciones de crecimiento económico Emergentes y en desarrollo**



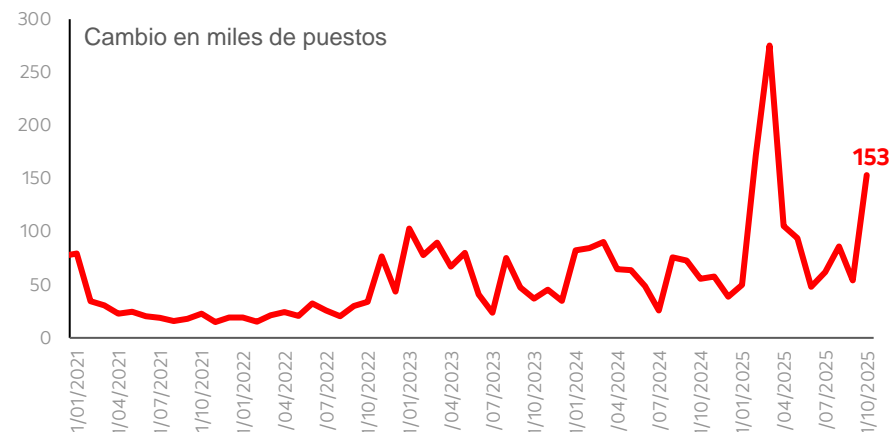
Fuente: IMF, Scotiabank Colpatría Economics.

# En medio de la incertidumbre los bancos centrales enfrentan dilemas entre crecimiento e inflación en sus decisiones de tasas de interés.

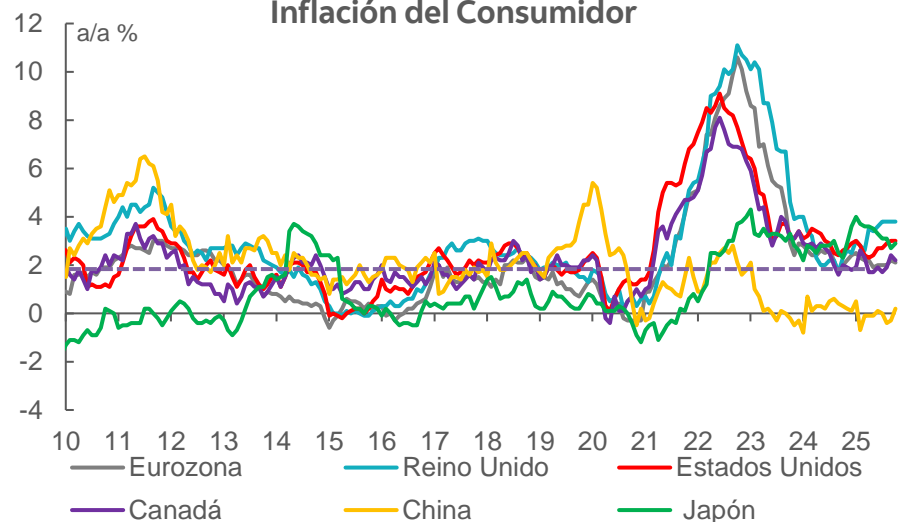
## Tasa de interés Bancos centrales de economías desarrolladas



## Recortes de puestos de trabajo en EE. UU. según el informe Challenger



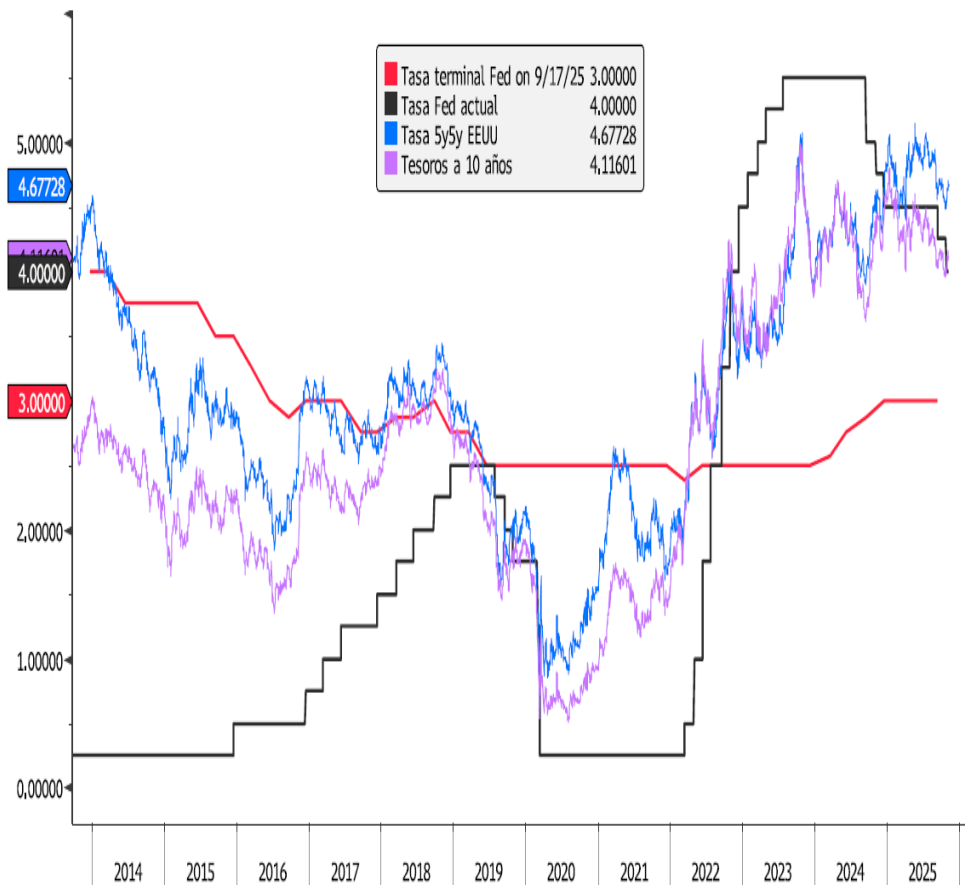
## Inflación del Consumidor



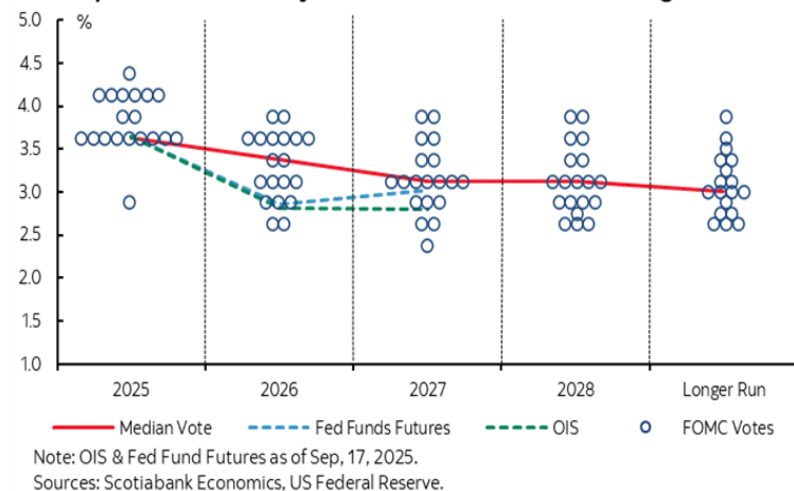
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics.

# Si bien existe expectativa de recorte de tasas en el corto plazo, en el mediano plazo hay incertidumbre sobre la sostenibilidad de dicha instancia.

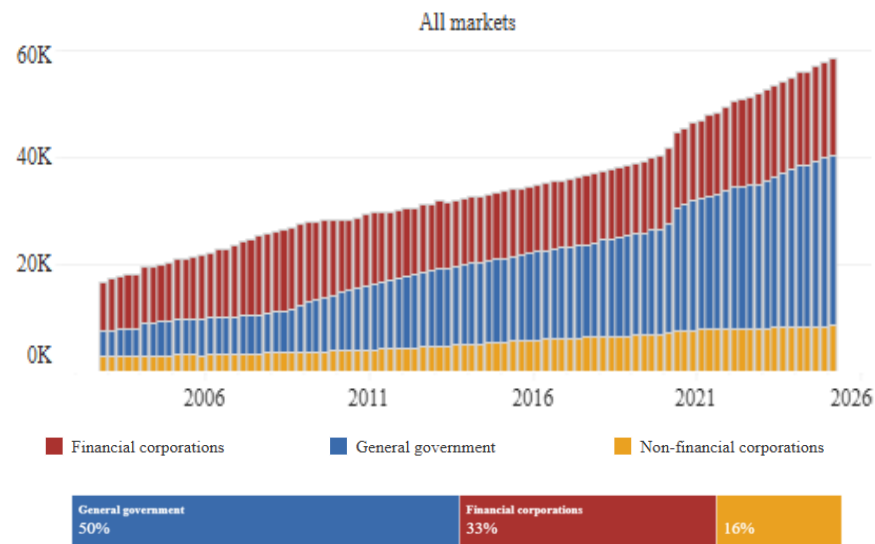
## Evolución tasa terminal Reserva Federal vs Tasa Fed actual tasa Tesoros a 10 años y tasa 5y5y EEUU



## September FOMC Projections for the Federal Funds Target Rate



## Evolución de la deuda en EEUU

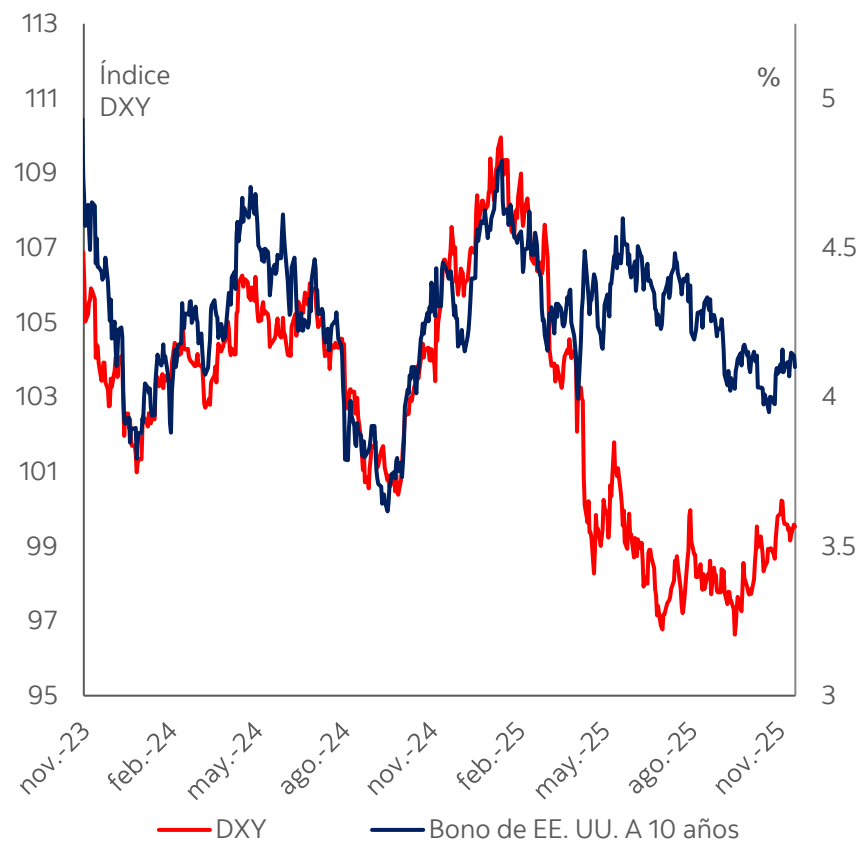


Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics.

# Los activos siguen reflejando incertidumbre sobre las perspectivas económicas

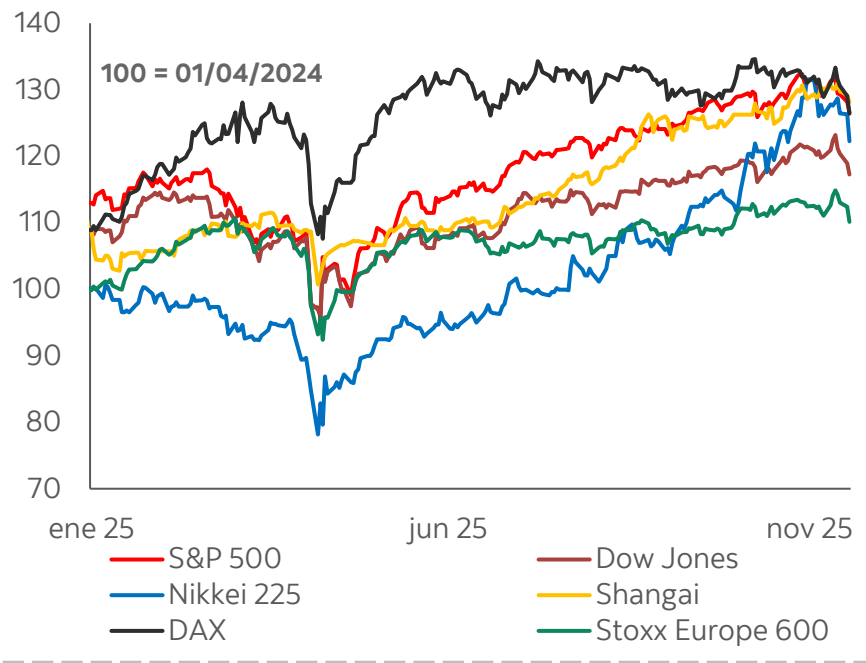
El dólar ha perdido terreno frente a monedas desarrolladas, dislocándose de la situación actual de tasas de interés.

### Evolución Índice DXY y Tesoros a 10 años

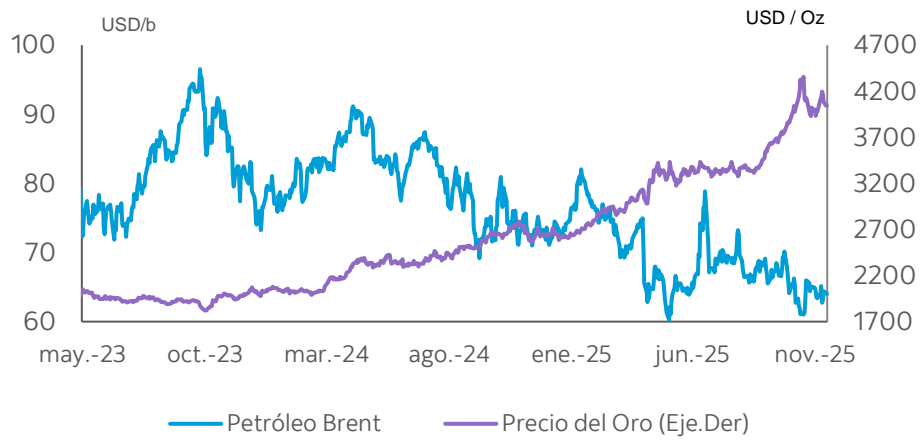


Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics.

### Evolución de las bolsas – Economías Desarrolladas



### Evolución del precio del petróleo y el oro



# La vigilancia sobre los planes de ajuste fiscal

Los planes de ajuste fiscal propuestos por algunos gobiernos europeos han puesto a prueba la fortaleza de los líderes políticos. La dificultad para ajustar las cuentas públicas promueve mayores tasas de deuda pública

### Evolución tasa de interés bonos de gobierno a 30 años

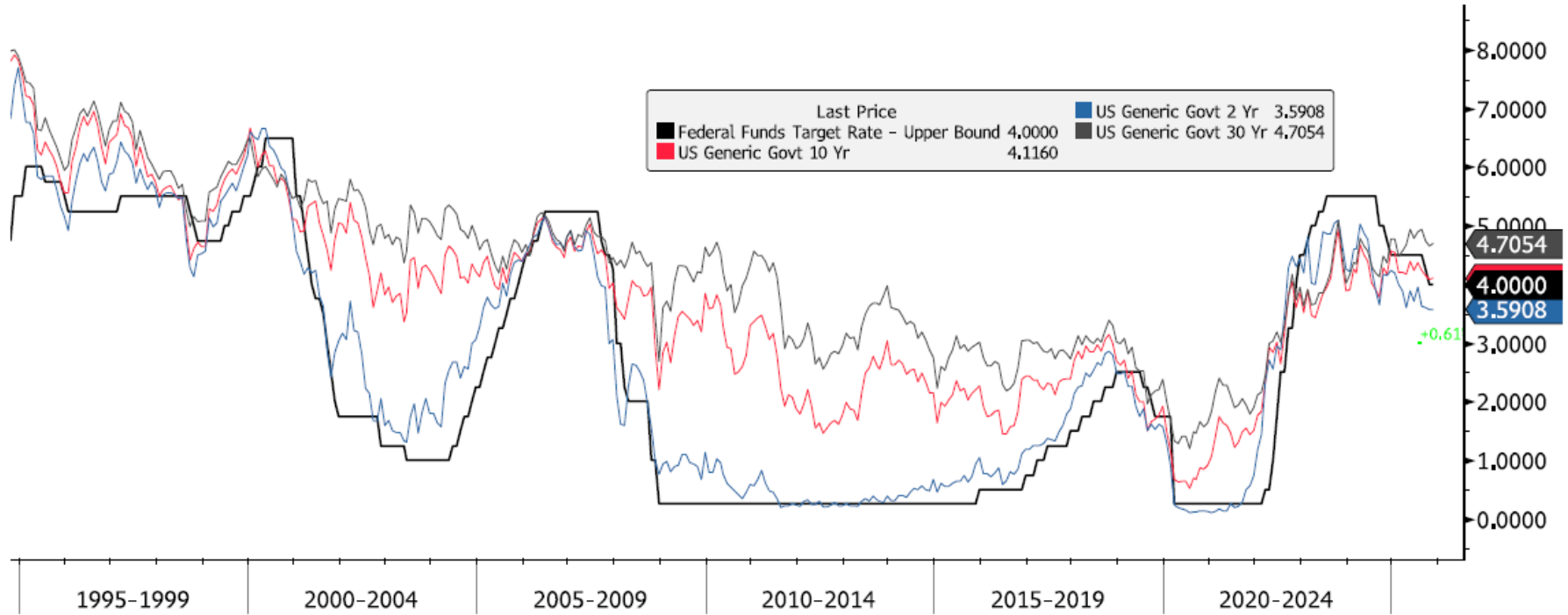


Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics.

# La vigilancia sobre los planes de ajuste fiscal

En EEUU luego de presentarse una expectativa de tasa terminal, el mercado se encaminaría a discutir sobre la prima de riesgo adecuada.

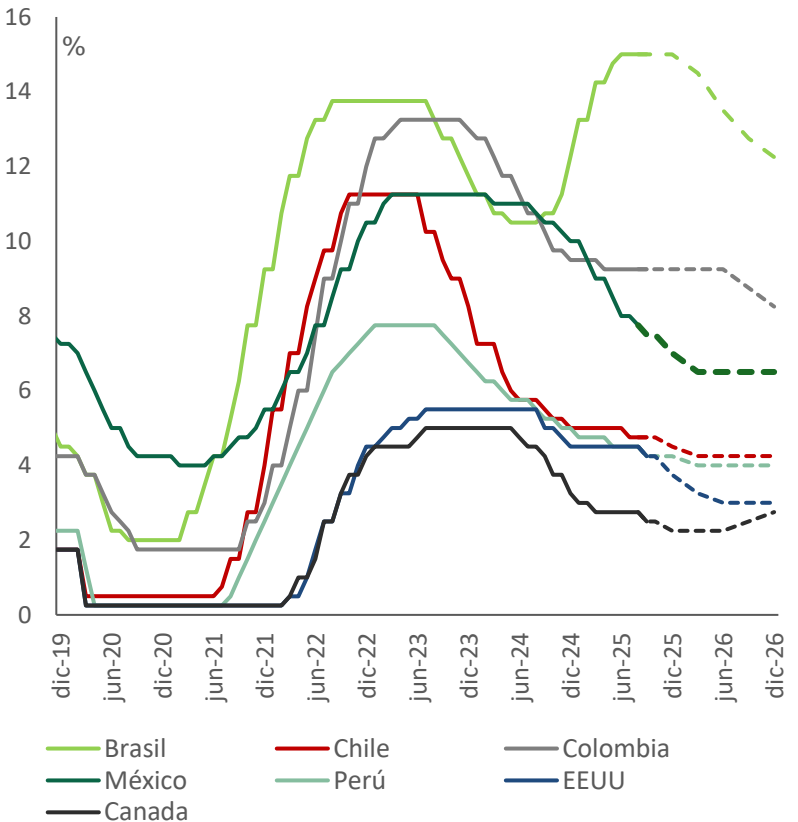
## Evolución tasa de interés bonos de gobierno a 30 años



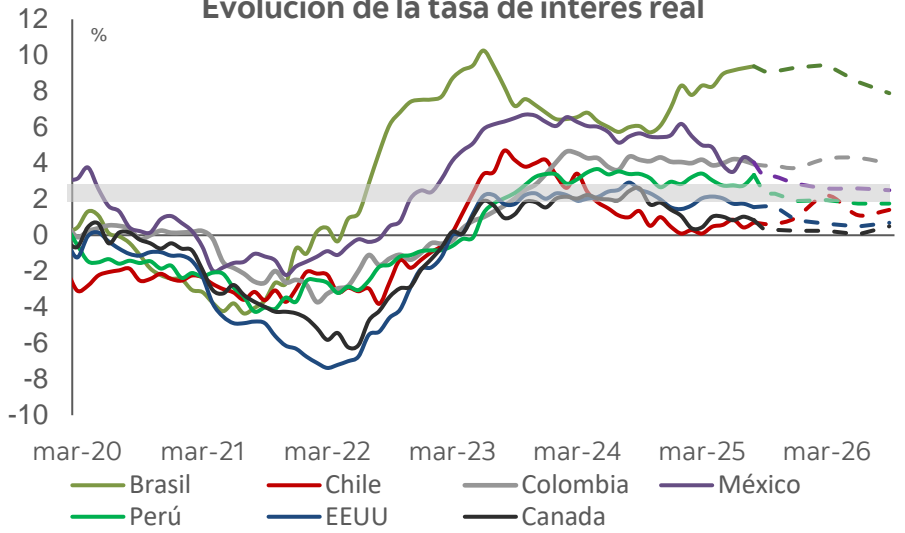
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics.

# En Latinoamérica Colombia y Brasil mantienen las tasas reales más altas de la región.

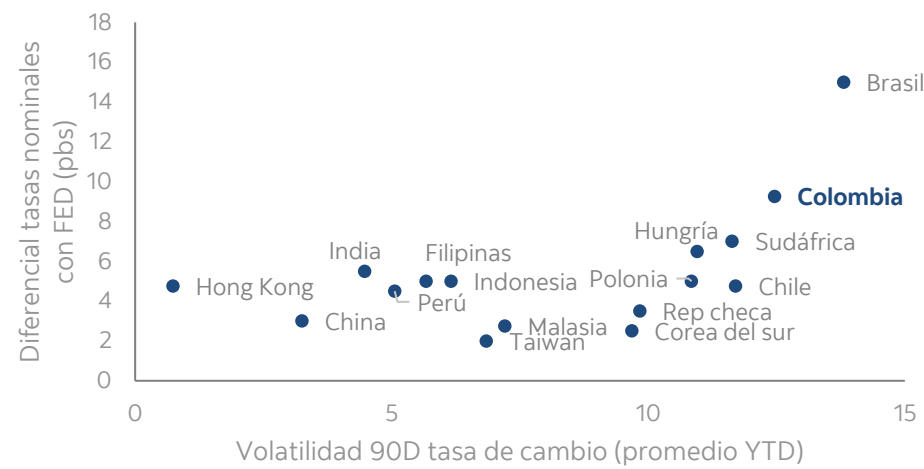
### Expectativas de Tasas de Interés Latinoamérica



### Evolución de la tasa de interés real



### Diferencial de tasas vs Fed y volatilidad tasa de cambio



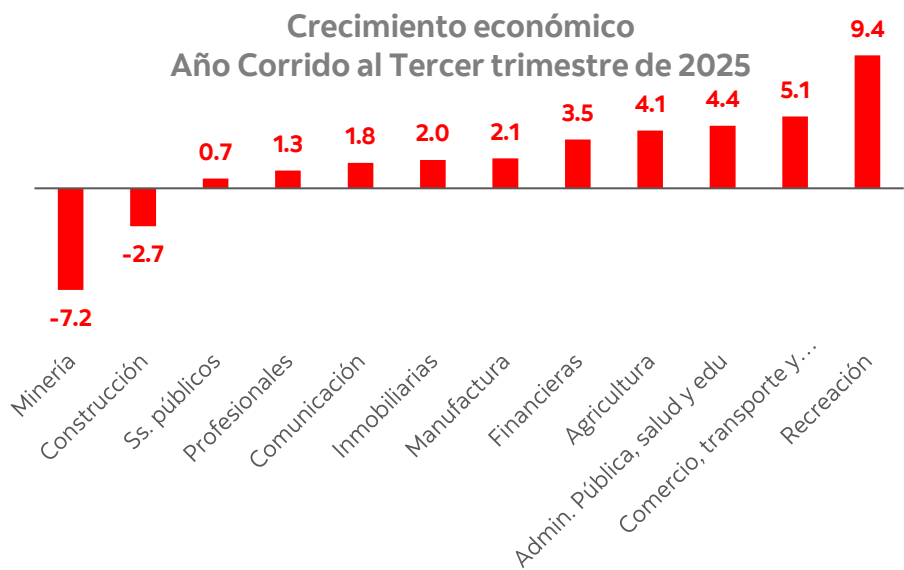
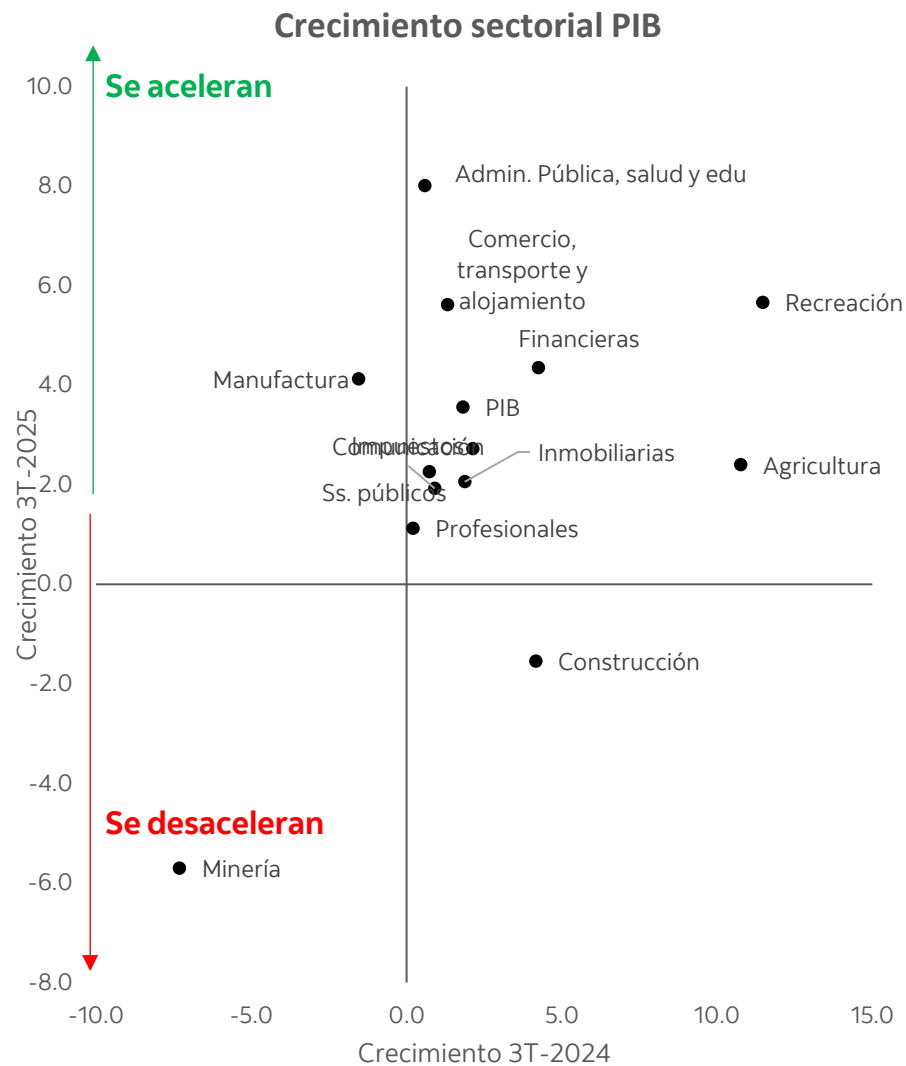
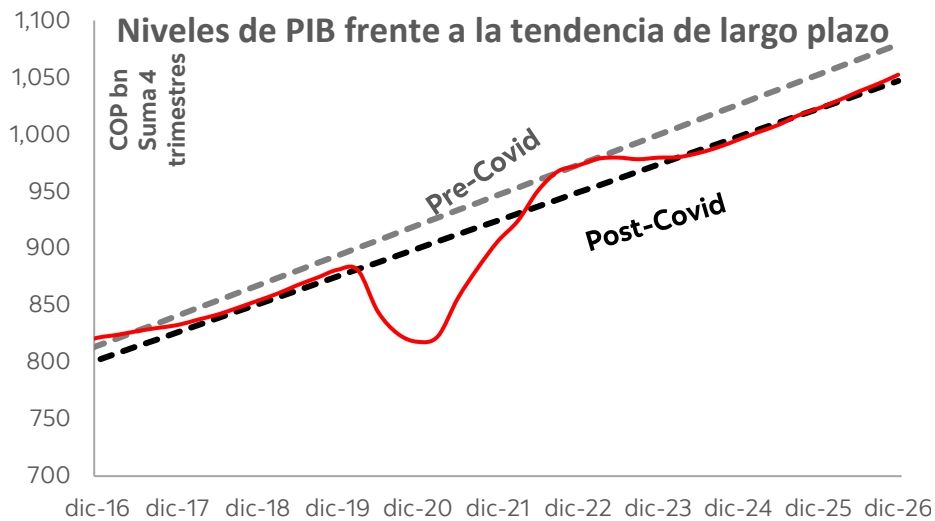
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

---

## Colombia

El crecimiento es liderado por el sector privado y los riesgos  
fiscales incrementan la incertidumbre

# El principal impulso de la economía colombiana proviene del sector de servicios. Con corte a septiembre, el nivel de actividad supera la tendencia post-pandemia

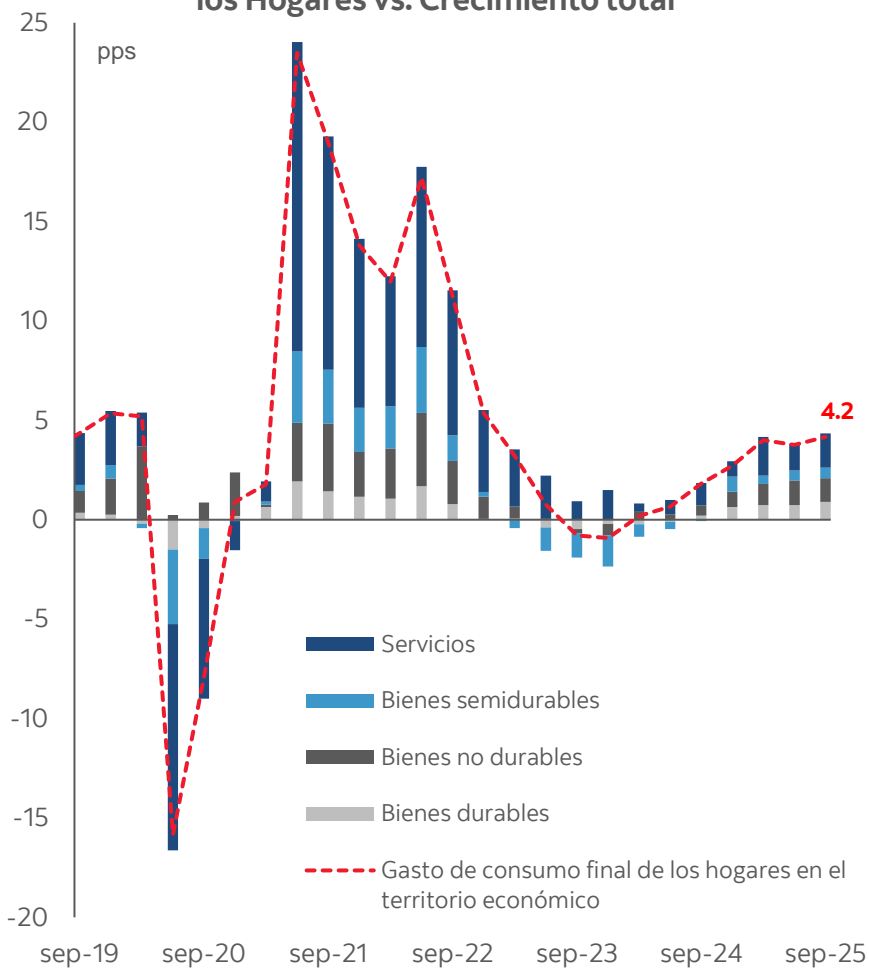


Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

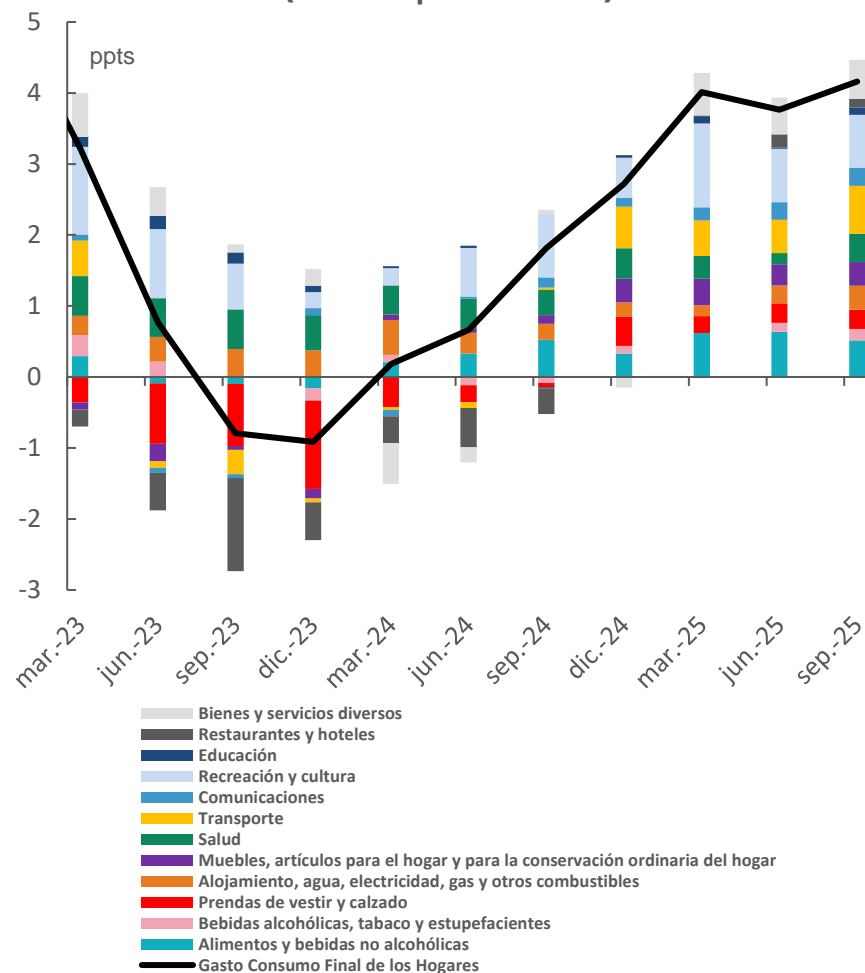
# El crecimiento del consumo de los hogares

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

### Contribución por rubro del Gasto en Consumo Final de los Hogares vs. Crecimiento total



### Contribución del Gasto en Consumo Final de los Hogares (división por finalidad)



Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

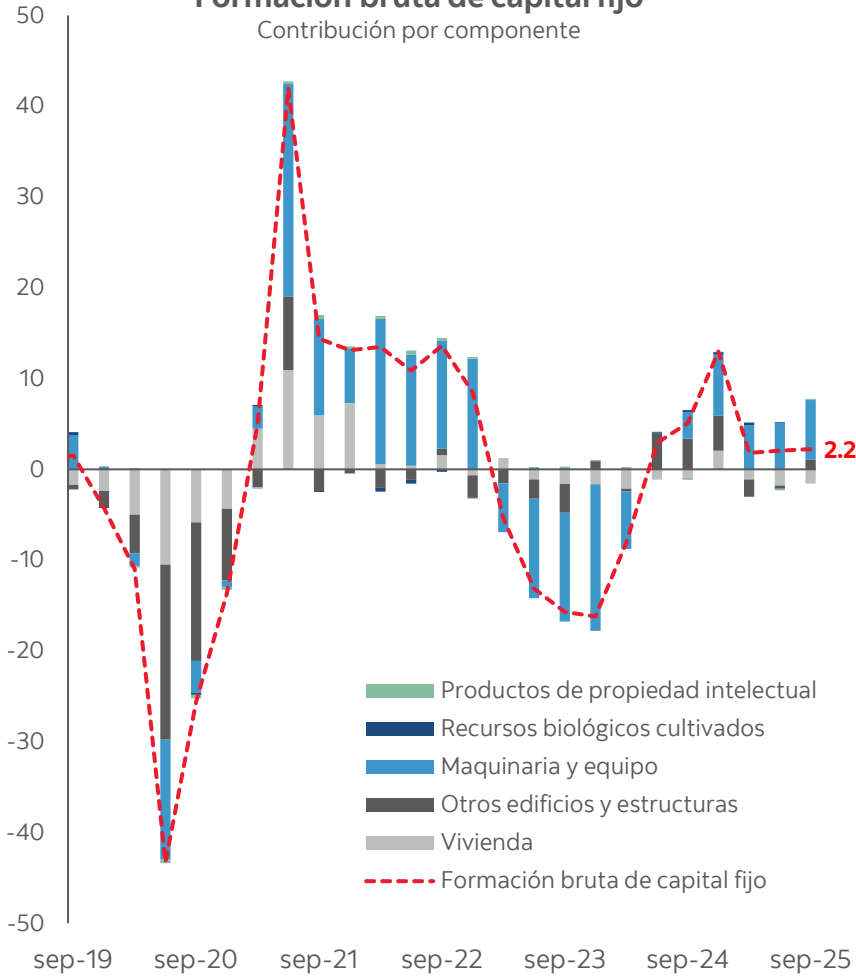
# La inversión fija continúa con un rezago considerable explicado por las edificaciones

La inversión fija ha tenido un deterioro considerable donde la inversión en vivienda (-8,6 % a/a 3T-2025) ha contrarrestado parcialmente el crecimiento en los demás componentes.

Por ahora la inversión fija está en un 2% por debajo de lo evidenciado antes de la pandemia con lo cual la tasa de inversión en Colombia ha descendido hasta el 17% del PIB (22% histórico).

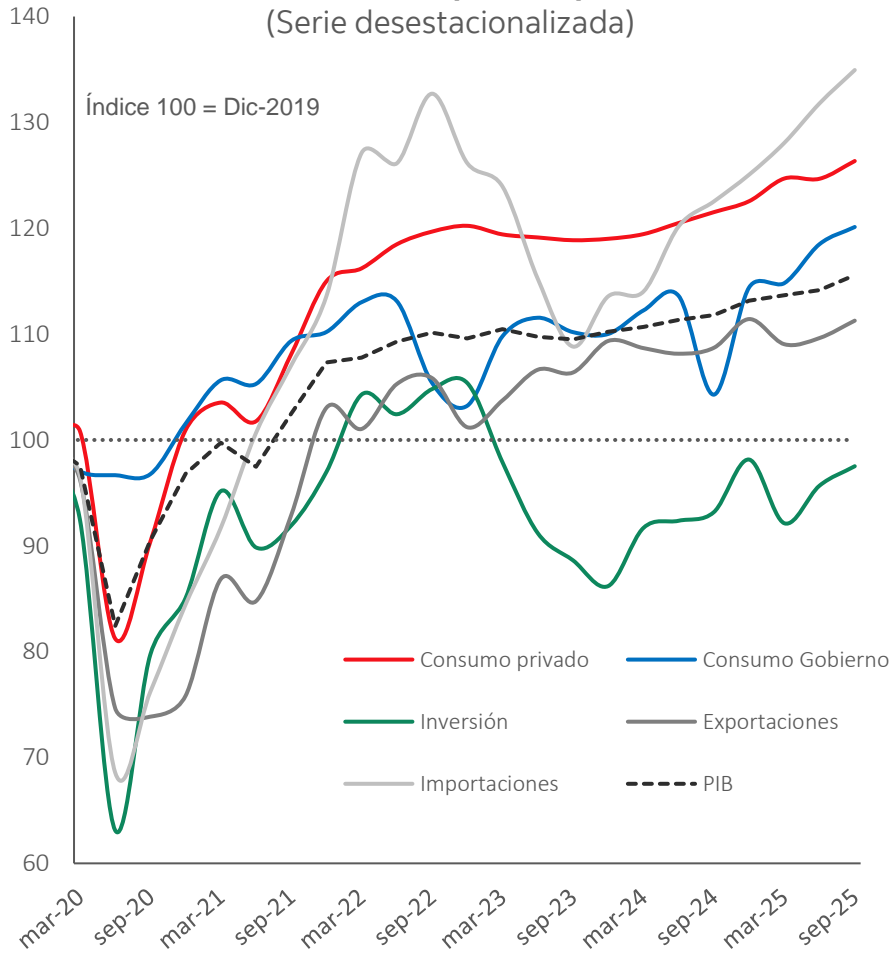
## Formación bruta de capital fijo

Contribución por componente



## Evolución de la demanda por componentes del PIB

(Serie desestacionalizada)



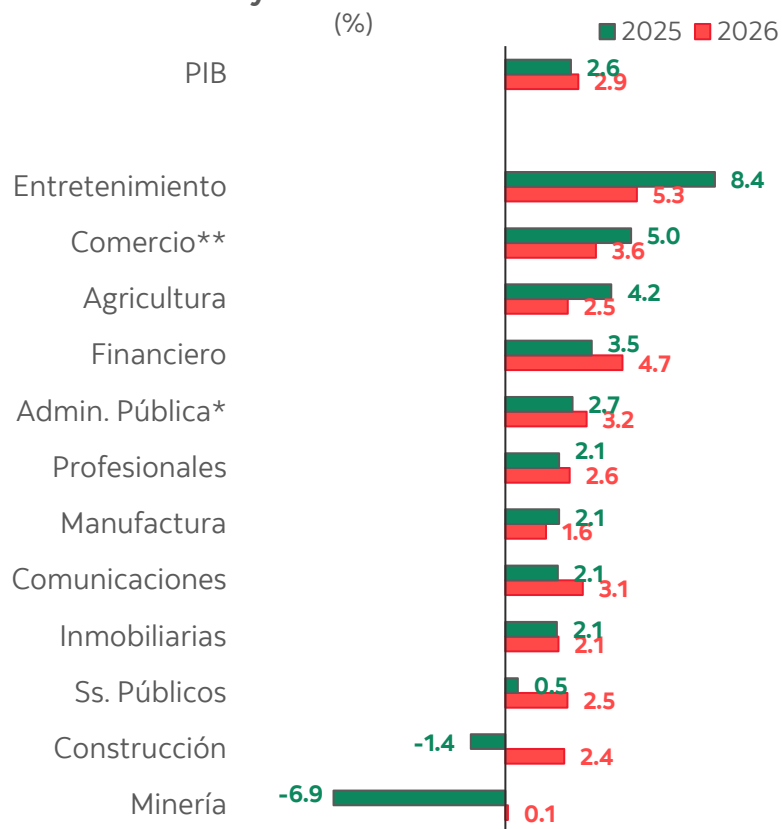
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

# Proyecciones: El impulso del sector privado sería protagonista.

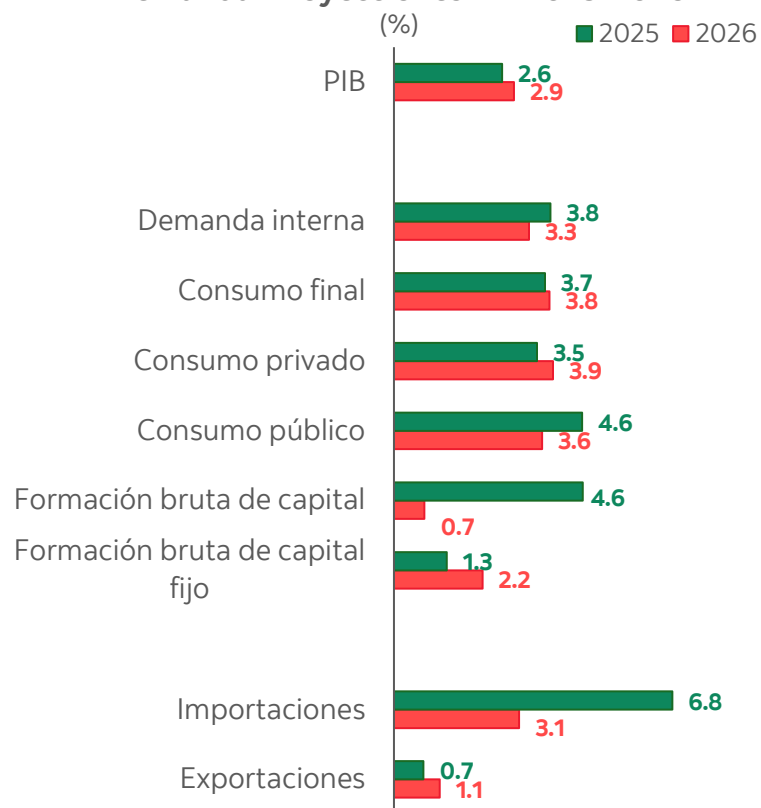
Sectores como entretenimiento y agricultura seguirán contribuyendo al crecimiento durante 2025, al tiempo que **la manufactura continuaría con su senda de recuperación**. En medio de restricciones fiscales, la reactivación dependerá del grado de dinamismo del sector privado.

**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 sumado al rezago en la inversión principalmente en la vivienda y edificaciones.

## Oferta: Proyecciones PIB 2025-2026



## Demanda: Proyecciones PIB 2025-2026



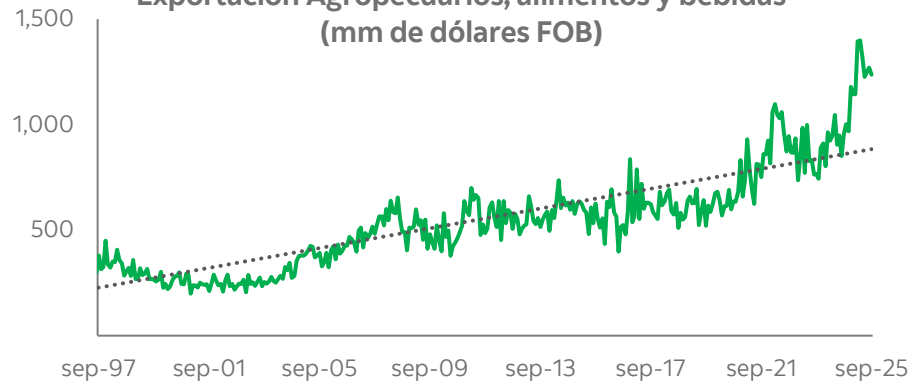
\*Administración pública, educación y salud. \*\*Comercio, transporte y alojamiento.

Fuentes: Scotiabank Economics.

# El sector primario ha registrado una recuperación considerable por cuenta de la agricultura y las mayores exportaciones de café.

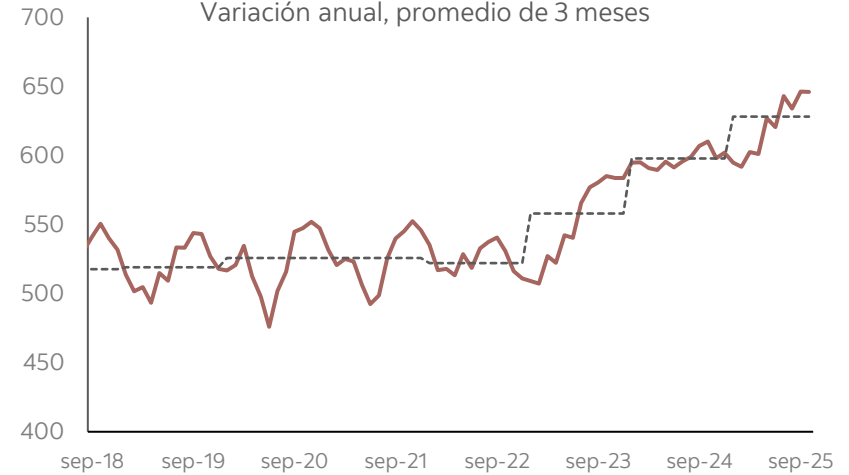
La actividad agrícola ha contribuido de manera significativa al crecimiento económico general en medio de una mejora en las condiciones climáticas y de mercado con incrementos en la producción y exportación de café y mejor abastecimiento nacional.

### Exportación Agropecuarios, alimentos y bebidas (mm de dólares FOB)

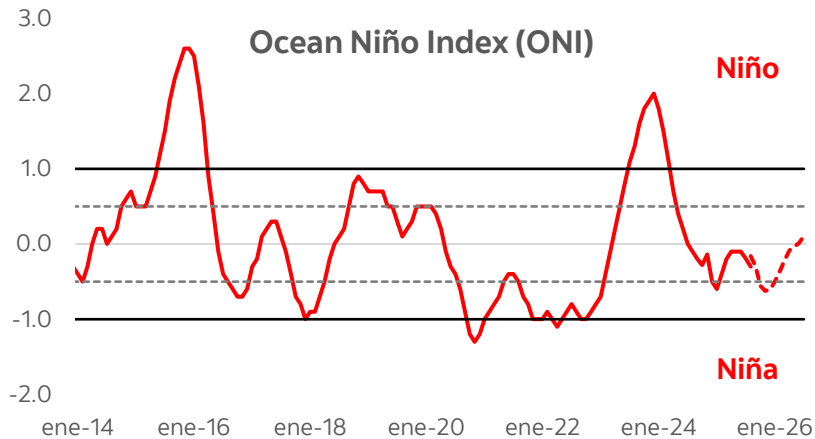


### Abastecimiento nacional de productos agrícolas

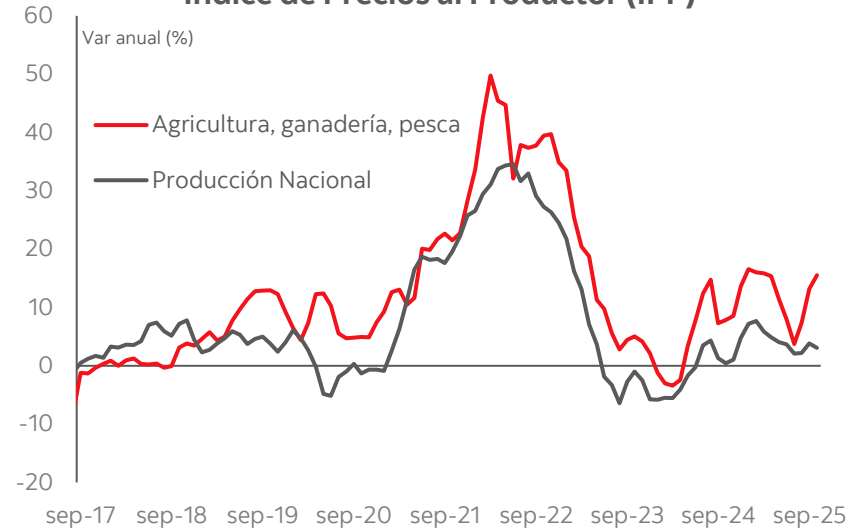
Variación anual, promedio de 3 meses



### Ocean Niño Index (ONI)



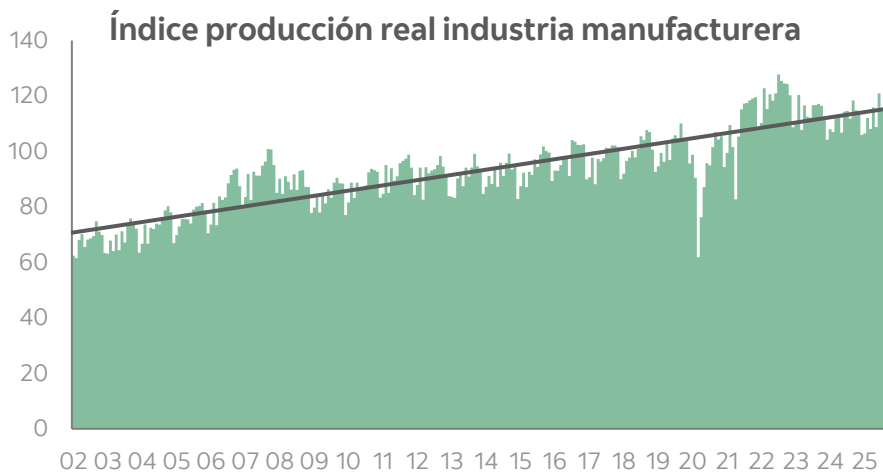
### Índice de Precios al Productor (IPP)



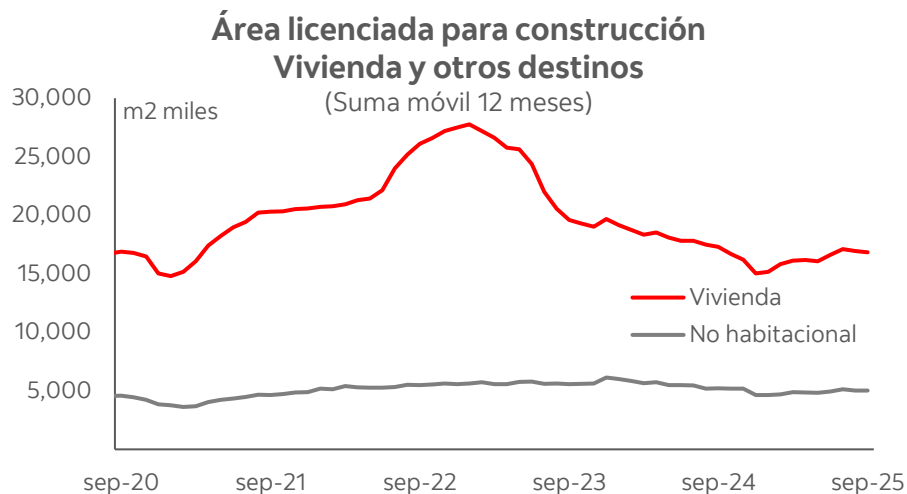
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

# El sector secundario empieza a mostrar una mejor reacción a los indicadores de consumo, no obstante hay subsectores que continúan rezagados.

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

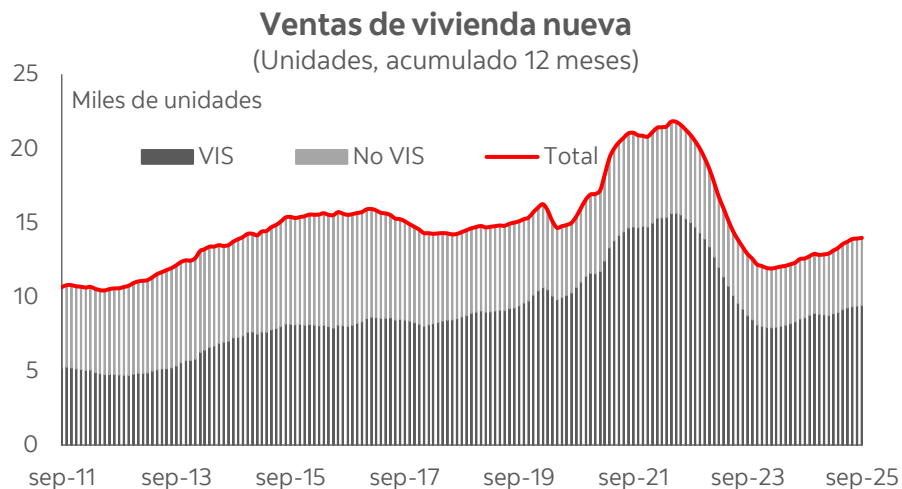


Las ventas de vivienda se mantienen en el nivel más bajo de la década. Menores tasas de interés podrían impulsar al sector de vivienda en el futuro.



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

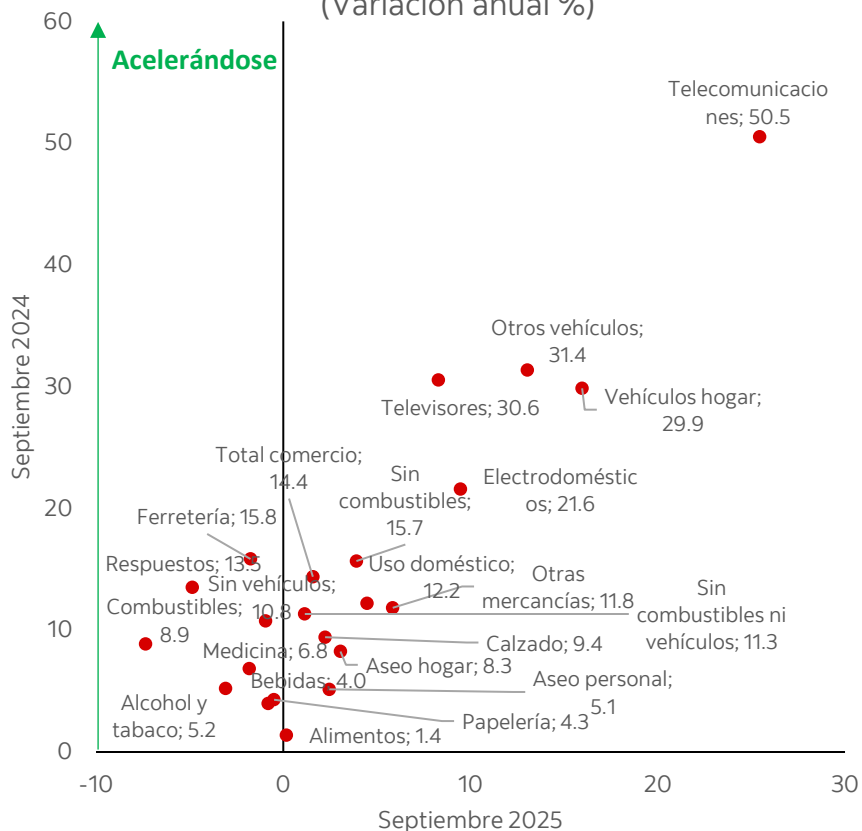
	dic-19	dic-20	dic-23	dic-24	abr-25	may-25	jun-25	jul-25	ago-25	sep-25
Alimentos y Bebidas	3,8%	0,5%	-7,6%	4,6%	-2,2%	5,8%	0,8%	6,3%	-2,3%	4,0%
Textiles y Calzado	7,3%	-2,1%	-11,7%	-1,8%	2,4%	8,7%	5,1%	10,4%	4,8%	10,3%
Químicos y Farmacos	7,8%	0,1%	-3,3%	-1,9%	-1,4%	3,9%	2,2%	3,6%	4,7%	6,0%
Caucho, Plástico, Vidrio, Metales	0,3%	3,2%	-7,0%	-2,2%	-6,2%	-1,0%	1,2%	1,0%	-4,1%	5,0%
Maquinaria y Equipo	3,9%	6,9%	3,5%	5,2%	-8,8%	0,1%	10,0%	8,4%	3,2%	8,2%
Vehículos y partes	-11,3%	15,6%	-35,2%	18,0%	-2,7%	15,5%	31,8%	37,9%	35,3%	28,5%
Coquización, refinación de petróleo	5,9%	-1,7%	8,4%	0,4%	-1,9%	-7,4%	0,6%	5,1%	17,0%	2,2%
Otras industrias	1,1%	2,6%	-6,4%	0,9%	-4,3%	4,1%	0,3%	6,2%	-1,8%	1,8%



Fuentes: DANE, Camacol, Scotiabank Economics.

# El comercio se consolida como al principal palanca de la economía colombiana

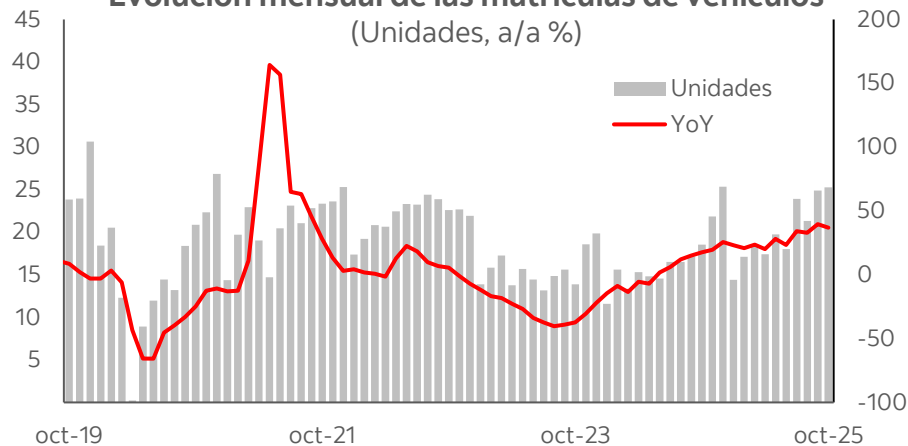
## Ventas reales del comercio minorista (Variación anual %)



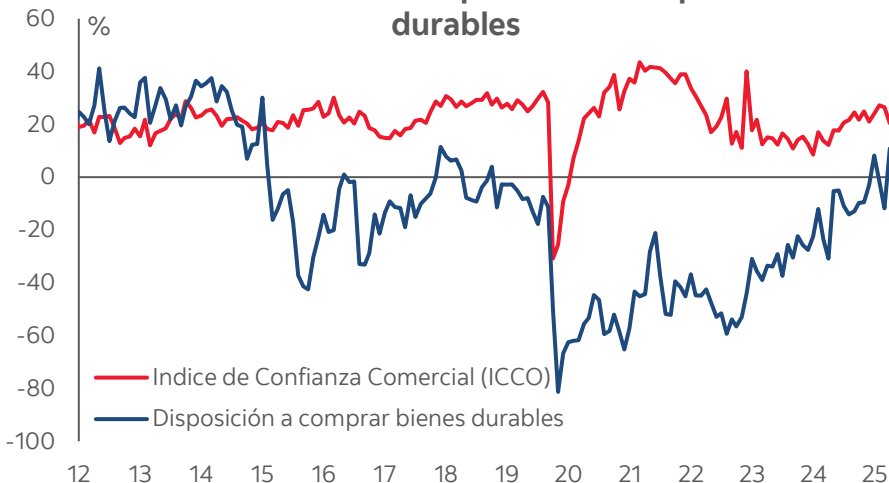
Los consumidores se encuentran más dispuestos a adquirir **bienes durables**. Las ventas minoristas se aceleraron a corte de julio, principalmente en los electrodomésticos y vehículos.

El comportamiento de la tasa de cambio ha favorecido las ventas en el **sector automotriz**. La mejor disposición a comprar bienes durables y la confianza comercial han aumentado.

## Evolución mensual de las matrículas de vehículos (Unidades, a/a %)



## Confianza Comercial vs Disposición a comprar bienes durables



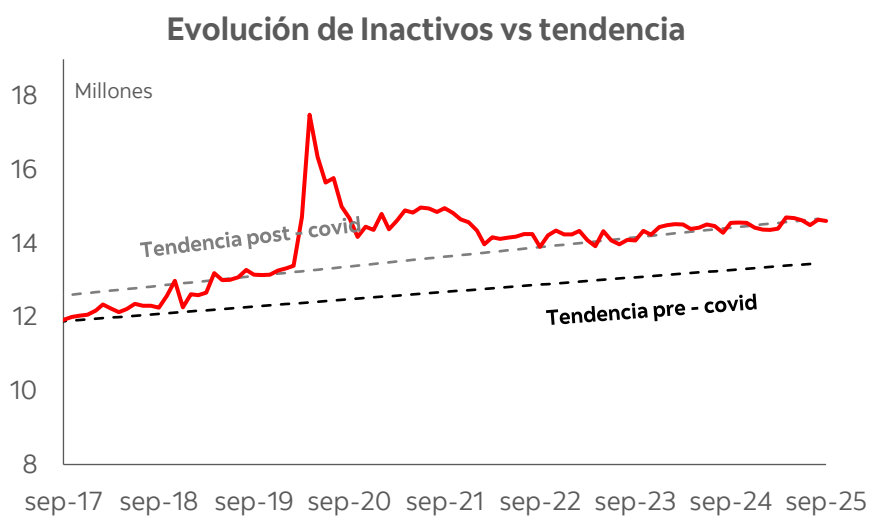
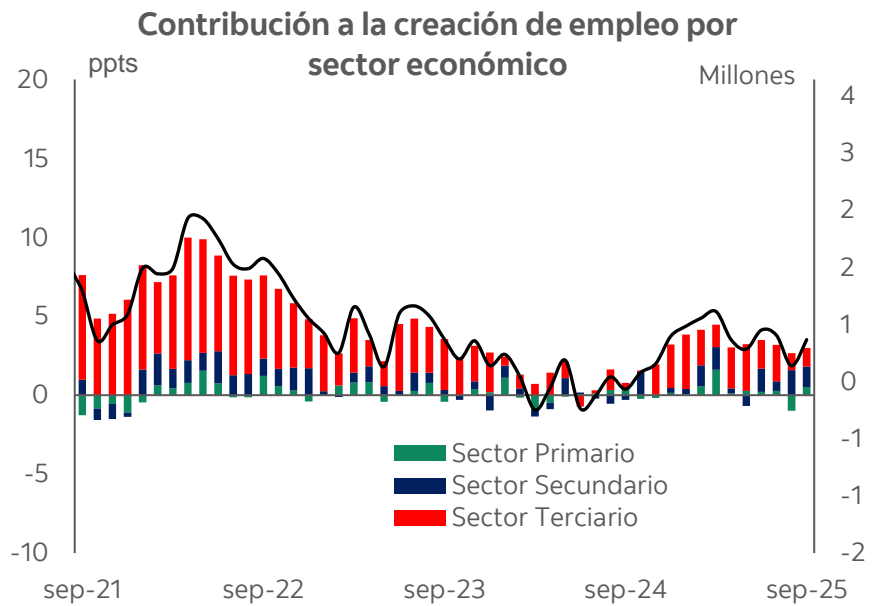
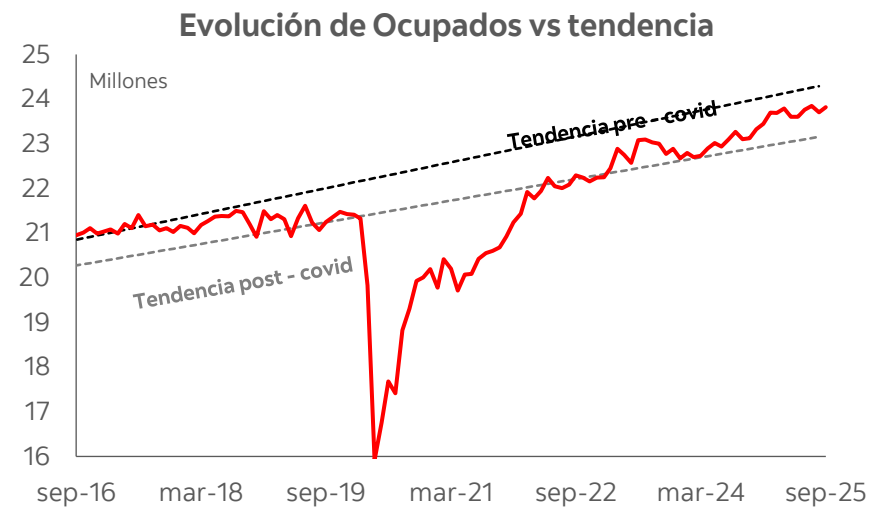
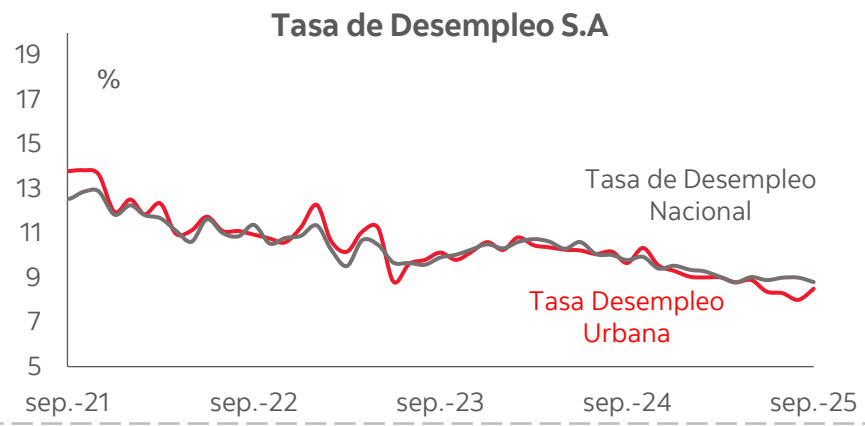
Fuente: Fedesarrollo, DANE, Andemos, Scotiabank Colpatría Economics.

---

# Mercado laboral

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

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

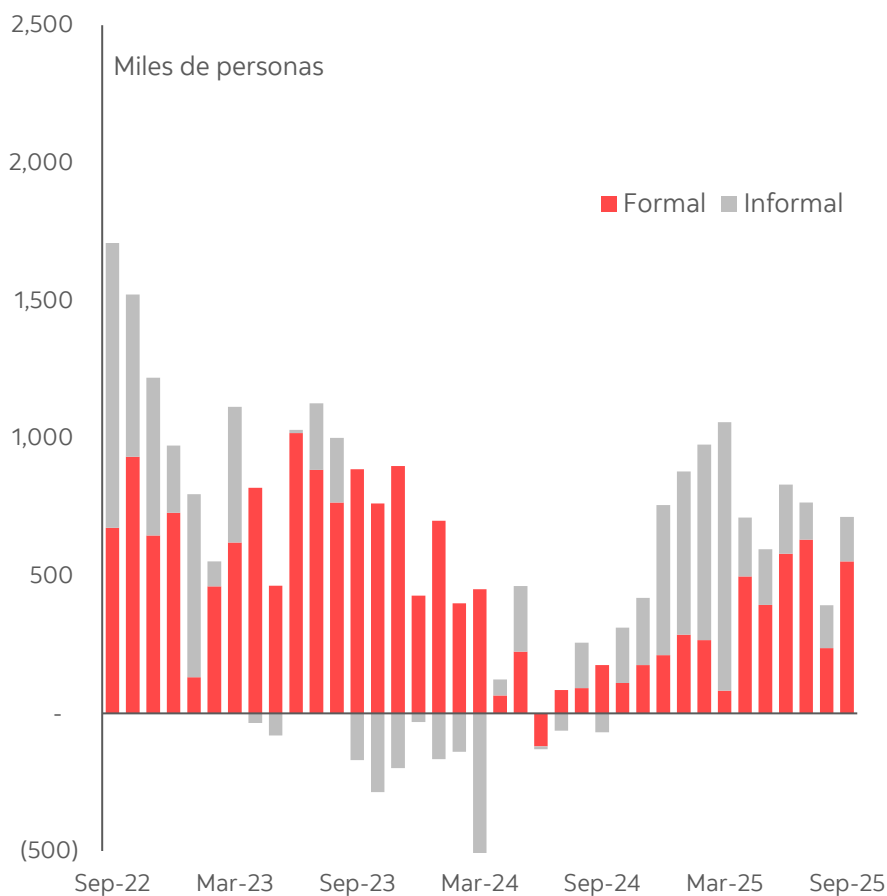


Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

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

De los más de 800 mil puestos de trabajo creados durante el primer semestre del año, el 58% han sido informales, principalmente en actividades como alojamiento y servicios de comida, construcción y comercio.

### Creación de empleo anual total nacional

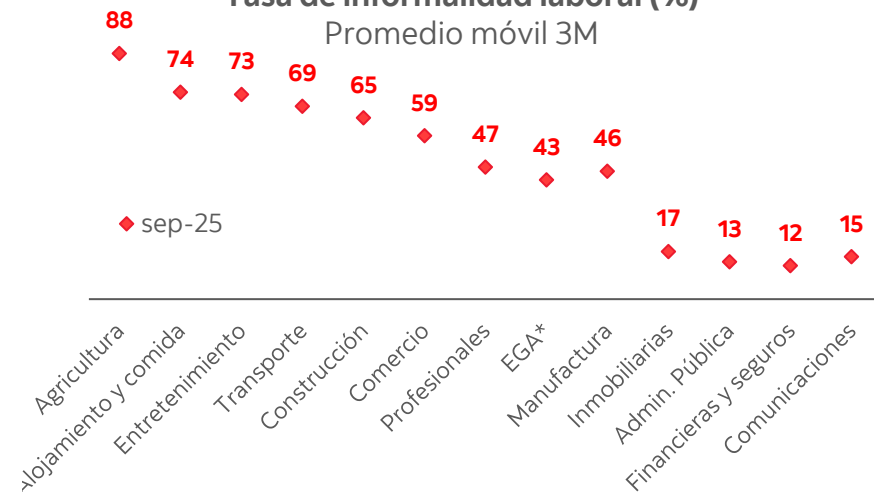


\*Electricidad, gas y agua.

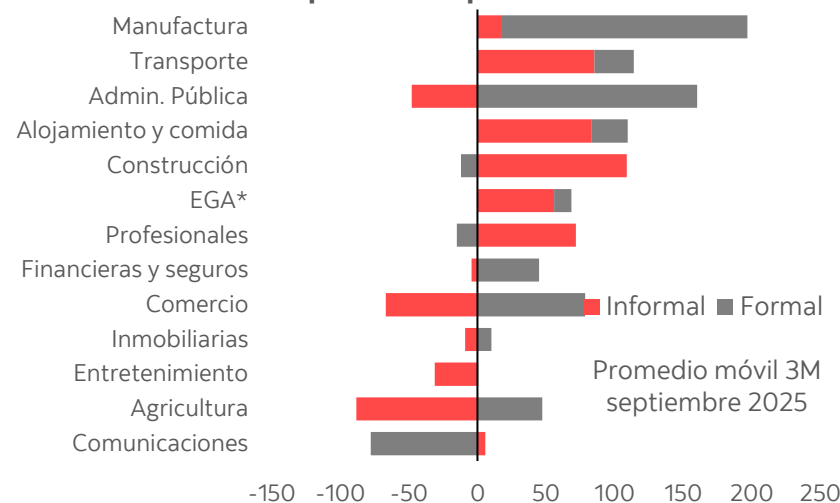
Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

### Tasa de informalidad laboral (%)

Promedio móvil 3M



### Creación de empleo anual por rama de actividad



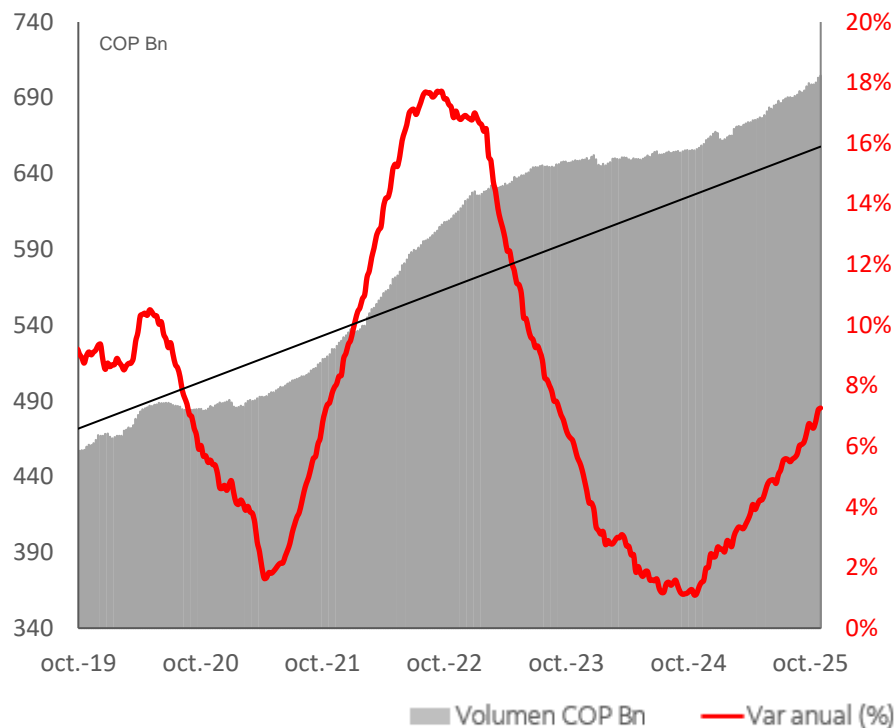
---

# Cartera

# La cartera se recupera gradualmente al tiempo que la calidad de la cartera comercial mejora a pasos mixtos.

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

## Cartera Bruta Total Sin Ajustar



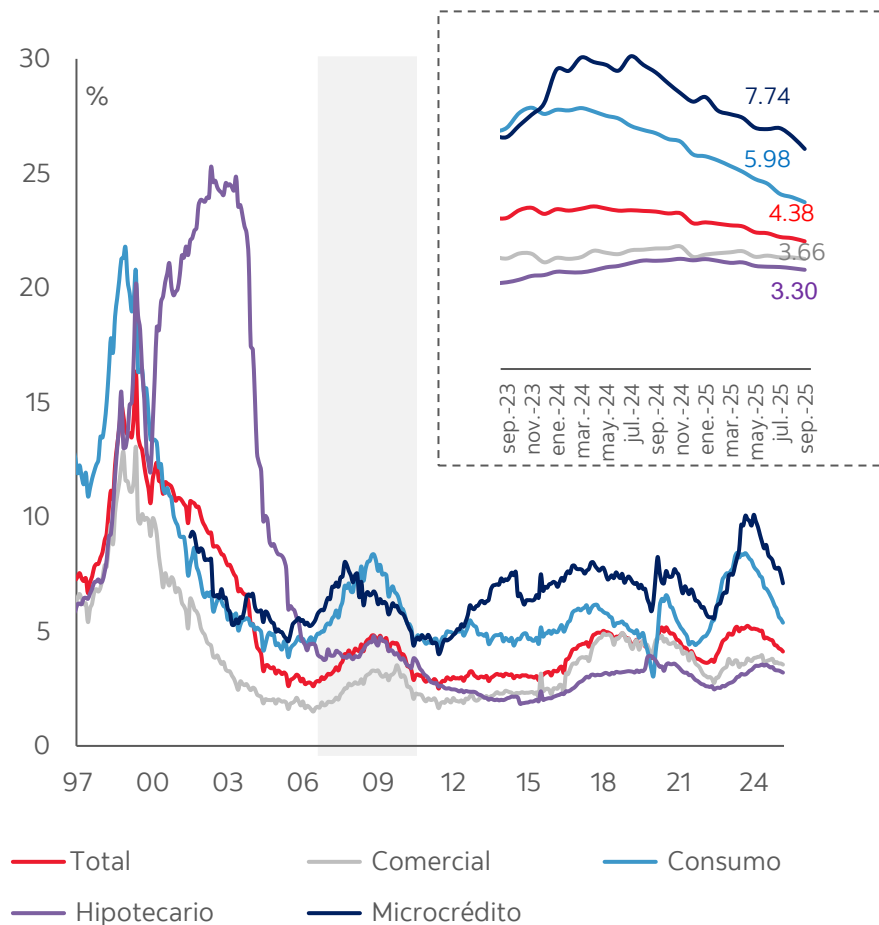
Fuente: BanRep, Scotiabank Economics,

### Pronóstico por tipo de cartera (Fin de periodo)

Año	Comercial	Consumo	Microcrédito	Hipotecaria	Total
2023	5,35%	-2,39%	11,46%	8,30%	3,34%
2024	3,62%	-3,76%	7,96%	7,85%	2,06%
2025	6,64%	5,98%	9,15%	10,11%	7,10%
2026	5,07%	5,55%	6,52%	9,36%	5,99%

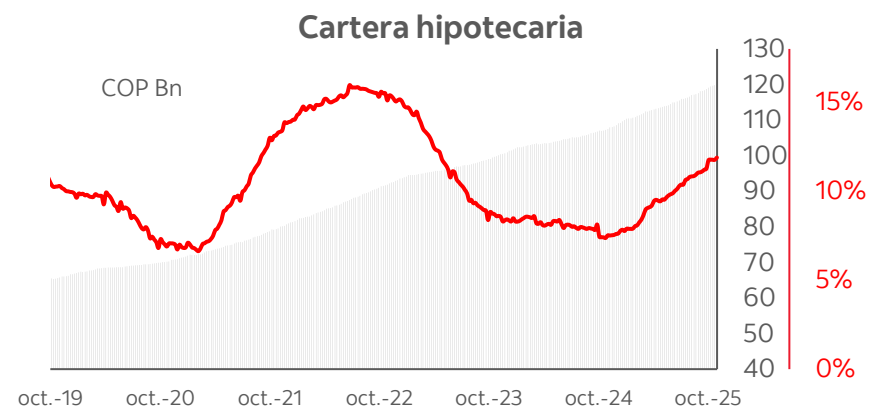
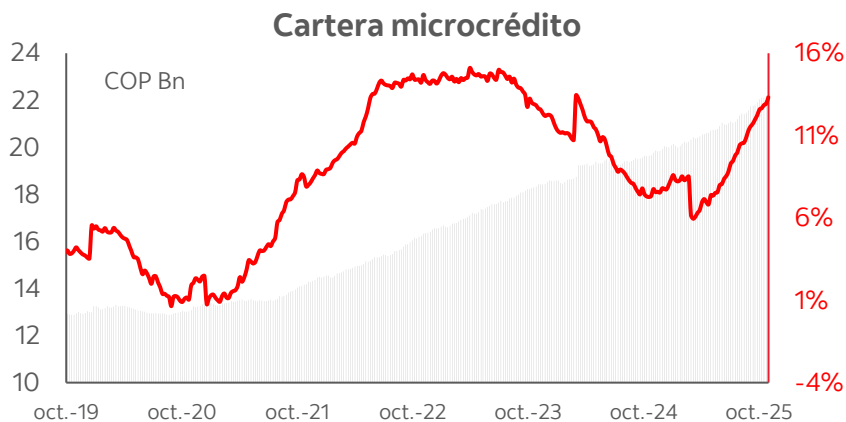
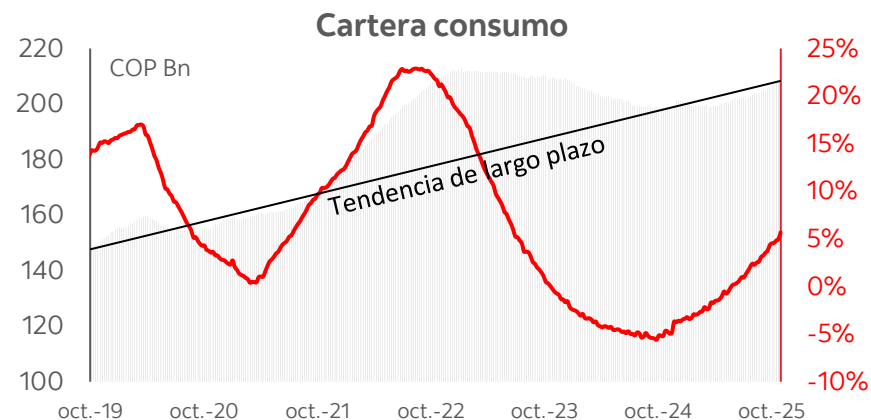
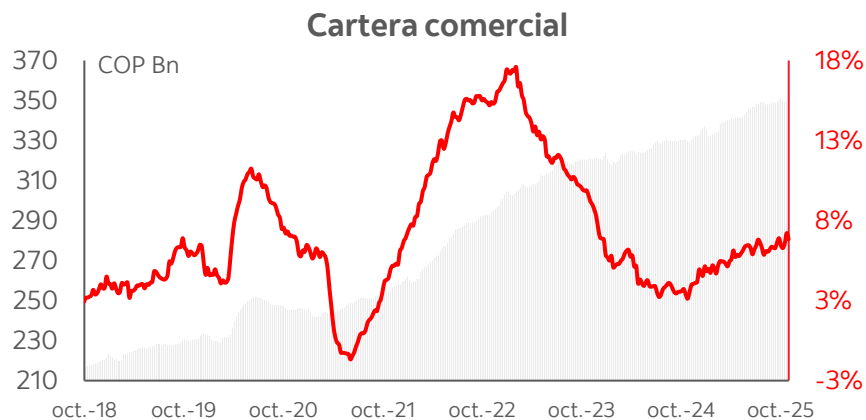
La calidad de la cartera continúa mejorando, especialmente la cartera de consumo

## Indicador de calidad de cartera (%)



# Los efectos de *crowding-out* de la economía se han evidenciado en una recuperación gradual de la cartera en niveles inferiores a lo inicialmente esperado.

La cartera de consumo se expande nominalmente, su stock se alinea con la tendencia de largo plazo. La cartera hipotecaria está estable mientras que la comercial crece sin mejorar su calidad.



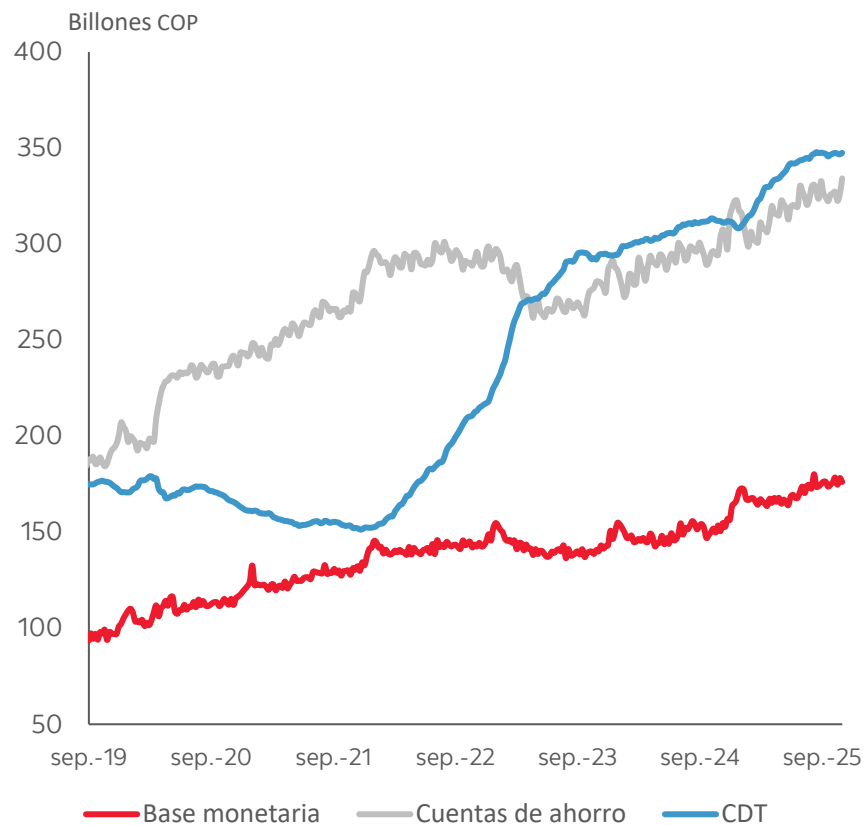
Fuentes: Banco de la República, Scotiabank Colpatría Economics

■ Volumen COP Bn    — Var anual (%)

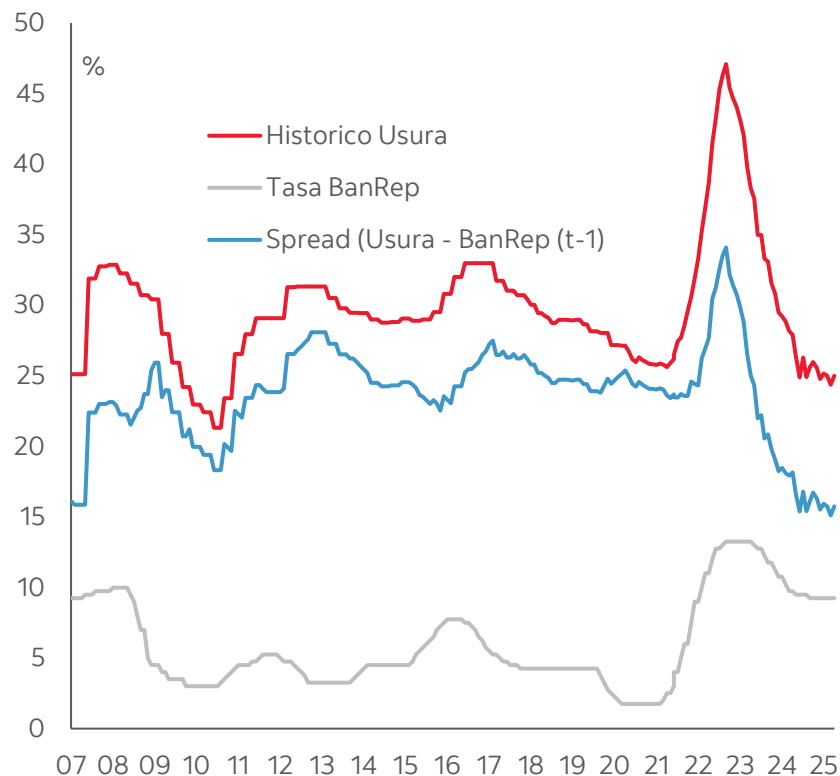
# La expectativa de tasas altas sigue favoreciendo la opción de ahorro frente a la demanda por crédito. Por otro lado, la regulación en la usura tardaría en cambiar.

El nivel de ahorro en CDTs sigue siendo relevante pese a la competencia que suponen las inversiones en deuda pública de corto plazo.

## Evolución de la Base Monetaria, Cuentas de Ahorro y CDTs



## Evolución de la tasa de usura vs tasa BanRep



Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

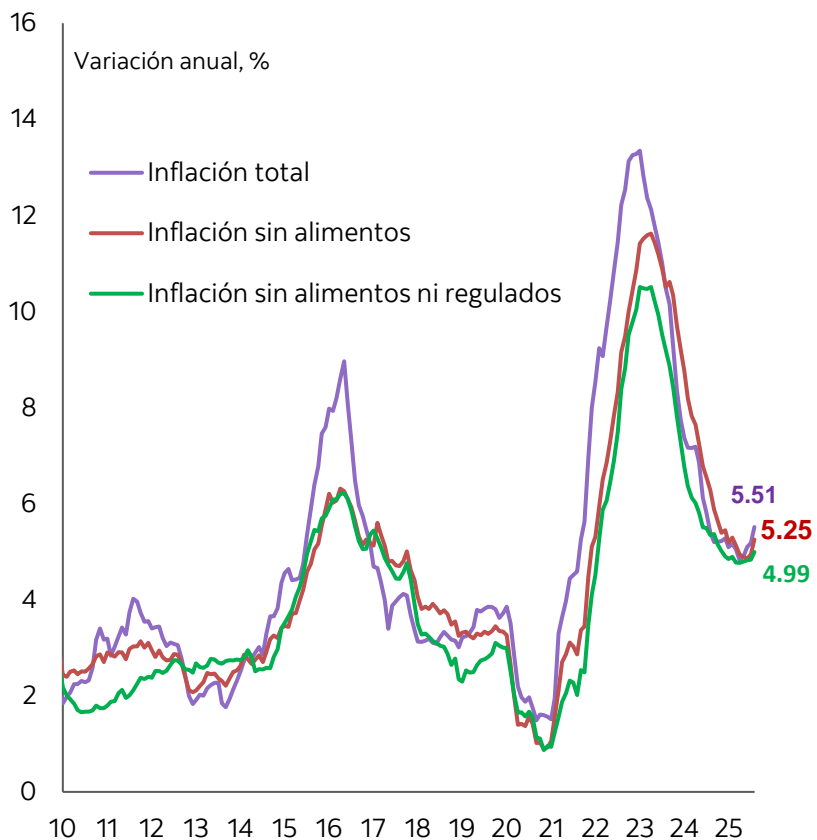
---

# Inflación

# La inflación no llegaría al rango meta en 2025, lo que apunta a la 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 representan retos en la trayectoria hacia la meta.

### Evolución de la Inflación al consumidor



### Efectos base en la inflación total



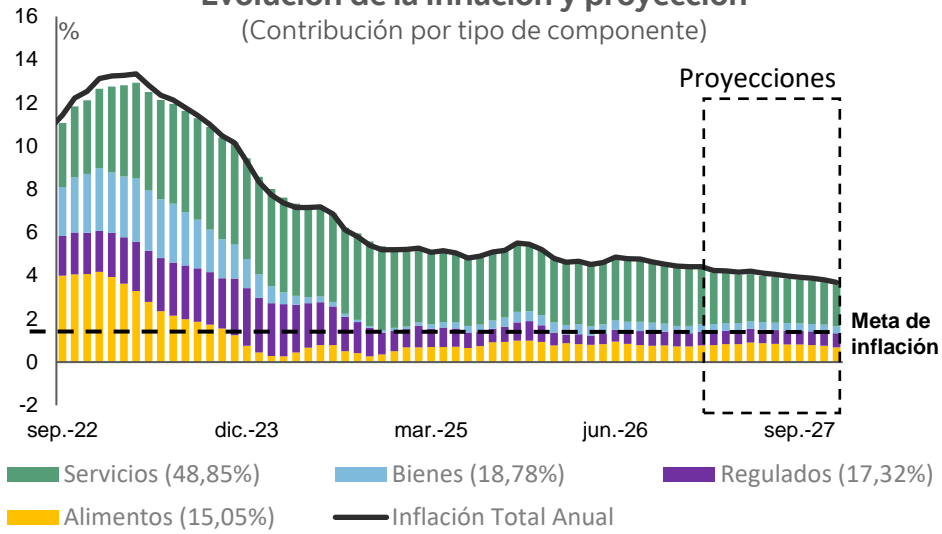
Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

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

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

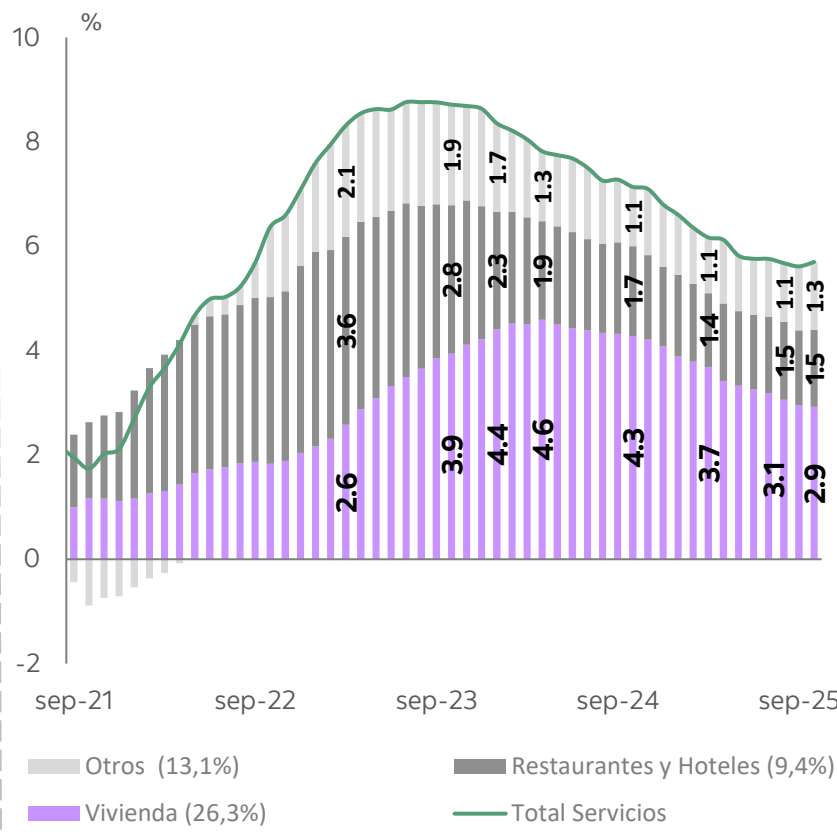
## Evolución de la Inflación y proyección

(Contribución por tipo de componente)



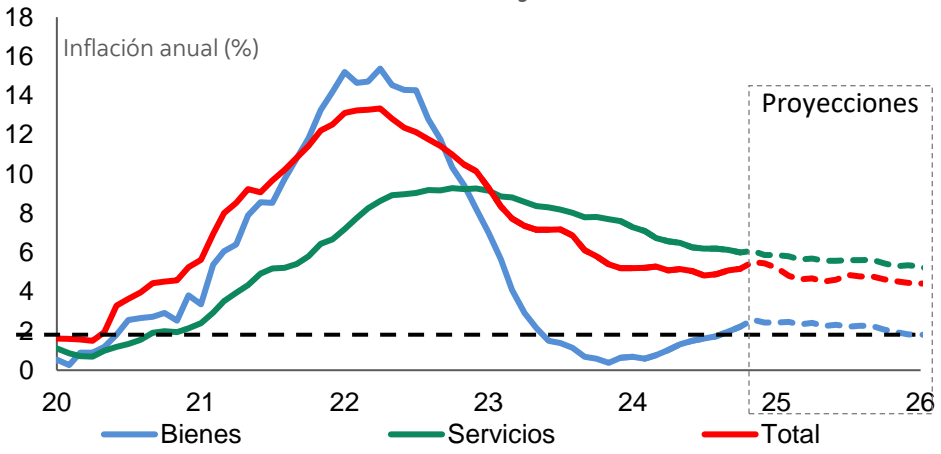
## Inflación anual de servicios

(Contribución por componentes)



## Inflación de bienes y Servicios

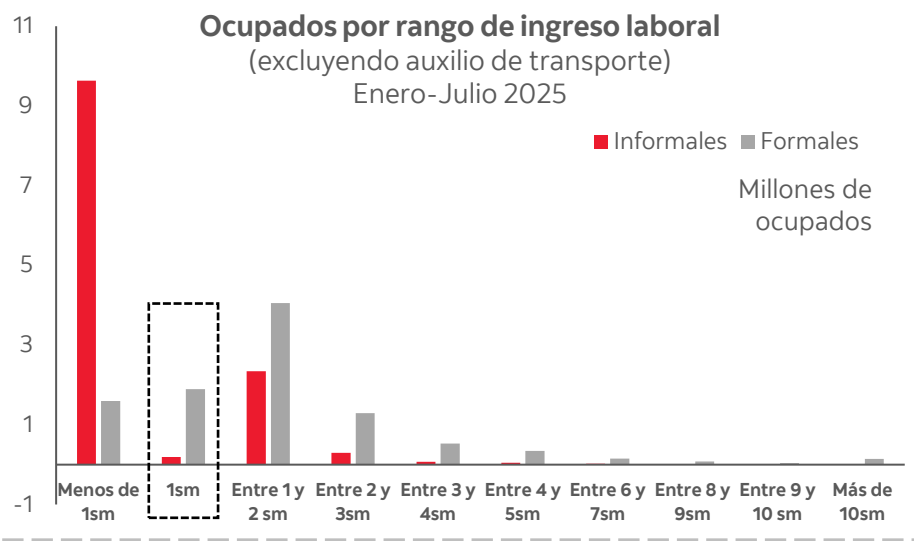
Inflación anual (%)



Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

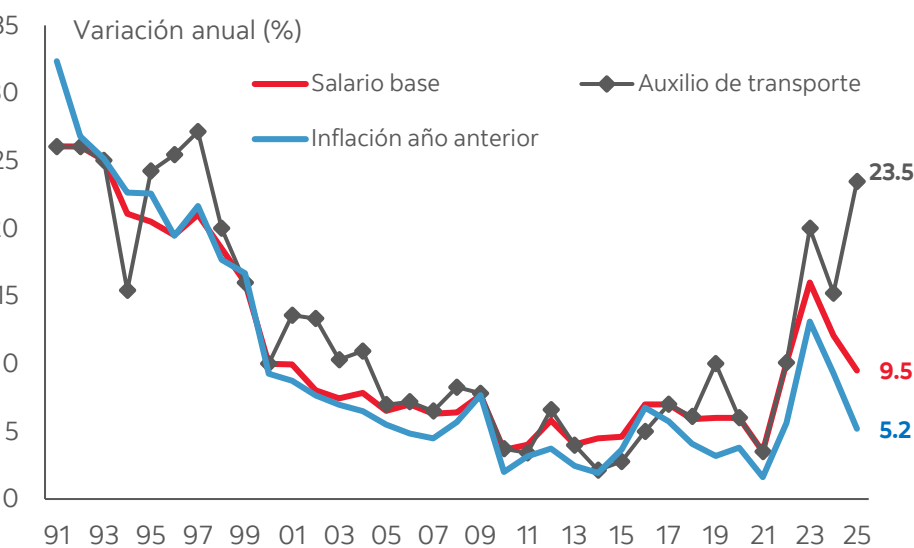
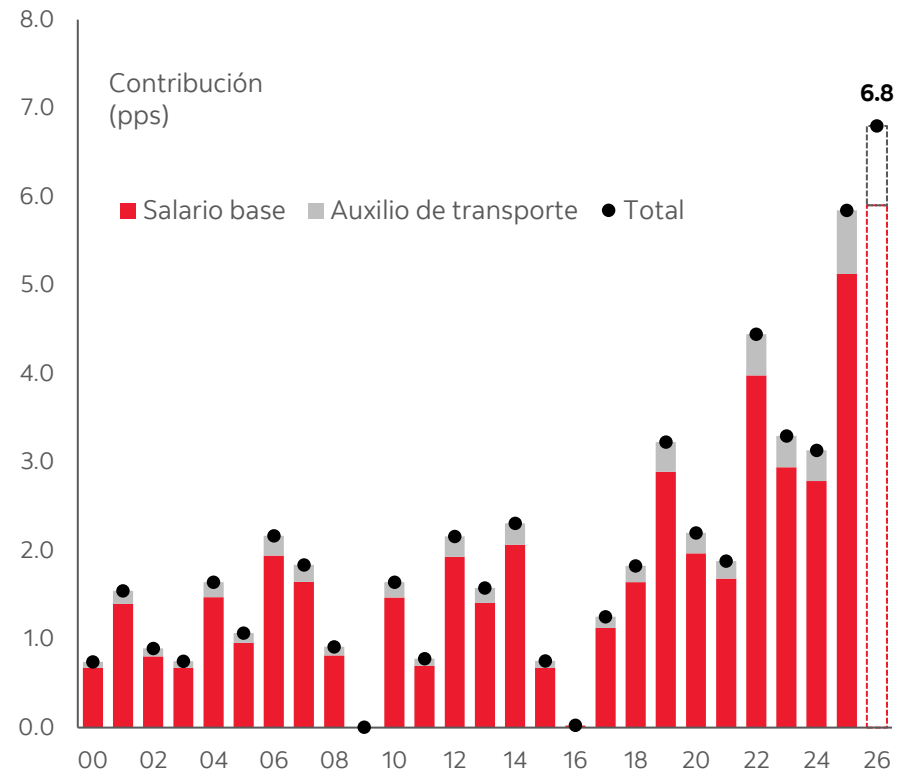
# Expectativas de Salario Mínimo 2026

En Colombia solo el 9% de los ocupados (2 millones de personas) gana el salario mínimo. Aun así, incrementos significativos en esta variable podrían retrasar aun más la convergencia de la inflación hacia la meta.



Un alza de dos dígitos para 2026 consolidaría el mayor incremento real en dos décadas, proyectándose como una decisión atractiva al cierre de la administración actual.

### Incremento real del salario y contribución por componente



## 2026

**+11%**  
Salario base

**+20%**  
Auxilio de transporte

Fuente: DANE, Banrep, Scotiabank Economics,

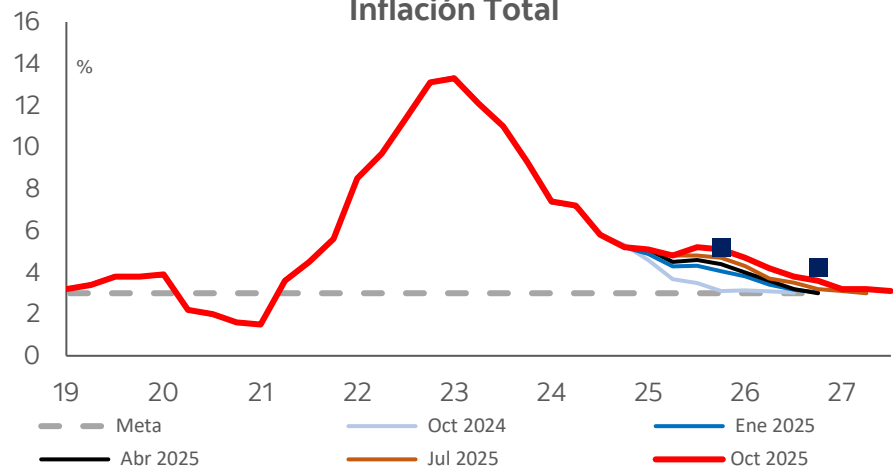
---

## Política Monetaria – Tasas de Interés

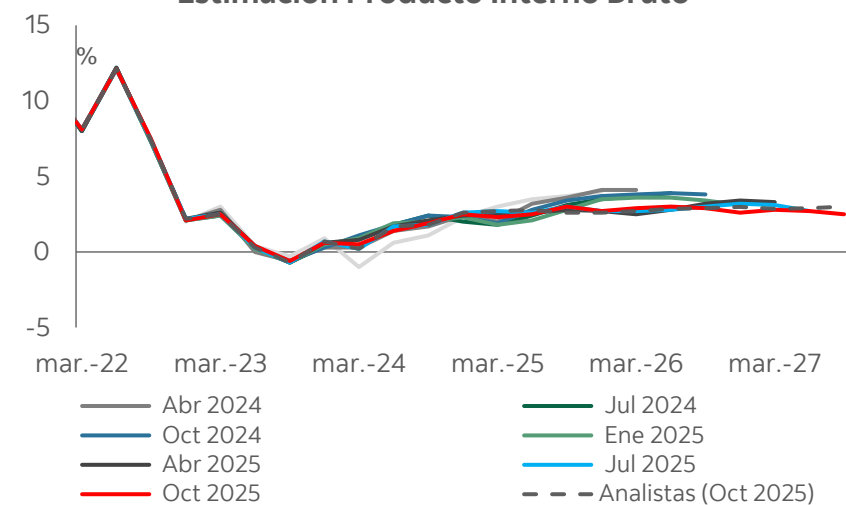
# Informe Política Monetaria: La inflación tardaría más de lo previsto en bajar.

El equipo técnico del Banco de la República revisó al alza sus proyecciones de inflación y tiene sesgos bajistas sobre el crecimiento económico; sin embargo, sus proyecciones no cambiaron para la tasa real neutral.

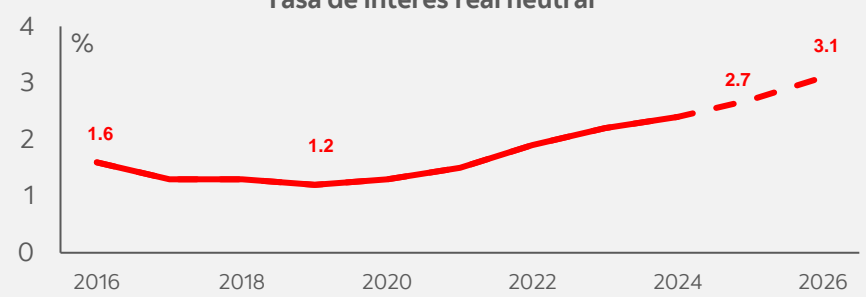
### Inflación Total



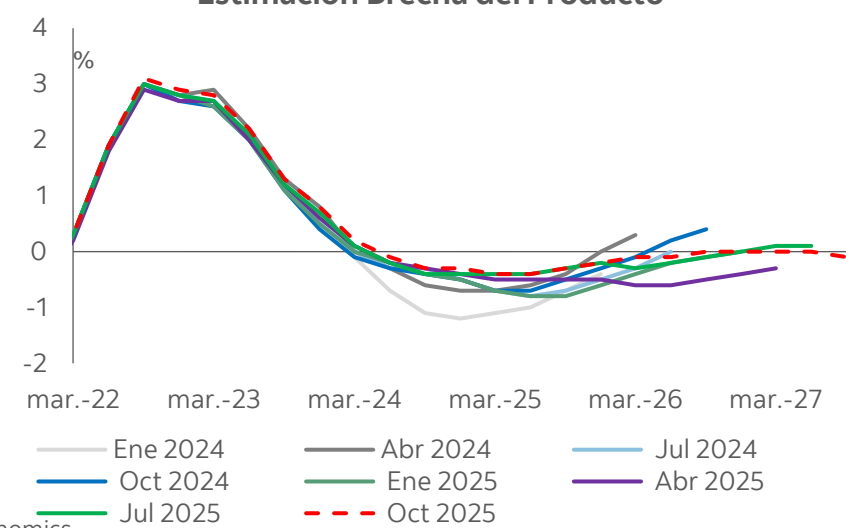
### Estimación Producto Interno Bruto



### Tasa de interés real neutral



### Estimación Brecha del Producto



Fecha de Informe	Inflación		PIB		Tasa Real Neutral	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026
<b>Abril 2025</b>	4,4	3	2,6	3	2,7	3
<b>Julio 2025</b>	4,7	3,2	2,7	2,9	2,7	3,1
<b>Octubre 2025</b>	5,1	3,6	2,6	2,9	2,7	3,1

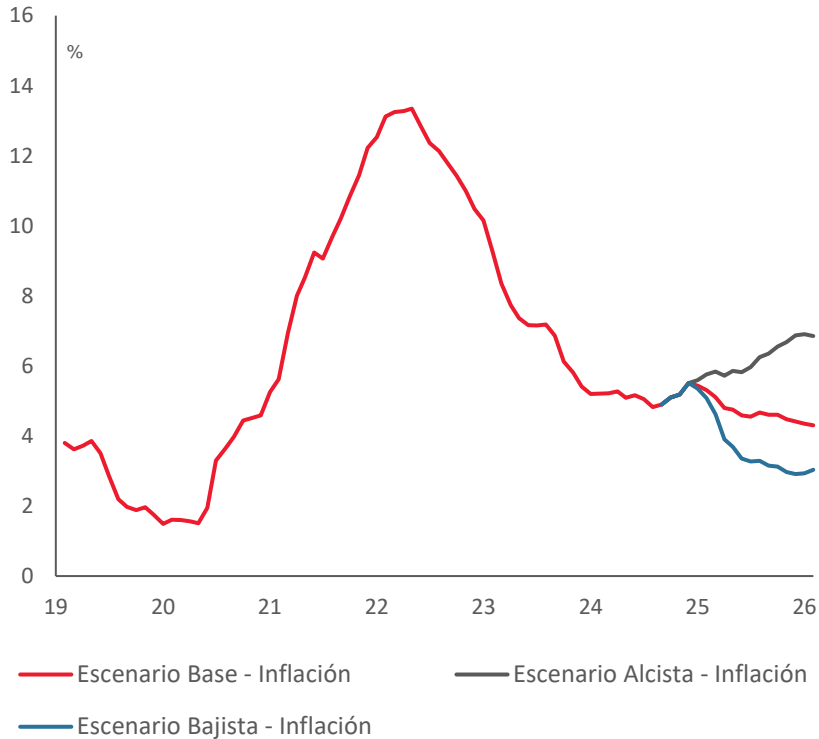
Fuente: Informe de Política Monetaria - Octubre de 2025, BanRep, Scotiabank Colpatria Economics.



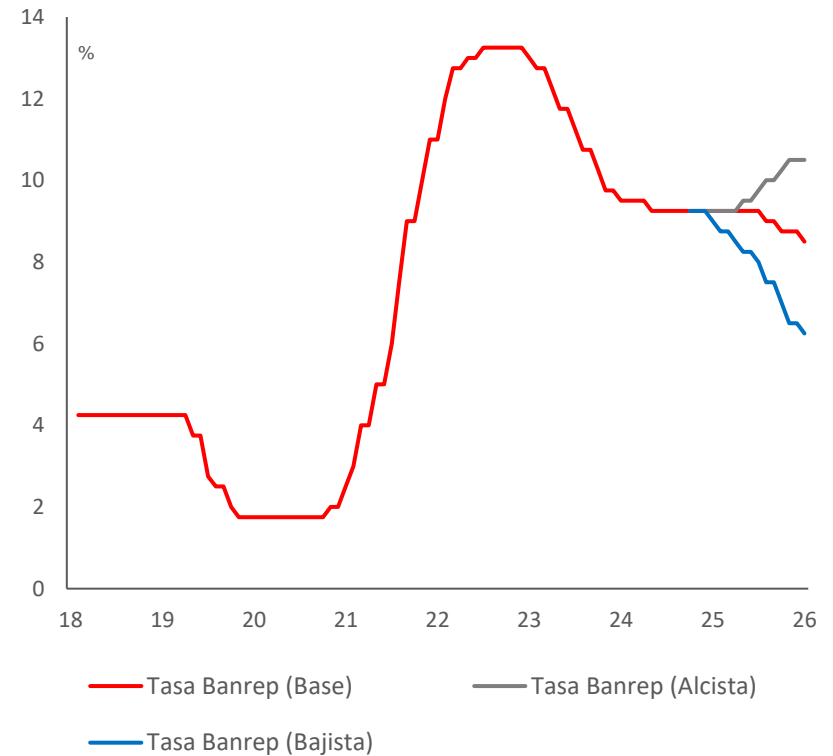
# Política monetaria : El escenario de riesgos podría implicar un retraso significativo en la llegada a niveles neutrales de las tasas de interés.

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

### Expectativas de Inflación



### Expectativa de tasas de interés.



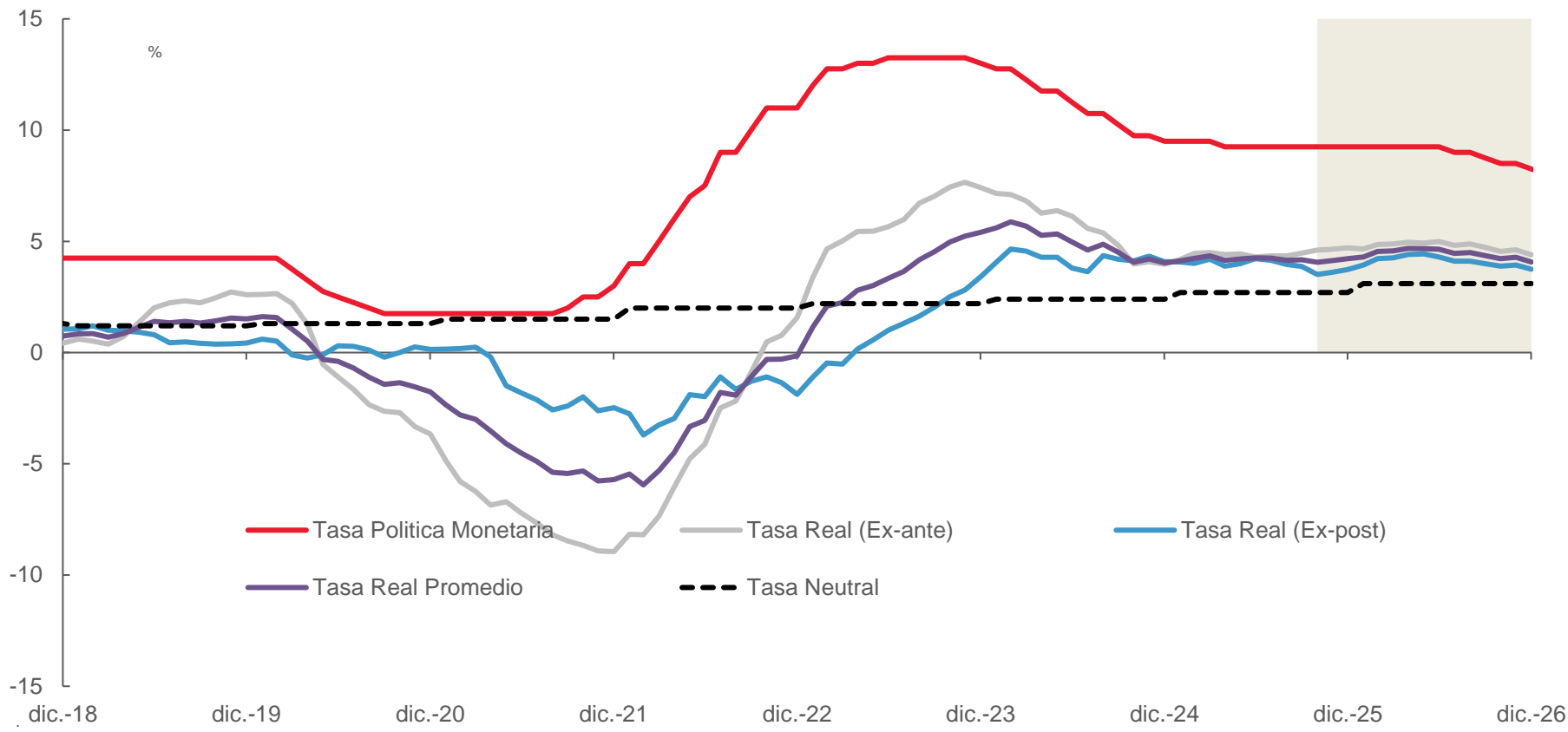
	2025												2026											
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Tasa de interés	9,50	9,50	9,50	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,00	9,00	8,75	8,75	8,75	8,50
Inflación	5.22	5.28	5.09	5.16	5.05	4.82	4.90	5.10	5.18	5.51	5.44	5.31	5.10	4.80	4.75	4.58	4.55	4.67	4.60	4.60	4.48	4.41	4.35	4.30

Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatría Economics.

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

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

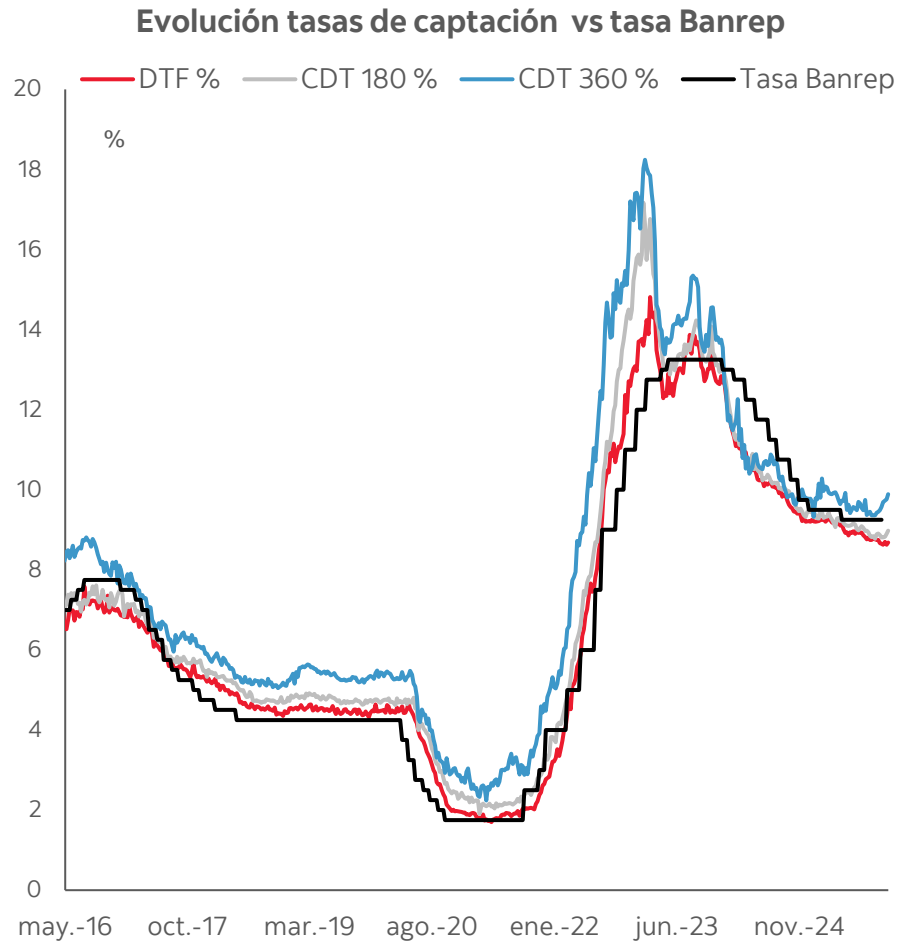
### Tasa de política monetaria nominal vs tasas reales



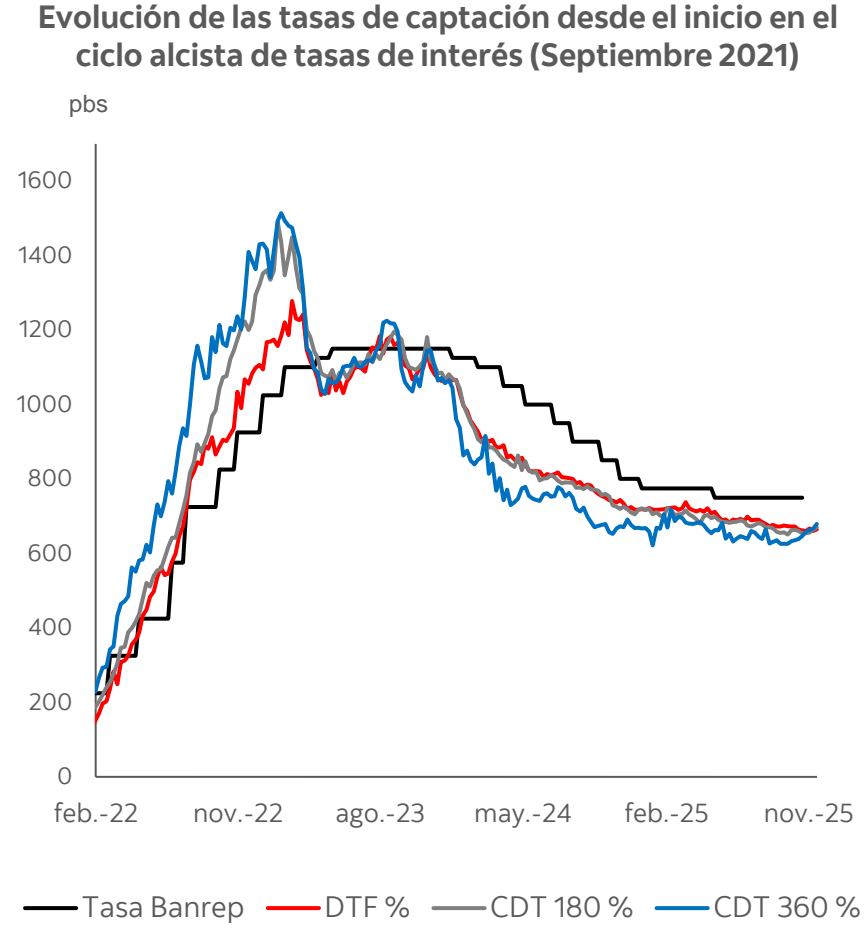
Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatría Economics.

# CDTS captación – Colocación – demanda crédito

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



Fuente: Banrep, Scotiabank Economics

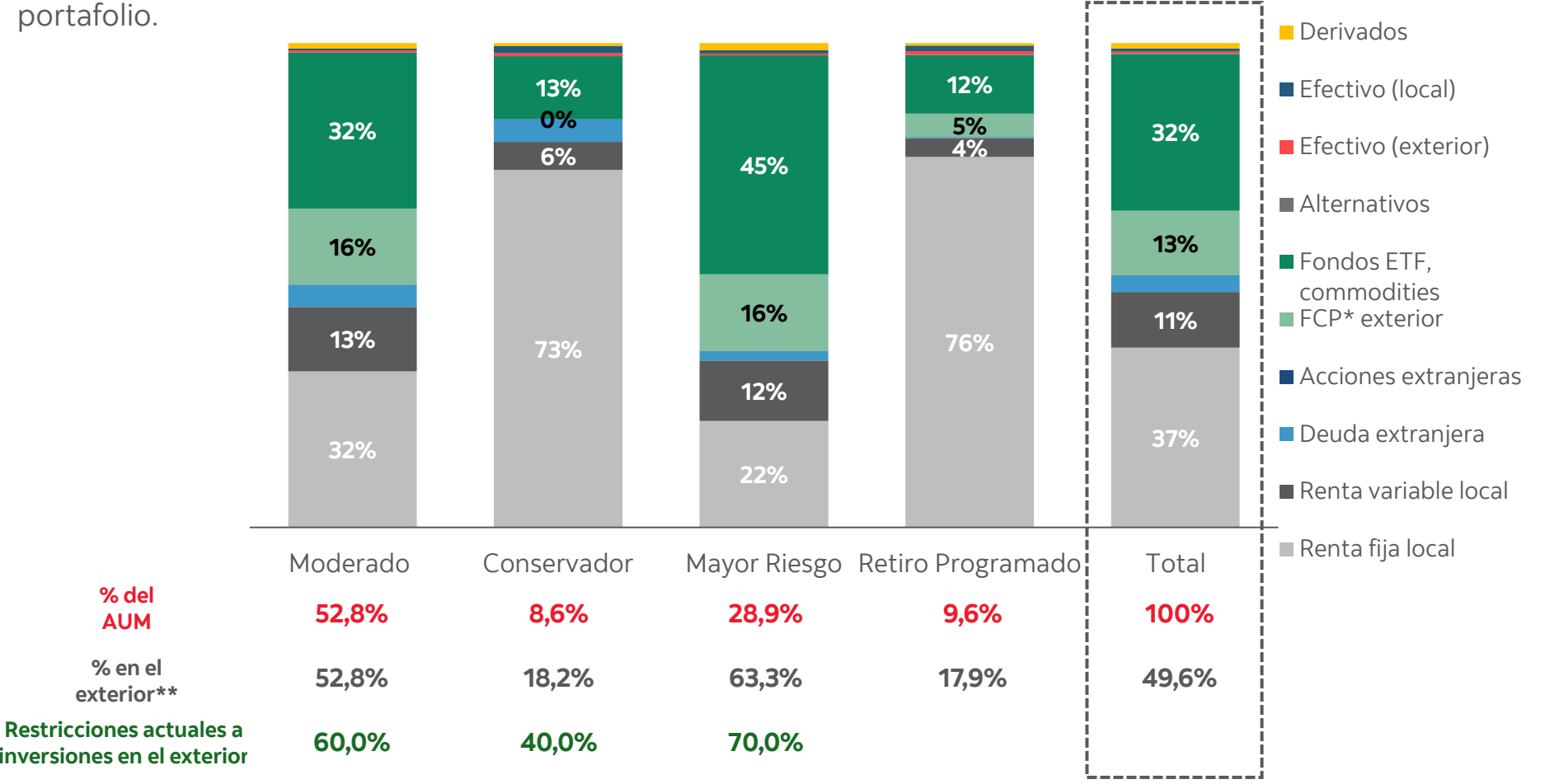


---

## Gobierno y Política fiscal

# Restricciones a las inversiones foráneas de las AFPs serían contraproducentes.

A corte de septiembre de 2025 el ahorro pensional en las AFPs ascendió a 526 bn **(31% del PIB)**. Aproximadamente el **50% de dichos fondos están invertidos en activos en el exterior**. Los fondos de mayor riesgo son los que mantienen la participación más alta en activos foráneos en línea con el perfil de riesgo del portafolio.



\*Fondos de Capital Privado  
 \*\*Se toman como inversiones en el exterior: efectivo en bancos internacionales, fondos ETF y commodities, Fondos de Capital privado en el exterior y acciones extranjeras.

Fuente: Superintendencia Financiera, Scotiabank Colpatria Economics

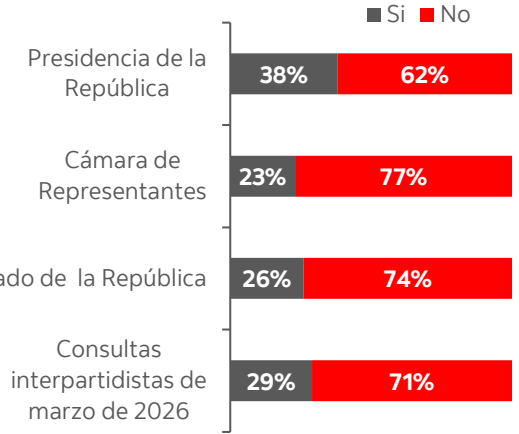
# Elecciones 2026: Las condiciones fiscales serán el mayor reto.

## ¿En qué momento deciden los colombianos su voto para cualquier elección popular? (%)



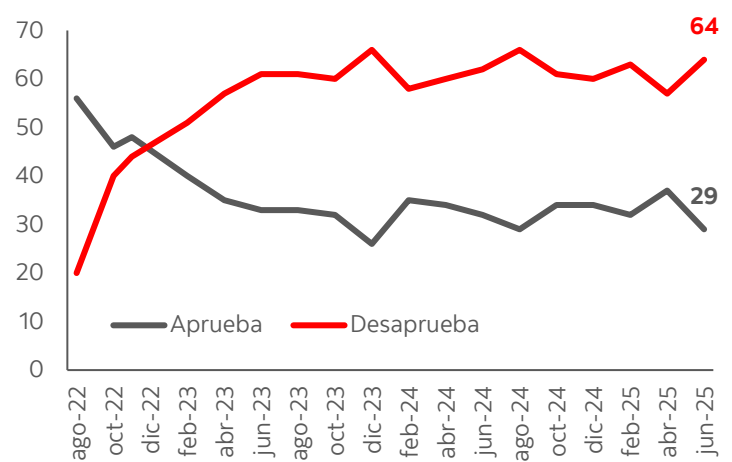
Fuente: Polimétrica – Mayo 2025

## ¿Ya tiene decidido por quién votar?



Fuente: Polimétrica – Noviembre 2025

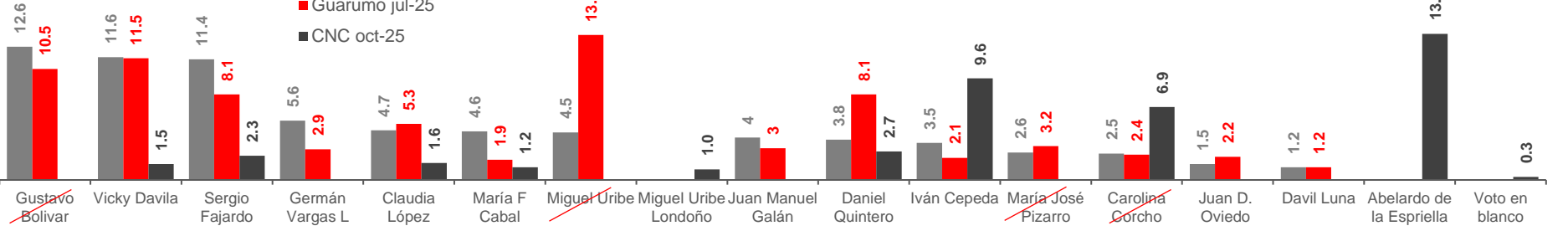
## Evolución aprobación Presidente Gustavo Petro



Fuente: Invamer – Junio 2025

## Intención de voto

### Encuestas Guarumo/ Econoanalítica/ Polimétrica

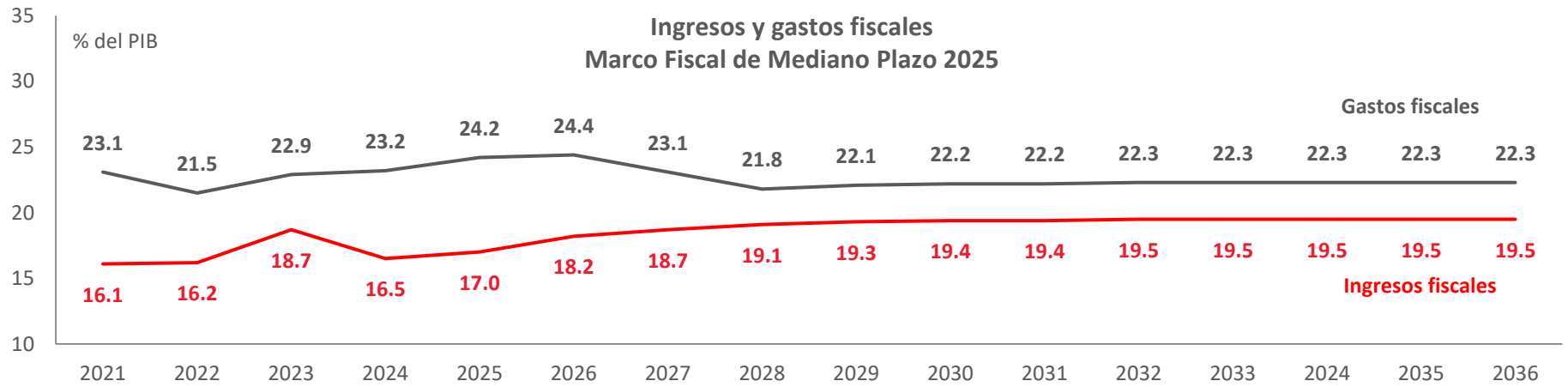


Fuentes: Guarumo (Julio 2025) / Econoanalítica (Abril 2025) / CNC (Octubre 2025)

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



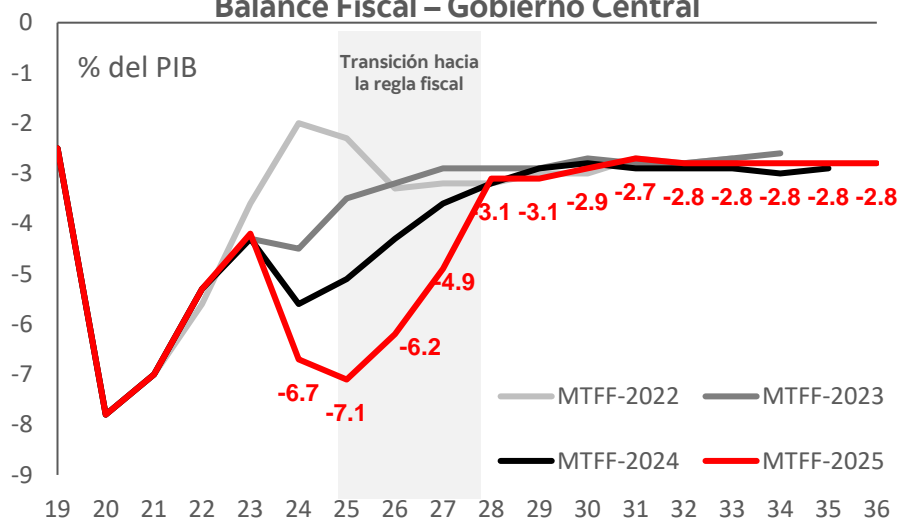
# La credibilidad en las proyecciones de ajuste fiscal es baja.



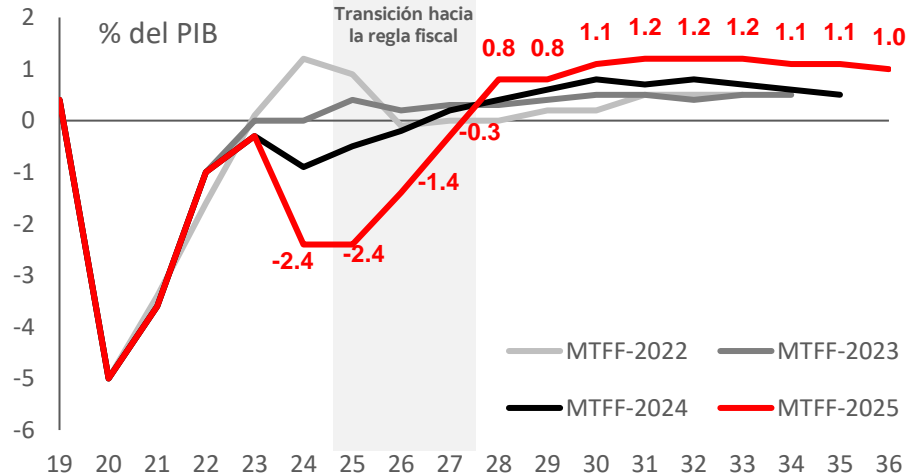
El ajuste propuesto para la transición hacia la regla fiscal comprende una **reforma a los ingresos a través de una reforma tributaria por COP 19 bn**, y reformas a los gastos inflexibles.

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

## Balance Fiscal – Gobierno Central



## Balance Fiscal Primario – Gobierno Central



Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Economics.

# La estrategia de financiamiento para 2025 se está poniendo a prueba.

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

La **estrategia de financiamiento** comprende:

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

Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Economics.

# Para 2026 se avizoran más señales de altas necesidades de financiamiento.

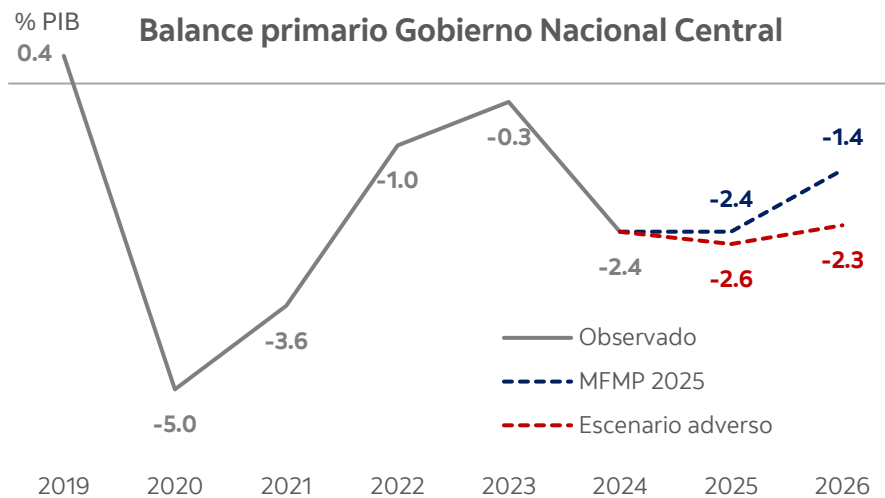
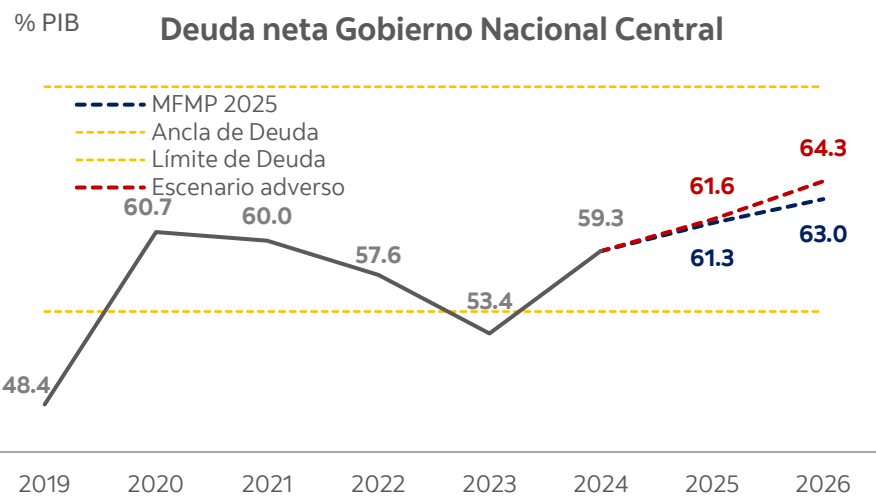
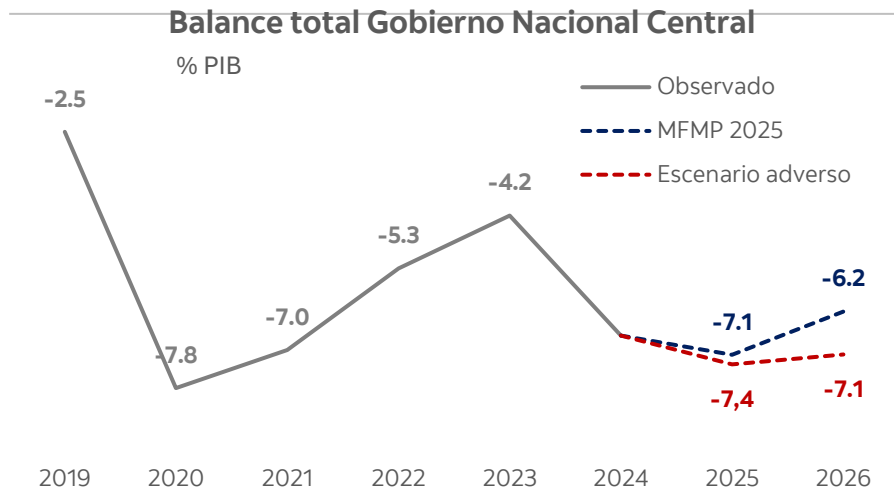
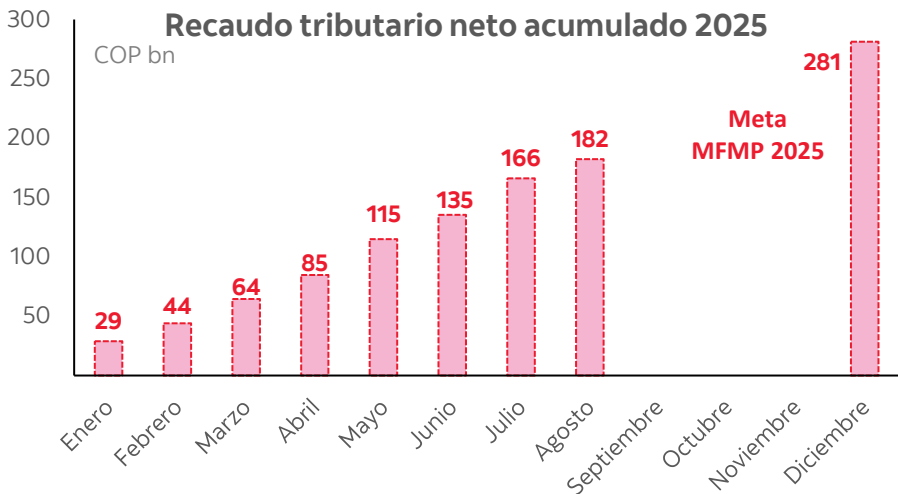
Uses and Sources 2026					
Sources (COP tn)	MTFF- 2025	PGN 206 (Current Projections)	Uses (COP tn)	MTFF- 2025	PGN 206 (Current Projections)
	171.5	176.5		171.5	176.5
<b>Disbursements</b>	<b>110.4</b>	<b>143.0</b>	<b>Fiscal Deficit</b>	<b>119.6</b>	<b>119.6</b>
Foreign Sources (USD 9.1 bn)	40.0	57.7	Primary balance	28.0	38.0
Bonds (USD 5 bn)	22.0	39.7	Local interests	67.8	57.8
Multilaterals (USD 2.6bn)	11.4	11.4	External interests USD 5.67 bn)	23.9	(USD 5.7 bn) 23.9
Commercials (USD 1.5bn)	6.61	6.6	Other net uses in USD (USD 378 m)	1.7	(USD 3.38 bn) 14.9
Local Sources	70.3	85.3	<b>Amortizations</b>	<b>25.3</b>	<b>25.3</b>
COLTES Auctions	60.0	65.0	External (USD3.92 bn)	17.3	(USD 3.92 bn) 17.3
Green bonds	1.0	1.0	Local	8.0	8.0
Public Entities	4.5	14.5	<b>Payment of obligations with debt serv</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>
Pensional bonds	4.50	4.50	Overdue Cour rulings	1.5	1.5
Payments with COLTES	0.3	0.3	<b>Payment of obligations with TES</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>
<b>Treasury operations</b>	<b>13.3</b>	<b>217.0</b>	ANI	0.3	0.3
Short-term bonds (TCO)	3.5	3.5	<b>Final availability</b>	<b>24.8</b>	<b>29.8</b>
Government Managed Funds	4.8	-3.3	COP	20.2	20.8
Repo operations	5.0		Foreign currency (USD 1.05bn)	4.6	(USD 2.05 bn) 9.0
<b>Accrual Adjustments</b>	<b>19.0</b>	<b>8.5</b>			
<b>Initial availability</b>	<b>28.8</b>	<b>24.8</b>			
COP	20.5	16.4			
Foreign currency (USD 1.95 bn)	8.3	(USD 1.95 bn) 8.3			

Source: MTFF 2025, PGN 2026, Scotiabank Colpatría Economics

# En 2025 y 2026 el déficit fiscal sería superior a lo estimado por el Gobierno nacional lo que conllevaría a mayores necesidades de financiamiento.

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

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



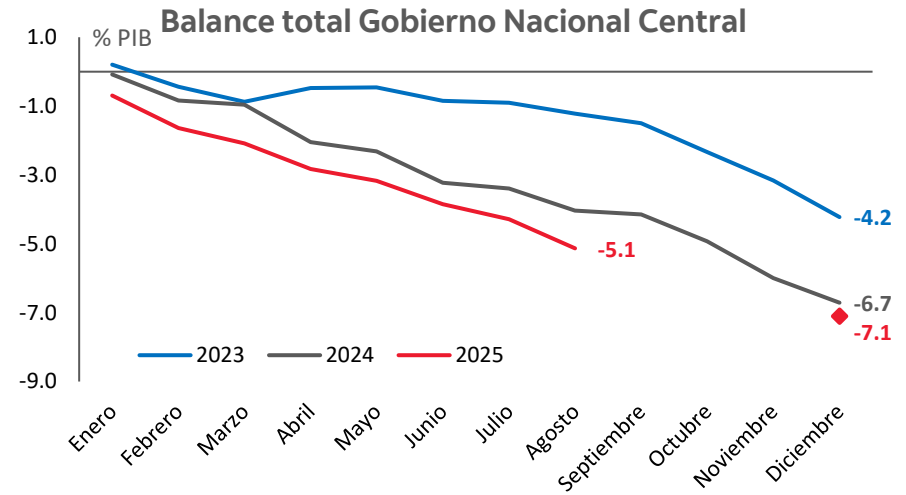
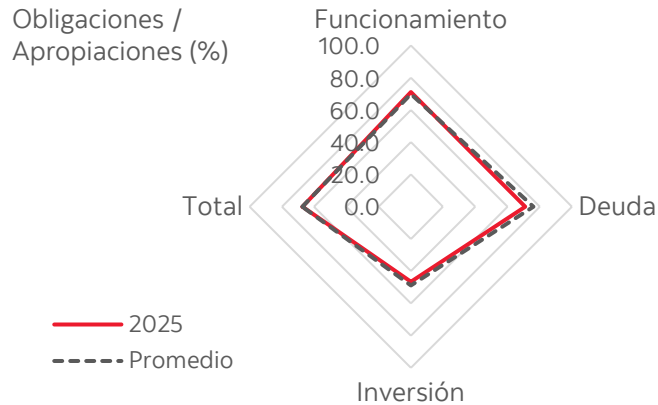
Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Colpatría Economics

# Parte de la estrategia para mitigar el alto déficit fiscal evidenciado estaría en retrasar la ejecución presupuestal, principalmente en rubros de inversión.

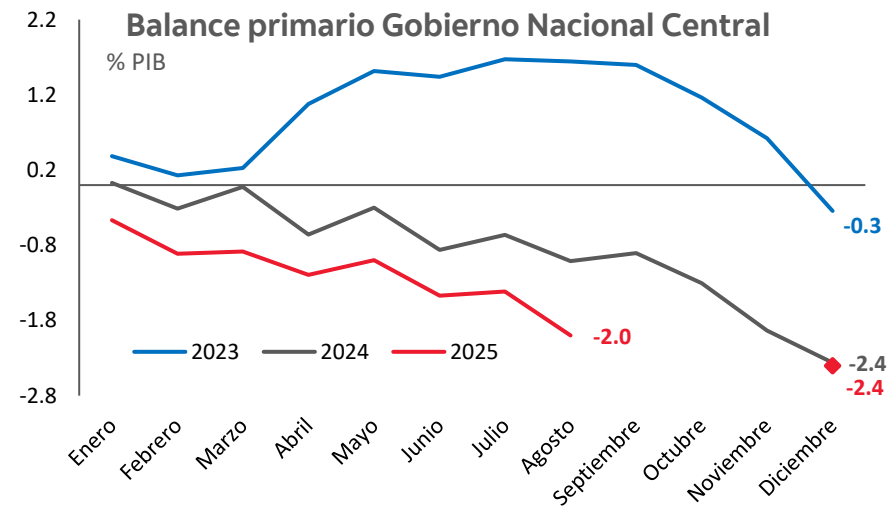
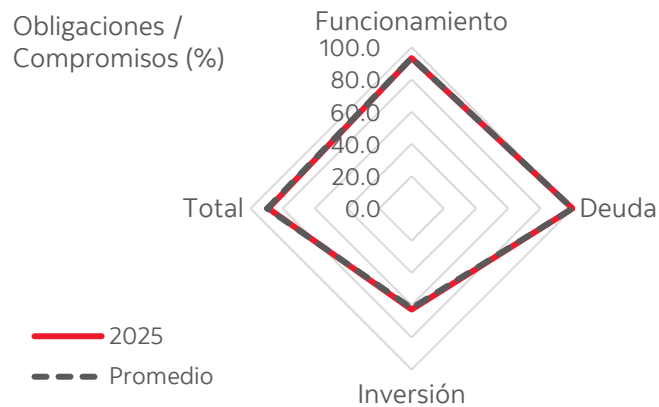
La ejecución presupuestal (sin deuda) a corte de octubre de 2025 se ubicó en 66,1% donde la **inversión** presenta el mayor **rezago**.

Entre enero y agosto de 2025 el déficit primario (sin intereses) fue de COP 36 bn (2,0% del PIB).

## Ejecución PGN a corte de octubre



## Rezago presupuestal a corte de octubre



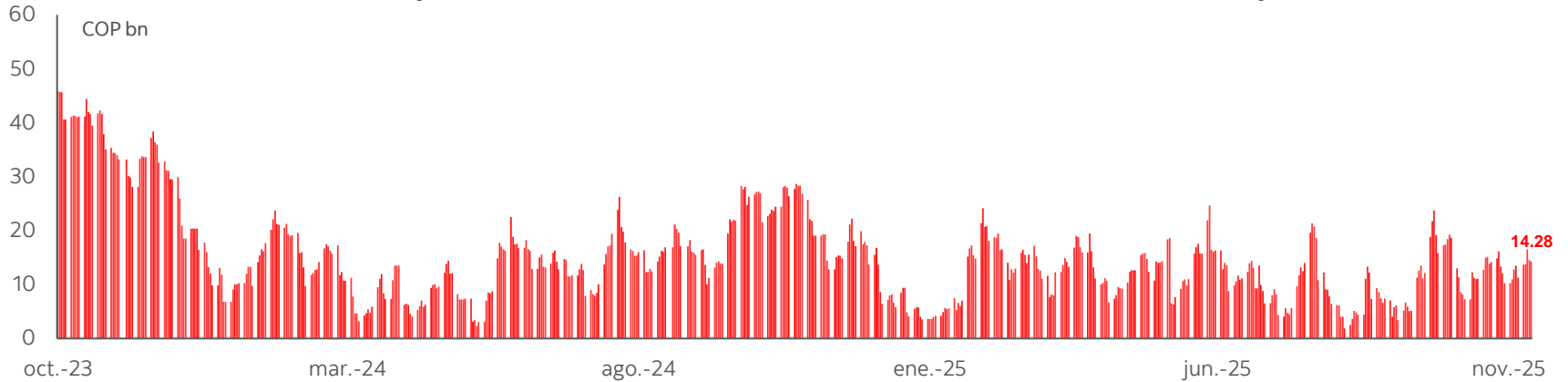
\*Promedio entre 2019 y 2025 a corte de octubre.

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

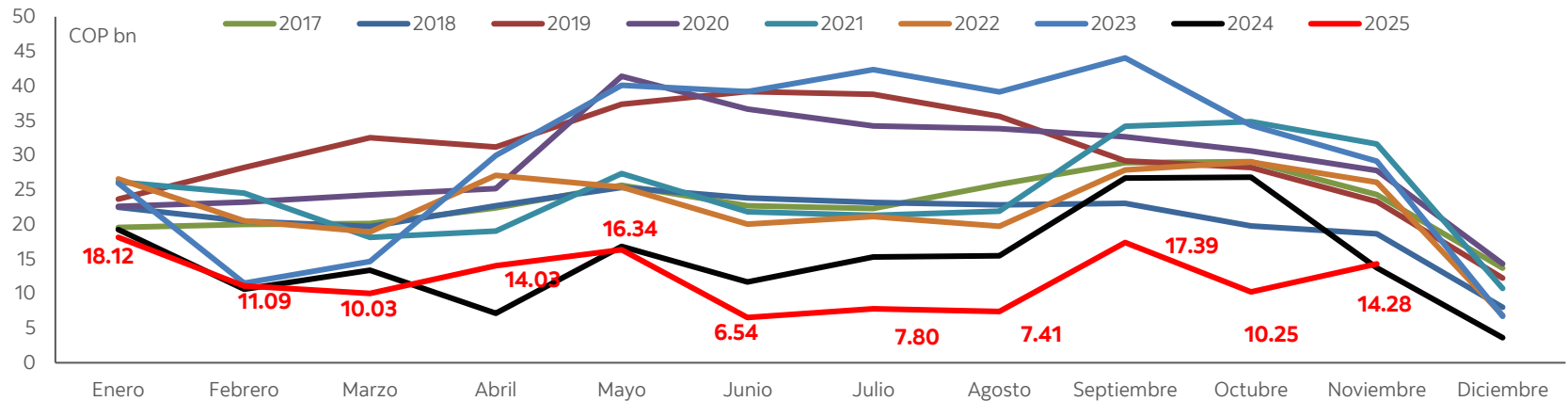
# La baja liquidez del Gobierno nacional amerita la diversificación de fuentes de financiamiento que soporten el escenario de gasto planteado para 2026.

La caja del Gobierno nacional evidenció una recuperación considerable en medio de las monetizaciones que ha registrado por préstamos desde el exterior. Sin embargo, se mantiene en mínimos de los últimos 8 años.

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



### Evolución del saldo de las diponibilidades por año

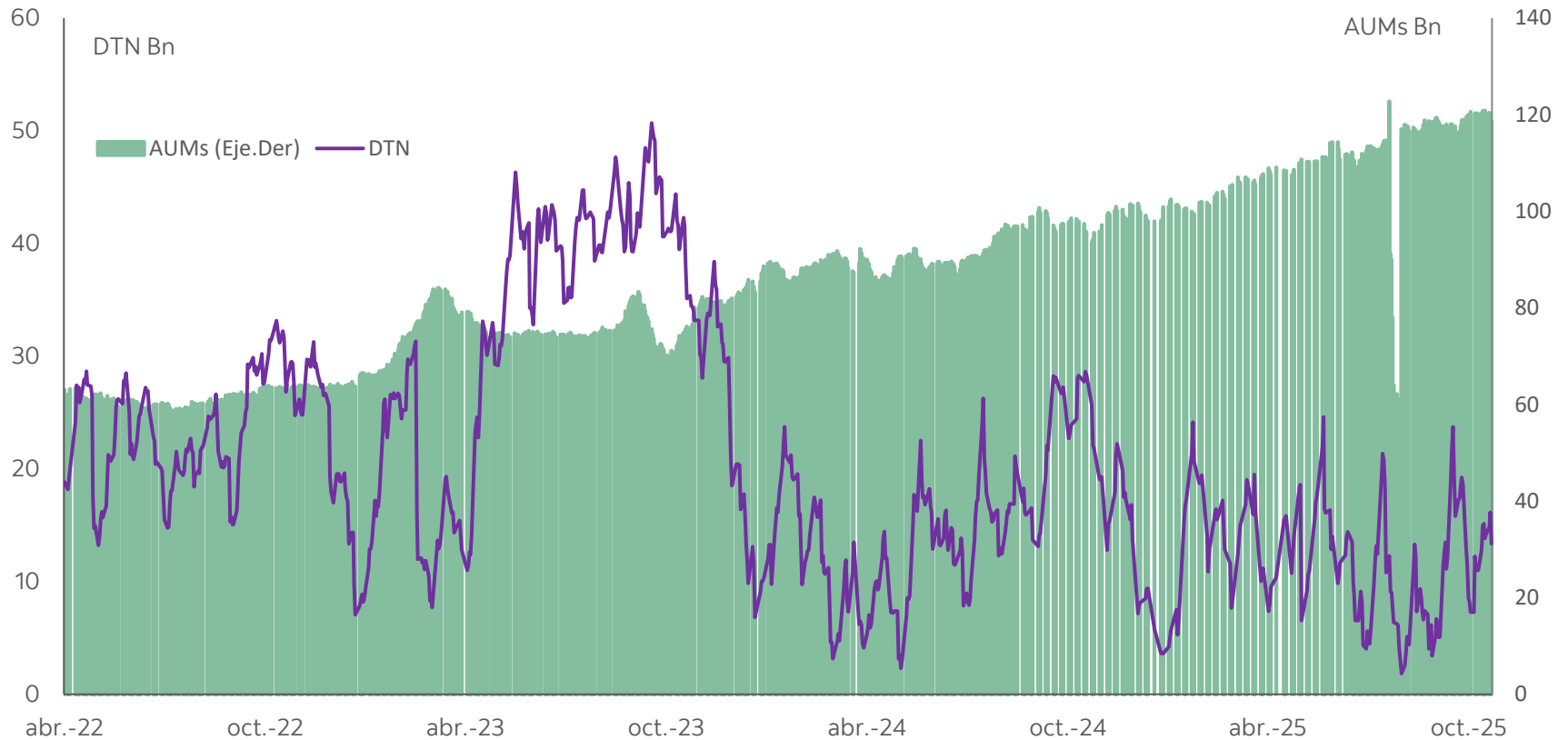


Fuente: Banrep con corte al 31° de Octubre de 2025, Scotiabank Colpatría Economics.

# La baja liquidez del Gobierno nacional amerita la diversificación de fuentes de financiamiento que soporten el escenario de gasto planteado para 2026.

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 Fiduciaros

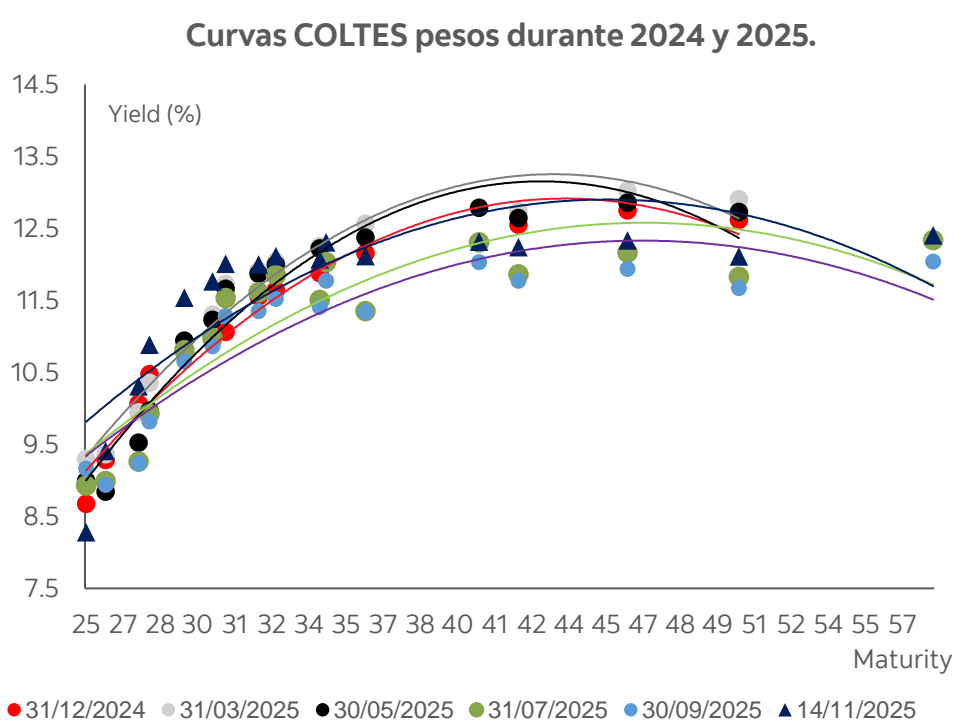
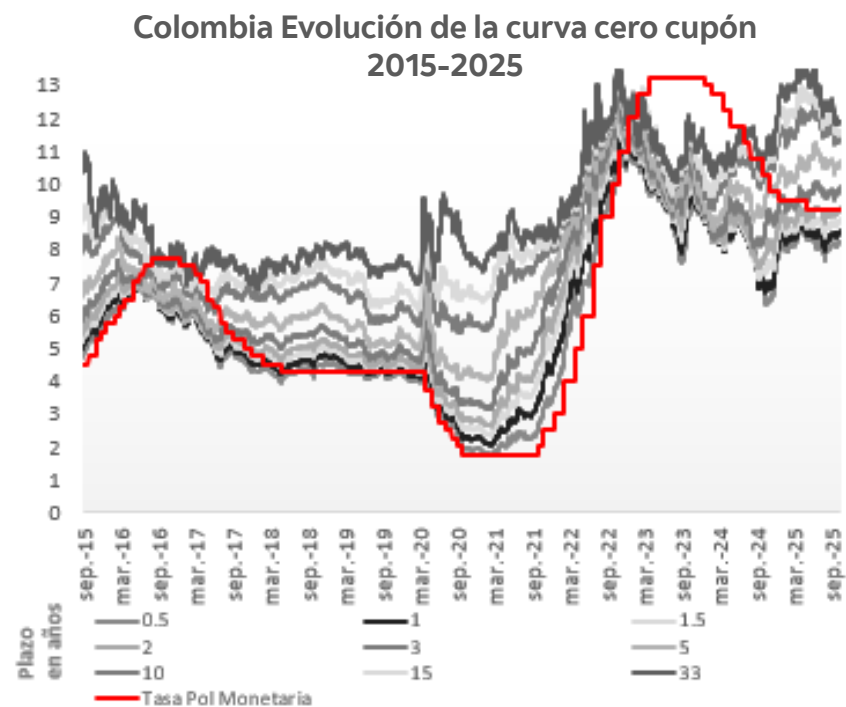


Fuente: Asofiduciarias, BanRep, Scotiabank Economics.

---

## Renta fija

# La renta fija sería el reflejo de los riesgos fiscales



## Cambio Neto de las tenencias de COLTEs por tipo de agente

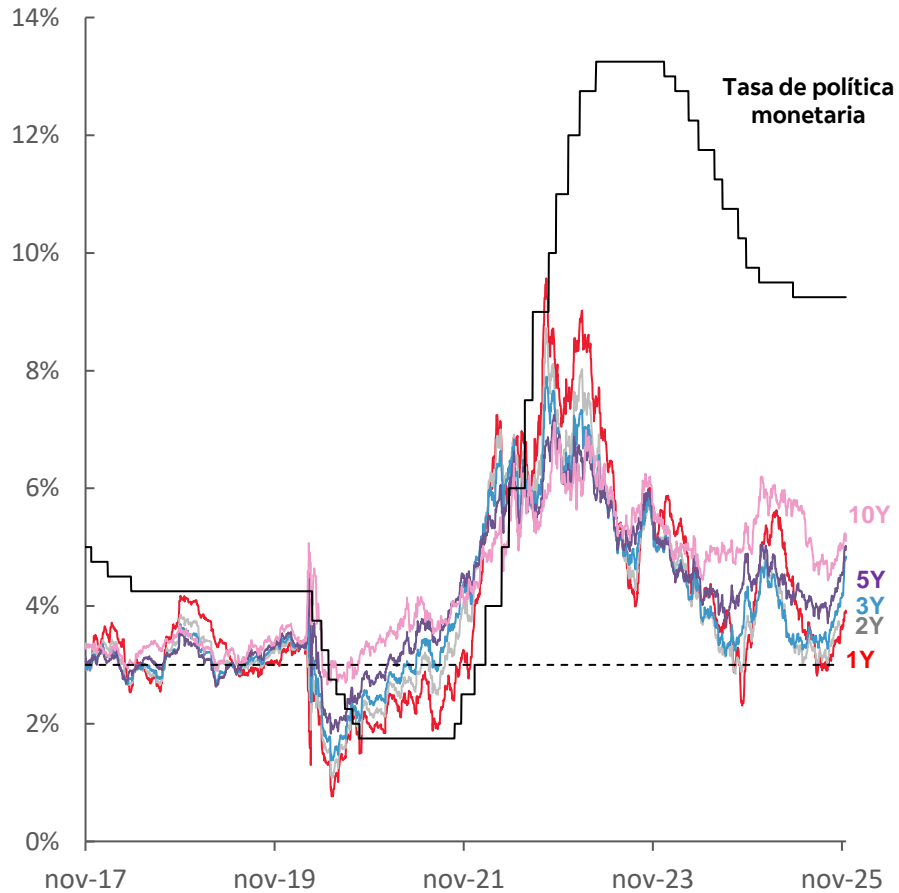
Cambio neto en las tenencias de COLTES (COP bn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
Fondos de Pensiones	2,3	4,8	6,5	4,9	10,7	17,3	7,7	6,4	3,3	33,8	41,3	16,9
Bancos Comerciales	0,2	2,2	-0,7	7,1	4,8	0,9	7,1	5,7	4,0	-0,5	28,8	10,2
Fondos Extranjeros	18,5	6,9	21,0	10,2	9,6	-1,0	10,9	11,3	19,4	-10,4	-4,7	33,3
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	13,8
Banco de la República	0,0	0,1	8,3	2,2	-4,4	7,6	4,5	13,2	14,0	1,5	-14,7	8,0
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	11,2
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	15,0

\*Año corrido a Octubre 2025  
Fuente: Precia Bloomberg, Min Hacienda, Scotiabank Economics

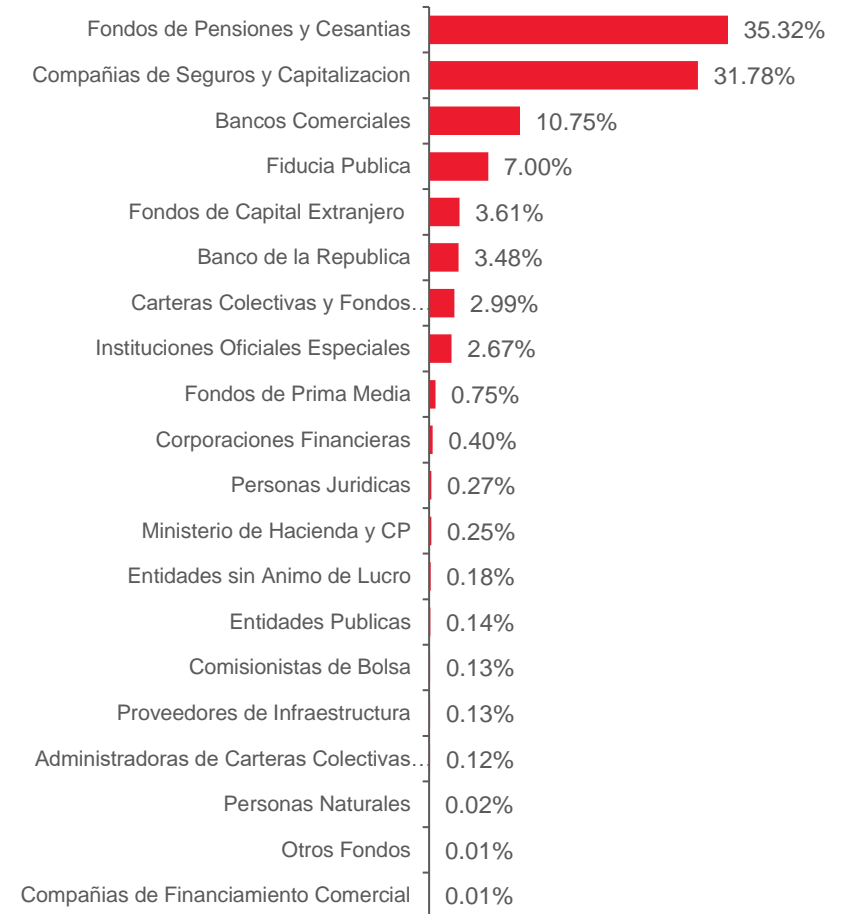
# Las expectativas de inflación medidas a través del mercado de renta fija presentan comportamientos dispares.

Los Break-Even Inflation (BEI) promedian el 4,5%. En los nodos de más de 5 años, el BEI supera el 5%, mientras que en los plazos inferiores oscila entre el 3,5% y el 3,9%.

### BreakEven Inflation vs Tasa de política monetaria



### Participación por agente en las tenencias de COLTES UVR- Octubre 2025



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

# Estructura de Tenedores COLTES

La estructura de tenedores de deuda pública responde a la estrategia de endeudamiento de Crédito Público en la que se estructuró un Total Return Swap (TRS) con seis bancos internacionales los cuales recibieron cerca de COP 33,6 bn entre bonos de corto plazo (TCOs) y largo plazo. En ausencia de dicha operación los extranjeros han sido vendedores netos de deuda pública en el año.

Agente	Participación (bn)			Participación (%)			Cambio mensual			Año corrido*		
	COP	UVR	TOTAL	COP	UVR	TOTAL	COP	UVR	TOTAL	COP	UVR	TOTAL
Fondos de Pensiones y Cesantías	130,1	74,7	204,7	26,9	35,3	29,5	-2,9	-0,2	-3,1	13,5	3,5	16,9
Bancos Comerciales	80,2	22,7	102,9	16,6	10,7	14,8	-0,2	-0,9	-1,1	10,4	-0,2	10,2
Fondos de Capital Extranjero	128,5	7,6	136,2	26,6	3,6	19,6	-2,5	0,0	-2,5	32,3	1,0	33,3
Compañías de Seguros y Capitalización	16,4	67,2	83,6	3,4	31,8	12,0	0,2	1,1	1,3	2,4	12,6	15,0
Fiducia Pública	22,6	14,8	37,4	4,7	7,0	5,4	0,2	0,5	0,6	-7,4	0,5	-6,9
Banco de la República	32,8	7,4	40,2	6,8	3,5	5,8	2,1	0,4	2,5	6,6	1,4	8,0
Instituciones Oficiales Especiales	20,5	5,6	26,1	4,2	2,7	3,8	-0,2	0,2	0,0	4,8	0,3	5,0
Carteras Colectivas y Fondos Administrados	16,5	6,3	22,9	3,4	3,0	3,3	-0,9	2,3	1,4	7,7	3,4	11,2
Ministerio de Hacienda y CP	13,4	0,5	14,0	2,8	0,3	2,0	4,0	0,0	4,0	13,3	0,5	13,8
Compañías de Financiamiento Comercial	6,2	0,0	6,2	1,3	0,0	0,9	-0,9	0,0	-0,9	5,0	0,0	5,0
Corporaciones Financieras	3,2	0,9	4,1	0,7	0,4	0,6	-0,4	-0,5	-0,9	0,4	-1,1	-0,7
Fondos de Prima Media	2,1	1,6	3,7	0,4	0,7	0,5	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,2	0,1
Personas Jurídicas	2,5	0,6	3,1	0,5	0,3	0,4	0,1	0,0	0,1	1,0	0,3	1,3
Entidades Públicas	1,6	0,3	1,9	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,0	-0,5	-3,1	0,0	-3,0
Administradoras de Carteras Colectivas y Fondos	1,2	0,3	1,5	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,6
Comisionistas de Bolsa	1,8	0,3	2,1	0,4	0,1	0,3	0,4	0,0	0,4	1,0	0,2	1,2
Entidades sin Animo de Lucro	0,4	0,4	0,8	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3
Personas Naturales	0,5	0,0	0,5	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,3
Otros Fondos	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
<b>Total</b>	<b>482,9</b>	<b>211,4</b>	<b>694,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>- 1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>1,4</b>	<b>89,2</b>	<b>22,2</b>	<b>111,4</b>

\* Información actualizada a octubre 2025.

Fuente: Ministerio de Hacienda, Scotiabank Economics.




# Línea de tiempo de las operaciones ejecutadas por Crédito Público en 2025

Abril 2025	Mayo 2025	Junio 2025	Julio 2025	Julio 2025
<ul style="list-style-type: none"> <li>Emisión TES COP 2029 y 2040.</li> <li>Emisión bonos globales 2030 (US\$1,9 mm, 7,5% cupón) y 2035 (US\$1,9 mm, 8,75% cupón)</li> <li>Cumplida meta de colocación bonos globales 2025</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rebalanceo portafolios de terceros (reducciones vencimientos TES COP 2025 y 2026)</li> <li><b>Primer canje: \$2,2 bn en TES COP (dío 29's y recibió 25's y 26's)</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Emisión TCO (jun-26).</li> <li><b>Segundo canje: \$3,8 bn TES COP (dío 29, 33, 40, 46 y 50s recibió 26s)</b></li> <li>Rebalanceo portafolios de terceros (reducción vencimientos TES COP 2025 y 2026)</li> <li>\$3,8 bn en COLTES adquirió Hacienda en junio</li> <li>Vende US\$147,3 mm en junio</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sólo se subastan 41's y 55's en TES UVR; salen los 29's.</li> <li><b>Tercer canje: \$3,19 bn TES COP (recogió 26's y dío, más que todo, 29's)</b></li> <li>Emisión nuevas referencias TES UVR 2031 y 2062</li> <li><b>Cuarto canje: \$4,8 bn TES UVR (recogió 27's y 29's y dío 31's y 62's)</b></li> <li>Emisión nuevas referencias TES COP 35's y 58's</li> <li>Cupo de colocaciones TCOs 2025 se amplió de \$57 bn a \$67 bn</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Canje Tesorería con portafolios de terceros: \$21 bn</li> <li>Colocaciones de TES para 2026 aumenta de \$70,3 bn a \$85,2 bn</li> <li>Colocación \$3,15 bn TCOs fuera de subastas (haircut repos)</li> <li>\$10,51 bn en TES adquirió Hacienda en julio</li> <li>Compra US\$709,3 mm en julio (US\$2,7 mm en caja)</li> </ul>
Agosto 2025		Septiembre 2025		Octubre 2025
<ul style="list-style-type: none"> <li>Canje Tesorería con portafolios de terceros: \$2,39 bn</li> <li>Colocación \$6,31 bn en TCOs fuera de subastas (haircut repos)</li> <li><b>Recompra US\$2,9 mm bonos USD</b></li> <li>Canje Tesorería con portafolios de terceros: \$1,95 bn</li> <li><b>Quinto canje: \$15,4 bn de TES COP (dío 40, recibió 26, 27, 30, 34, 36, 42, y 50s)</b></li> <li>Nuevas referencias de TCOs mensual no t/t</li> <li>Reducción montos de subastas de TES largo plazo (COP y UVR)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>US\$5,4 mm en bonos globales compraron seis bancos internacionales (TRS en francos suizos)</li> <li>Operaciones de TES y TCOs por \$40 bn en pantallas (operaciones cambiarias por US\$8,4 mm)</li> <li><b>Emisión 4,1 mm EUR en bonos globales (tasas entre 3,75% y 5,625%)</b></li> <li><b>Sexto canje: \$18,4 bn de TES UVR (dío 31, 62, recibió 27, 29, 33 y 35s)</b></li> <li>Vende US\$3.165 mm en septiembre</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Anuncia conformación del TRS: USD 9,3 MM en préstamo</li> <li><b>Séptimo canje: \$43,4 bn en TCOs y COLTES (dío COLTES 29, 35, 58 y recibió TCOs 26 y COLTES 25, 26, 27, 28, 34, 50s)</b></li> <li>Vende US\$1.067 mm en octubre</li> </ul>

Fuente: Minhacienda, Scotiabank Economics.

# La nueva estrategia de endeudamiento supone el manejo en tres frentes: deuda, liquidez y costos de endeudamiento.

	MANEJO COSTO DE DEUDA EXISTENTE	MANEJO COSTO DE DEUDA NUEVA	RESULTADOS
EXTERNA	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Recompra bonos USD (2,9 MM USD) +</li> <li>2. Emisión euros (4,1 MM EUR)</li> <li>3. Total Return Swap (TRS): Intercambio de flujos con 6 bancos* (USD 5,4 MM) + (USD 3.0 MM COLTES) + (USD 1.5 MM Tesoros)</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. CICP** (7,5 - 2,5 MMUSD).</li> <li>2. Reemplazo deuda USD por EUR.</li> <li>3. Uso limitado de multilaterales.</li> <li>4. Tamaño de las emisiones alto (USD 10 MM).</li> </ol>	<p><b>\$14,3 bn</b> Caída en deuda nominal externa</p> <p><b>USD 28 mill</b> Caída pago por intereses externos en 2025</p>
INTERNA	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Sacar bonos en descuento por bonos a par (OMD) → Reduce oferta bonos LP → Aplanamiento curva LP.</li> <li>2. Recompra bonos LP y canjes con creadores.</li> <li>3. Registros en mercado (USD 8,4 mil mill): creación TCOs (\$40 bn) + operaciones FX sin monetización → TCOS fuero el haircut del TRS</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Emisión bonos de corto y mediano plazo.</li> <li>2. Evitar emisiones de más largo plazo.</li> <li>3. Cambio en el monto de las subastas: \$800 mil mill pesos y \$400 mil mill UVR. TCO (corto plazo) \$900 mil mill sin sobre adjudicación.</li> </ol>	<p><b>\$16,3 bn</b> Caída en deuda nominal interna**</p> <p>Reducción costos</p> <p>Riesgo de mercado  Riesgo de refinanciamiento</p> <p>Riesgo de liquidez</p>

\*BBVA, Santander, BNP Paribas, Citi, Goldman Sachs y J.P. Morgan. \*\*Comisión Interparlamentaria de Crédito Público.

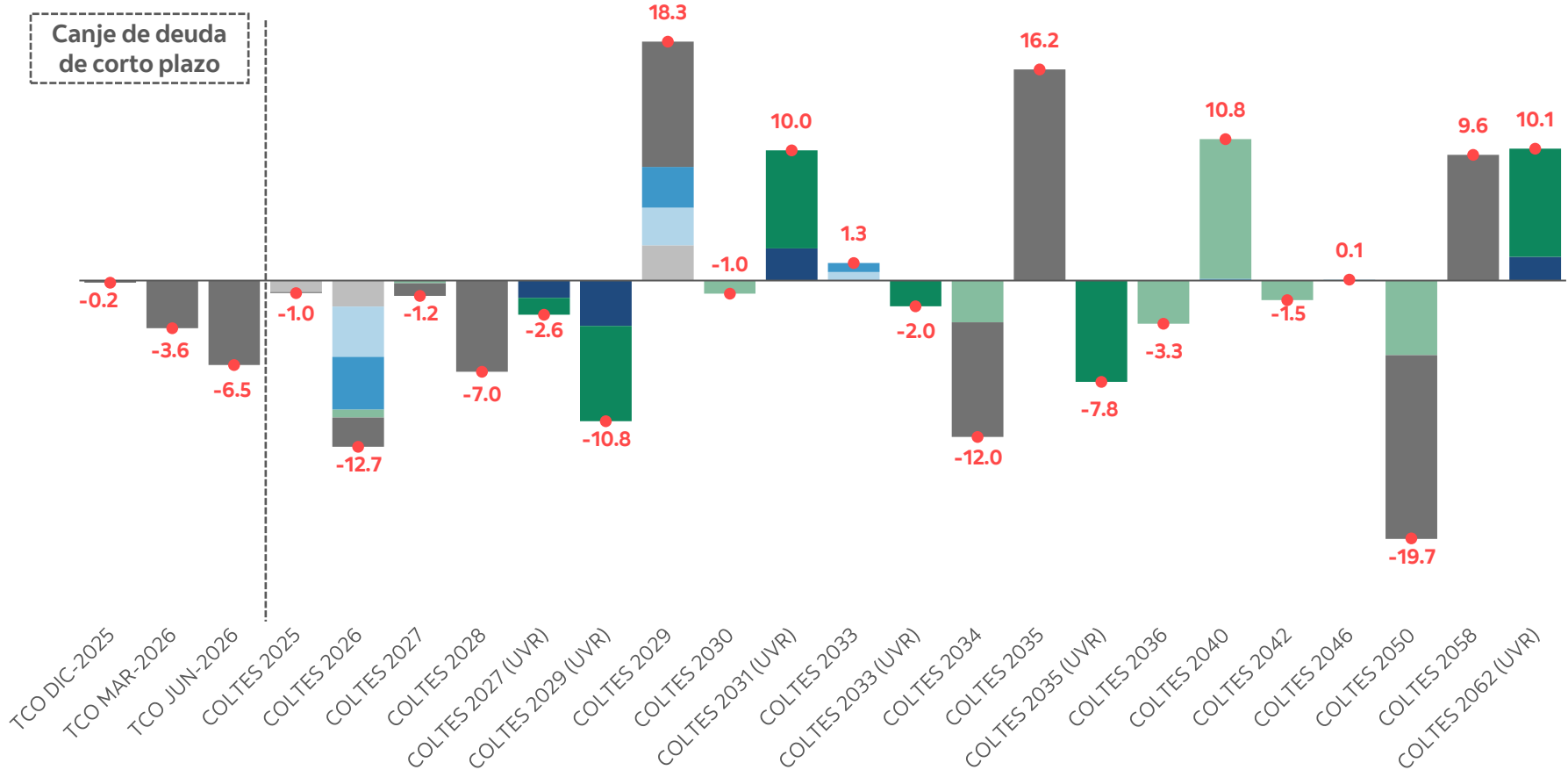
\*\*Se tienen en cuenta solo las Operaciones de Manejo de Deuda, se excluyen manejos del Fonpet y canjes con la Tesorería.

Fuente: Minhacienda, Scotiabank Economics.

# Las operaciones de manejo de deuda (OMD) han reducido el nominal de deuda flotante en \$16,3 bn en total, principalmente en referencias altamente descontadas.

## Operaciones de Manejo de Deuda interna ejecutadas por Crédito Público entre mayo – octubre de 2025 (Billones COP)

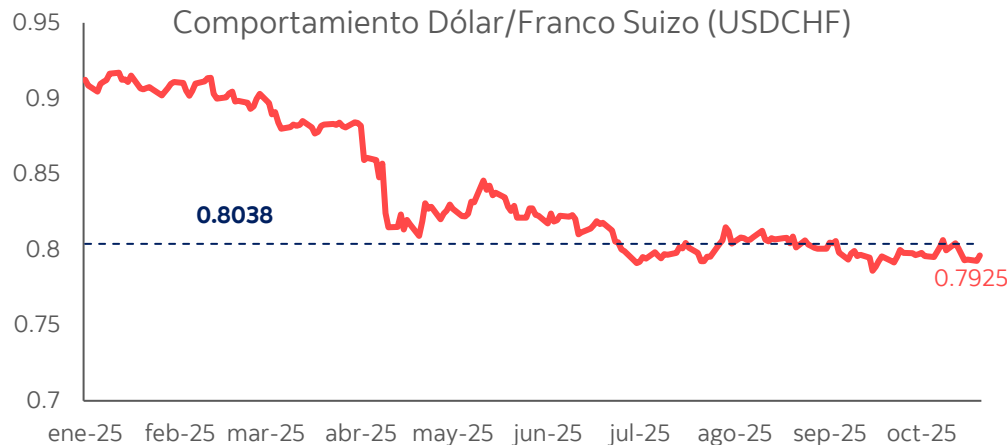
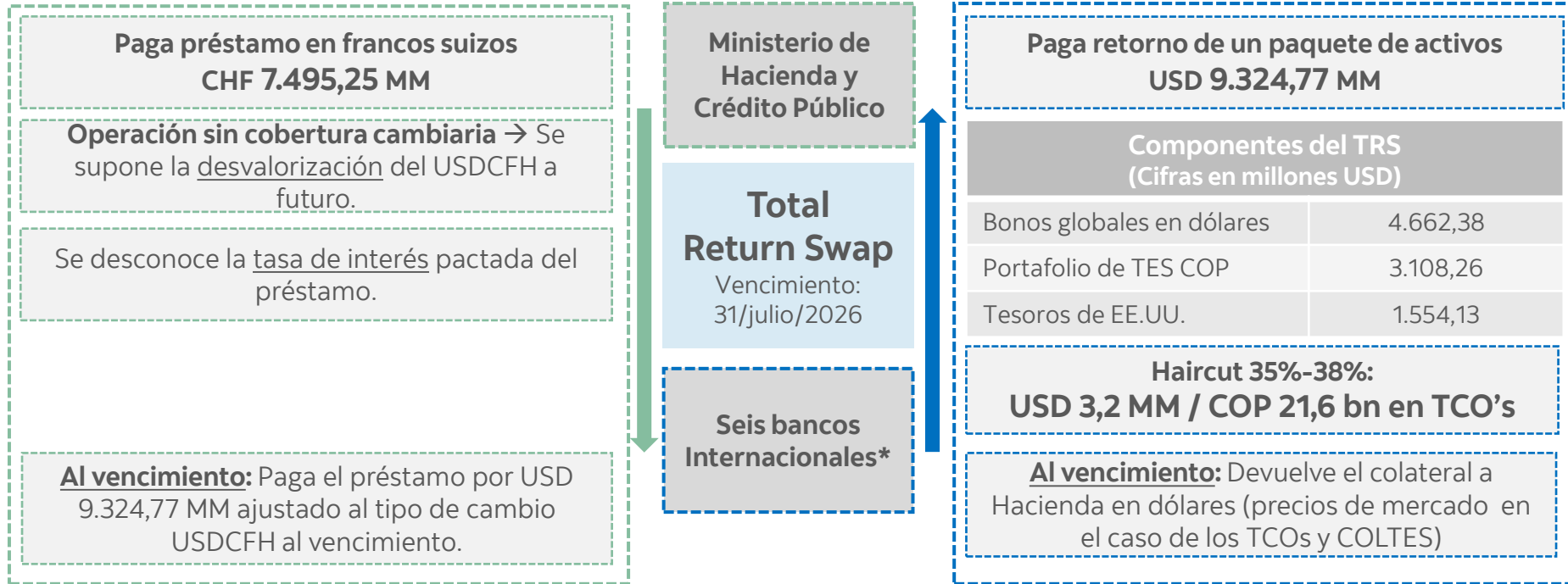
■ Primera OMD ■ Segunda OMD ■ Tercera OMD ■ Cuarta OMD ■ Quinta OMD ■ Sexta OMD ■ Séptima OMD ● Total



\*En negativo se muestran los tamaños nominales que se sacaron del mercado, mientras que en positivo el incremento del nominal en las referencias intercambiadas.

Fuente: Minhacienda, Scotiabank Economics.

# Parte de la estrategia de endeudamiento supone un intercambio de flujos que buscaría reducir el costo de la deuda.



\*BBVA, Santander, BNP Paribas, Citi, Goldman Sachs y J.P. Morgan.

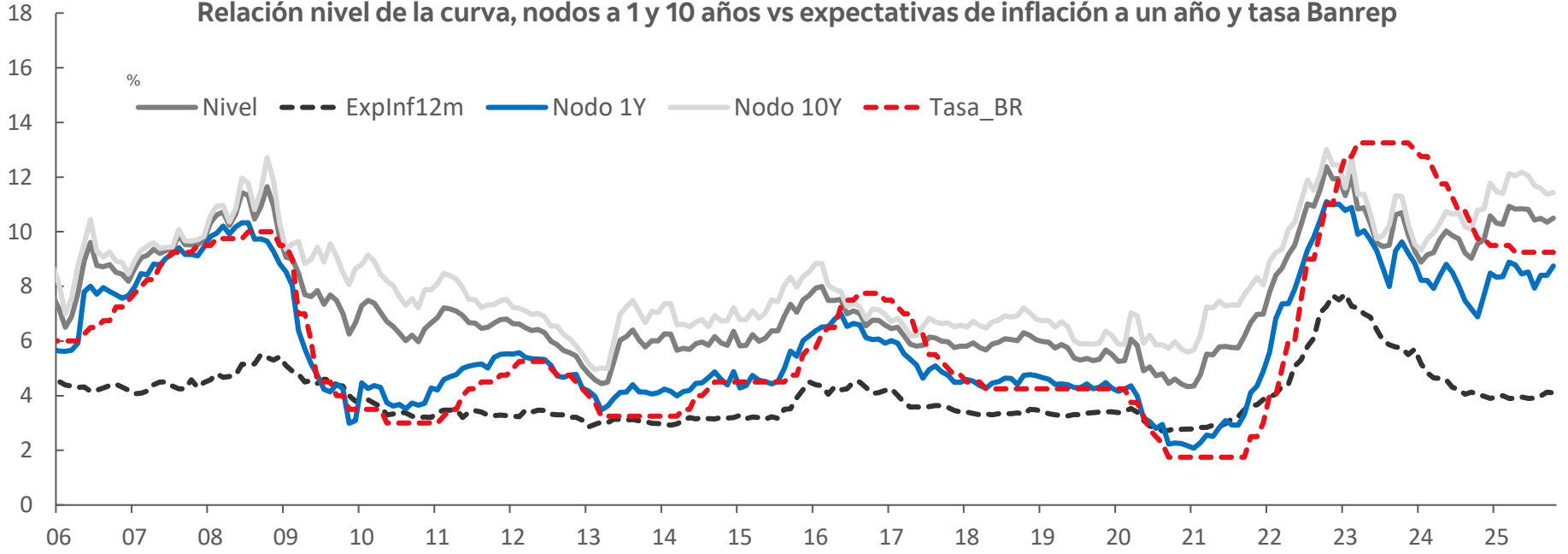
Fuente: MinHacienda, Scotiabank Economics.

- La diferencia entre lo desembolsado por el préstamo y lo recibido por el paquete de activos supone una reducción en el costo de endeudamiento.
- Se desconoce la periodicidad de los pagos (trimestral, mensual, semestral).
- Para que el intercambio sea neutro, el breakeven de la operación habría sido USDCHF 0,8038.
- Puede haber derechos de amortizar parte de la estructura hasta el otro año → Minimizar el tamaño antes del vencimiento.

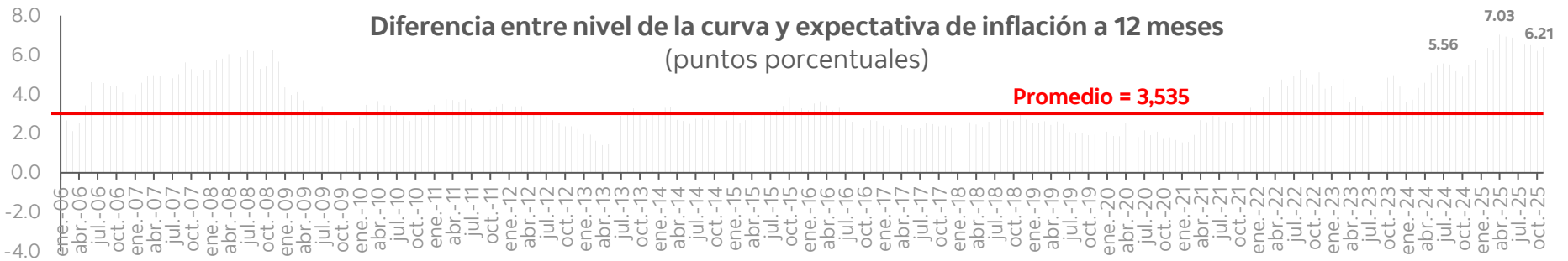
# Desde el anuncio y la implementación de la estrategia de deuda pública que supone reorganizar el flotante de deuda, la curva de COLTES experimentó una reacomodación de sus primas

La tasa promedio de la curva de rendimientos ha bajado comparada con la expectativa de inflación el diferencial se ha estrechado. Sin embargo, no alcanza los niveles promedio del 2024.

## Relación nivel de la curva, nodos a 1 y 10 años vs expectativas de inflación a un año y tasa Banrep



## Diferencia entre nivel de la curva y expectativa de inflación a 12 meses (puntos porcentuales)

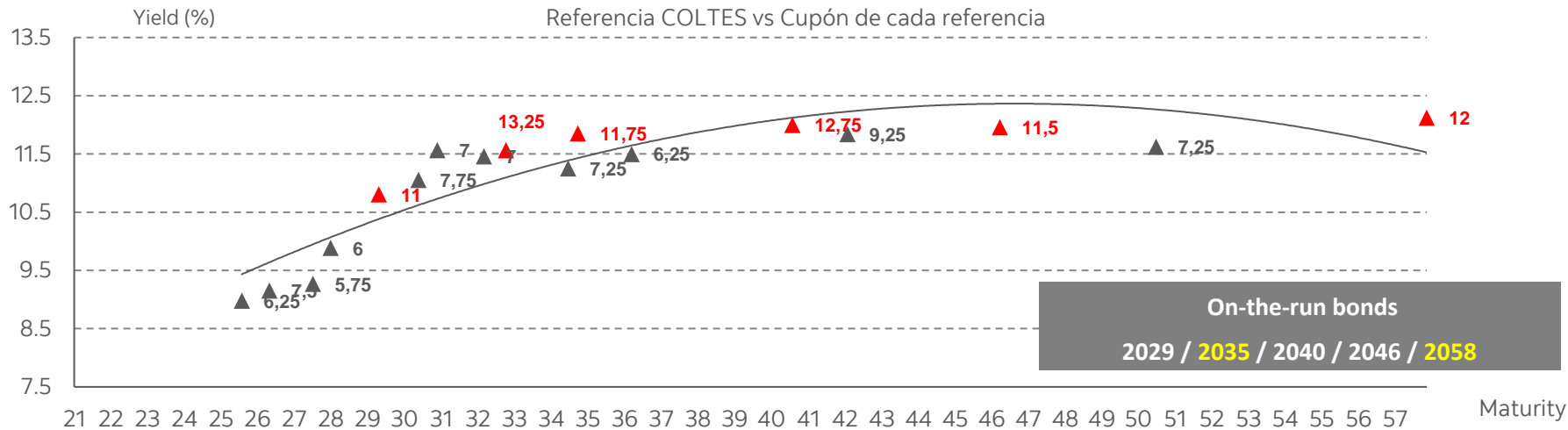


Fuente: Banrep, Precia, Scotiabank Economics.

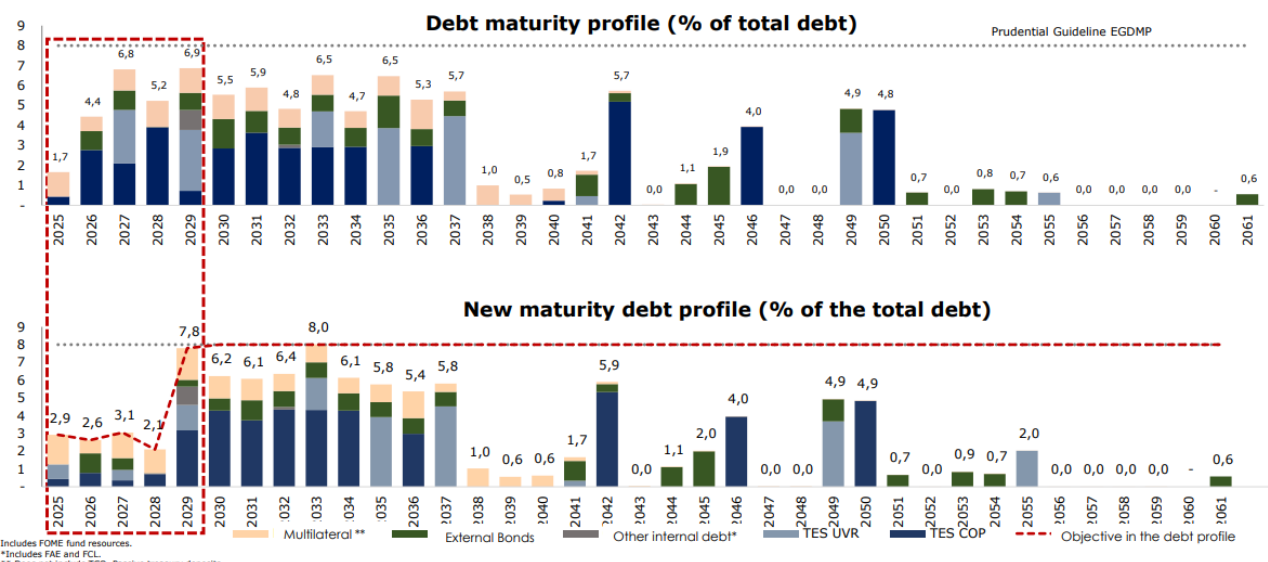
# La estrategia de financiación asume un mayor riesgo de reinversión.

## Curva de rendimiento de Colombia

Referencia COLTES vs Cupón de cada referencia



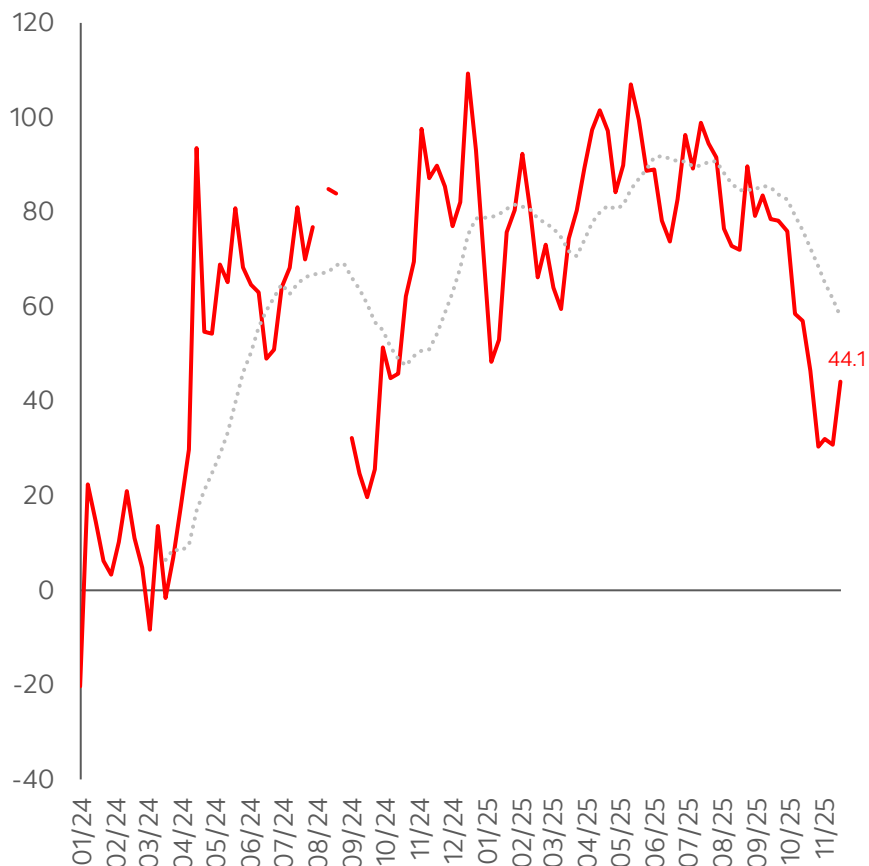
Comparación entre el perfil de deuda.  
Junio vs objetivo del MFMP



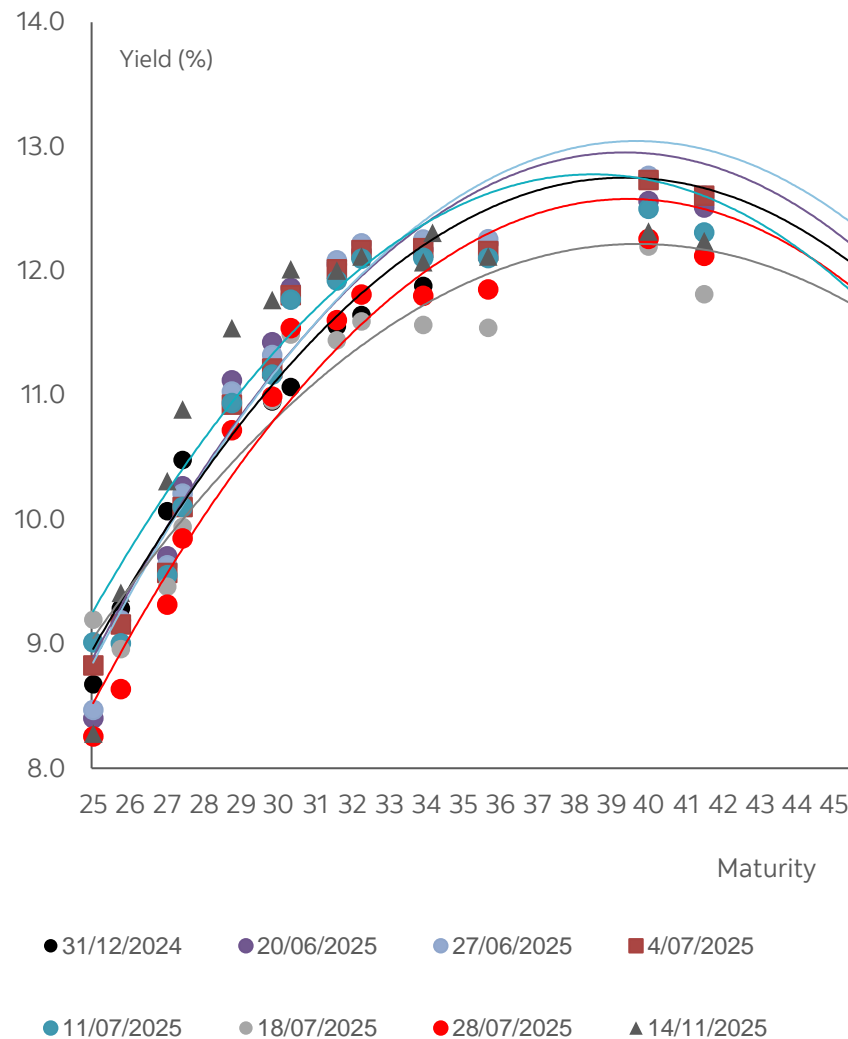
Source: Ministerio de Hacienda, Scotiabank Colpatría Economics.

# Los diferentes mecanismos de financiamiento de la Nación han resultado en impactos significativos en el mercado.

## Tasa de corte TCOs vs. IBR 12 meses pbs



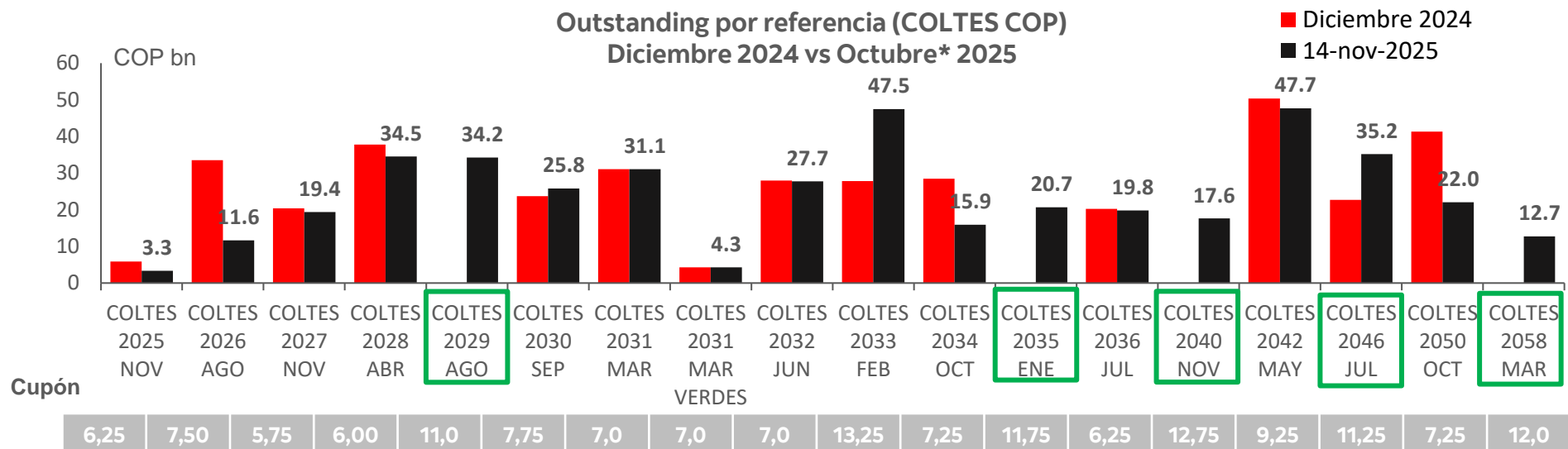
## Impacto del anuncio del Repo en la curva COLTES pesos



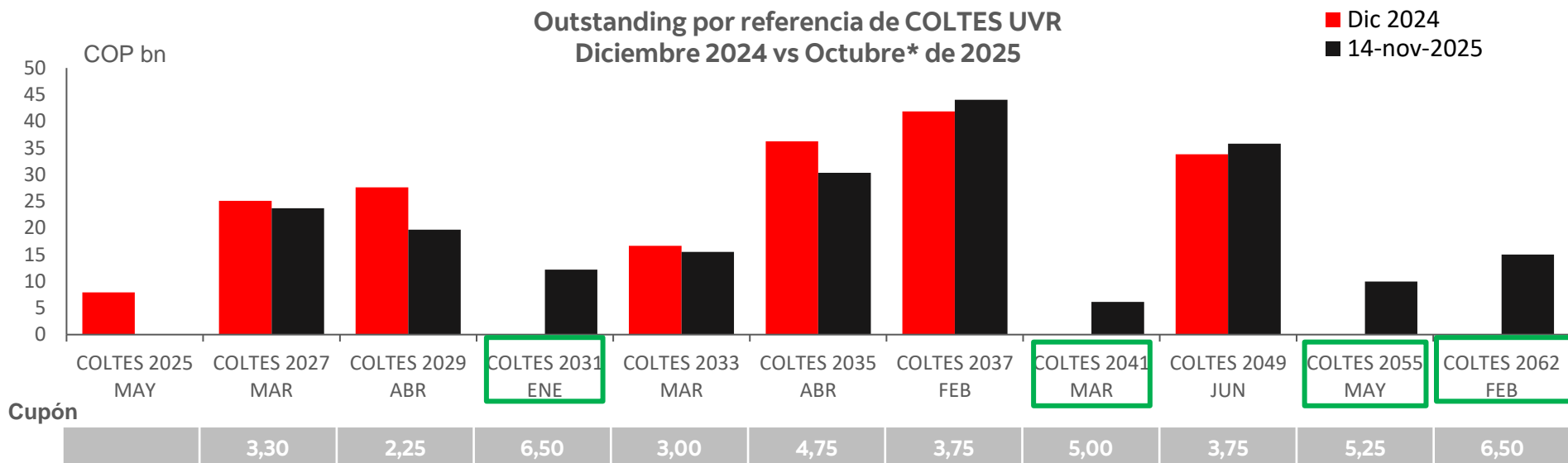
Source: Ministerio de Hacienda, Scotiabank Colpatría Economics.

# La nueva estrategia de financiamiento concentrará emisiones en la parte media de la curva al tiempo que recoge títulos mayormente descontados.

Outstanding por referencia (COLTES COP)  
Diciembre 2024 vs Octubre\* 2025



Outstanding por referencia de COLTES UVR  
Diciembre 2024 vs Octubre\* de 2025

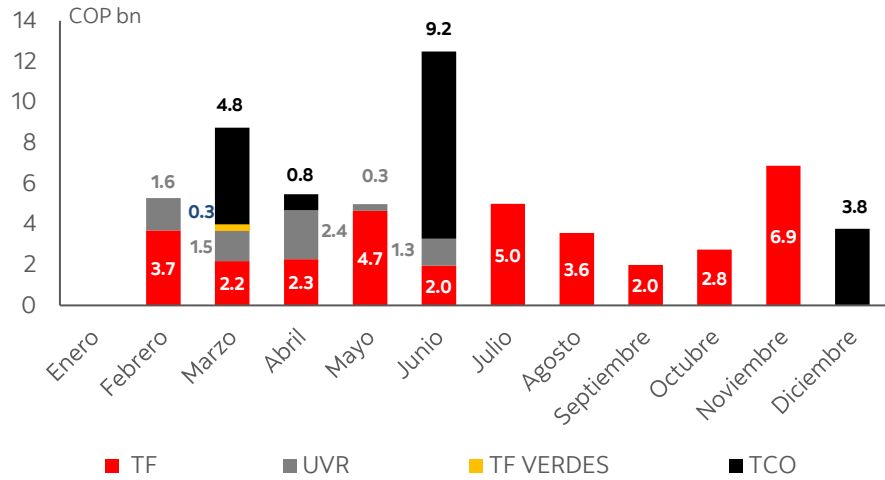


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.  
\*Información actualizada al 14 de noviembre de 2025.

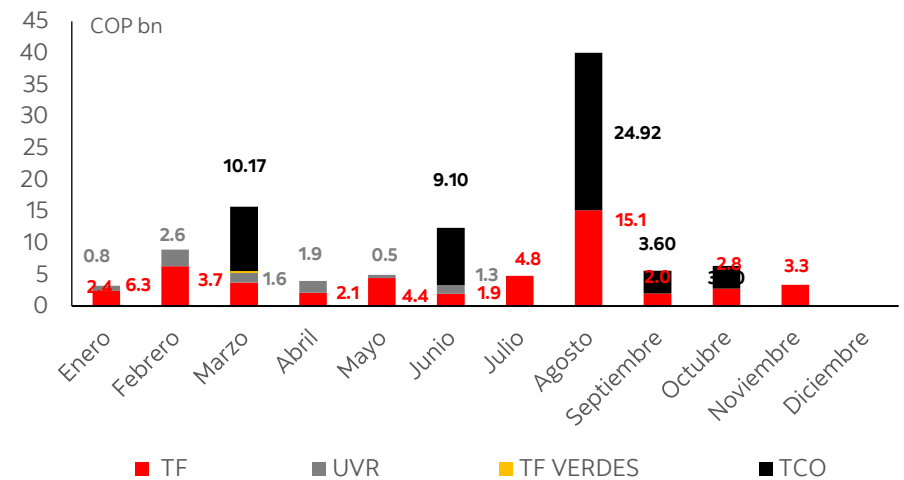
Bonos OTR

# Los pagos de deuda pública se han concentrado en TCOs reduciendo el margen de manejo en el corto plazo.

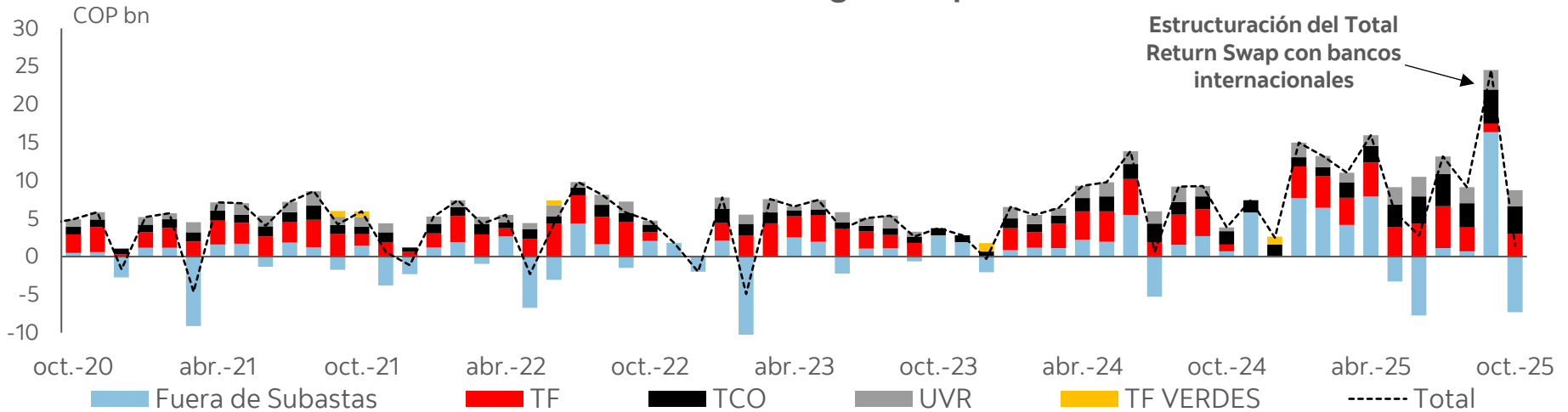
### Pago de COLTES en 2025\*



### Pago de COLTES en 2026\*



## Cambio mensual en el outstanding deuda pública doméstica



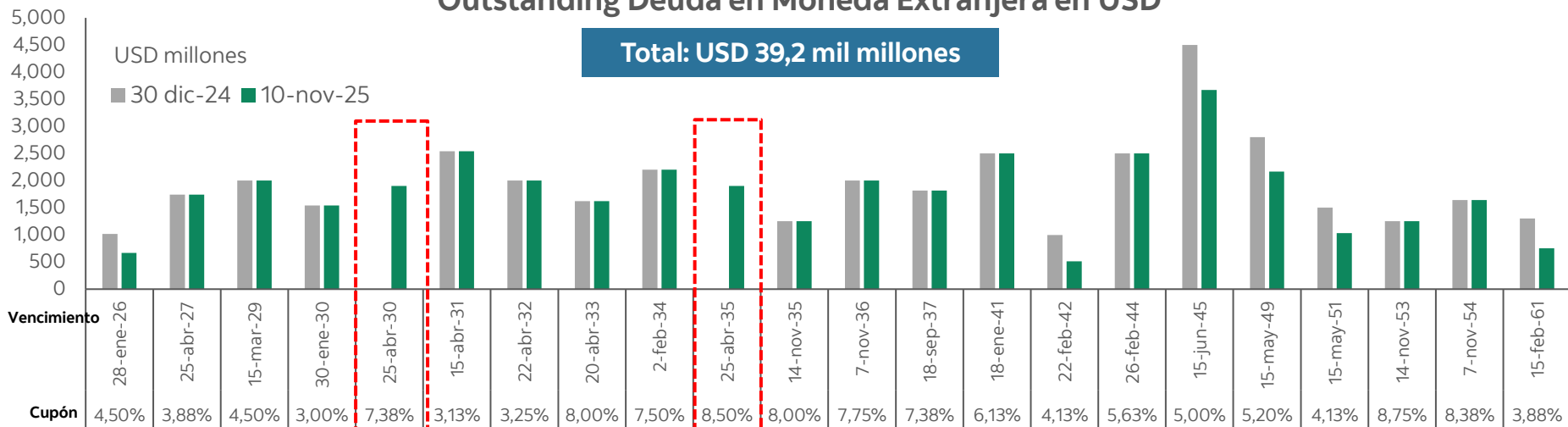
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.

\*Información actualizada al 7 de noviembre de 2025. **Fuera de subastas incluye vencimientos de COLTES y operaciones de manejo de deuda.**

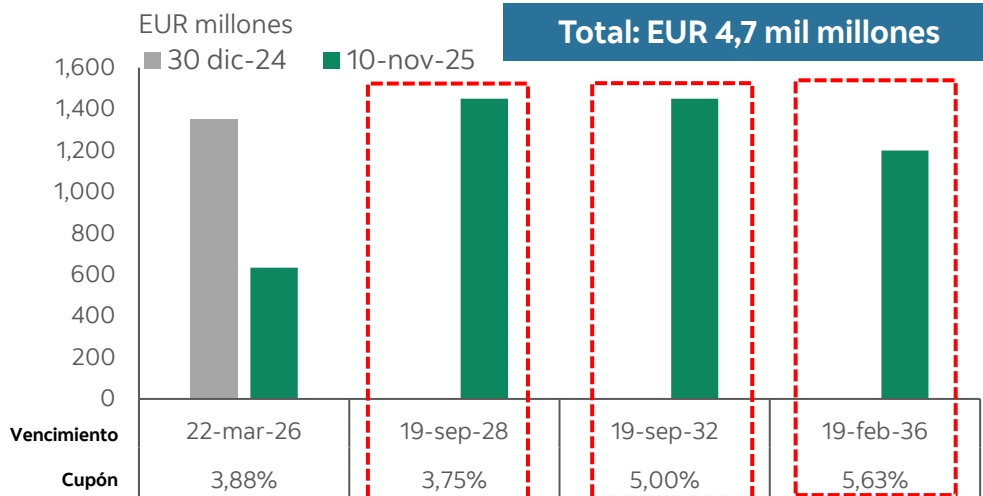


# El Ministerio de Hacienda apunta a la diversificación de fuentes de financiamiento mediante mayores emisiones de deuda en otras monedas.

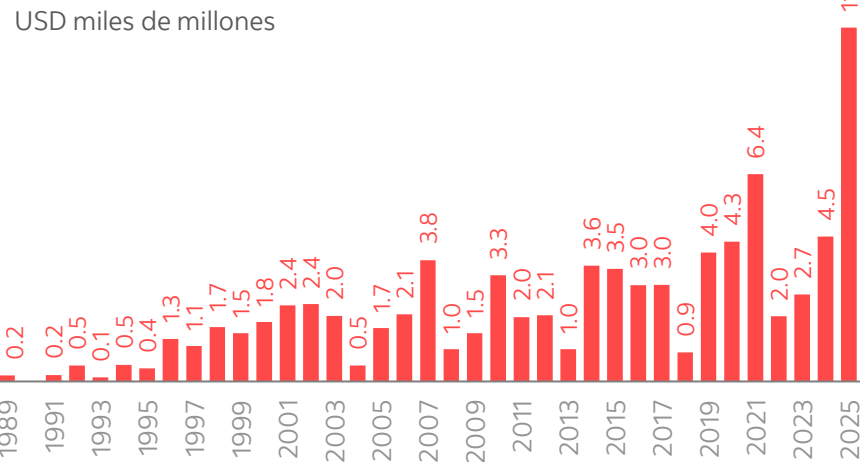
## Outstanding Deuda en Moneda Extranjera en USD



## Outstanding Deuda en Moneda Extranjera en EUR



## Emisiones en moneda extranjera para financiamiento del año correspondiente



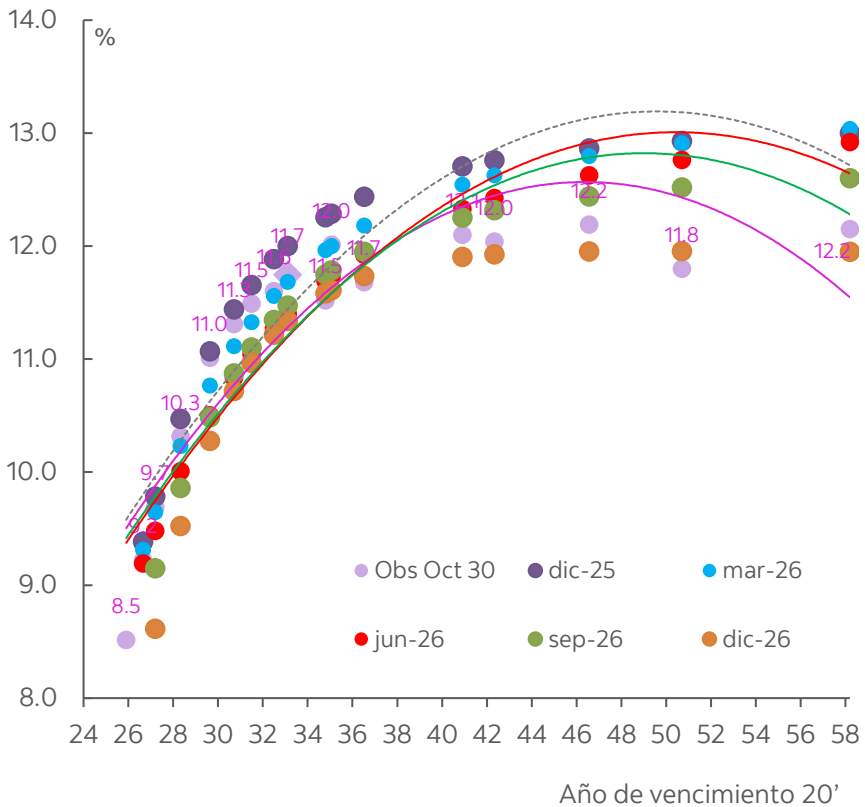
Títulos nuevos emitidos en 2025.

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

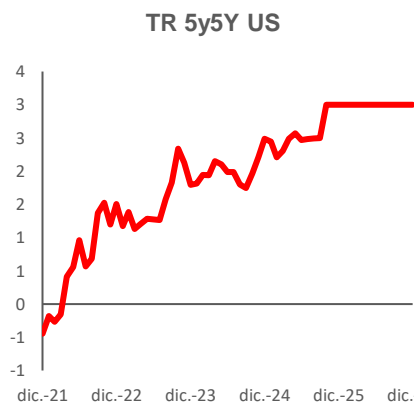
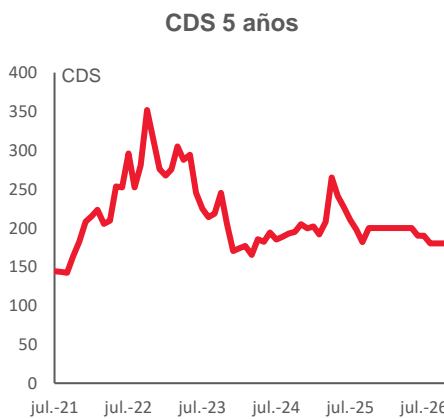
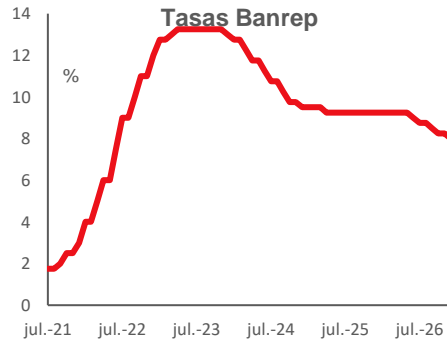
# Modelo Macrofundamental Renta Fija

Las operaciones de manejo de deuda y la estrategia de emisiones permitirían a la parte larga de la curva permanecer más plana de lo que sugeriría el modelo fundamental. No obstante, la parte media y la parte corta de la curva operan en tasas más elevadas que la del modelo macroeconómico, sugiriendo que la forma de reflejar la prima de riesgo fiscal cambió.

Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro



Variables clave escenario macro

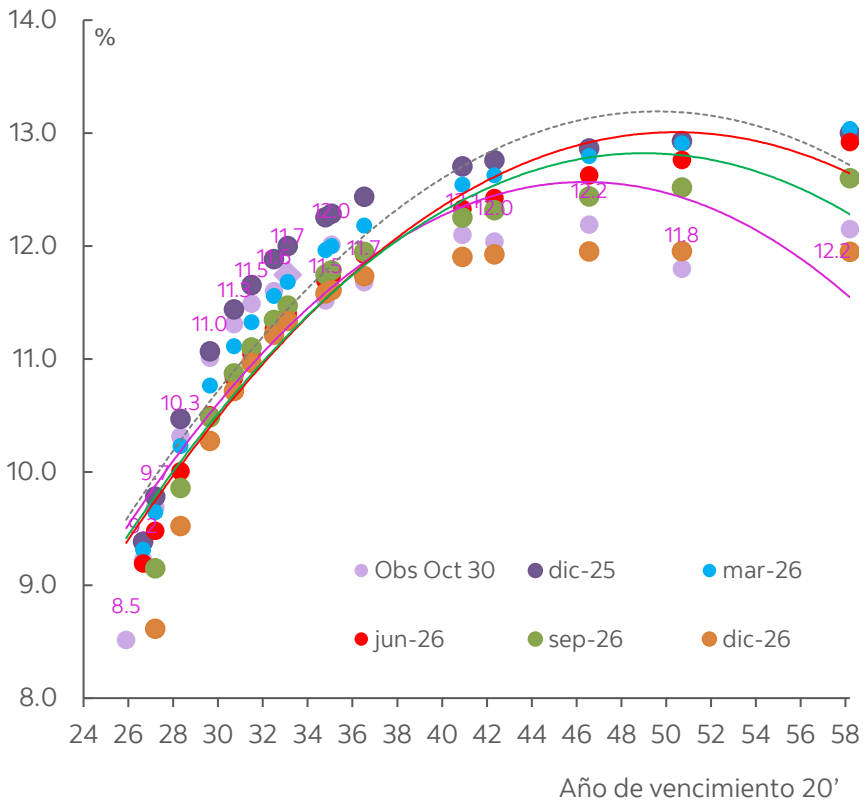


Fuente: MinHacienda, Scotiabank Economics.

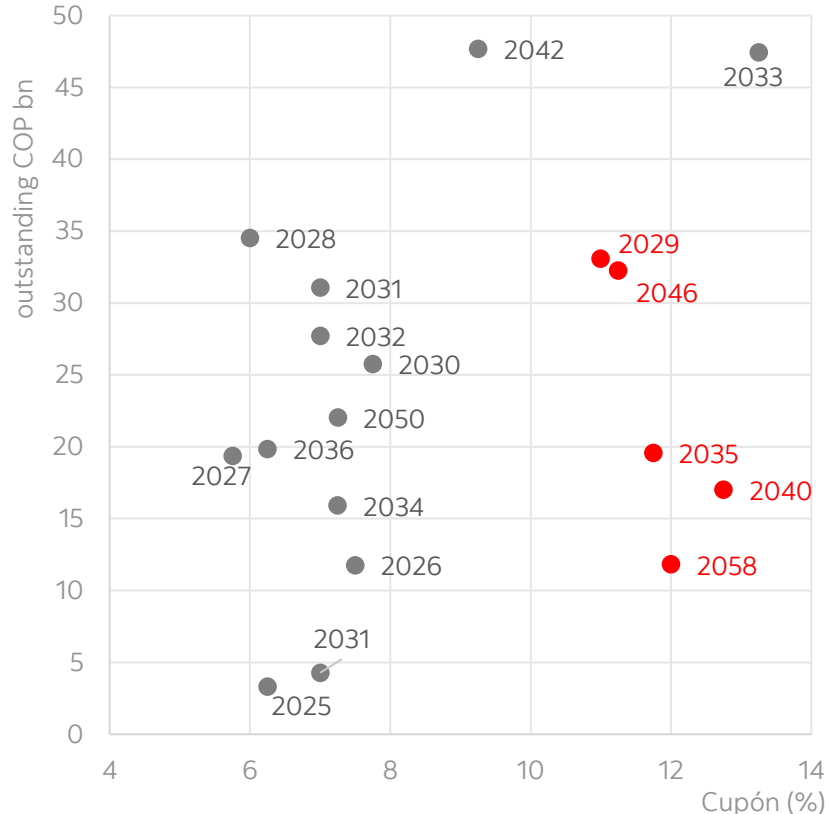
# Modelo Macrofundamental Renta Fija

Las operaciones de manejo de deuda y la estrategia de emisiones permitirían a la parte larga de la curva permanecer más plana de lo que sugeriría el modelo fundamental. No obstante, la parte media y la parte corta de la curva operan en tasas más elevadas que la del modelo macroeconómico, sugiriendo que la forma de reflejar la prima de riesgo fiscal cambió.

Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro



Colombia: Curva COLTES Outstanding vs. Cupón



Nota: En rojo referencias On the Run

Fuente: MinHacienda, Scotiabank Economics.

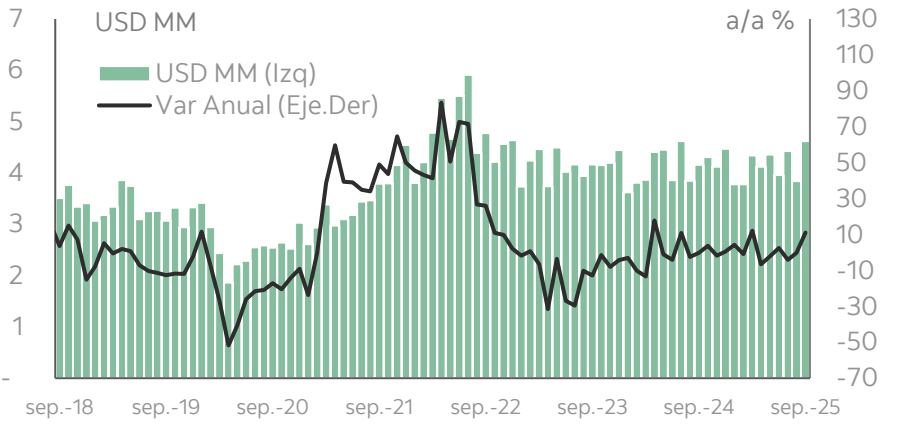
---

## Tasa de Cambio

# Comercio Internacional

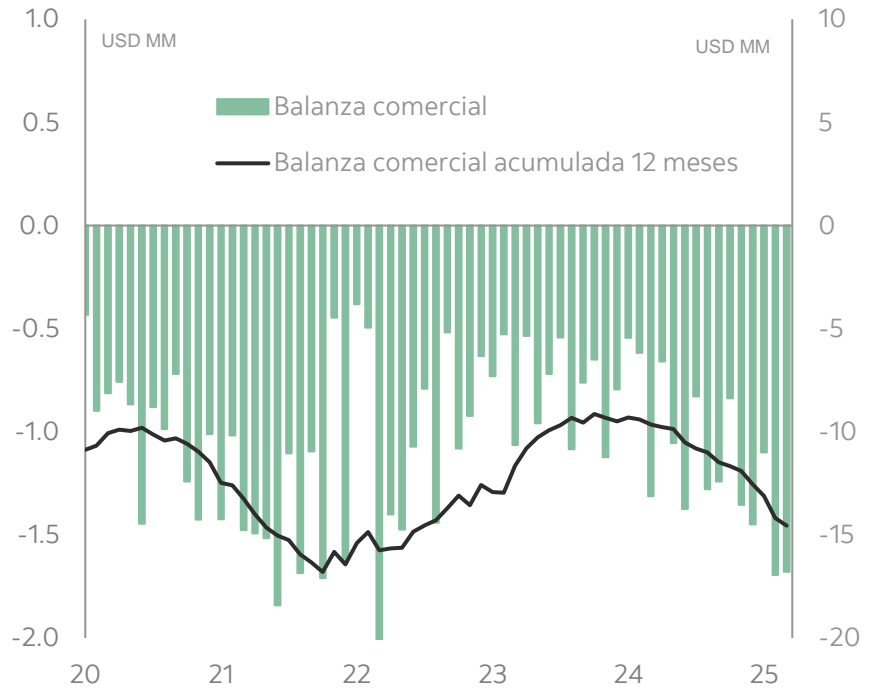
El repunte de las importaciones está dando señales de reactivación. Una ampliación del déficit apoya la posibilidad de mantener una tasa de cambio mayor a la del pasado.

## Exportaciones

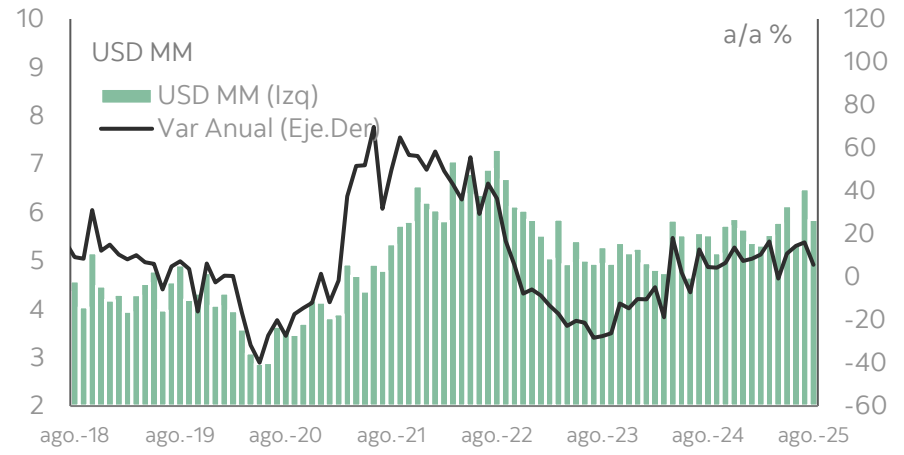


El desequilibrio entre exportaciones e importaciones podría mantener una presión alcista sobre la tasa de cambio.

## Balanza Comercial



## Importaciones

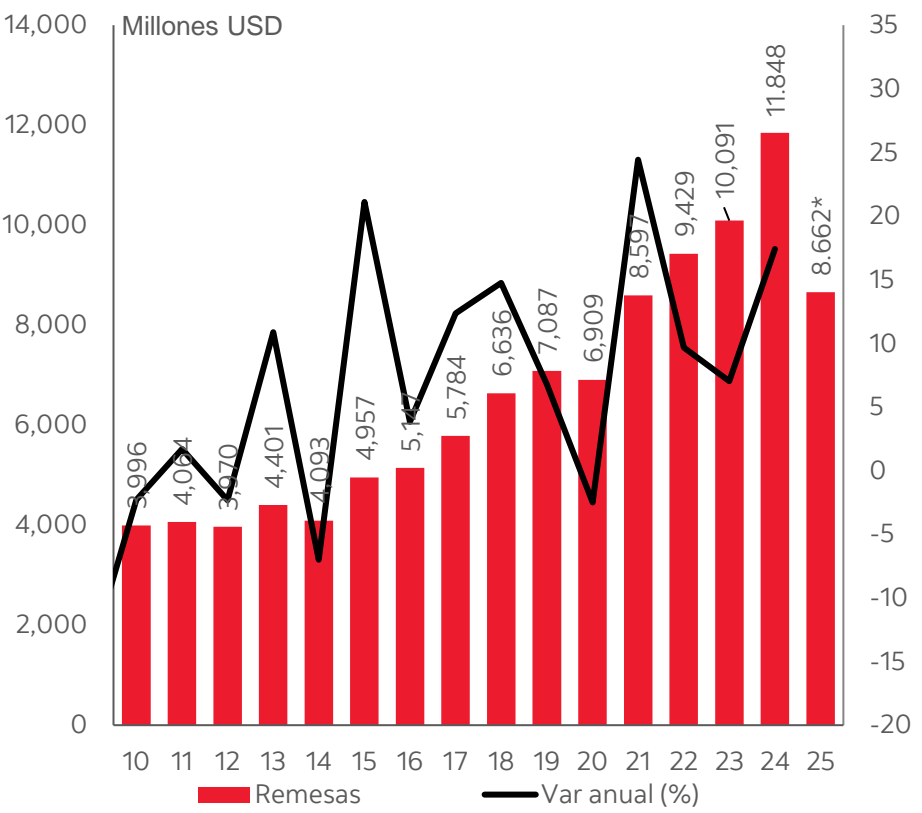


Fuente: Scotiabank Colpatría Economics, DANE.

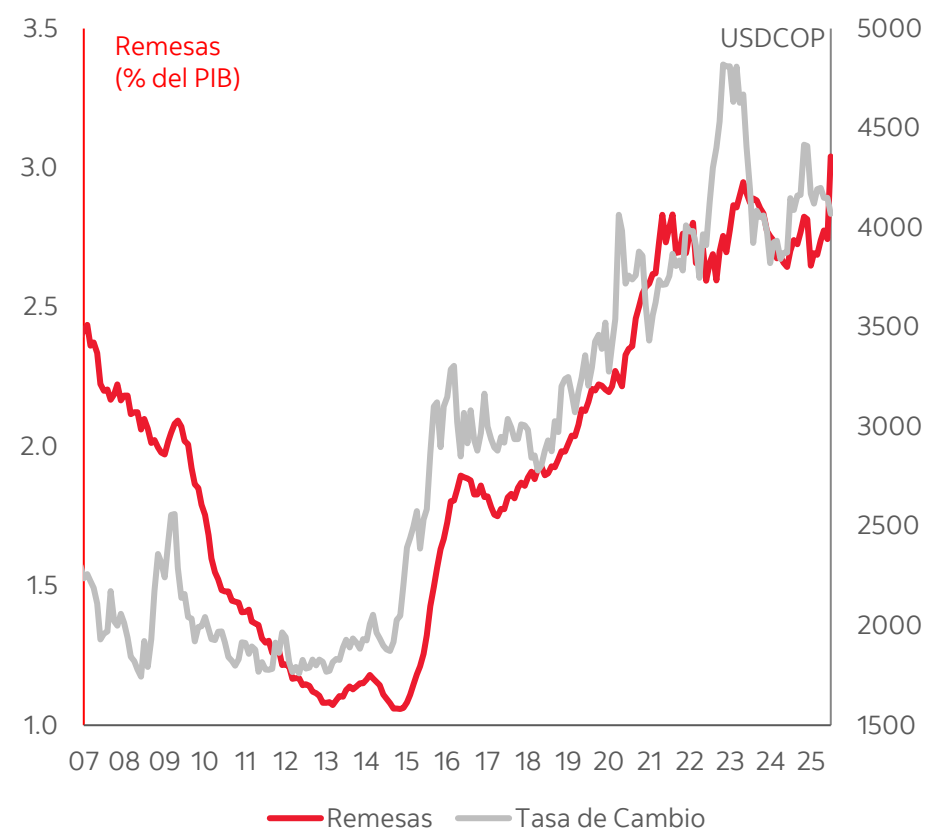
# Remesas

La entrada de remesas se mantiene en niveles históricamente altos representando una parte importante en el ingreso de los hogares. Se proyecta un nivel superior a los USD 11,8 millones del año anterior.

### Remesas por Año



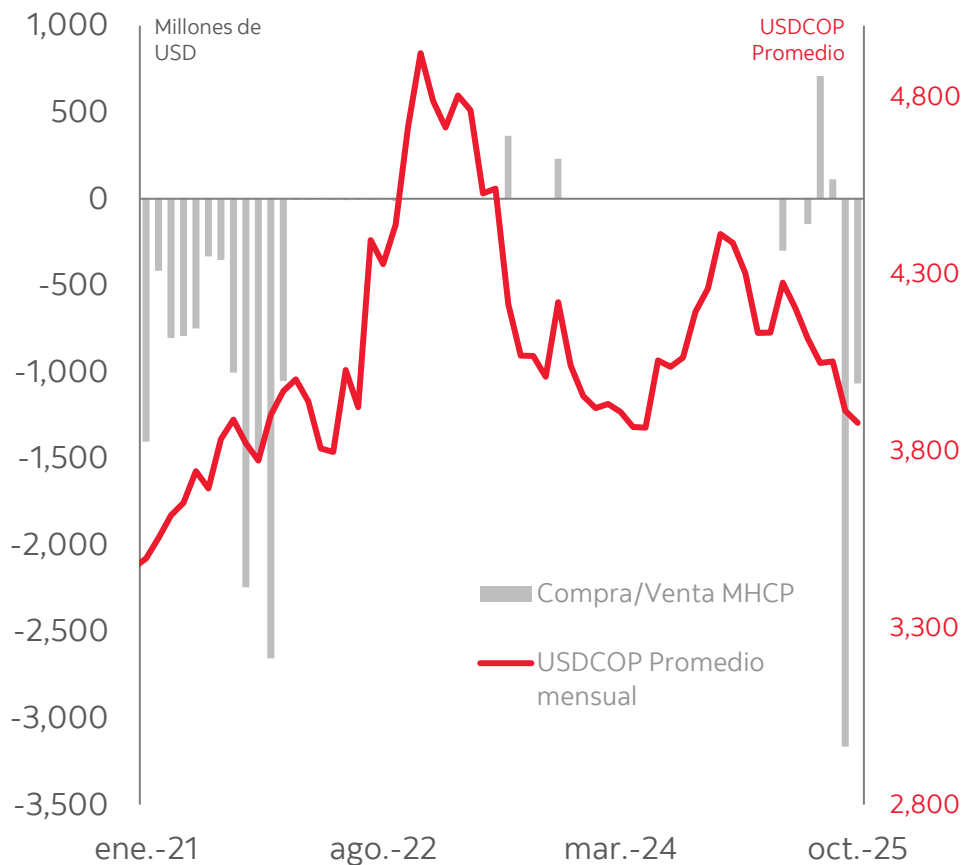
### Remesas como % del PIB vs USDCOP



\*Acumulado a agosto de 2025  
Fuente: Scotiabank Colpatría Economics, BanRep,

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

## Tasa de cambio promedio mensual vs operaciones en dólares del MHCP



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

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

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

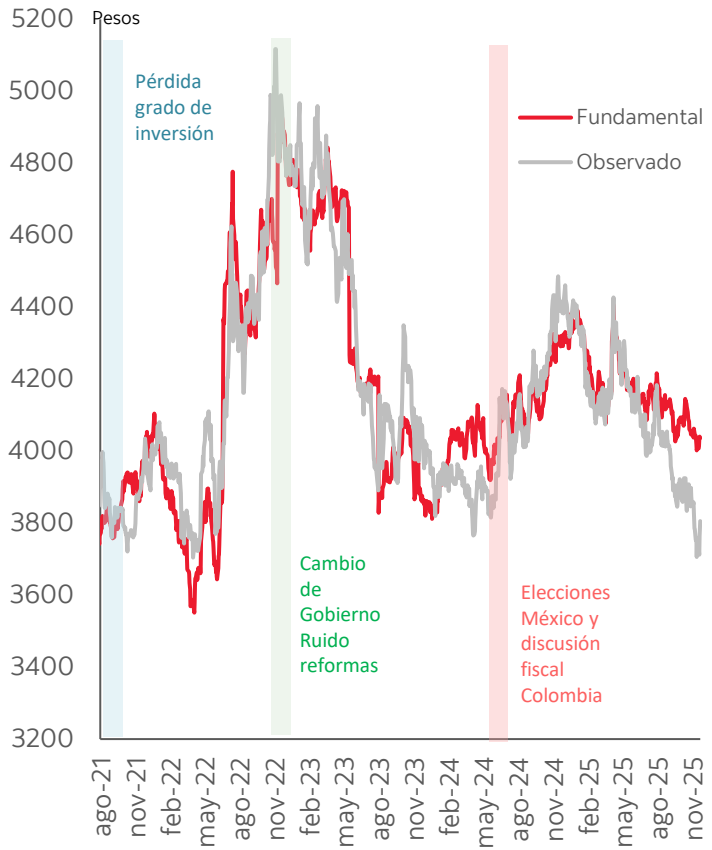
Esta gran masa puede seguir **generando ruidos** en las operaciones del mercado de divisa por su magnitud, teniendo en cuenta que diariamente se operan ~USD 1MM en el mercado cambiario.

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

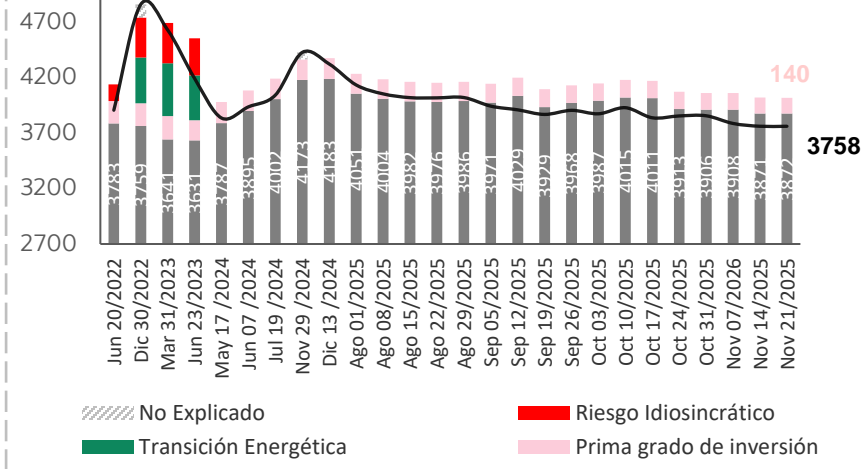
# Tasa de cambio

La expectativa de que el BanRep sería más cauto en sus decisiones de política monetaria genera atractivo para operaciones de carry trade. De igual forma las monetizaciones de los recursos de endeudamiento en el exterior generan presión de corto plazo

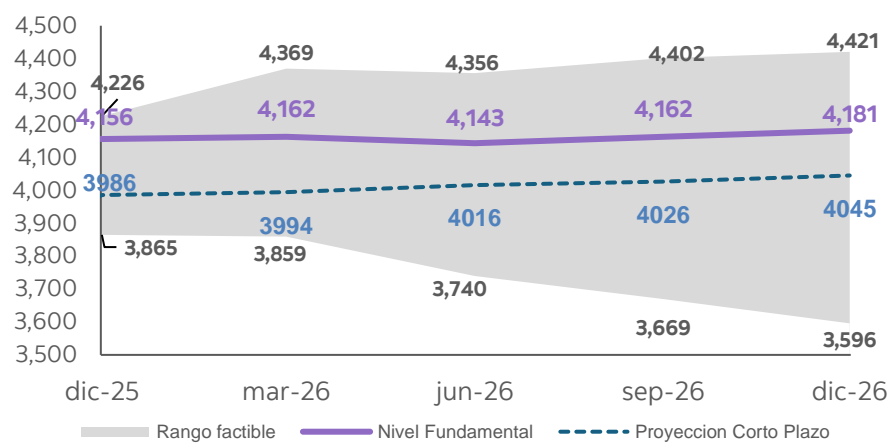
### Evolución USDCOP teórico vs USDCOP observado



### Factores explicativos del modelo fundamental de la tasa de cambio



### Tasa de cambio nivel fundamental vs rango factible



**Supuestos Fair Value**

\$4.156

Intercepto; 3,498

+

186

+

544

-

-86

-

-200

- Riesgo Fiscal
- Riesgo Latam
- CDS5y 200
- Brent 68 usd/b
- Diferencial de tasas

Fed : 4,5% / BanRep: 8,75%

Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

# Pronósticos Macroeconómicos

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025pr	2026pr
<b>Cuentas Nacionales</b>								
Crecimiento real del PIB (anual %)	3,2	-7,3	11,3	7,5	0,6	1,6	2,6	2,9
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,9	10,4	-3,9	2,0	3,8	3,3
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,2	14,0	9,4	1,0	1,4	3,7	3,8
Privado (a/a, %)	4,0	-4,9	15,2	11,0	0,9	1,6	3,5	3,9
Gobierno (a/a, %)	5,5	-0,8	10,0	2,0	0,3	-0,5	4,6	3,6
Formación bruta de capital (a/a, %)	2,4	-21,5	14,5	16,2	-26,3	5,2	4,6	0,7
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,5	17,0	13,4	3,4	2,5	0,7	1,1
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	28,5	24,8	-14,8	4,4	6,8	3,1
<b>Mercado Laboral</b>								
Desempleo (% , promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	9,2	10,2
<b>Balanza de Pagos</b>								
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14,1	-13,1	-20,0	-16,6	-8,2	-9,77	-12,91	-14,10
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,2	50,9	73,1	67,8	68,87	69,6	72,6
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,6	76,0	78,63	82,54	86,6
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-21,3	-9,7	-7,412	-10,05	-11,29
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,6	-3,4	-5,6	-6,2	-2,7	-1,8	-2,4	-2,5
Términos de Intercambio (a/a, %)	4,04	-12,62	20,74	5,94	-18,0	-0,7	-1,0	
<b>Precios, tasas &amp; Tasa de Cambio</b>								
IPC (a/a, %, fin periodo)	3,80	1,61	5,62	13,12	9,28	5,20	5,31	4,30
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,63	5,17	4,60
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	5,60	5,09	4,34
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4405	3986	4045
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4153	3998	4020
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	13,0	9,50	9,25	8,50
<b>Indicadores Fiscales*</b>								
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,6	53,4	59,3	61,3	63,0
Balance primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-2,4	-2,4	-1,4
Déficit del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-6,8	-7,1	-6,2

\*Fuente: MFMP 2025

# Contacto:

---

**Jackeline Piraján**

Gerente de Research

[jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com](mailto:jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com)

**Daniela Valentina Guio**

Profesional Senior Research

[daniela.guio@scotiabankcolpatria.com](mailto:daniela.guio@scotiabankcolpatria.com)

**Juan Pablo Leon Uribe**

Estudiante en práctica de Research

[juanp.leon@scotiabankcolpatria.com](mailto:juanp.leon@scotiabankcolpatria.com)

Página web:



**Research Team Colombia**

[EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com](mailto: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](http://www.scotiabank.com) y síganos 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](http://www.scotiabank.com) and follow us on X @Scotiabank.

# Legal Notices

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

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

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

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

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

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

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

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