

PROYECCIONES
Económicas
ABRIL - JUNIO DE 2025

ISSN 2745-0902



LA REGLA FISCAL EN COLOMBIA:
MARCO INSTITUCIONAL, CLÁUSULA
DE ESCAPE Y SOSTENIBILIDAD FISCAL



PROYECCIONES ECONÓMICAS
DE ANIF



PROYECCIONES DEL MUNDO
Y LA REGIÓN

CONTENIDO



EDITORIAL 3



1. LA REGLA FISCAL EN COLOMBIA: MARCO INSTITUCIONAL, CLÁUSULA DE ESCAPE Y SOSTENIBILIDAD FISCAL 4



2. PROYECCIONES ECONÓMICAS DE ANIF

- Crecimiento económico y mercado laboral 7
- Situación financiera 12
- Análisis de la inflación 16
- Panorama fiscal 19
- Análisis de la balanza de pagos: primer trimestre de 2025 23
- Tasa de cambio 27
- Proyecciones económicas de ANIF para Colombia 29



3. PROYECCIONES DEL MUNDO Y LA REGIÓN 30

- Producto Interno Bruto
- Cuenta Corriente
- Inflación
- Tasa de desempleo

Es una publicación de
ANIF-Centro de Estudios Económicos

Presidente

José Ignacio López G.

Vicepresidente

Luz Magdalena Salas B.

Jefe de estudios

macroeconómicos

Andrea Ríos S.

Jefe de estudios sectoriales

Fabián Suárez N.

Investigadores

Laura Llano C.

María Carolina Gutiérrez A.

María Paula Campos G.

Thomas Martínez R.

Daniel Aguilar F.

Luis Felipe González R.

Nicole Torres L.

Jorge Andrés Moya A.

Diseño y producción electrónica:

Brigitte Avellaneda C.

Dayanna Huertas S.

Sofía Penagos G.

Dirección: calle 70A No. 7-86

Correo electrónico: anif@anif.com.co

Página web: www.anif.com.co

Esta publicación tiene carácter
confidencial y exclusivo.

Se prohíbe su reproducción con fines
de publicación o divulgación a terceros.

Este documento se finalizó el
27 de junio de 2025.

EDITORIAL

El frente fiscal toma protagonismo en esta segunda entrega de Panorama de 2025. Son innegables las preocupaciones en este frente luego de la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo. La activación de la cláusula de escape sin algún hecho sobreviniente que la justifique muestra la falta de compromiso del Gobierno con la disciplina fiscal, en momentos donde los ingresos se mantienen estancados y los gastos siguen en franco crecimiento. Se esperan déficits primarios elevados en los próximos tres años, con un consecuente crecimiento en la deuda pública debido al encarecimiento de las condiciones de crédito para el Tesoro Nacional. Sin duda, retornar a niveles más estables de deuda y déficit será uno de los retos del siguiente Gobierno, si no el mayor.

En esa coyuntura navegan las demás variables macroeconómicas. Es bien sabido que la economía sigue beneficiándose de la tracción de crecimiento con la que terminó el 2024. El primer trimestre de 2025 creció 2,7%, cifra superior al 0,7% registrado un año atrás y al 1,7% del total de 2024, lo que muestra la resiliencia del aparato productivo colombiano. Si bien este resultado se mantiene debajo del crecimiento potencial, esperamos que el año cierre muy cerca de esa cifra (2,8%) y alcance un crecimiento cercano al 3% el próximo año.

Por su parte, la inflación mantiene una senda decreciente. Sin embargo, el último tramo de convergencia al rango meta del emisor es el más difícil. Luego de un 5,2% registrado a cierre de 2024, en los primeros cinco meses de este año la inflación no ha logrado descender de 5%, con lo cual prevemos que sea el sexto año consecutivo en el cual el nivel general de precios se ubique fuera del rango meta del Banco de la República. Si a eso se le suma la incertidumbre doméstica y un entorno internacional desafiante que mantiene una tensión permanente sobre el movimiento global de tasas, el Banco tiene un menor margen para mantener una política que favorezca la reducción de precios, sin comprometer el crecimiento económico y unas condiciones de crédito favorables.

Finalmente, la ocupación mantiene un buen ritmo, de la mano de un crecimiento más robusto. Esperamos que el desempleo se ubique cerca del 9,4% al cierre de 2025, donde los sectores de mayor crecimiento serían lo que más contribuirían a la generación de nuevos empleos.

En suma, las preocupaciones del pasado siguen latentes. A pesar de los resultados favorables en muchas de las variables macroeconómicas, el lunar proviene del frente fiscal. Eso podría comprometer el desempeño económico en el mediano plazo, a medida que se profundizan sus efectos sobre el tipo de cambio y la inflación. A esto se suma la incertidumbre sobre las plausibles reformas tributarias futuras, que podrían afectar nuestro ritmo de crecimiento y nuestra capacidad de generar empleo, y los potenciales desafíos a nivel internacional.

LA REGLA FISCAL EN COLOMBIA:

MARCO INSTITUCIONAL, CLÁUSULA DE ESCAPE Y SOSTENIBILIDAD FISCAL

Durante las últimas décadas, la disciplina fiscal se ha consolidado como un objetivo prioritario para la mayoría de los países. En este contexto, la adopción de reglas fiscales ha buscado fortalecer y consolidar la política fiscal mediante el aumento de la credibilidad y sostenibilidad de las finanzas públicas, y la mejora en las condiciones de acceso a los mercados financieros. Asimismo, estas reglas han sido implementadas con el propósito de promover una política fiscal contracíclica: ahorrar en épocas de bonanza y aumentar el gasto en tiempos de crisis. En conjunto, la adopción de reglas fiscales responde a tres objetivos fundamentales: i) reducir el costo del endeudamiento; ii) disminuir la volatilidad del crecimiento económico; y iii) estabilizar el nivel de deuda pública en relación con el tamaño de la economía.

En Colombia, a finales de los años noventa, el aumento sostenido de la deuda pública —agravado por choques macroeconómicos y la posterior pérdida de la calificación crediticia en 1999— encendió las alarmas sobre la sostenibilidad fiscal y motivó una serie de reformas institucionales (Gráfico 1). Las reglas fiscales fueron implementadas por primera vez a nivel subnacional como respuesta al fuerte crecimiento del endeudamiento de los gobiernos territoriales, un fenómeno derivado del proceso de descentralización impulsado por la Constitución de 1991. En 1997 se expidió la llamada “Ley de Semáforos”, que estableció que el endeudamiento de las entidades territoriales no podía superar su capacidad de pago. Posteriormente, la Ley 617 de 2000 impuso límites al crecimiento del gasto corriente, fijando techos con base en la población de cada territorio. Finalmente,

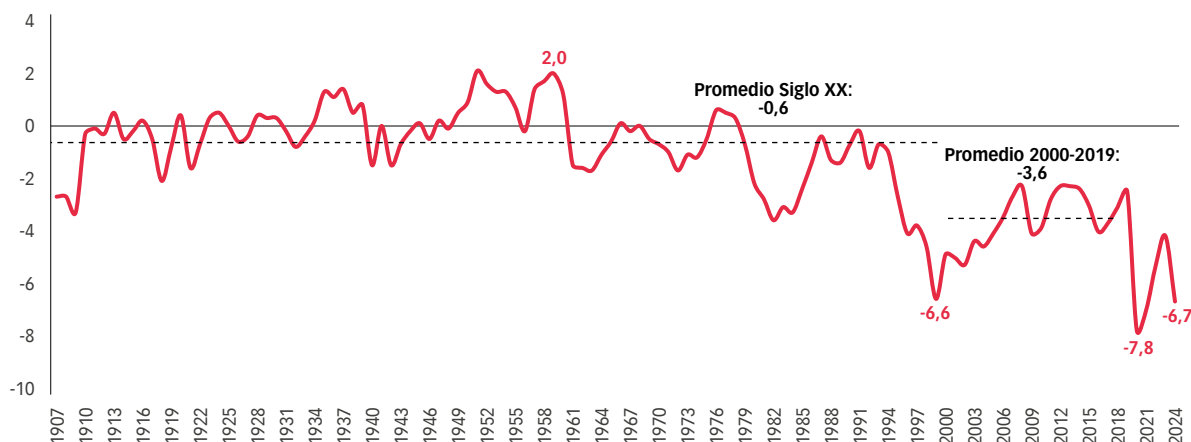
en 2003 se promulgó la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal, que obligó a las entidades territoriales a incorporar en sus presupuestos metas fiscales orientadas a garantizar la sostenibilidad de la deuda pública. Además, estableció la obligación del Gobierno nacional de presentar ante el Congreso un Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), el cual debía incluir un análisis de la situación económica, proyecciones a diez años de los principales indicadores macroeconómicos y estimaciones de los saldos fiscales.

A finales de 2010, el Gobierno propuso formalmente la adopción de una Regla Fiscal para el balance primario estructural con el objetivo de recuperar la calificación crediticia de grado de inversión y lograr un nivel sostenible de deuda pública. A inicios de 2011 se aprobó la Regla Fiscal, una norma definida como un límite al balance estructural¹ que, a su vez, controla el crecimiento de la deuda pública.

Luego de la suspensión temporal de la Regla Fiscal en 2020 debido a la pandemia del COVID-19, en 2021 se incorporó una cláusula de escape. Esta cláusula permite al Gobierno desviarse temporalmente del cumplimiento de las metas fiscales bajo dos escenarios: i) ante eventos extraordinarios, y ii) cuando esté en riesgo la estabilidad macroeconómica del país. De acuerdo con lo presentado en el MFMP de 2025, la cláusula de escape fue aprobada por tres años, lo que significa que el Gobierno puede incumplir la Regla Fiscal durante dicho periodo.

El Ministerio argumenta que la activación de la cláusula de escape es una decisión necesaria ante la imposibilidad de cumplir las metas fiscales sin afectar la operatividad del Estado. En particular, señala que la situación fiscal actual se caracteriza por una alta inflexibilidad del gasto y una limitada capacidad para generar ingresos suficientes en el corto plazo. Esta rigidez impi-

**Gráfico 1. Balance fiscal GNC
(% del PIB, 1907-2024)**



Fuente: elaboración ANIF con base en cifras del Ministerio de Hacienda.

¹ Definido como la diferencia entre los ingresos totales y los gastos totales, excluyendo los componentes cíclicos del PIB y de los ingresos petroleros.

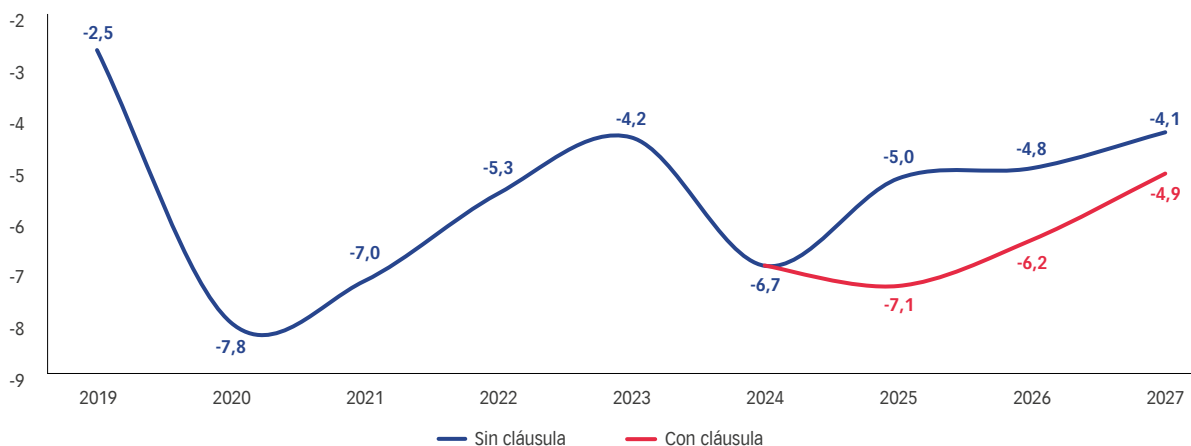
de realizar ajustes por el lado del gasto sin comprometer áreas críticas, como la inversión pública. En este contexto, la cláusula de escape fue presentada como el único instrumento disponible para mitigar los riesgos macroeconómicos asociados a una eventual parálisis del aparato estatal. Su activación implica un desvío respecto a las metas fiscales de 2025², 2026 y 2027, de 2,1, 1,4 y 0,8 puntos porcentuales del PIB, respectivamente (Gráfico 2).

Ante esta situación el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) afirmó que la activación de la cláusula de escape no soluciona ninguno de los desequilibrios fiscales estructurales que presenta el país. Su efectividad depende de la credibilidad y suficiencia del plan de ajuste fiscal que acompaña su implementación. Ahora bien, desde ANIF consideramos que, si bien las propuestas para retornar a la senda fiscal son razonables y podrían contribuir a mejorar la situación de las

finanzas públicas en el mediano plazo, su implementación no luce plausible, al menos en lo que queda de este Gobierno. En ese sentido, se subraya la importancia de hacer recortes adicionales y más ambiciosos del gasto público.

Asimismo, la cláusula de escape debe entenderse como parte integral del marco legal de la regla fiscal, lo que implica mantener el compromiso con la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo. En ese sentido, preocupa que durante 2026 y 2027 las metas fiscales tampoco estarán vinculadas al nivel de deuda pública, a pesar de que esta se proyecta en niveles históricamente altos. La activación de la cláusula de escape implica postergar la entrada en vigor de la regla fiscal paramétrica que liga directamente el ajuste fiscal al nivel de deuda, lo cual representa un retroceso en la disciplina fiscal de largo plazo y plantea riesgos significativos para la estabilidad macroeconómica del país.

**Gráfico 2. Balance fiscal GNC
(% del PIB, 2019 - 2027)**



Fuente: elaboración ANIF con base en Ministerio de Hacienda-MFMP 2025.

² Si se materializa el déficit proyectado para 2025, equivalente al 7,1 % del PIB, sería el nivel más alto registrado en los últimos 120 años, con excepción del observado durante la pandemia.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y MERCADO LABORAL

Panorama primer trimestre 2025

En el primer trimestre del año, la economía registró un crecimiento de 2,7% anual, por encima del 0,7% anual registrado en el primer trimestre de 2024. Estos resultados ponen en evidencia que la economía continúa en su senda de recuperación, impulsada por un mayor consumo de los hogares, condiciones financieras más favorables, mayor dinamismo sectorial y menores presiones inflacionarias.

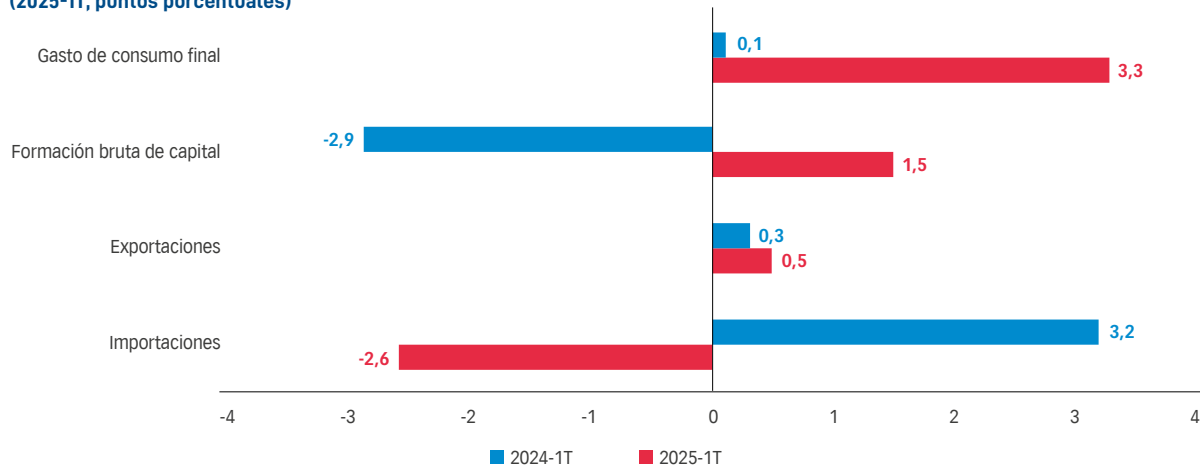
Por el lado de la demanda, como se observa en el Gráfico 1, la economía estuvo impulsada por el gasto en consumo final, que creció 3,8% y contribuyó con 3,3 puntos porcentuales (pp), por encima de lo observado en el mismo periodo de 2024. Esto se debió al crecimiento tanto en el consumo del Gobierno como en el de los hogares (4,3% y 3,8% anual, respectivamente). Si bien el consumo del Gobierno ha sido relevante en la senda de recuperación de la economía,

este crecimiento puede comprometerse por el difícil panorama fiscal que atraviesa el país.

Por el lado de los hogares, el crecimiento se ha explicado en mayor medida por un mayor gasto en servicios (contribuyendo 1,8pp), siendo los servicios de esparcimiento los que más aportan (como los juegos de azar y actividades artísticas), seguidos por servicios de atención de salud, inmobiliario y financiero. Cabe recordar que desde la pandemia ha habido cambios en los hábitos de consumo de los hogares, donde los servicios, especialmente entretenimiento, han tomado el protagonismo.

Por su parte, si bien la formación bruta de capital registró una fuerte recuperación creciendo 8,3% (contribuyó en 1,5pp) en comparación con el primer trimestre de 2024 (-13,4%), dicho resultado respondió principal-

Gráfico 1. Contribuciones al PIB por componente desde la demanda (2025-1T, puntos porcentuales)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

mente a una mayor acumulación de inventarios. Así mismo, la inversión fija registró un comportamiento destacable respecto a 2024, creciendo 1,8% anual. Este comportamiento estuvo impulsado por la inversión en maquinaria y equipo principalmente, mientras que los componentes relacionados con construcción con-

tinuaron rezagados, con caídas en vivienda y en otras estructuras no residenciales.

Por el lado de la oferta, como se observa en el Gráfico 2, el sector de mejor desempeño fue comercio, transporte y almacenamiento, creciendo 3,9% anual (contribu-

Gráfico 2. Contribuciones al PIB por actividad económica desde la oferta (1T2025, puntos porcentuales)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

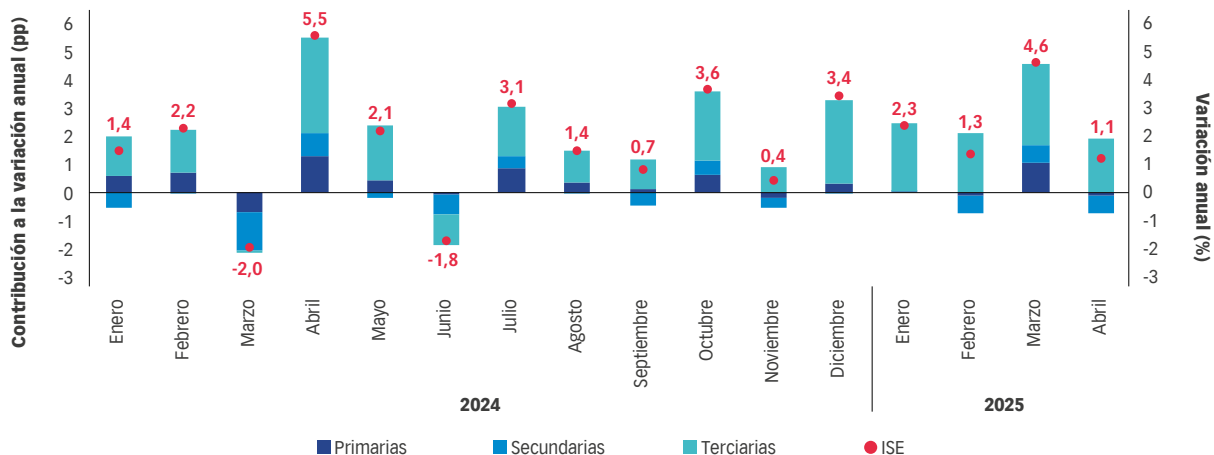
yendo 0,8pp). Esto estuvo impulsado principalmente por el comercio al por menor y transporte. En segundo lugar, se encuentra el sector agropecuario que creció 7,1% anual (contribuyó con 0,7pp), impulsado principalmente por el buen desempeño de la producción de café, la ganadería y los cultivos agrícolas de algunas frutas. Así mismo, el sector de actividades artísticas y de entretenimiento creció 15,5% anual (contribuyó en 0,6pp), manteniéndose como uno de los sectores con mayor dinamismo en los últimos años. Esto estuvo explicado por los juegos de azar, principalmente por apuestas deportivas en línea y algunos eventos como conciertos y festivales.

En cuanto al sector de administración pública, si bien este creció 3,5% (contribuyó con 0,5pp), su papel en la recuperación económica ha venido moderándose. Por su parte, explotación de minas y canteras se contrajo 5,0% anual, explicado por una fuerte caída en la extracción de carbón ante una menor demanda, problemas de orden público, mayores

costos de transporte marítimo y condiciones regulatorias. Así mismo, se observó una contracción en la extracción de petróleo a causa de una menor producción en Casanare, Putumayo, Cesar y Bolívar. En cuanto a la construcción, este sector también se contrajo 3,5% anual, principalmente por edificaciones, mientras que obras civiles creció. Igualmente, el suministro de servicios públicos cayó 1,2% anual debido a menor demanda de energía térmica y menor consumo de agua.

De cara al segundo trimestre del año, de acuerdo con el Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE), en abril la economía creció 1,14% anual en su serie original (Gráfico 3). Esto estuvo explicado por el crecimiento de las actividades terciarias (2,59% anual), lo cual estuvo parcialmente contrarrestado por la contracción de las actividades secundarias y primarias (-3,90% y -1,71% anual, respectivamente). En lo corrido del año, de enero a abril, la economía ha crecido 2,33% respecto al mismo periodo del año anterior.

Gráfico 3. Contribuciones por agrupación de actividades al total del ISE (Puntos porcentuales)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

Perspectivas 2025

Desde ANIF estimamos que la economía va a continuar su senda de crecimiento, cerrando el año en 2,8% anual. Por el lado del gasto, proyectamos que la actividad económica estará impulsada por la formación bruta de capital (5,0% anual), ante una mayor inversión en maquinaria y equipo, y por el gasto de los hogares (2,9% anual), en medio de un contexto de menores tasas de interés y de buen comportamiento de las remesas, que esperamos se mantenga durante el resto del año. Respecto al gasto público, esperamos que se ubique en 2,5% anual, principalmente por ser un año preelectoral, aunque el crecimiento estaría limitado por el complejo escenario fiscal. Finalmente, en cuanto al comercio exterior, preveemos una mejor dinámica tanto en las exportaciones (4,5% anual) como en las importaciones (5,0% anual), en línea con el dinamismo de la demanda interna.

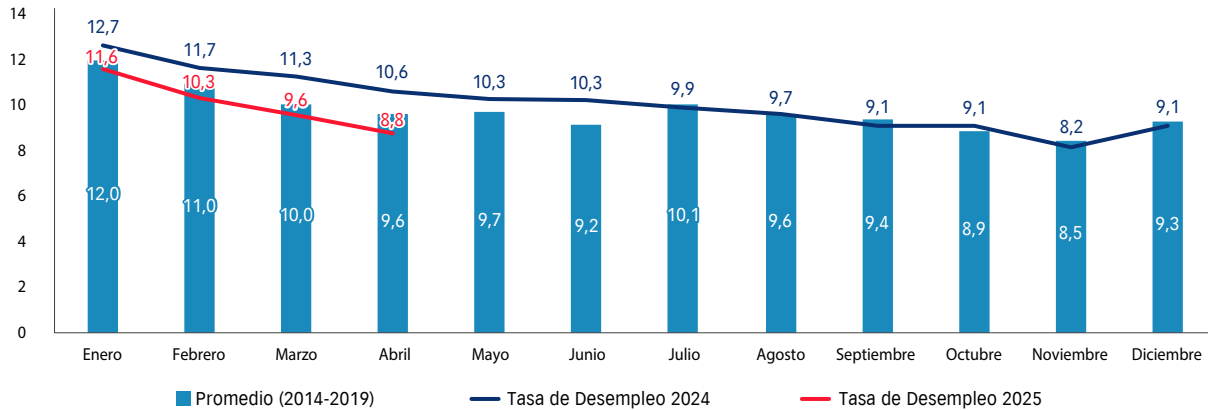
Por el lado de la oferta, habría una menor heterogeneidad en el crecimiento sectorial. Se destaca que el sector agropecuario crecería 4,1% anual, impulsado principalmente por el buen desempeño de la producción de café. Así mismo, las actividades artísticas y de entretenimiento seguirían destacando por su dinámica económica, aunque más moderada que la observada durante 2024, creciendo 3,6% anual, impulsado principalmente por las apuestas en línea. En cuanto a la industria manufacturera, prevemos que crezca 1,1% anual tras dos años de contracciones, así como del sector construcción, el cual esperamos que crezca 2,4%. Por su parte, explotación de minas y canteras seguiría decreciendo (-0,9% anual).

Mercado Laboral

En lo corrido del año, el mercado laboral muestra mejoras sustanciales en cuanto a la disminución de la desocupación. La Tasa de Desempleo (TD) de abril se ubicó en 8,8%, reflejando una disminución de 1,86 puntos porcentuales (pp) respecto al mismo mes del año anterior. Al comparar con los datos previos a la pandemia (promedio mensual entre 2014 y 2019), el dato de la TD registrado en abril de 2025 se ubicó 0,8pp debajo de ese nivel. El Gráfico 1 ilustra el comportamiento de la serie con periodicidad mensual de la serie original. La tendencia decreciente permite dar evidencia de un mejor dinamismo del mercado laboral respecto a 2024 y una posible convergencia a cifras incluso inferiores a las registradas antes de pandemia. Por su parte, la TD, serie desestacionalizada, se ubicó en 8,8%, presentando una disminución de 0,2pp respecto a marzo de 2025.

En lo corrido del año, serie original, la TD se ubica en 10,1%, 1,5pp inferior a la registrada en el mismo periodo del año anterior. La disminución en la TD se debe principalmente al incremento en la demanda de trabajo (medida a través de la Tasa de Ocupación-TO), la cual incrementó 2,6% en lo corrido del año respecto al mismo periodo de 2024. De hecho, este aumento fue aproximadamente tres veces superior al incremento en la oferta laboral (medida a través de la Tasa Global de Participación-TGP), que correspondió a un aumento de 0,9%. Lo anterior indica que una mayor parte de los colombianos ha logrado encontrar empleo en 2025, en particular 905 mil personas.

**Gráfico 1. Tasa de desempleo mensual
(total nacional, serie original)**



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

Estos resultados son consistentes con la mayor demanda de trabajo percibida en los sectores, en orden, de alojamiento, comercio, agricultura, industria y administración pública. Estas actividades contribuyeron con más de dos terceras partes (71,4%) al crecimiento del empleo (4,0%). Lo preocupante radica en que el empleo jalonado por estos sectores, lastimosamente, es mayoritariamente informal. Si bien la cifra de informalidad para el mes de abril sorprendió a la baja (55,0%), en lo corrido del año se observa que el 60,6% de los nuevos empleos han sido informales.

En cuanto a las proyecciones de la TD para este año, desde ANIF proyectamos una cifra de 9,4%. Este pronóstico es acorde con el mayor dinamismo económico proyectado en el futuro cercano y una mejor situación

macroeconómica general, fomentada por una tendencia a la baja de las tasas de interés y de la inflación.

A pesar de observar condiciones macroeconómicas favorables, la incertidumbre es inevitable: i) la actual crisis fiscal que requirió activar la cláusula de escape e incrementos en las tarifas de retención en la fuente generarán menor credibilidad para la inversión privada y una mayor perspectiva de riesgo país; y ii) la reforma laboral que pretende mejorar las condiciones laborales de los empleados formales pero que descuida a los trabajadores informales, podría comprometer alrededor de 140.000 empleos en sectores estratégicos y pondrá contra la pared el tejido empresarial. Así, los efectos sobre el mercado laboral podrían reflejarse en lo que resta del año y en 2026.

SITUACIÓN FINANCIERA

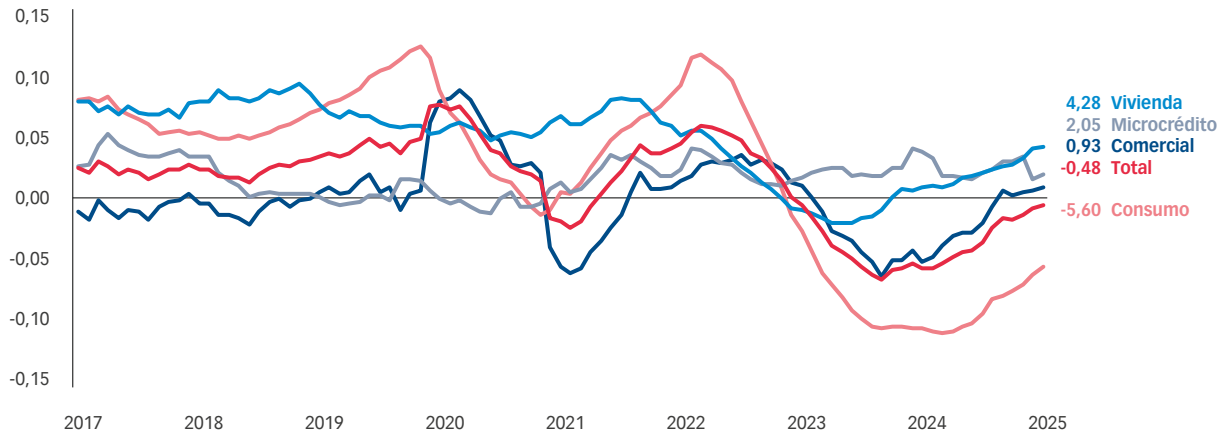


Durante el primer semestre de 2025, el sistema financiero colombiano operó en un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre global, derivada principalmente del resurgimiento de políticas comerciales proteccionistas, mayores tensiones geopolíticas y señales de desaceleración en la economía mundial. Estos factores incrementaron la volatilidad en los mercados financieros internacionales y elevaron la aversión al riesgo de los inversionistas, afectando de forma transversal a las economías emergentes, incluida Colombia. A nivel local, aunque la actividad económica continuó su proceso de recuperación y la inflación siguió una senda descendente, cerrando mayo en 5,05%, persisten desafíos importantes en el frente fiscal y riesgos latentes sobre la estabilidad macroeconómica. El déficit fiscal del Gobierno nacional se ha ampliado significativamente, y ascendería a 7,1% del PIB en 2025 según el Marco Fiscal de Mediano Plazo. Esto ha llevado a un deterioro en la percepción de riesgo soberano

y a que las tres principales calificadoras de riesgo mantengan una perspectiva negativa sobre la calificación soberana de Colombia.

En este contexto, los establecimientos de crédito continúan mostrando resiliencia, destacándose una recuperación de la cartera bruta para abril de 2025, principal componente de los activos con una participación del 62%, la cual ha venido moderando su contracción en términos reales, pasando de una caída del 5,8% anual en abril de 2024 a -0,5% en abril de 2025, como se observa en el Gráfico 1. Este resultado obedece a la mejora observada en todas las modalidades de crédito, con tasas de crecimiento positivas en comercial (0,9%), vivienda (4,3%) y microcrédito (2,1%). Por su parte, la cartera de consumo, que representa el 28% del total, sigue mostrando variaciones reales negativas (-5,6%), aunque con una recuperación importante desde su punto más bajo de los últimos años registrado en junio de 2024 (-11,1%).

Gráfico 1. Crecimiento real anual de la cartera por modalidad (% , datos a abril de 2025)



Fuente: elaboración de ANIF con datos de la Superintendencia Financiera de Colombia.

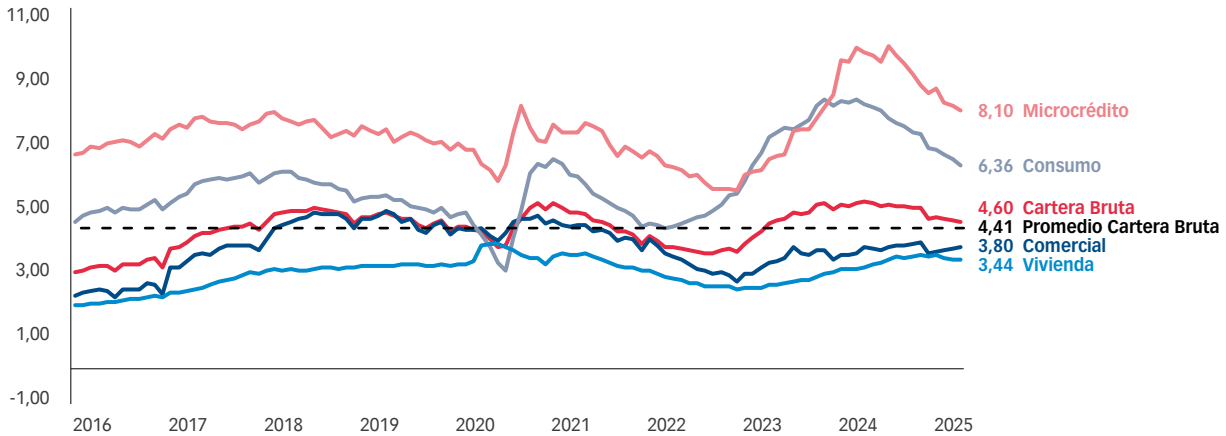
La recuperación del crédito comercial se ha dado de forma gradual desde finales de 2024 y se explica, en parte, por un repunte en la inversión, que creció 8,2% anual, aunque limitada por la marcada heterogeneidad sectorial en el crecimiento económico. Mientras sectores como agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; comercio al por mayor y al por menor; y administración pública, defensa, educación y salud registraron incrementos importantes (7,1%, 3,9% y 3,5%, respectivamente), otros como exploración de minas y canteras; construcción; y suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado presentaron caídas anuales de -5%, -3,5% y -1,2%, respectivamente. Esta disparidad sectorial ha repercutido directamente en la evolución del crédito empresarial y en los niveles de riesgo asociados a esta modalidad.

En términos de calidad de cartera, como se puede observar en el Gráfico 2, el indicador de calidad por mora (ICM) continuó su senda de mejoría, reduciéndose en 65 puntos básicos entre abril de 2024 y abril de 2025.

No obstante, las modalidades de microcrédito y consumo aún presentan niveles de morosidad superiores al promedio registrado en 2017, además de una alta proporción de cartera irrecuperable. En ese sentido, las provisiones totales ascendieron a COP 41,4 billones en abril de 2025, aunque registraron una variación real anual negativa de -5,8%. Este comportamiento fue dispar según la modalidad de crédito: mientras las provisiones en consumo y microcrédito se redujeron por la mejora en la cartera vencida, las de vivienda y, sobre todo, las de cartera comercial, aumentaron. Este último caso se atribuye tanto al incremento de la morosidad de empresas en sectores específicos, como comercio y manufactura, como al deterioro de las condiciones macroeconómicas, que podrían afectar la capacidad de pago del sector corporativo ante choques externos o fiscales.

Finalmente, la rentabilidad del sistema bancario también mostró señales de recuperación. En abril de 2025, el ROA alcanzó 1,03% y el ROE 8,3%, con incrementos

Gráfico 2. Indicador de Calidad por Mora según Modalidad de Cartera
(%, datos a abril de 2025)



Fuente: elaboración de ANIF con datos de la Superintendencia Financiera de Colombia.

anuales de 38 y 289 puntos básicos, respectivamente. Esta mejoría está alineada con el mayor dinamismo de la cartera y una menor presión por deterioro crediticio. Sin embargo, ambos indicadores permanecen por debajo de sus promedios históricos de largo plazo, que se sitúan en 1,5% para el ROA y 10,9% para el ROE, lo que evidencia que, si bien hay señales positivas, la recuperación aún no se ha consolidado plenamente.

Perspectivas

Las perspectivas para los establecimientos de crédito en Colombia están fuertemente condicionadas por un entorno macroeconómico internacional incierto y volátil. El resurgimiento de políticas proteccionistas, el endurecimiento de las tensiones geopolíticas y las señales de desaceleración global han incrementado la aversión al riesgo de los inversionistas y la volatilidad en los mercados financieros. Esto afecta la valoración de activos como los TES y eleva los costos de financia-

ción externa, presionando a los bancos con mayores exposiciones al riesgo de mercado. En este contexto, se espera que las entidades mantengan una postura conservadora en la administración de portafolios y liquidez, especialmente ante el potencial de nuevas perturbaciones externas que puedan impactar tanto la estabilidad cambiaria como los flujos de capital.

A nivel interno, los establecimientos de crédito enfrentan riesgos significativos derivados del deterioro fiscal y la incertidumbre sobre la sostenibilidad macroeconómica. Aunque se proyecta una recuperación gradual de la cartera y una mejora lenta pero constante en la calidad de esta, las condiciones fiscales adversas podrían frenar la consolidación de estas tendencias.

En cuanto a las vulnerabilidades estructurales del sistema financiero, si bien los niveles de solvencia y liquidez siguen siendo adecuados, existen presiones sobre la rentabilidad bancaria y riesgos latentes en segmentos específicos de cartera. La persistencia de indicado-

res de calidad por mora elevados en microcrédito y consumo, sumado a un entorno de tasas aún en proceso de normalización, podría limitar la capacidad de los establecimientos para expandir el crédito sin asumir riesgos adicionales. En este escenario, se espera que las entidades se enfoquen en mejorar la eficiencia operativa, fortalecer sus provisiones frente a escena-

rios adversos y continuar ajustando sus modelos de riesgo ante la evolución del entorno económico. Si bien el sistema ha demostrado capacidad de adaptación, el balance de riesgos sugiere que la senda de recuperación de los establecimientos de crédito será gradual, sujeta a la estabilidad macroeconómica y al manejo prudente del riesgo financiero.

ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN



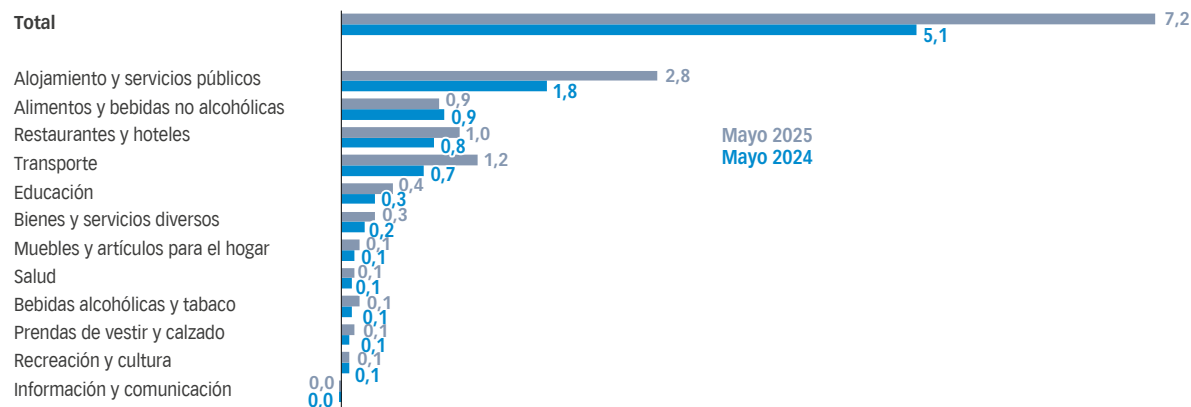
Durante los primeros cinco meses de 2025, la desaceleración de los precios en Colombia ha mostrado una moderación en su ritmo, ralentizando el proceso de convergencia hacia el rango meta de inflación. Aunque la inflación cerró 2024 en 5,2%, no ha mostrado mejoras significativas en lo corrido de 2025, manteniéndose por encima del 5%. En detalle, en mayo de 2025 la inflación anual se ubicó en 5,05%, disminuyendo 11 puntos básicos (pb) frente a abril (5,16%), pero aún manteniéndose muy por encima del límite superior del rango objetivo (2%-4%). En términos mensuales, la inflación de mayo se ubicó en 0,32%, disminuyendo 34pb frente al mes anterior.

Analizando los resultados de la inflación según la clasificación del Banco de la República, en mayo la inflación de bienes aumentó 34pb frente a abril, situándose en 1,45%, al igual que la inflación anual de alimentos, que

se incrementó 10pb y alcanzó 4,71%. Por su parte, tanto la inflación de servicios como la de regulados mostraron una disminución frente a abril, cayendo 31pb y 27pb respectivamente, y ubicándose en 6,06% y 6,31%. Igualmente, la inflación básica, es decir, excluyendo alimentos y regulados, mostró una caída de 12pb respecto al mes anterior, situándose en 4,77%.

En términos anuales, tres divisiones de gasto explicaron el 69,3% del incremento total del IPC anual en mayo. La división de alojamiento y servicios públicos lideró, contribuyendo con 1,8 puntos porcentuales (pp) a la inflación anual total (Gráfico 1). Esta división registró un crecimiento anual de 5,8%, donde el arriendo imputado (0,7pp) y el arriendo efectivo (0,6pp) fueron los rubros que más aportaron. Le siguió alimentos, que contribuyó con 0,9pp dado un crecimiento anual de 4,7%, donde el chocolate y la carne de res y sus deri-

Gráfico 1. Contribución inflación anual mayo por división de gasto (pp)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

vados contribuyeron con 0,1pp cada uno. Por último, restaurantes y hoteles aportaron 0,8pp a la inflación total, con una variación anual de 7,4%, impulsada principalmente por comidas en servicio a la mesa y auto-servicio, que contribuyeron con 0,6pp.

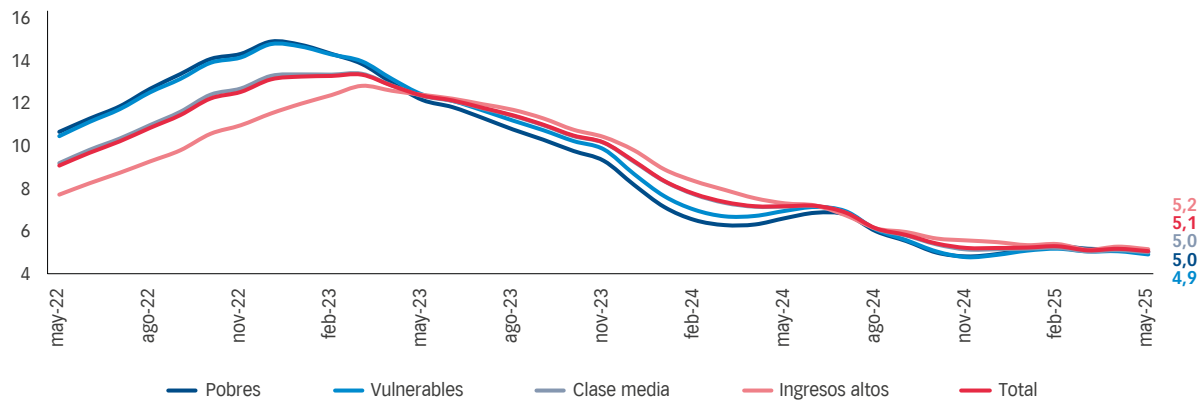
La variación mensual del IPC en mayo registró un incremento de 0,32%, disminuyendo 34pb frente a abril. Al igual que en la variación anual, las divisiones que más contribuyeron a este resultado fueron alojamiento y servicios públicos (0,15pp), alimentos (0,11pp) y restaurantes y hoteles (0,04pp). En cada una de estas divisiones los rubros con mayor contribución fueron el arriendo imputado (0,24pp), el tomate (0,18pp) y las comidas en establecimientos de servicio a la mesa y autoservicio (0,17pp), respectivamente.

Por nivel de ingresos de los hogares colombianos, los resultados de inflación para mayo de 2025 revelan diferencias significativas. Los hogares con ingresos altos registraron la inflación anual más alta, alcanzando el 5,2%, seguidos por los hogares de clase media y aquellos en condición de pobreza, ambos con 5,0%, y por los hogares en vulnerabilidad (4,9%), Gráfico 2. Si bien

los resultados son heterogéneos entre niveles de ingreso, durante el año se ha venido observado una reducción en las brechas inflacionarias entre hogares con diferente poder adquisitivo, mostrando avances en la dinámica distributiva en la convergencia de la inflación al rango meta. Aun así, los hogares de menores recursos continúan siendo más vulnerables ante choques de precios en bienes básicos como alimentos y servicios públicos.

En detalle, en los hogares en condición de pobreza, vulnerables y de clase media, alojamiento y servicios públicos junto con alimentos son las dos principales divisiones que impulsaron la inflación anual en mayo. Específicamente, para hogares en pobreza alojamiento contribuyó con 1,8pp y alimentos con 1,2pp; en vulnerables, alojamiento lideró con 1,9pp y alimentos aportó 1,1pp; mientras que en clase media alojamiento contribuyó con 2,1pp, seguido por alimentos con 1,0pp. En los hogares de ingresos altos se observa un comportamiento que contrasta. Aunque alojamiento lidera, contribuyendo con 1,7pp, alimentos se ubica en la cuarta posición con 0,6pp, siendo superada por restaurantes (0,9pp) y transporte (0,7pp).

Gráfico 2. Inflación anual por nivel de ingresos (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

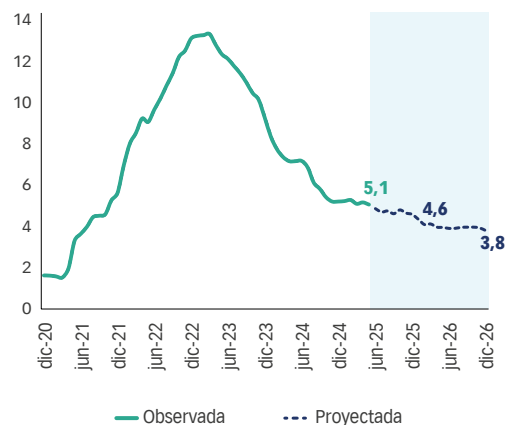
Perspectivas

Aunque la inflación en los últimos meses ha sido impulsada principalmente por incrementos en precios de alojamiento y alimentos, lo cual explica la menor desaceleración observada en lo que va del año, se espera que reducciones en las contribuciones de estos rubros a la inflación durante el segundo semestre permitan continuar con el ciclo de caída de la inflación anual a un ritmo más acelerado. Lo anterior teniendo en cuenta el patrón estacional típico, donde la contribución de arriendos y alimentos, habitualmente elevada en el primer semestre, tiende a moderarse en los meses posteriores, generando perspectivas favorables para una mayor desaceleración inflacionaria en la segunda mitad del año.

Ahora bien, persisten riesgos en el corto y mediano plazo que podrían afectar esta trayectoria. El recrudecimiento de las tensiones comerciales a nivel global, que podría deteriorar significativamente el panorama económico internacional, así como el complejo escenario fiscal del país podrían generar presiones inflacionarias a través de la depreciación de la tasa de cambio.

Bajo este escenario, desde ANIF estimamos que la inflación anual se mantendría por encima del techo del rango meta al cierre de 2025, ubicándose en 4,6% (un ajuste al alza de 0,4pp frente a la proyección de marzo), pero finalmente entraría al rango en 2026 -después de cinco años por fuera de este-, cuando llegaría a 3,8% (+0,1pp frente a la proyección anterior), Gráfico 3.

Gráfico 3. Inflación anual observada y proyectada (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

PANORAMA FISCAL

Marco Fiscal de Mediano Plazo

En la reciente publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP 2025) el Gobierno decidió ser más honesto con la realidad de las cifras fiscales del país, razón por la cual se revisó a la baja la proyección de los ingresos tributarios respecto a lo que se esperaba en el Plan Financiero (PF 2025). Recordemos que en ese momento se estimaban unos ingresos tributarios que ascendían a \$299,9 billones, cifra que para ANIF era optimista, pues superaba en \$54,8 billones el recaudo de 2024¹. No obstante, el Gobierno ahora reconoce que el recaudo tributario este año será menor y apenas alcanzaría \$281,4 billones (incluyendo lo que

esperan recibir por aumento de retenciones). Esto equivale a una reducción de \$18,5 billones en los ingresos frente a lo proyectado en el PF 2025, que se explica por una revisión a la baja del recaudo de la DIAN y de los esfuerzos por gestión, ante una inadecuada estimación de los ingresos y una sobreestimación del crecimiento del PIB (Tabla 1).

Estas nuevas estimaciones de ingresos del Gobierno se acercan a lo que esperamos desde ANIF. En efecto, estimamos unos ingresos tributarios por \$276,7 billones, los cuales incluyen los ingresos adicionales que se recibirían por cuenta del Decreto 0572 de 2025, que ascenderían a \$9,7 billones según nuestras estimaciones.

¹ Ver Informe Semanal No. 1643 de febrero de 2025.

Tabla 1. Balance fiscal del GNC

	MFMP 2024		Plan Financiero 2025		MFMP 2025		MFMP 25 vs. PF 25	
	\$MM	% del PIB	\$MM	% del PIB	\$MM	% del PIB	\$MM	pp del PIB
Ingreso total	312.028	17,5%	327.948	18,3%	309.276	17,0%	-18.672	-1,3%
Tributarios	289.872	16,3%	299.888	16,7%	281.400	15,5%	-18.488	-1,2%
Gasto total	403.515	22,7%	418.749	23,3%	438.894	24,2%	20.145	0,9%
Intereses	83.013	4,7%	86.373	4,8%	85.773	4,7%	-600	-0,1%
Gasto primario	320.502	18,0%	332.376	18,5%	353.122	19,5%	20.746	1,0%
Balance Primario	-8.474	-0,5%	-4.428	-0,2%	-43.846	-2,4%	-39.418	-2,2%
Balance total	-91.487	-5,1%	-90.801	-5,1%	-129.619	-7,1%	-38.818	-2,0%

Fuente: cálculos ANIF con base en Ministerio de Hacienda.

Por el lado del gasto, el Gobierno proyecta unos gastos totales por cerca de \$438,9 billones, equivalentes a 24,2% del PIB (Tabla 1). Esto representa un incremento de 0,9 puntos porcentuales (pp) del PIB frente a lo estipulado en el PF 2025 y de 1pp del PIB frente a 2024. Desagregando ese dato, \$353,1 billones (19,5% del PIB) corresponderían a gasto primario, mientras el pago de intereses ascendería a \$85,8 billones (4,7% del PIB, por debajo del 4,8% estimado en el PF 2025, pero muy por encima de los intereses del 4,3% del PIB observados en 2024). Según lo reportado por el Gobierno, el cambio en los gastos frente al PF 2025 responde principalmente a las presiones de inflexibilidades y a la mayor ejecución del rezago presupuestal (que, como hemos comentado desde ANIF en diferentes informes, fue históricamente alto en 2024, alcanzando los \$55,4 billones²).

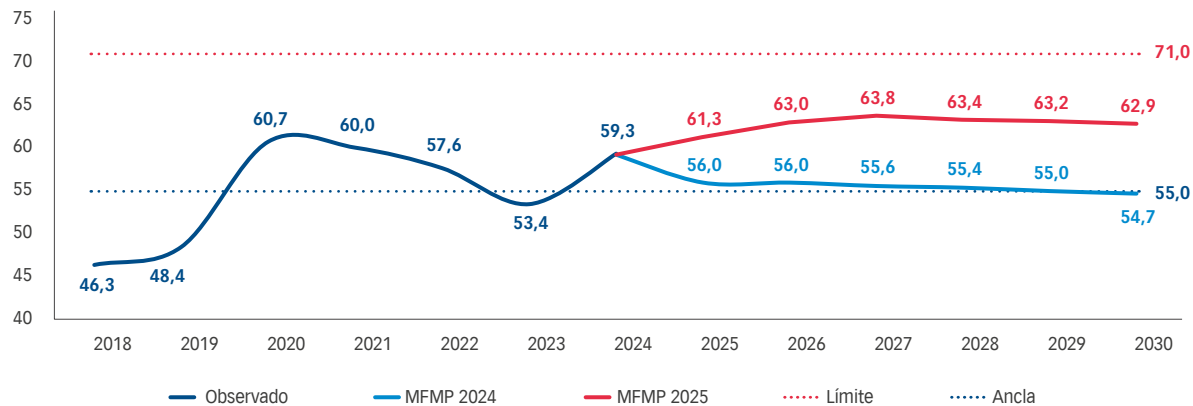
Dado este panorama, el déficit fiscal proyectado para este año sería 7,1% del PIB, 2pp por encima de lo que se estimaba en el PF publicado a inicio de año (5,1%). Así, el balance primario se ubicaría en -2,4% del PIB (empeorando 2,2pp frente al PF 2025).

Respecto a la deuda, el Gobierno estima que ascendería a 61,3% del PIB en 2025 (6,3pp por encima del ancla de 55% del PIB) y alcanzaría un pico de 63,8% del PIB en 2027. A partir de ahí empezaría a bajar, dado el retorno a las métricas de la Regla Fiscal en 2028, hacia niveles de 61,3% del PIB en 2036 (Gráfico 1).

Con la activación de la cláusula de escape se permite el incumplimiento de la Regla Fiscal, con lo cual el Gobierno ya no tendrá un límite de endeudamiento. De esta manera, la deuda podría seguir aumentando, acercándose al límite del 71% y dificultando su retorno al ancla definida en la Regla Fiscal. Si no se hubiera activado la cláusula de escape, esa senda de deuda implicaría un balan-

² Ver Informe Semanal No. 1653 de mayo de 2025.

**Gráfico 1. Senda deuda neta GNC
(% del PIB)**



Fuente: elaboración ANIF con base en Ministerio de Hacienda-MFMP 2025.

ce primario neto estructural de 0,8% y 1,0% del PIB en 2026 y 2027, que serían consistentes con un balance total de -4,8% y -4,1% del PIB respectivamente, muy inferiores al -6,2% y -4,9% presentados en el MFMP 2025 para esos dos años.

¿Cómo luce el escenario fiscal en lo corrido de este año?

Por el lado de los ingresos, entre enero y mayo, el recaudo tributario neto ascendió a \$117,0 billones, 4,4% superior al recaudo de los primeros cinco meses de 2024 (\$112,1 billones). Así, se ha cumplido 41,6% de la meta de recaudo neto para todo el año (\$281,4 billones). Para cumplirla, habrá que recaudar \$164,4 billones adicionales en lo que queda del año. Sin embargo,

teniendo en cuenta que el recaudo entre junio y diciembre de 2024 fue de \$132,9 billones, este escenario luce desafiante.

Por el lado del gasto, en este mismo periodo, este alcanzó los \$127 billones, es decir, 7,0% del PIB, representando el 28,9% del gasto estimado para todo el año, de acuerdo con el MFMP (\$438,8 billones). Esto es \$2 billones (0,3pp del PIB) inferior al del mismo periodo de 2024, pero \$20 billones (0,6pp del PIB) superior respecto al promedio de los últimos cuatro años. Por su parte, el gasto primario ascendió a \$108 billones (6% del PIB).

Finalmente, en términos de ejecución presupuestal³, entre enero y mayo de 2025 ésta ha sido de 41,2%, ligeramente por encima de la ejecución observada para

³ Definida como compromisos sobre apropiaciones.

⁴ Luego de que se asignan las apropiaciones de los recursos sobre los cuales las entidades deben planear los gastos correspondientes a la vigencia, se asumen los compromisos. Esto quiero decir que ya hay un contrato de por medio. Las obligaciones se generan cuando se recibe el bien o servicio y posteriormente se pagan dichas obligaciones.

el mismo periodo de 2024 (41,0%). Inversión es el rubro que más se ha ejecutado en lo que va del año (53,3%, +3,5pp frente a 2024), seguida de funcionamiento, que con 40,3% supera en 1,6pp la del mismo período de 2024. Entre tanto, la ejecución del servicio de la deuda está por debajo de 2024 (34,8% en 2025 vs. 39,5% en 2024). En cuanto a los pagos del presupuesto de la vigencia actual sobre las apropiaciones⁴, estos ascienden los \$158,1 billones de pesos (30,1%), siendo funcionamiento y servicio de la deuda los más altos (31,5%

y 34,0%, respectivamente), mientras que inversión cuenta con un pago de 19,1%.

Si bien es positivo que el Gobierno sincere las cuentas fiscales y publique un plan de acción para retornar a la senda de sostenibilidad de las finanzas públicas, el poco ambiente político, sumado al año electoral, pone en entredicho la posibilidad de tramitar las medidas propuestas y pone en riesgo la estabilidad macroeconómica del país.

ANÁLISIS DE LA BALANZA DE PAGOS

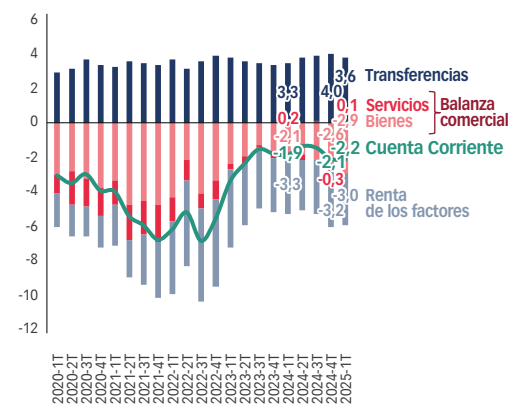
PRIMER TRIMESTRE DE 2025

En el primer trimestre de 2025, la balanza de pagos reflejó un mayor déficit en la cuenta corriente, reforzando la tendencia de expansión observada en los últimos tres trimestres. En este periodo, el déficit se ubicó en -2,2% del PIB (-US\$2.290 millones), lo que representa un aumento de 0,1 puntos porcentuales (pp) frente al cuarto trimestre de 2024 (-2,1% del PIB, -US\$2.259 millones) y de 0,3pp frente al mismo trimestre del año anterior (-1,9% del PIB, -US\$1.924 millones). Este déficit fue parcialmente compensado por el superávit de la cuenta financiera, que alcanzó 1,7% del PIB (US\$1.835 millones), 0,2pp superior al del trimestre anterior y al mismo periodo de 2024.

Cuenta Corriente

Por componentes, el resultado del trimestre obedeció a los balances deficitarios de la renta de los factores

Gráfico 1. Componentes de la Cuenta Corriente (% del PIB)



Fuente: cálculos ANIF con base en Banco de la República.

(-US\$3.196 millones, -3,0% del PIB) y de la balanza comercial de bienes (-US\$3.088 millones, -2,9% del PIB). Estos déficits fueron compensados parcialmente por el superávit en transferencias corrientes (US\$3.849 millo-

nes, 3,6% del PIB) y, en menor medida, por el de la balanza de servicios (US\$145 millones, 0,1% del PIB). La dinámica observada en la balanza de servicios fue similar a la de un año atrás, lo que representa el segundo registro superavitario de este componente (Gráfico 1).

Frente al cuarto trimestre de 2024, el aumento del déficit en cuenta corriente se explica por la reducción del superávit en transferencias corrientes (3,6% del PIB en el primer trimestre de 2025 vs. 4,0% en el cuarto trimestre de 2024) y el mayor déficit en la balanza comercial de bienes (-2,9% del PIB vs. -2,6%). En contraste, la balanza de servicios mostró una mejora,

pasando de un déficit de -0,3% del PIB a un superávit de 0,1%, mientras que los egresos netos por renta de los factores se redujeron levemente (-3,0% del PIB vs. -3,2%).

Al comparar los resultados del trimestre con el mismo periodo de 2024, el déficit en cuenta corriente se amplió en US\$346 millones, al pasar de -1,9% del PIB a -2,2% del PIB en 2025 (Tabla 1). Este deterioro obedece principalmente a la ampliación del déficit en la balanza comercial de bienes (-US\$983 millones) y al menor superávit en la balanza de servicios (-US\$30 millones). Estos efectos fueron compensados par-

Tabla 1. Balanza de pagos - acumulado al primer trimestre de cada año (US\$ millones; % del PIB)

	2023	2024	2025
Cuenta Corriente	-2.807	-1.945	-2.290
%PIB	-3,5	-1,9	-2,2
Bienes y servicios	-2.175	-1.931	-2.943
%PIB	-2,7	-1,9	-2,8
Bienes (Balanza Comercial)	-1.917	-2.105	-3.088
%PIB	-2,4	-2,1	-2,9
Exportaciones	13.490	11.764	12.163
Importaciones	15.408	13.869	15.251
Servicios	-257	175	145
%PIB	-0,3	0,2	0,1
Ingreso Primario (Renta de los factores)	-3.727	-3.345	-3.196
%PIB	-4,6	-3,3	-3,0
Ingreso Secundario (Transferencias corrientes)	3.094	3.331	3.849
%PIB	3,8	3,3	3,6
Remesas de trabajadores	2.476	2.721	3.131
Cuenta de Capital y Financiera	2.591	1.601	1.835
%PIB	3,2	1,6	1,7
Inversión Directa	3.600	2.527	2.454
%PIB	4,4	2,5	2,3
Inversión Extranjera Directa	4.164	3.683	3.142
%PIB	5,1	3,6	3,0
Inversión de cartera	-1.111	-1.416	-3.042
%PIB	-1,4	-1,4	-2,9
Activos	2.101	1.999	4.249
Pasivos	990	583	1.207
Otra Inversión	219	866	2.565
%PIB	0,3	0,8	2,4
Derivados Financieros	248	575	422
%PIB	0,3	0,6	0,4
Variación activos externos *	-366	-951	-564
%PIB	-0,5	-0,9	-0,5
Saldo de Reservas Internacionales Netas	57.966	59.995	63.854
%PIB	17,9	22,1	20,1

*Variación (+) de los activos externos se presenta con signo (-).
Fuente: elaboración ANIF con base en Banco de la República.

cialmente por el aumento en los ingresos netos por transferencias corrientes (US\$518 millones) y la reducción en los egresos netos de la renta de los factores (US\$150 millones).

Dentro de la balanza comercial de bienes, las exportaciones aumentaron 3,4% anual, impulsadas por mayores ventas de café y oro monetario, principalmente por el alza en sus precios (56,4% y 38,2%, respectivamente), y en menor medida por un incremento en los volúmenes exportados. Este resultado fue parcialmente contrarrestado por la caída en las exportaciones de carbón y por la disminución en el valor de las ventas externas de petróleo crudo y sus derivados, como resultado de menores precios del Brent. No obstante, las importaciones crecieron a un ritmo mayor, profundizando el déficit comercial de bienes. El valor importado aumentó 10% anual, impulsado por mayores compras de insumos y bienes de capital para la industria, bienes de consumo y combustibles, en línea con una mayor demanda interna.

En cuanto a la balanza de servicios, el superávit se explicó principalmente por el aumento en los ingresos por viajes, asociado a un mayor número de visitantes que entraron al país. En menor medida también contribuyó el crecimiento en las exportaciones de servicios de informática.

En la renta de los factores, la reducción de los egresos netos frente al mismo periodo del año anterior se explicó principalmente por dos factores: una disminución en los pagos de intereses por créditos externos y un aumento en los ingresos por utilidades de inversiones colombianas en el exterior. Como contrapeso, se observó un aumento en los egresos por utilidades de empresas con inversión extranjera directa (IED) en secto-

res como establecimientos financieros, comercio, hoteles y manufacturas. En contraste, se registraron menores egresos asociados a las utilidades de empresas con IED en actividades minero-energéticas.

Finalmente, el comportamiento de las transferencias corrientes, el único componente superavitario de la cuenta corriente en el trimestre, se explica por el crecimiento sostenido de las remesas, que aumentaron 15,1% anual y generaron un superávit de 3,6% del PIB.

Cuenta de Capitales

Como ya se mencionó, en el primer trimestre de 2025 el déficit en cuenta corriente fue financiado con un superávit en la cuenta de capitales equivalente al 1,7% del PIB (US\$1.835 millones). Por componentes, esta cuenta estuvo compuesta por: i) inversión directa por 2,3% del PIB (vs. 2,5% en el primer trimestre de 2024), ii) inversión de cartera por US\$3.042 millones (2,9% del PIB vs. 1,4%), y iii) otra inversión, que registró salidas netas por US\$2.565 millones (-0,8% del PIB vs. 2,2%). Este comportamiento fue consistente con una acumulación de reservas internacionales por US\$564 millones (0,5% del PIB), lo que llevó el saldo de Reservas Internacionales Netas (RIN) a US\$63.854 millones.

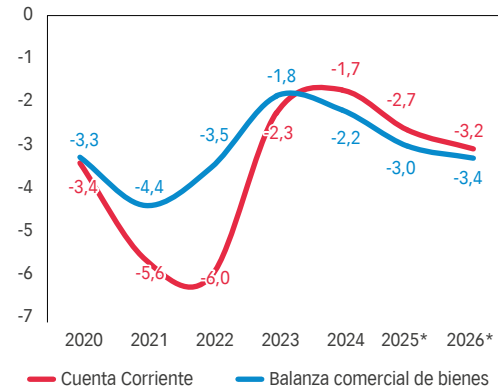
Dentro del rubro de inversión directa, la IED en Colombia alcanzó US\$3.142 millones, equivalentes al 3,0% del PIB, una cifra inferior a los US\$3.683 millones registrados un año atrás. Por actividad económica, la mayor parte de la IED se concentró en minería y petróleo (36% del total), seguida por servicios financieros y empresariales (22%) e industria manufacturera (13%).

Perspectivas

Para 2025 se proyecta un déficit en cuenta corriente de 2,7% del PIB, un deterioro de 1pp frente a 2024. Este resultado se explica por un aumento de las importaciones, por cuenta de una mayor demanda interna, y una caída en las exportaciones, afectadas por la menor producción y precio del petróleo, así como por la reducción en ventas de otros productos minero-energéticos. En este contexto, el déficit de la balanza comercial se ubicaría en 3,0% del PIB (Gráfico 2).

Se espera que el déficit en la balanza de servicios siga moderándose por mayores exportaciones de turismo y servicios no tradicionales. En la renta de los factores, habría una menor salida de utilidades de empresas con inversión extranjera directa, especialmente del sector minero-energético, y menores pagos de intereses privados. Las transferencias corrientes, por su parte, se verían afectadas por una reducción en los ingresos netos debido a la coyuntura migratoria en EE. UU.

Gráfico 2. Proyección de la cuenta corriente (% del PIB)



*Proyectado.

Fuente: cálculo ANIF con base en Banco de la República.

De cara a 2026, ante un escenario de mayor crecimiento, se estima una ampliación del déficit de cuenta corriente, que se ubicaría en -3,2% del PIB, explicado principalmente por un mayor déficit en la balanza comercial de bienes, el cual alcanzaría -3,4% del PIB.

TASA DE CAMBIO

El segundo trimestre de 2025 estuvo marcado por la persistencia de tensiones externas e internas que se vienen observando desde comienzo de año y que llevaron a una depreciación del peso colombiano. En promedio, la tasa de cambio se ubicó en \$4.213¹, mostrando un aumento anual de 6,8% frente a 2024 y de 0,8% frente al primer trimestre de 2025.

A nivel externo, las medidas comerciales adoptadas por el Gobierno de Donald Trump intensificaron la incertidumbre global. Los aranceles del 10% sobre las importaciones provenientes de la mayoría de los países, sumado a aranceles recíprocos severos con países deficitarios, generaron tensión en los mercados globales. Paradójicamente, mientras esto intensificó la demanda por dólares en mercados emergentes, en un principio el dólar se debilitó frente al yen y el euro, ya

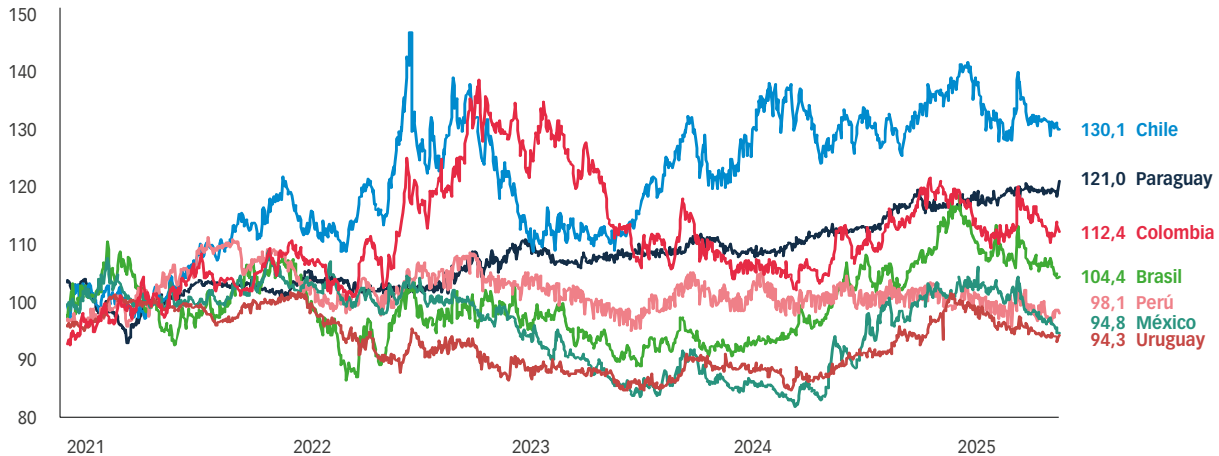
que los inversores cuestionaron su estatus como refugio seguro ante preocupaciones sobre el impacto en el crecimiento estadounidense.

La respuesta de la Reserva Federal a este entorno fue mantener inalterada su tasa de interés, en medio de señales mixtas sobre la inflación y riesgos de recesión. Esta decisión reforzó, de manera posterior, la fortaleza del dólar globalmente, acentuando la presión devaluacionista sobre monedas emergentes, pese a las dudas sobre el dólar en mercados desarrollados.

Lo anterior lo reflejan las monedas latinoamericanas; al analizar el comportamiento de las tasas de cambio de algunas economías regionales frente a la fecha de pérdida del grado de inversión en Colombia, se evidencia una devaluación generalizada frente al dólar (Gráfico 1). México es la moneda más depreciada con una variación anual de 15,1%, seguido de Brasil (10,4%), Uruguay

¹ Datos con corte al 13 de junio de 2025.

Gráfico 1. Devaluación de divisas de economías comparables frente al dólar
(Índice 19 de mayo de 2021 = 100 - al 13 de junio de 2025)



Fuente: elaboración ANIF con base en Yahoo Finance, investing y tasas de cambio oficial de cada país.

(9,0%), Colombia (8,6%) y Paraguay (7,2%). Chile muestra una menor depreciación con un aumento de 1,7%, mientras que solamente Perú tuvo apreciación respecto a la fecha base (1,8%).

Adicionalmente, el mercado de materias primas también se vio impactado. Los precios del petróleo mostraron un declive del 20,5%² durante el trimestre, debido a la combinación de interrupciones en el comercio internacional por los aranceles estadounidenses, un entorno de desaceleración global y el aumento de oferta de crudo por parte de la OPEP+. En Colombia, esto se reflejó en una disminución anual del valor de las exportaciones de petróleo de 13,8% entre marzo y abril de 2025, configurándose como otro canal que presionó al alza la TRM.

² Precio WTI con corte al 17 de junio.

Del lado de las tensiones internas, las decisiones del Gobierno en materia fiscal han aumentado la percepción de riesgo. La demora en la aprobación del presupuesto, la propuesta para adelantar recaudos fiscales de 2026 y la suspensión de la regla fiscal deterioraron la confianza en la sostenibilidad fiscal y derivaron en la rebaja de la calificación de crediticia por parte de Moody's hasta Baa3 y de S&P a BB el 26 de junio.

En síntesis, el comportamiento de la TRM en el segundo trimestre refleja un entorno externo adverso, caracterizado por una apreciación del dólar, menores ingresos por exportaciones petroleras y tensiones fiscales internas. Si bien factores como la tasa de interés de política monetaria, que aún se mantiene en niveles altos, y el ingreso de remesas ofrecieron cierto alivio, prevaleció la mayor presión a la depreciación, en línea con otras monedas latinoamericanas.

Proyecciones económicas de ANIF para Colombia

COLOMBIA (PROYECCIONES ANIF)	OBSERVADO				PROYECTADO	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PRODUCCIÓN (VARIACIÓN % ANUAL)						
Producto Interno Bruto	10,8	7,3	0,7	1,6	2,8	3,0
COMPONENTES DE PRODUCCIÓN DEL PIB						
Agropecuario	4,4	-0,9	1,7	8,0	4,1	3,1
Minas y canteras	-0,2	1,5	2,6	-5,0	-0,9	-0,5
Industria	13,6	8,2	-2,7	-2,1	1,1	2,0
Electricidad, gas y agua	5,8	4,6	2,2	1,9	1,7	1,5
Construcción	4,3	6,6	-3,1	1,9	2,4	2,0
Comercio, transporte y turismo	20,4	11,9	-3,6	1,4	3,2	4,1
Información y comunicaciones	12,8	12,3	1,8	-0,8	3,3	3,8
Actividades financieras	3,7	6,7	8,9	0,4	3,7	4,0
Actividades inmobiliarias	2,5	2,0	1,9	1,9	2,1	2,0
Actividades profesionales, científicas y técnicas	9,7	7,9	2,0	-0,1	2,0	2,2
Administración pública y defensa	8,5	1,1	5,0	3,3	3,1	3,0
Actividades artísticas	34,4	28,1	10,5	8,2	3,6	4,6
COMPONENTES DE GASTO DEL PIB						
Consumo de los hogares	14,7	10,8	0,4	1,6	2,9	3,5
Consumo del gobierno	9,8	1,0	1,6	0,7	2,5	2,7
Inversión	11,6	16,0	-16,0	5,2	5,3	5,8
Exportaciones	14,6	12,5	3,1	2,5	4,5	1,7
Importaciones	26,7	24,0	-9,9	4,4	5,0	5,8
DESEMPLEO						
Tasa nacional de desempleo (promedio)	13,8	11,2	10,2	10,2	9,4	9,7
INFLACIÓN (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)						
IPC total nacional	5,6	13,1	9,3	5,2	4,6	3,8
TIPO DE CAMBIO Y DEPRECIACIÓN						
TRM (cierre año)	3.968	4.788	3.954	4.386	4.256	4.531
Variación nominal anual (cierre año)	14,4	20,7	-17,4	10,9	-3,0	6,5
TRM (promedio año)	3.744	4.256	4.326	4.074	4.211	4.407
Variación nominal anual (promedio año)	1,4	13,7	1,6	-5,8	3,4	4,7
SECTOR EXTERNO (% DEL PIB)						
Cuenta corriente	-5,6	-6,0	-2,3	-1,7	-2,7	-3,2
Balanza comercial	-4,4	-3,5	-1,8	-2,2	-3,0	-3,4
Cuenta de capital	-5,2	-5,9	-2,1	1,4	2,7	3,2

Fuente: cálculos ANIF con base en DANE y Banco de la República.

PROYECCIONES

PRODUCTO INTERNO BRUTO

Producto Interno Bruto (variación porcentual anual)

	Observado				Proyección	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estados Unidos	6,1	2,5	2,9	2,8	1,8	1,7
China	8,6	3,1	5,4	5,0	4,0	4,0
Zona Euro	6,3	3,5	0,4	0,9	0,8	1,2
Japón	2,7	0,9	1,5	0,1	0,6	0,6
México	6,0	3,7	3,3	1,5	-0,3	1,4
Perú	13,4	2,8	-0,4	3,3	2,8	2,6
Chile	11,3	2,2	0,5	2,6	2,0	2,2
Ecuador	9,4	5,9	2,0	-2,0	1,7	2,1
Brasil	4,8	3,0	3,2	3,4	2,0	2,0

Fuente: elaboración ANIF con base en FMI y Latin Consensus.

CUENTA CORRIENTE

Cuenta Corriente (% del PIB)

	Observado				Proyección	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estados Unidos	-3,7	-3,9	-3,3	-3,9	-3,7	-3,2
China	1,9	2,4	1,4	2,3	1,9	1,7
Zona Euro	2,7	-0,1	1,7	2,8	2,3	2,1
Japón	3,9	2,1	3,8	4,8	3,4	3,3
México	-0,3	-1,2	-0,3	-0,3	-0,5	-1,1
Perú	-2,1	-4,1	0,7	2,2	1,7	1,3
Chile	-7,3	-8,8	-3,1	-1,5	-2,1	-2,4
Ecuador	2,7	1,8	1,8	5,8	3,4	2,6
Brasil	-2,4	-2,2	-1,3	-2,8	-2,3	-2,2

Fuente: elaboración ANIF con base en FMI y Latin Consensus.

INFLACIÓN

Inflación fin de periodo (variación porcentual anual)

	Observado				Proyección	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estados Unidos	7,4	6,4	3,2	2,7	2,9	2,3
China	1,5	1,8	-0,2	0,0	0,4	0,9
Zona Euro	5,0	9,2	2,9	2,4	2,1	1,9
Japón	0,5	3,9	2,9	2,9	1,8	1,9
México	7,4	7,8	4,7	4,2	3,4	3,0
Perú	6,4	8,5	3,2	2,0	2,0	2,0
Chile	7,2	12,8	3,9	4,5	3,9	3,0
Ecuador	1,9	3,7	1,3	0,5	3,4	1,5
Brasil	10,1	5,8	4,6	4,8	5,3	3,9

Fuente: elaboración ANIF con base en FMI y Latin Consensus.

TASA DE DESEMPLEO

Tasa nacional de desempleo (% de la población económicamente activa)

	Observado				Proyección	
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estados Unidos	5,4	3,6	3,6	4,0	4,2	4,2
China	5,1	5,6	5,2	5,1	5,1	5,1
Zona Euro	7,8	6,8	6,6	6,4	6,4	6,3
Japón	2,8	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
México	4,1	3,3	2,8	2,7	3,8	3,8
Perú	10,7	7,8	6,8	6,4	6,5	6,5
Chile	8,9	7,9	8,7	8,5	8,1	8,1
Ecuador	4,7	3,8	3,6	3,4	4,0	3,8
Brasil	13,2	9,3	8,0	6,9	7,2	7,3

Fuente: elaboración ANIF con base en FMI y Latin Consensus.

PANORAMA

ANIF