

PROYECCIONES  
**Económicas**  
JULIO - SEPTIEMBRE DE 2025

ISSN 2745-0902



AVAL FISCAL DE LA REFORMA  
A LA SALUD: MAYORES GASTOS  
Y MENORES RECURSOS



PROYECCIONES ECONÓMICAS  
DE ANIF



PROYECCIONES DEL MUNDO  
Y LA REGIÓN

# CONTENIDO



## EDITORIAL ..... 3



## 1. AVAL FISCAL DE LA REFORMA A LA SALUD: MAYORES GASTOS Y MENORES RECURSOS ..... 4



## 2. PROYECCIONES ECONÓMICAS DE ANIF

- Crecimiento económico y mercado laboral ..... 8
- Situación financiera ..... 13
- Análisis de la inflación ..... 16
- Panorama fiscal ..... 19
- Análisis de la balanza de pagos: segundo 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](mailto:anif@anif.com.co)

Página web: [www.anif.com.co](http://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  
30 de septiembre de 2025.

# EDITORIAL

---

Como ha sido habitual a lo largo del año, el tema fiscal es sin duda el que merece mayor atención. Desde la activación de la cláusula de escape, el Gobierno ha mostrado una disciplina fiscal poco creíble que afecta su credibilidad frente a los mercados. A eso, se le suma la reciente dinámica del recaudo que pone mayor presión a las finanzas públicas, pues al ritmo actual, el gobierno podría tener un faltante a cierre de 2025 de 12 billones respecto a la meta propuesta. El frente fiscal seguirá siendo la piedra angular de la política económica en el corto y mediano plazo.

Por otra parte, la economía ha mostrado recientemente señales de fortalecimiento. A primer semestre, la economía acumula una expansión de 2,4%, donde resaltan, por un lado, la recuperación de la industria y por otro, el pobre desempeño del sector minero. En línea con eso y derivado del buen desempeño del consumo doméstico, esperamos un crecimiento de 2,8% en el 2025 y de 3,0% en el 2026.

De otro lado, la inflación evidencia algunos resultados mixtos. Si bien su trayectoria decreciente se ha mantenido la mayor parte del año, el último registro mostró un revés en esa tendencia. Luego de que en junio y julio la inflación se ubicara por debajo de 5,0%, en agosto el nivel general de precios volvió a superar esa cifra (5,1%). Los servicios y los alimentos mantienen importantes presiones sobre el indicador global, lo que muestra la otra cara de la moneda del vigoroso desempeño del consumo de los hogares. De ese modo, el Banco de la República tiene aún menos margen para recortar su tasa de intervención. Así, esperamos entonces que la inflación cierre el 2025 en 5,1% y la tasa de política del emisor en 9,25%

En cuanto al contexto internacional, nuestra divisa refleja las condiciones actuales. Al igual que otras monedas de la región, mantiene una tendencia de revaluación resultado de las nuevas condiciones del comercio global, que ha desplazado inversiones a nuestra región, empujadas por la menor credibilidad en la moneda estadounidense. Finalmente, la ocupación mantiene un buen ritmo, de la mano de un crecimiento más robusto. Esperamos que el desempleo se ubique cerca del 9,2% al cierre de 2025. No obstante, el fuerte crecimiento de la fuerza de trabajo supone el reto de mantener el actual ritmo de absorción de la mano de obra.

En síntesis, la nota negativa se mantiene del lado de las cuentas públicas. Lo anterior representa un reto mayúsculo para las demás variables macroeconómicas, siempre que la caída en la confianza puede generar una menor inversión, menor dinámica económica y, por tanto, menores dinamismo del mercado de trabajo.

# AVAL FISCAL DE LA REFORMA A LA SALUD: MAYORES GASTOS Y MENORES RECURSOS

Tras el archivo de la propuesta inicial, el Ministerio de Salud presentó una segunda versión de la reforma a la salud que apuesta por reestructurar el modelo actual del Sistema General de Seguridad Social en Salud (SGSSS). El gobierno argumenta que el sistema actual presenta (i) alta dependencia fiscal, (ii) un modelo de salud que sobrepone el enfoque curativo frente al preventivo, (iii) la inviabilidad financiera de las Empresas Promotoras de Salud EPS y (iv) que la integración vertical ha debilitado la red pública. Esta iniciativa cursa tercer debate en la comisión séptima del Senado. Dado el avance legislativo, en agosto el Ministerio de Hacienda actualizó el aval fiscal, generando incertidumbres sobre los riesgos de sostenibilidad fiscal del nuevo modelo.

## Fuentes y Usos

Los gastos directos del nuevo sistema constituyen el componente predominante, representando el 96% del

total de gastos en 2026 y manteniéndose en niveles similares en la siguiente década. Estos recursos se concentran en la atención primaria en salud y servicios de mediana y alta complejidad.

En detalle, la atención primaria, pilar fundamental del modelo preventivo, requeriría 21,8 billones en 2026 (precios constantes de 2025), aumentando a 46,9 billones en 2036 (Gráfico 1). Por su parte, la atención de mediana y alta complejidad demanda 76,6 billones en 2026, alcanzando 112,3 billones en 2036, constituyendo el mayor uso de recursos del nuevo sistema. Así, la senda de gasto proyectada muestra un incremento desde 5,9% del PIB en 2026 hasta 7,6% en 2036, con mayor presión presupuestaria concentrada en estos rubros.

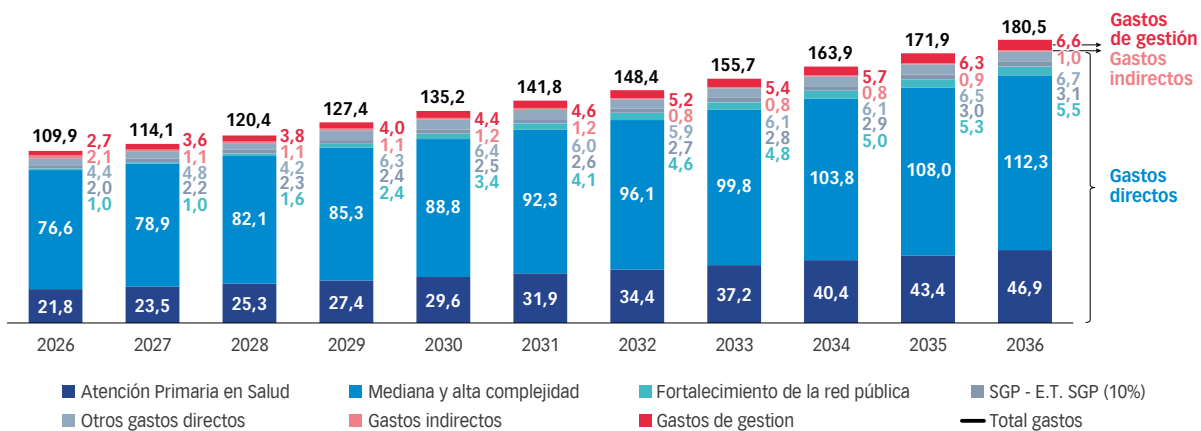
Por su parte, ante esta nueva estructura de usos, el nuevo modelo de salud requeriría mayores aportes directos de la Nación como principal fuente de financiación. Estos aportes crecerían de 38,9 billones en 2024 (precios

constantes de 2025) a 44 billones en 2026 y 96,2 billones en 2036. De concretarse, la dependencia de aportes nacionales aumentaría al 44% promedio en la próxima década, frente al 38,6% registrado en 2024.

Las cotizaciones de los trabajadores son la segunda fuente más importante, alcanzando 37,5 billones en

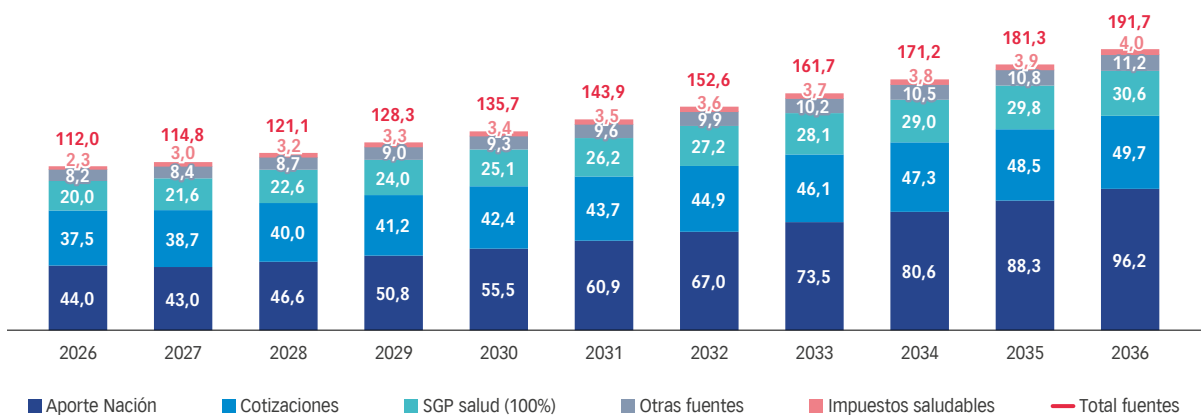
2026 (precios constantes de 2025) y proyectándose a 49,7 billones en 2036. También se incluye el 100% del recaudo de impuestos a ultraprocesados y bebidas azucaradas, impuestos específicos a salud (gravamen a bebidas alcohólicas e IVA social del 0,5pp) y recursos del SGP destinados a salud, que representan un cuarto de los ingresos transferidos a entidades territoriales.

**Gráfico 1. Gastos del sistema de seguridad social en salud con reforma aprobada**  
(cifras en billones de pesos a precios constantes de 2025)



Fuente: elaboración ANIF con base en Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

**Gráfico 2. Fuentes de financiación de del sistema de seguridad social en salud con reforma aprobada**  
(cifras en billones de pesos a precios constantes de 2025)



Fuente: elaboración ANIF con base en Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

## Consideraciones sobre el impacto fiscal de la reforma

A pesar de la estructuración de usos y fuentes, el aval fiscal presenta puntos debatibles. Las proyecciones podrían subestimar costos y comprometer el cierre financiero del sistema. El enfoque preventivo podría generar mayores costos, el tamizaje masivo incrementaría la demanda de procedimientos especializados, presionando los gastos a corto plazo. El fortalecimiento institucional constituye el mayor riesgo no cuantificado, pues la ADRES debe desarrollar capacidades para gestionar un sistema fragmentado, requiriendo recursos que podrían superar los costos estimados.

En materia de ingresos, la alta informalidad laboral, que afecta a más de la mitad de los ocupados, junto con los efectos negativos de la reforma laboral aprobada, donde estimamos una pérdida de 180 mil empleos formales, podría causar menor ingreso de las cotizaciones.

Además, aunque las estimaciones prevén incrementos en el recaudo de impuestos saludables, esta fuente no debería considerarse estable ya que su implementación busca reducir el consumo de ultraprocesados y bebidas azucaradas, como evidencia Berkeley en Estados Unidos, con caídas del 9,6% en ventas, y, entre 5,5% y 9,7% en el caso de México. En Colombia, desde ANIF hemos evidenciado que en el grupo de 29 a 44 años, el consumo diario de bebidas azucaradas pasó de 24,9% en 2023 a 19,2% en 2024.

Dos factores adicionales afectan la credibilidad del aval fiscal. Primero, la Ley de Competencias no está considerada, lo cual podría reducir la capacidad fiscal del Gobierno Central. Segundo, el cierre de las EPS y su transformación en gestoras podría generar costos significativos que superen los 531.792 millones destinados para el pago de pasivos contemplados en la reforma<sup>1</sup>. Ejemplo de ello es Nueva EPS, con patrimonio negativo de 6,2 billones y pasivos por 21,4 billones<sup>2</sup>.

Si bien el sistema de salud requiere reformas, la propuesta desconoce los avances del aseguramiento vigente y lo expone a mayores presiones de gasto. El aval fiscal podría omitir sobrecostos potenciales. La contención de las EPS mediante autorizaciones previas para procedimientos ha restringido gastos del sistema. El nuevo modelo abre espacio para uso no racional, incrementando presiones de demanda y finanzas públicas, en un momento donde el margen de manobra fiscal es limitado.

## Ponencia alternativa

Ante estas limitaciones fiscales y operativas, a la fecha de elaboración de este documento, se tramita en paralelo una ponencia alternativa a la reforma presentada por el Gobierno. Esta propuesta ofrece un enfoque más equilibrado en materia de reestructura-

<sup>1</sup> Las fuentes para cubrir pasivos de EPS provienen del FOSFEC, saldos de cuentas maestras, excedentes de saneamiento de aportes patronales y excedentes del sector salud, sin considerar créditos del Grupo Bicentenario.

<sup>2</sup> Contraloría General de la Nación, informe sobre situación administrativa y financiera en Nueva EPS. Disponible en <https://www.contraloria.gov.co/es/w/contraloria-general-de-la-republica-alerta-sobre-grave-situacion-administrativa-y-financiera-en-nueva-eps-a-partir-de-informacion-obtenida-en-operativo-depolicia-judicial.-las-cifras-son-billonarias>.

ción del modelo actual. La iniciativa reconoce las virtudes del modelo de aseguramiento vigente. Los elementos diferenciales respecto de la iniciativa gubernamental se centran en varios aspectos clave. Primero, si bien las EPS se transformarían en Gestoras de Salud y Vida (GSV), estas mantendrían las funciones de organización y control de la prestación de servicios de salud. Segundo, conservarían funciones de auditoría de facturas para que sean canceladas mediante giros directos desde ADRES. Las nuevas gestoras, con las funciones definidas en la ponencia alternativa, reducen la concentración excesiva de funciones en ADRES. Esta concentración representa uno de los mayores desafíos operativos del modelo propuesto por el gobierno. No obstante, la propuesta alterna-

tiva no abandona el fortalecimiento de la atención primaria. Mantiene la creación de los Centros de Atención Primaria en Salud (CAPS) y equipos de atención domiciliaria. Es de recordar que allí el reto fiscal es apremiante.

Asimismo, la ponencia alternativa reduce la incertidumbre de reestructurar totalmente el SGSSS e impone menores presiones fiscales. De esta manera, la ponencia alternativa parece presentar un camino intermedio que podría resolver algunas deficiencias estructurales identificadas en la propuesta original. Las discusiones en el Congreso siguen latentes y analizaremos la propuesta final que emita el legislativo en caso de tramitarse con éxito.

# CRECIMIENTO ECONÓMICO Y MERCADO LABORAL

## Crecimiento económico

En el segundo trimestre de 2025 el PIB creció 2,1% anual, cifra superior al 1,7% observado un año atrás. Las dinámicas sectoriales son contrastantes por el lado de la oferta. Con desempeño positivo, se destaca la gran rama de comercio<sup>1</sup>, que lideró con 5,6% anual, contribuyendo 1,1 puntos porcentuales (pp) al valor agregado (2,1%), Gráfico 1. Según la Encuesta Mensual de Comercio, durante el periodo se incrementó la comercialización de alimentos, electrodomésticos e informática y automotores, lo que está línea con la recuperación del consumo privado.

La agricultura mostró solidez con 3,8% anual, aportando 0,4pp. Se destaca el crecimiento de la ganadería (8,1%) y la pesca (25,0%), aunque el cultivo de café se contrajo 15,8% tras crecer 31,8% en el primer trimestre y 22,3%

al cierre de 2024. Según la Federación Nacional de Cafeteros, la producción cayó 20% durante el segundo trimestre, siendo el mes de abril el de peor desempeño.

La actividad de administración pública, educación y salud registró un crecimiento moderado de 1,8% aportando 0,3pp. Sobresale el comportamiento de la salud que registró una tasa anual de 0,4%, la más baja desde el cuarto trimestre de 2022, cuando cayó 1,4%. A pesar del modesto crecimiento, mantiene un nivel de actividad 33% superior al registrado antes de la pandemia.

Entre los sectores que decrecieron se destaca la construcción, con una caída de 3,5% anual y aportando -0,2pp al valor agregado. En lo corrido del año ha disminuido 3,3%. La construcción de edificaciones residen-

<sup>1</sup> Se compone de los subsectores de comercio al por mayor y menor, transporte y alojamiento.

ciales y no residenciales cayó 9,7%, mientras que las obras civiles crecieron 9,6%. En el primer caso, esto respondió a caídas en la iniciación de proyectos (-13,5% anual) y en la culminación de obras (-7.7%). Entre tanto, las obras civiles mostraron dinamismo por la construcción de carreteras y proyectos industriales, pero representan solo el 29% del sector, siendo insuficiente para compensar la caída de edificaciones.

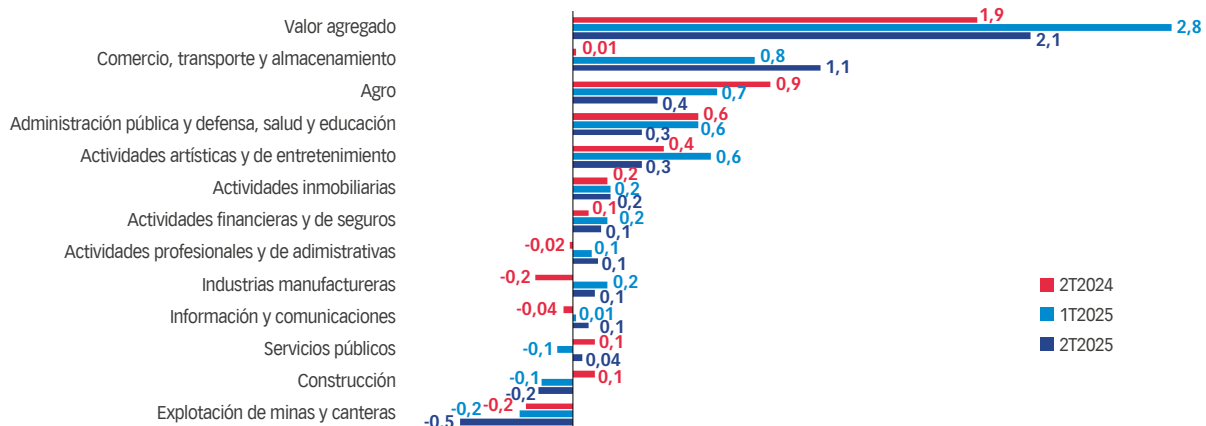
El sector de minas y canteras se contrajo 10,2% anual, restando 0,5pp, y en lo corrido del año ha decrecido 7,6%, continuando con la tendencia negativa iniciada en 2024. La extracción de carbón ha sido la más afectada, con caídas del 10,7% en lo corrido de 2025. La extracción de petróleo, que participa con el 60% de la actividad, profundizó su comportamiento negativo con una caída de 3,5% en lo corrido del año. Factores como la incertidumbre regulatoria, el incremento de la minería ilegal, bloqueos recurrentes y atentados han afectado la operación del sector.

Desde el enfoque de la demanda, es el dinamismo de la demanda interna lo que explica la mayor parte del cre-

cimiento económico. Este componente creció 4,2% anual frente al 1,8% en 2024 (Gráfico 2). El gasto de consumo final de los hogares experimentó una aceleración al crecer 3,7% anual, aportando 3,3pp, en contraste con el 0,9% del año anterior. Esta recuperación evidencia el fortalecimiento de la confianza del consumidor tras el impacto de las altas tasas de interés y la presión inflacionaria de 2024, sumado al incremento de las remesas que han contribuido a la expansión del gasto. Por finalidades de gasto, se observan recuperaciones notables frente a 2024: restaurantes y hoteles pasó de -5,3% a 1,7%, mientras que el gasto en prendas de vestir y calzado aumentó 5,0% tras contraerse 4,1%. El gasto público también contribuyó al dinamismo con un crecimiento de 3,9%, superior al 3,5% de 2024.

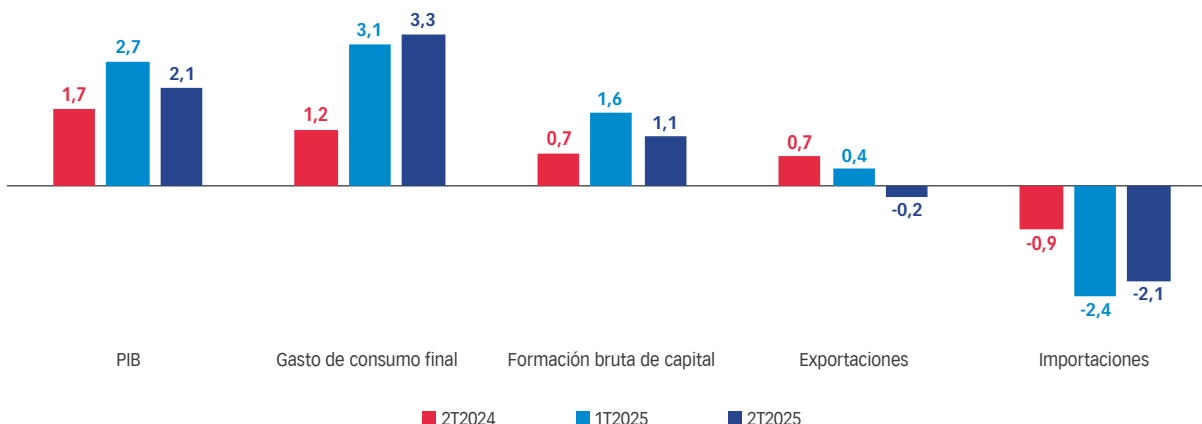
La formación bruta de capital creció 6,4%, aportando 1,1pp. Sin embargo, la formación bruta de capital fijo (FBKF) continúa siendo el componente preocupante, pues se desaceleró al pasar de crecer 3,1% en 2024 a apenas 1,7% en 2025. El análisis por componentes de la FBKF evidencia tendencias divergentes. La inversión en maquinaria y equipo, que representa el 47,5% del total,

**Gráfico 1. Contribuciones al valor agregado por actividad económica (puntos porcentuales)**



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

**Gráfico 2. Contribuciones por componentes del PIB  
(puntos porcentuales)**



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

creció 11,6%, indicando que las empresas continúan modernizando y renovando su aparato productivo. En contraste, la inversión en vivienda se contrajo 10,6% y la destinada a otros edificios y estructuras cayó 1,2%. Este patrón sugiere que, mientras el sector empresarial mantiene confianza en la expansión de su capacidad pro-

ductiva, persisten limitaciones significativas en el desarrollo inmobiliario y de infraestructura física.

De cara al tercer trimestre del año, de acuerdo con el Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE), en julio la economía creció 4,1% anual (tabla 1). Esto estuvo ex-

**Tabla 1. Desempeño de las actividades económicas del ISE  
(variación % anual)**

| Actividades económicas                                                             | Tasa de crecimiento anual |             | Contribución<br>(puntos porcentuales) |
|------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|-------------|---------------------------------------|
|                                                                                    | jul-24                    | jul-25      |                                       |
| <b>Actividades primarias</b>                                                       | <b>7,6</b>                | <b>-1,6</b> |                                       |
| Actividades agropecuarias y explotación de minas y canteras                        | 7,6                       | -1,6        | -0,2                                  |
| <b>Actividades Secundarias</b>                                                     | <b>2,6</b>                | <b>4,3</b>  |                                       |
| Industria manufacturera y construcción                                             | 2,6                       | 4,3         | 0,6                                   |
| <b>Actividades Terciarias</b>                                                      | <b>2,5</b>                | <b>5,6</b>  |                                       |
| Administración pública, educación, salud, actividades artísticas y entretenimiento | 5,8                       | 7,0         | 1,8                                   |
| Comercio, transporte, alojamiento y servicios de comida                            | 0,3                       | 6,7         | 1,4                                   |
| Actividades financieras y de seguros                                               | 2,4                       | 6,6         | 0,3                                   |
| Información y comunicaciones                                                       | 1,2                       | 4,0         | 0,1                                   |
| Suministros de servicios públicos                                                  | 2,2                       | 3,9         | 0,2                                   |
| Actividades profesionales                                                          | -0,1                      | 1,9         | 0,1                                   |
| Actividades inmobiliarias                                                          | 1,9                       | 1,8         | 0,1                                   |

Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

plicado por el crecimiento de las actividades terciarias (5,6% anual), seguido de las actividades secundarias (4,3% anual) y contrarrestado por las actividades primarias (-1,6% anual). En lo corrido del año, de enero a julio, la economía ha crecido 2,7% respecto al mismo periodo del año anterior.

## Perspectivas 2025

Desde ANIF estimamos que la economía va a continuar su senda de crecimiento, cerrando el año en 2,8% anual y perfilándose para un 2026 con un crecimiento de 3,0%.

Por el lado de la oferta, el crecimiento estaría impulsado principalmente por los servicios, particularmente, destacamos el buen comportamiento de la rama de comercio, por el incremento de las ventas del comercio minorista, y de servicios como las actividades artísticas y de entretenimiento. En cuanto a la industria manufacturera, esta actividad seguiría su proceso de recuperación (1,6% en 2025). En contraste, esperamos una contracción de minas y canteras (7,9%) en un entorno de conflictos sociales y menores precios, y de la rama de construcción que seguiría mostrando caídas (2,0% en 2025) por el deterioro de la construcción de edificaciones.

Por el lado de la demanda, el consumo de los hogares continuaría expandiéndose, en línea con la mayor demanda de bienes durables y el crecimiento de las importaciones; por su parte, las exportaciones también mostrarían un desempeño positivo. El consumo público mantendría su trayectoria de crecimiento, mientras que la inversión registraría una mejor dinámica, en concordancia con el repunte de la industria y las importaciones.

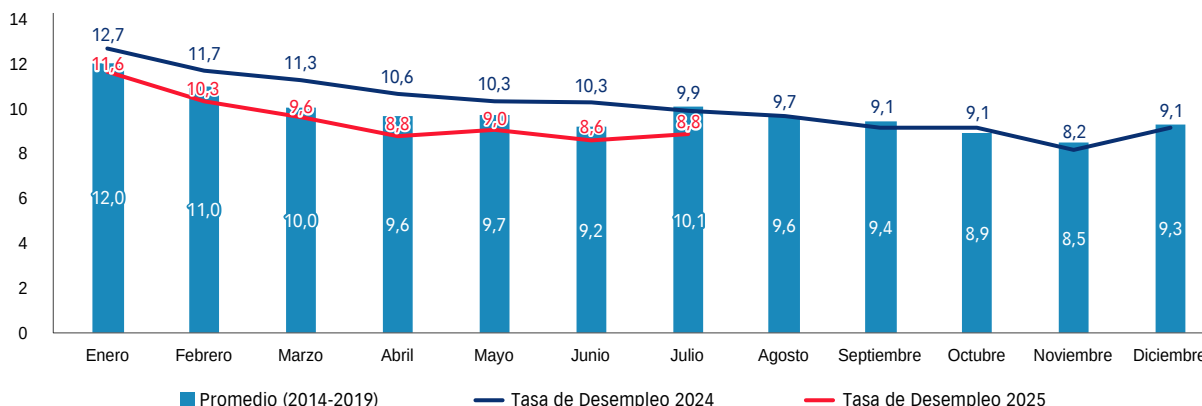
## Mercado Laboral

En 2025, el mercado laboral ha destacado por la reducción de la desocupación. En su serie original, la tasa de desempleo (TD) de julio se ubicó en 8,8%, lo que representa una disminución de 1,1 puntos porcentuales (pp) frente al mismo mes del año anterior (Gráfico 1). Este resultado corresponde al nivel más bajo para un mes de julio desde 2001, consolidando así una tendencia favorable en el empleo. Por su parte, en la serie desestacionalizada, la TD se situó en 9,0%, mostrando un leve incremento de 0,1 pp respecto a junio de 2025. Aun así, el indicador se mantiene en un solo dígito por onceavo mes consecutivo. De esta manera, la tasa de desempleo promedio en lo corrido del año ha sido 9,1%, reduciéndose en 1,4 pp frente al mismo periodo del año anterior.

Lo anterior ha sido impulsado por un mayor crecimiento de la tasa de ocupación (TO) en relación con la tasa global de participación (TGP), lo que indica que más personas están logrando encontrar puestos de trabajo respecto a las que buscan uno. Asimismo, en lo corrido del año a julio se ha observado un crecimiento anual de la población ocupada de 3,7%<sup>2</sup>, mientras que los desocupados registraron una caída de 11,7%. Sin embargo, se resalta que la cantidad de personas disponibles para trabajar (fuerza de trabajo) ha crecido, con una incorporación promedio de 276.000 en el periodo prepandemia versus 518.600 registrado en el 2025. Esto sugiere que, si bien la creación de empleo ha sido dinámica y ha permitido reducir el número de desocupados, el aumento más acelerado de la fuerza de trabajo plantea el reto de sostener esa capacidad de absorción en el mercado laboral hacia adelante.

<sup>2</sup> Se generaron 831.000 empleos en comparación con el mismo periodo del 2024.

**Gráfico 3. Tasa de desempleo mensual, total nacional  
(promedio 2014-2019;2024;2025, serie original)**



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

Asimismo, las cifras indican que existe una recomposición de los ocupados entre dos estados: desempleados y empleados. Más específicamente, los desempleados se convierten en ocupados mas no salen del mercado laboral; es decir que este cambio no está asociado con el desplazamiento hacia la población fuera de la fuerza de trabajo (PFFT). Esto se refleja en que, en lo corrido de 2025, solo se ha percibido un incremento del 0,3% en la PFFT.

A nivel sectorial, el crecimiento del empleo en 2025 ha estado impulsado principalmente por los sectores de alojamiento, comercio y transporte, que aportaron 0,64, 0,58 y 0,48 puntos porcentuales (pp), respectivamente. En conjunto, estos tres sectores explicaron cerca del 46% de la generación total de empleo. Sin embargo, la mayor parte de los puestos creados en estas actividades corresponde a empleos informales; en el caso del alojamiento, por ejemplo, el 81,7% del empleo generado fue de carácter informal. Este panorama contrasta con la creación de 84.000 empleos formales en la agricultura, que, a pesar de ser el sector con mayor informalidad de la economía, registró un avance

importante en términos de calidad laboral. Este resultado estuvo impulsado, en particular, por la dinámica de actividades como los cultivos de flor de corte y palma para aceite y otros frutos oleaginosos.

En cuanto a las proyecciones de la TD para este año, desde ANIF proyectamos una cifra de 9,2%. 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.

El mercado de trabajo parece estar cosechando una bonanza de crecimiento acumulado del aparato productivo, que, en comparación con el 2019-IV, ha crecido 14,1%. No obstante, el aumento acelerado de la fuerza de trabajo plantea el importante desafío de sostener esa capacidad de absorción en el mercado laboral en el futuro cercano. Esto es crítico si se tienen en cuenta los riesgos latentes que transita la economía colombiana, en términos fiscales y de tasas de interés, que mantienen un crecimiento modesto en comparación con otros registros históricos.

# SITUACIÓN FINANCIERA

---

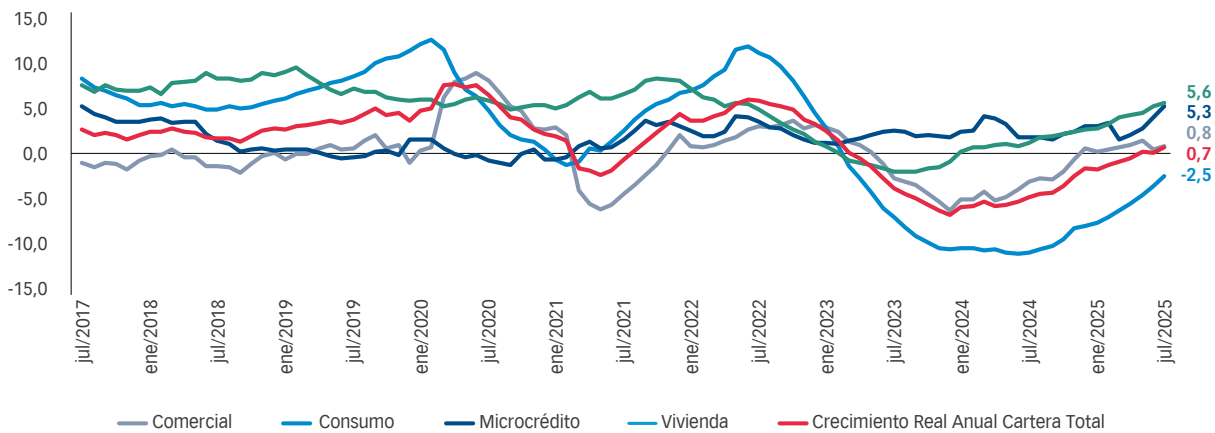
En lo corrido de 2025, hasta julio, el sistema financiero colombiano ha operado en un entorno de elevada incertidumbre global, resurgimiento de políticas comerciales proteccionistas, mayores tensiones geopolíticas y señales de desaceleración de la actividad mundial. A nivel interno, aunque la actividad económica mantiene un proceso gradual de recuperación, la inflación ha presentado correcciones en su senda descendente, cerrando agosto en 5,1%, 19 pbs por encima de julio. Este comportamiento, sumado a los riesgos externos y domésticos, llevó al Banco de la República a pausar el ciclo de recortes de la tasa de política monetaria. Persisten, además, retos relevantes en el frente fiscal y riesgos latentes para la estabilidad macroeconómica: el déficit del Gobierno Nacional ascendería a 7,1% del PIB en 2025, según el Marco Fiscal de Mediano Plazo, derivado de la activación de la cláusula de escape de la Regla Fiscal, que deterioró la percepción de riesgo soberano. Actual-

mente, Colombia tiene grado de no inversión en dos de las tres principales agencias calificadoras.

En este contexto, los establecimientos de crédito continúan mostrando resiliencia. La cartera bruta continúa recuperando terreno: pasó de caer 4,8% anual en julio de 2024 a crecer 0,7% en julio de 2025 (Gráfica 1). El repunte fue generalizado por modalidad: comercial (0,8%), vivienda (5,6%) y microcrédito (5,2%) registraron variaciones reales positivas. La cartera de consumo aún muestra una variación anual negativa (-2,5%), pero acumula una recuperación sustancial frente al mínimo observado en junio de 2024 (-11,1%).

A pesar de la fuerte recuperación de la cartera comercial en el 2024, que cerró el año con variación positiva tras 18 meses en negativo, mantiene en 2025 las variaciones positivas, pero con señales de ralentización, creciendo en promedio 0,72%. Un factor clave

**Gráfico 1. Crecimiento real anual de la cartera por modalidad**  
(Datos a julio de 2025, %)



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

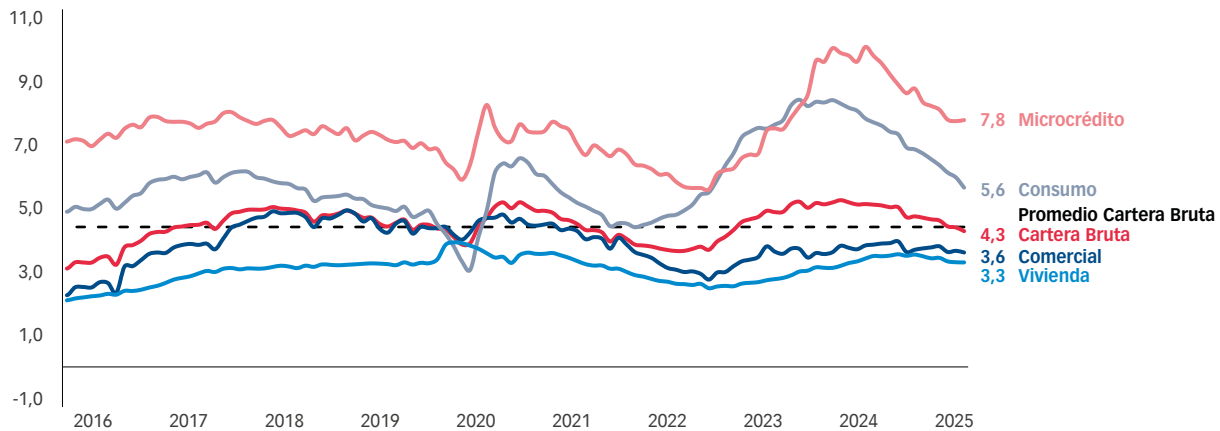
es la caída en los desembolsos, donde, para gran empresa la variación anual fue de -27,7% y para pymes de -3,5%. Por sector económico, industria manufacturera, construcción, información y comunicaciones y actividades artísticas y recreativas registran en 2025 variaciones medias negativas de desembolsos<sup>1</sup>, lo que sugiere una cartera con dificultades para acelerar y, por ende, un impulso más acotado sobre la inversión y el empleo. Entre las posibles explicaciones están: i) la política monetaria: en lo corrido del año solo se ha materializado un recorte y la tasa de referencia del Banco Central se mantiene en 9,25% desde mayo, con expectativas de 0–25 pbs adicionales para el resto del año. Esto limita la caída del costo del crédito y desincentiva proyectos marginales de inversión; ii) el fondeo: la emisión de bonos bancarios en el mercado de capitales acumula tres años de variaciones negativas, reduciendo la diversificación de fuentes y la competencia por condiciones; y iii) la incertidumbre política, macroeconómica y fiscal, que merma la con-

fianza empresarial y promueve criterios más prudentes de otorgamiento por parte de los bancos.

Por otro lado, el indicador de calidad por mora (ICM) mantuvo su mejora, entre julio de 2024 y julio de 2025 descendió 86 pbs (de 5,1% a 4,3%) y se ubicó, por primera vez en 26 meses, por debajo del promedio desde enero de 2016 (Gráfica 2). No obstante, microcrédito y consumo aún exhiben morosidades superiores al promedio, junto con una proporción elevada de cartera castigada. Las provisiones totales se ubicaron en COP 41 billones en julio de 2025, con variación real anual de -7%; en comercial y vivienda se observa estabilización, consumo continúa desacelerando su crecimiento de provisiones y microcrédito mostró leves repuntes en junio y julio. En conjunto, esto sugiere que, pese al entorno retador, el sistema descuenta una mejora gradual de las condiciones, coherente con una recuperación paulatina de la confianza de hogares y empresas y con una mayor disposición a colocar crédito en los márgenes.

<sup>1</sup> -6,7% para industria manufacturera, -28,5% para información y comunicaciones, -17,2% en actividades artísticas y recreativas y -6,3% en construcción, esta última es el promedio desde febrero de 2025.

**Gráfico 2. Indicador de Calidad por Mora según Modalidad de Cartera**  
(Datos a julio de 2025, %)



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

Finalmente, la rentabilidad continúa mostrando señales de recuperación, aunque se ha estabilizado en los últimos meses. En julio de 2025, el ROA fue 1% y el ROE 8%, con incrementos anuales de 24 y 195 pbs, respectivamente. La mejora es consistente con el mayor dinamismo de la cartera y con menores presiones por deterioro crediticio. Sin embargo, ambos indicadores permanecen por debajo de sus promedios históricos, que se sitúan en 1,5% para el ROA y 10,8% para el ROE, y el promedio del año ha sido de 1% y 8% respectivamente, lo que indica que, si bien la recuperación avanza, aún no se consolida plenamente.

## Perspectivas

El panorama para los establecimientos de crédito en Colombia sigue condicionado por un entorno incierto y volátil. Según la Encuesta de percepción de riesgos del sistema financiero del Banco de la República, las principales vulnerabilidades a corto plazo (0-12 meses) y mediano plazo (12-24 meses) son la sostenibilidad fiscal, la incertidumbre política, la calificación soberana y

el deterioro de la calidad de la cartera. La gran mayoría considera que, a corto plazo, la materialización de un evento de alto impacto es baja o media, mientras que, a largo plazo la probabilidad incrementa a media o alta. Entre los choques con mayor probabilidad e impacto sobre el desempeño del sistema financiero se encuentra el deterioro en la posición fiscal del gobierno, el deterioro del crecimiento económico, el riesgo político interno y la reducción de la inversión privada.

Para lo que resta de 2025, se espera que la cartera continúe recuperándose, aunque a un ritmo lento, consistente con una tasa de política monetaria estable. De concretarse recortes adicionales en 2026, el crédito debería acelerarse gradualmente, especialmente en comercial, favorecido por un alivio del costo financiero y una mejora de expectativas. No obstante, este escenario es frágil: una materialización del riesgo fiscal, por mayores necesidades de financiamiento o desanclaje de expectativas, y la incertidumbre asociada al ciclo electoral podrían endurecer las condiciones financieras (depreciación cambiaria, presiones inflacionarias, primas más altas), replegando la demanda y endureciendo la oferta de crédito.

# ANÁLISIS DE LA INFLACIÓN



La inflación de agosto revirtió significativamente la desaceleración de los precios. La inflación anual se ubicó en 5,10%, lo que representó un aumento de 20 puntos básicos (pb) frente al 4,9% de julio. Así, la inflación superó nuevamente el 5% tras solo dos meses, confirmando las expectativas de presiones inflacionarias. En términos mensuales, la inflación de agosto se ubicó en 0,19%, disminuyendo 8pb frente al mes anterior.

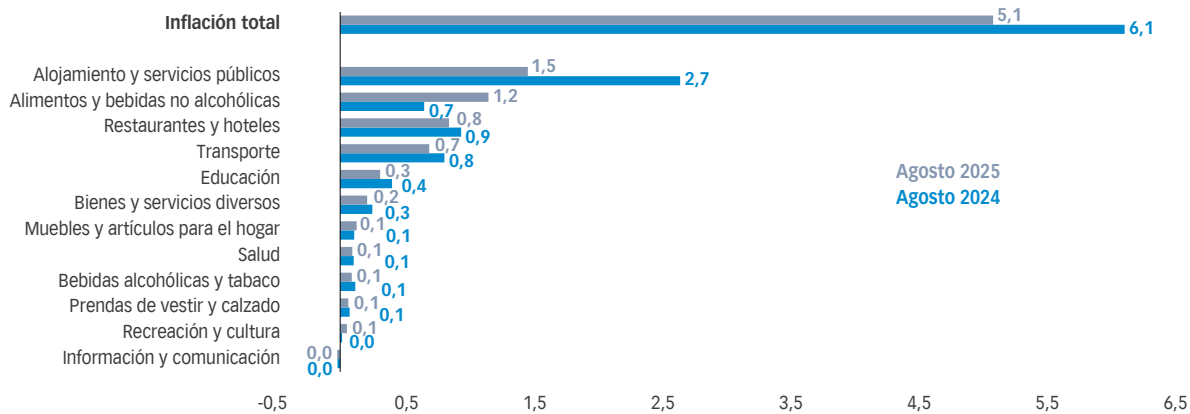
Dado esto, la inflación año corrido se ubica en 4,2%. Este valor se aleja del límite superior de la meta de inflación y consolida expectativas de que cerrará en 2025 cerca del 5,2% del año pasado. Esto reduce las posibilidades de flexibilizar la política monetaria por parte del Banco de la República (BR).

Al detallar los resultados por clasificación del BR, en agosto los alimentos mostraron el mayor crecimiento

en la variación anual, aumentando 119pb frente a julio y situándose en 6,1%. Les siguió la categoría de bienes que aumentó 27pb, pasando de 1,7% a 1,9%. En contraste, tanto regulados como servicios disminuyeron 24pb y 7pb respectivamente, ubicándose en 5,0% y 5,9%. Con lo anterior, la inflación básica (sin alimentos ni regulados) aumentó 3pb y se ubicó en 4,8%.

Por divisiones de gasto, tres divisiones explicaron el 68,1% del incremento del IPC anual en agosto. Alojamiento y servicios públicos lideró, contribuyendo con 1,5 puntos porcentuales (pp) a la inflación total (Gráfico 1). Esta división registró un crecimiento anual de 4,7%, impulsada por el arriendo imputado (0,7pp) y efectivo (0,5pp). Le siguió alimentos con 1,2pp (+6,1% anual), donde destacaron frutas frescas (0,2pp), carne de res (0,1pp) y café (0,1pp). Finalmente, restaurantes y hoteles aportaron 0,8pp (+7,8% anual), principalmente por comidas en servicio a la mesa y autoservicio (0,6pp).

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



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

En términos mensuales, las tres divisiones que más contribuyeron a la variación de 0,19% de agosto fueron alimentos (0,08pp), restaurantes y hoteles (0,06pp), y bienes y servicios diversos (0,02pp). Los rubros entre las anteriores divisiones que más aportaron fueron frutas frescas (0,06pp), comidas en establecimientos (0,04pp) y artículos de higiene personal (0,01pp), respectivamente.

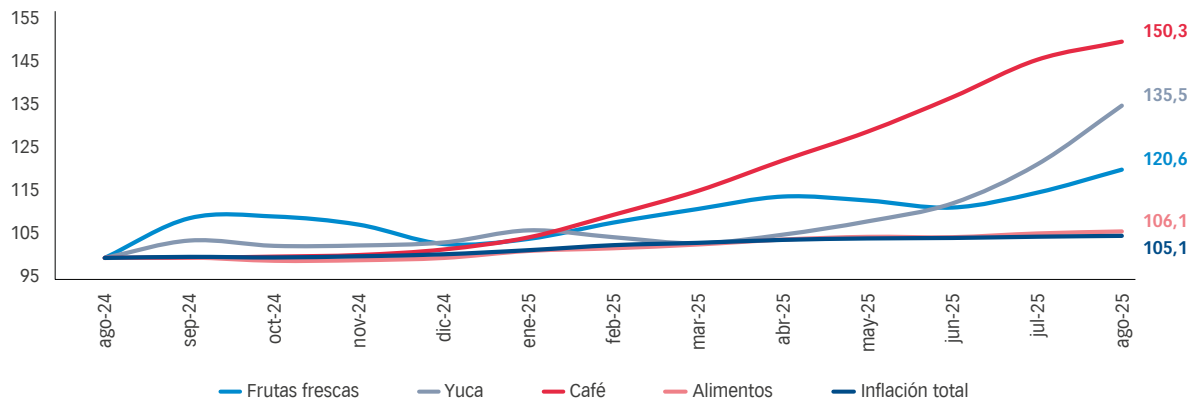
En agosto, la inflación anual de alimentos se incrementó significativamente. Esto respondió principalmente a dos factores: i) en agosto de 2024 la variación de esta categoría fue negativa, por lo cual había un efecto base importante para el dato de 2025; y ii) algunos alimentos han presentado incrementos significativos en sus precios, más allá del efecto base. Esto se refleja en aumentos mensuales que superan ampliamente el comportamiento general del grupo de alimentos.

Ejemplo de esto es el café, el cual ha mostrado una aceleración más pronunciada en el último año, alcanzando una variación de 50,3% frente a agosto del

año pasado (Gráfico 2). Esto responde a los altos precios internacionales en lo corrido de 2025 y a las lluvias constantes de julio en regiones productoras, que afectaron las cosechas. La yuca (+35,5% en el último año) también ha registrado aceleraciones en sus precios durante el mismo periodo, con aumentos marcados en meses recientes. Este comportamiento obedece a los cierres de cosecha y la menor disponibilidad de este producto en los centros de abasto, efecto explicado principalmente por las lluvias que dificultaron la recolección en los departamentos de Risaralda, Quindío y Nariño. Asimismo, la finalización de cosechas impactó los precios de las frutas frescas (+20,6% en el último año), especialmente durante los últimos dos meses, destacándose productos como el limón y el mango Tommy por el cierre de sus ciclos productivos.

Aunque la inflación en los últimos meses continúa siendo impulsada por precios de alojamiento y alimentos, las presiones inflacionarias se han intensificado considerablemente, limitando las perspectivas de una moderación en los precios en los siguientes meses. En

**Gráfico 2. Evolución de precios de los rubros de alimentos  
(índice base 100 = ago-24)**



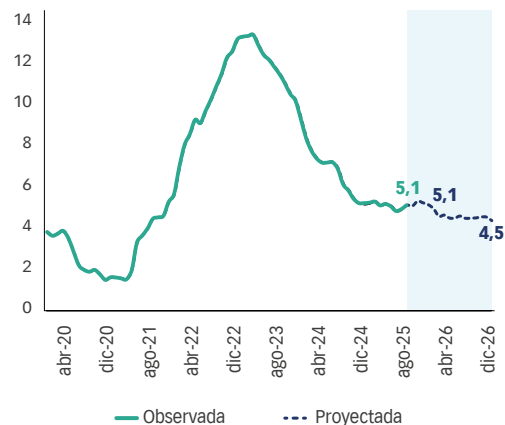
Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

ANIF identificamos presiones inflacionarias adicionales en el rubro de alimentos, donde la aceleración que han mostrado algunos productos, combinada con un efecto base del año anterior, se reflejaría en altos registros de inflación de este rubro los próximos meses. Adicionalmente, anticipamos un aumento en la inflación de bienes impulsado por el crecimiento del consumo interno de los hogares, que mantendría su comportamiento creciente durante el tercer trimestre, generando presiones inflacionarias adicionales. En contraste, la inflación de regulados se desaceleraría, luego de marcados incrementos en el primer semestre, asociados a los cambios en la tarifa de gas. Sin embargo, esto no lograría contrarrestar la aceleración de la inflación en los demás componentes.

Lo anterior se suma a la incertidumbre asociada a las tensiones comerciales globales y a la coyuntura fiscal colombiana. Esta última ha motivado la presentación de una nueva reforma tributaria ante el Congreso con el ánimo de aumentar el recaudo del Gobierno y financiar un mayor gasto. Ambos factores podrían tener efectos negativos sobre la inflación.

Bajo este nuevo contexto, en ANIF aumentamos nuestra proyección de inflación para el cierre de 2025. Preve- mos que la inflación anual se ubicaría en 5,1% (+0,7pp frente a la proyección de junio), con lo cual este año habrá poco avance en el objetivo de llevar la inflación al rango meta (Gráfico 3). La meta tampoco se alcanzaría en 2026, año en que estimamos que la inflación cierre en 4,5% (+0,7pp frente al pronóstico anterior).

**Gráfico 3. Inflación anual observada y proyectada (%)**



Fuente: cálculos ANIF con base en DANE.

# PANORAMA FISCAL

## EN LO CORRIDO DEL AÑO

---

Entre enero y julio de 2025, el recaudo tributario bruto ascendió a \$178,6 billones, 10% por encima del recaudo registrado en el mismo periodo de 2024 (\$162,3 billones). Por su parte, el recaudo neto creció 7,1% frente al mismo periodo de 2024, alcanzando \$166,4 billones (Gráfico 1). Así, se ha cumplido 59,3% de la meta de recaudo neto para todo el año (\$280,2 billones). De manera que para cumplirla, hay que recaudar al menos \$113,9 billones adicionales en lo que queda del año (40,7% del total). Teniendo en cuenta que el recaudo neto entre agosto y diciembre de 2024 fue de \$91,2 billones (37,0% del total del año), la meta parece difícil de cumplir.

En este mismo periodo, el gasto alcanzó los \$267,2 billones (14,7% del PIB), alcanzando el 63,8% del

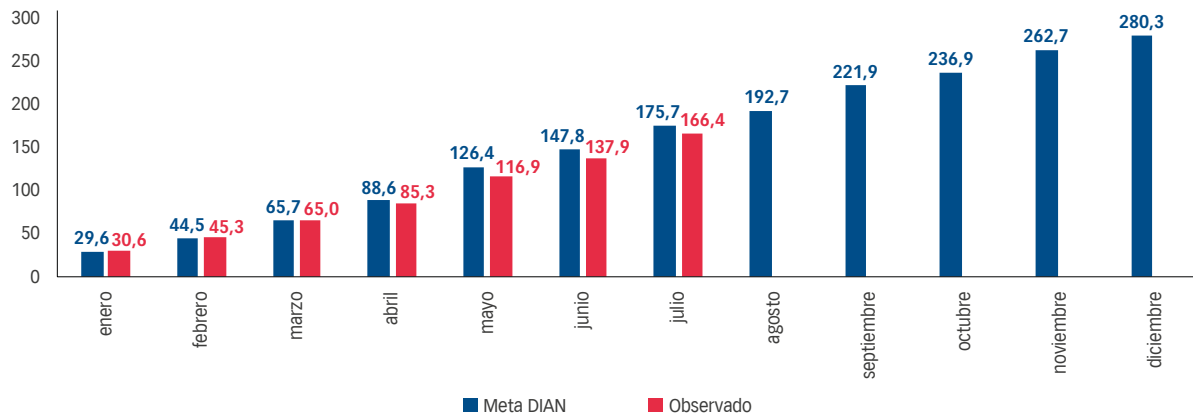
gasto estimado para todo el año en el MFMP (\$418,7 billones). Comparando con el mismo período de 2024, este nivel de gasto representó un aumento de \$29,6 billones. Por su parte, el gasto primario ascendió a \$215,1 billones (11,9% del PIB).

Finalmente, en términos de ejecución presupuestal<sup>1</sup>, entre enero y junio de 2025 ésta ascendió a 50,2%, ligeramente por encima de la ejecución observada para el mismo periodo de 2024 (48,2%), Gráfico 2. La inversión es el rubro que más se ha ejecutado en lo que va del año (57,9%, +4,0pp frente a 2024), seguida de funcionamiento, que con 48,3% supera en 1,9pp la del mismo período de 2024. Entre tanto, la ejecución del servicio de la deuda está por debajo de 2024 (40,0% en 2025 vs. 44,1% en 2024).

---

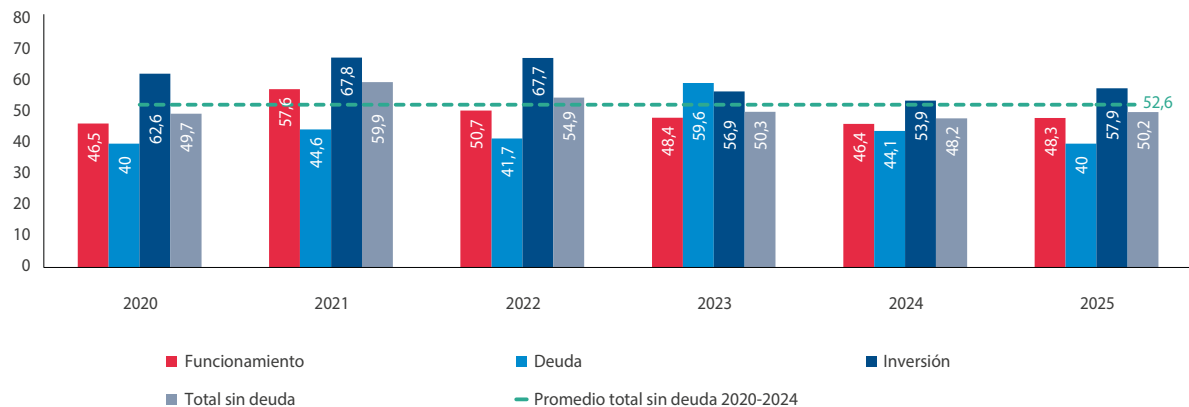
<sup>1</sup> Definida como compromisos sobre apropiaciones, excluyendo deuda.

**Gráfico 1. Recaudo neto, observado vs la meta (\$billones)**



Fuente: elaboración ANIF con base en DIAN.

**Gráfico 2. Ejecución presupuestal acumulada a junio (compromisos / apropiaciones)**



Fuente: elaboración ANIF con base en Ministerio de Hacienda.

## Reforma tributaria

Finalmente, del rezago presupuestal, que en 2025 asciende a \$62,8 billones, se han pagado \$43,2 billones, es decir el 68,8%. La mayor parte de los pagos realizados corresponde a deuda y funcionamiento.

Como lo explicamos en nuestro informe semanal “Ley de Financiamiento: más sombras que luces<sup>2</sup>”, el propósito central de esta iniciativa es obtener recursos adicionales para cubrir el faltante del Presupuesto.

<sup>2</sup> Puede consultar este informe en la página web de ANIF, a través del siguiente enlace: <https://www.anif.com.co/informe-semanal/ley-de-financiamiento-mas-sombras-que-luces/>

to General de la Nación (PGN) y cubrir la expansión de gasto que busca el Gobierno. En caso de que el Congreso no apruebe dicha ley, el presupuesto deberá reducirse en esa cuantía, quedando en \$530,6 billones (frente a los \$556,9 billones que se presentaron en el proyecto de PGN).

Como se observa en el Gráfico 3, los recursos que se recaudarían en 2026 provendrían principalmente de: i) impuesto a las bebidas alcohólicas, cigarrillos y juegos de azar (\$10 billones), ii) eficiencia de la DIAN (\$6,4 billones), iii) impuestos a los combustibles, extracción de hidrocarburos y carbono (\$4,1 billones), iv) impuesto al patrimonio (\$2,3 billones), y v) impuesto de renta al sector financiero, mediante una sobretasa de renta de 15% (\$1,2 billones).

En materia de personas jurídicas, el cambio más relevante recae sobre el sector financiero. La sobretasa de renta sube del 5% al 15%, llevando la tarifa total al 50%, la más alta de la región. Además, deja de ser transitoria

y se hace permanente. Esta carga tributaria tendría consecuencias sobre la rentabilidad y la operatividad de las entidades financieras, haciéndolas menos atractivas para la inversión extranjera y trasladando parte de ese mayor costo a los consumidores.

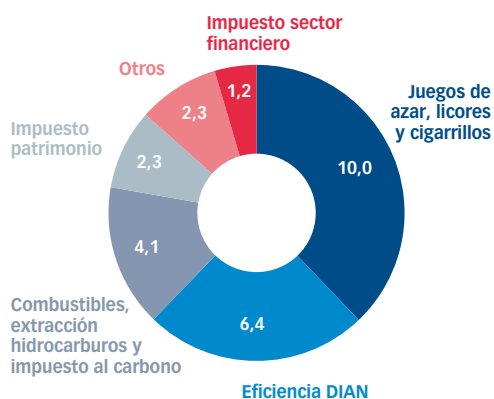
En el caso de las personas naturales, se mantiene sin cambios la tributación de quienes reciben ingresos mensuales inferiores a \$7 millones, es decir, el 92,4% de los ocupados en el país. En cambio, se aumentan las tarifas para quienes superen ese umbral, alcanzando un máximo de 41% para los contribuyentes con rentas líquidas superiores a \$129 millones mensuales. Esto impactaría únicamente a 7,6% de los ocupados, que corresponden a aproximadamente a 1,7 millones de personas.

Además, se amplía la base del impuesto al patrimonio, reduciendo el umbral de 72.000 a 40.000 UVT, con tarifas progresivas hasta un máximo de 5% para patrimonios superiores a \$99.598 millones. Aunque la medida aumentaría el recaudo, plantea riesgos de doble tributación, desincentivo a la inversión y posibles migraciones de capital.

Un eje central de la reforma es la reducción del gasto tributario, que en 2023 fue de 8,5% del PIB, principalmente concentrado en el IVA. Para ello, se propone: i) volver permanente el IVA del 19% sobre juegos de azar en línea, ii) eliminar la tarifa reducida del 5% para vehículos híbridos, y iii) corregir la deducción por dependientes que estableció la reforma tributaria de 2022.

Finalmente, esta reforma cambia la estructura del impuesto al consumo y el IVA sobre bebidas alcohólicas, combinando un componente específico según el grado alcohólico y uno *ad valorem* del 30%. Además, ele-

**Gráfico 3. Resumen del recaudo estimado por el Gobierno del Proyecto de Ley de Financiamiento (\$ billones)**



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

va el IVA de licores del 5% al 19%. Esto encarecería significativamente los precios. Por ejemplo, una botella de aguardiente podría subir de \$42.000 a \$61.000, incentivando el contrabando, reduciendo ingresos regionales y presionando la inflación.

A lo largo del año, ANIF ha recalcado la importancia de una reforma fiscal que se enfoque principalmente en solucionar las inflexibilidades del gasto. Por eso, la

expedición de una reforma tributaria que gravaría más a las mismas personas y que sigue sobrecargando a los mismos sectores económicos no es la solución para los problemas fiscales que enfrenta el país. Una reforma tributaria factible y sostenible debería enfocarse en ampliar la base gravable del impuesto de renta, replantear el esquema del IVA, incentivar la inversión y, de manera ideal, reducir la carga tributaria a las empresas.

# ANÁLISIS DE LA BALANZA DE PAGOS

## SEGUNDO TRIMESTRE DE 2025

En el segundo trimestre de 2025, la balanza de pagos registró una ampliación del déficit en cuenta corriente. Durante el periodo, el desbalance externo alcanzó el -2,5% del PIB trimestral (-US\$2.595 millones), un aumento en 0,5 puntos porcentuales (pp) frente al primer trimestre (2,0% del PIB; -US\$2.094 millones). Con este resultado, la cuenta corriente acumuló en el primer semestre un déficit de -2,2% del PIB semestral, superior en 0,6pp al observado un año atrás (-1,6% del PIB). Este comportamiento se presentó en un contexto de recuperación de la demanda interna e incertidumbre en los mercados internacionales.

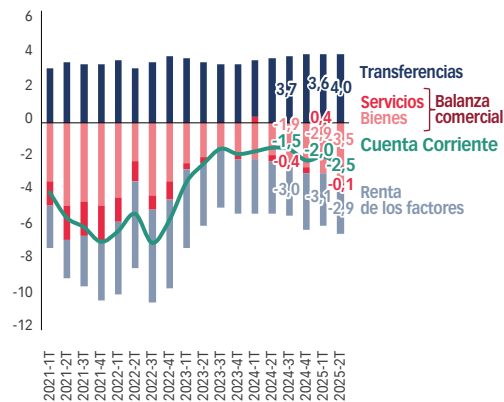
### Cuenta corriente

Por componentes, el resultado del trimestre estuvo explicado por los saldos deficitarios de la balanza comercial de bienes (-US\$3.624 millones; -3,5% del PIB

trimestral), de la renta de los factores (-US\$2.990 millones; -2,9% del PIB) y de la balanza de servicios (-US\$132 millones; -0,1% del PIB). Estos desequilibrios fueron compensados parcialmente por el superávit de las transferencias corrientes (US\$4.151 millones; 4,0% del PIB), Gráfico 1. La balanza de servicios retornó a terreno negativo, luego del superávit observado en el primer trimestre, lo que profundizó el déficit de la balanza comercial en el periodo observado.

De esta manera, en el acumulado de los primeros seis meses de 2025, el déficit en cuenta corriente obedeció principalmente a los saldos negativos de la balanza comercial de bienes (-US\$6.683 millones; -3,2% del PIB) y de la renta de los factores (-US\$6.255 millones; -3,0% del PIB). Así, el resultado fue compensado parcialmente por los ingresos netos de transferencias corrientes, que sumaron US\$7.997 millones (3,8% del PIB) y de la balanza comercial de servicios

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



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

que, pese al resultado del trimestre, mantiene un superávit de US\$255 millones (0,1% del PIB) en el acumulado del año.

Ahora, frente a los registros del mismo periodo un año atrás, el mayor déficit de la cuenta corriente se explicó por la ampliación en el déficit comercial de bienes (-US\$2.611 millones), siendo contrarrestado parcialmente por el aumento de los ingresos netos por transferencias corrientes (+US\$769 millones), el superávit en la balanza de servicios (+US\$291 millones) y la reducción de los egresos netos en la renta de los factores (-US\$143 millones).

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

|                                                | 2023          | 2024          | 2025          |
|------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Cuenta Corriente</b>                        | <b>-4.870</b> | <b>-3.279</b> | <b>-4.686</b> |
| %PIB                                           | -2,9          | -1,6          | -2,2          |
| <b>Bienes y servicios</b>                      | <b>-4.211</b> | <b>-4.109</b> | <b>-6.429</b> |
| %PIB                                           | -2,5          | -2,0          | -3,1          |
| Bienes (Balanza Comercial)                     | -3.617        | -4.072        | -6.683        |
| %PIB                                           | -2,2          | -2,0          | -3,2          |
| Exportaciones                                  | 26.315        | 24.916        | 24.980        |
| Importaciones                                  | 29.932        | 28.989        | 31.663        |
| Servicios                                      | -594          | -36           | 255           |
| %PIB                                           | -0,4          | 0,0           | 0,1           |
| Ingreso Primario (Renta de los factores)       | -6.783        | -6.398        | -6.255        |
| %PIB                                           | -4,1          | -3,1          | -3,0          |
| Ingreso Secundario (Transferencias corrientes) | 6.124         | 7.228         | 7.997         |
| %PIB                                           | 3,7           | 3,5           | 3,8           |
| Remesas de trabajadores                        | 4.873         | 5.628         | 6.408         |
| <b>Cuenta de Capital y Financiera</b>          | <b>5.290</b>  | <b>2.697</b>  | <b>3.538</b>  |
| %PIB                                           | 3,2           | 1,3           | 1,7           |
| Inversión Directa                              | 9.042         | 4.186         | 4.308         |
| %PIB                                           | 5,4           | 2,0           | 2,1           |
| Inversión Extranjera Directa                   | 9.499         | 6.480         | 6.579         |
| %PIB                                           | 5,7           | 3,1           | 3,1           |
| Inversión de cartera                           | -2.631        | -965          | 924           |
| %PIB                                           | -1,6          | -0,5          | 0,4           |
| Activos                                        | 3.202         | 3.225         | 6.472         |
| Pasivos                                        | 571           | 2.260         | 7.396         |
| Otra Inversión                                 | -1.361        | 846           | -1.477        |
| %PIB                                           | -0,8          | 0,4           | -0,7          |
| Derivados Financieros                          | 1.005         | 495           | 871           |
| %PIB                                           | 0,6           | 0,2           | 0,4           |
| <b>Variación activos externos *</b>            | <b>-765</b>   | <b>-1.866</b> | <b>-1.088</b> |
| %PIB                                           | -0,5          | -0,9          | -0,5          |
| <b>Saldo de Reservas Internacionales Netas</b> | <b>57.839</b> | <b>60.901</b> | <b>65.163</b> |
| %PIB                                           | 17,9          | 22,5          | 20,5          |

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

Al desagregar la balanza comercial, el incremento del déficit en bienes se explicó por la combinación de dos factores: la caída de las exportaciones de carbón y petróleo, afectadas tanto por menores precios como por menores cantidades vendidas, y el aumento de las importaciones, impulsado principalmente por la mayor compra de insumos y bienes de capital para la industria. Esta menor dinámica exportadora fue parcialmente compensada por un mayor dinamismo en las ventas externas de café y productos industriales. Por su parte, el superávit en la balanza de servicios estuvo explicado por el crecimiento de los servicios tradicionales, en particular los asociados a viajes.

En el caso de la renta de los factores, la reducción de egresos respondió a menores pagos de intereses por créditos externos y a la disminución de la renta estimada de las empresas con inversión extranjera directa en el país. Finalmente, el mayor superávit en transferencias corrientes estuvo impulsado por el crecimiento anual de las remesas de los trabajadores (13,9%).

## Cuenta de capitales

El déficit de la cuenta corriente, analizado en el apartado anterior, se financió en el trimestre con entradas netas de capital en la cuenta financiera equivalentes a 1,8% del PIB trimestral (US\$1.924 millones). Este resultado fue 0,3pp superior al del trimestre anterior (1,5% del PIB; US\$1.614 millones).

En línea con este desempeño, en el primer semestre del año la cuenta financiera presentó un superávit de 1,7% del PIB semestral (US\$3.538 millones), lo

que representó una disminución de 0,4pp frente al mismo periodo de 2024. Desagregando por rubros, esta cuenta estuvo compuesta por superávits en: i) inversión directa (2,1% del PIB; US\$4.308 millones), levemente superior al 2,0% del PIB del primer trimestre de 2024; ii) entradas netas por inversión de cartera (0,4% del PIB; US\$924 millones), en contraste con el -0,5% de ese mismo periodo; y iii) salidas netas en "otra inversión" (-0,7% del PIB; -US\$1.477 millones), tras el 0,4% del PIB reportado un año atrás. Estos movimientos se reflejaron en una acumulación de Reservas Internacionales por US\$1.088 millones (0,5% del PIB), que llevaron el saldo neto de RIN a US\$65.163 millones.

Al interior del rubro de inversión directa, la Inversión Extranjera Directa (IED) alcanzó los US\$6.579 millones correspondientes al 3,1% del PIB del semestre. Por actividad económica, lideraron minería y petróleo (30% del total), seguidos por los servicios financieros y empresariales (27%), la industria manufacturera (15%) y el transporte y comunicaciones (6%).

## Perspectivas

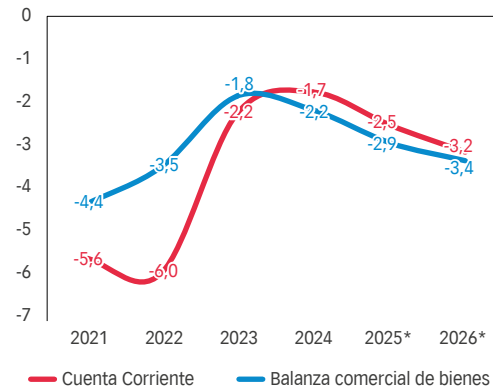
Considerando el contexto macroeconómico que enfrenta la economía en 2025 y la evolución reciente de los flujos de la balanza de pagos en el primer semestre del año, se estima que al cierre del periodo la cuenta corriente registre un déficit equivalente a 2,5% del PIB a cierre de año..

Este resultado estaría explicado por un mayor desbalance comercial (que alcanzaría un 2,9% del PIB), ante un crecimiento importante de las importaciones, en respuesta a una demanda interna sólida, y

un menor dinamismo de las exportaciones, que se verían afectadas por menores precios externos y una reducción en la producción de bienes minero-energéticos. Si bien el comercio de servicios aportaría un saldo positivo gracias al ingreso de turistas, dicho efecto se moderaría ante un mayor gasto de los colombianos en el exterior. A su vez, las menores utilidades de las empresas con inversión extranjera directa en Colombia, en particular del sector minero, limitarían este componente. Por su parte, las remesas continuarían siendo la principal fuente de financiamiento externo, aunque tenderían a estabilizarse por factores migratorios y el desempeño económico de Estados Unidos.

Hacia 2026, en un contexto marcado por un mayor dinamismo económico, se proyecta que el déficit de la cuenta corriente se amplíe hasta 3,2% del PIB. Es-

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



\*Proyectado.

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

ta variación respondería principalmente a un incremento en el déficit de la balanza comercial de bienes, cuyo saldo negativo se ubicaría en 3,4% del PIB.

# TASA DE CAMBIO

El tercer trimestre de 2025, la tasa de cambio mostró un decrecimiento sustancial frente a lo observado en la primera parte del año. En promedio, la tasa de cambio se ubicó en \$4.026<sup>1</sup>, lo que significó una reducción de 1,3% frente al promedio de 2024 y de 3,8% respecto al trimestre inmediatamente anterior.

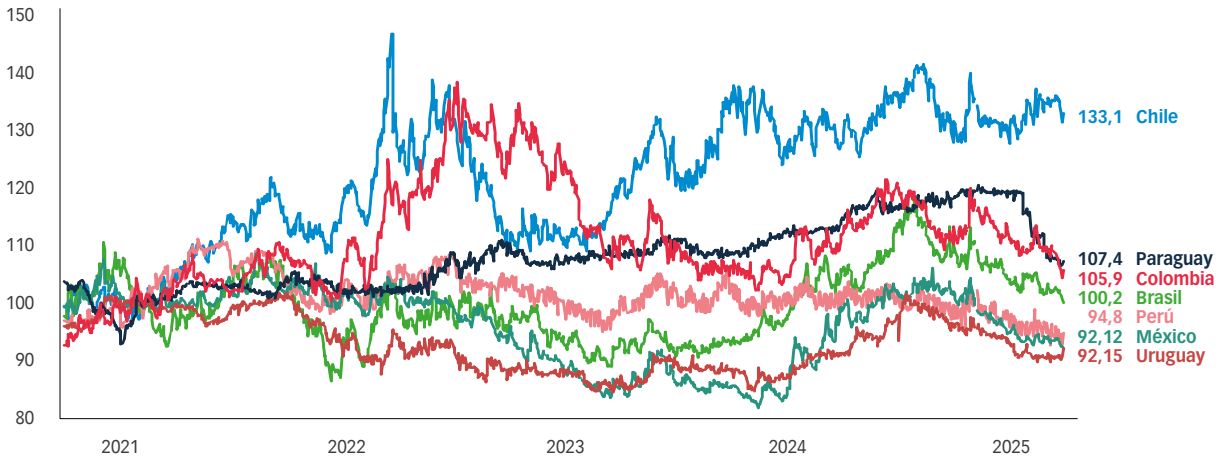
Lo anterior es resultado de varios factores. En el frente externo, el mercado aún asimila los efectos de los aranceles anunciados por Donald Trump durante el denominado “día de la liberación”, que entraron en vigencia el 1 de agosto y han generado incertidumbre sobre el crecimiento estadounidense. A esto se suma la decisión de la Reserva Federal de reducir su tasa de interés, un mo-

vimiento que ya venía siendo anticipado por los mercados y que ha impulsado el apetito por riesgo en América Latina, favoreciendo a las monedas de la región.

Al observar la variación anual del promedio de la tasa de cambio en el tercer trimestre de 2025 respecto al mismo período de 2024, se evidencia una apreciación de las monedas regionales. Perú encabeza la lista con una variación anual de -5,6%, seguido por Chile con -2,9%. Por su parte, Paraguay (-1,8%), Brasil (-1,5%), Colombia (-1,3%), México (-1,0%) y Uruguay (-0,2%) registraron apreciaciones más moderadas. Sin embargo, al analizar el comportamiento del peso colombiano respecto a la fecha de pérdida del grado de inversión, se observa un índice superior a 100, lo que indica que, a pesar de la apreciación reciente, el peso aún se encuentra depreciado frente a ese nivel de referencia.

<sup>1</sup> Datos al 16 de septiembre de 2025.

**Gráfico 1. Índice de tipo de cambio frente al dólar para economías comparables**  
(Índice 19 de mayo de 2021 = 100 - al 16 de septiembre de 2025)



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

En el plano interno, la inflación continúa por encima de la meta del Banco de la República, y las expectativas inflacionarias futuras mantienen presiones cambiarias. A su vez, el país presenta déficits en cuenta corriente significativos: durante el segundo trimestre de 2025 alcanzó USD 2.595 millones (2,5 % del PIB), frente a un 2,0% en el primer trimestre. Este desbalance se ha visto agravado por el deterioro en el comercio de bienes tradicionales, con caídas de 35% en exportaciones de carbón y de 15,4% en petróleo, afectadas por la disminución de los precios internacionales, en particular el petróleo, presionado por expectativas de mayor oferta de la OPEP. Esto se traduce en menores ingresos por exportaciones tradicionales. Además, las importaciones han crecido 10,7% real en lo corrido del primer semestre, lo que ha empeorado el déficit de la balanza comercial.

A este panorama se suma la publicación del Presupuesto General de la Nación (PGN) para 2026, que, si bien fue recortado, deterioró la credibilidad del Gobier-

no. Asimismo, la decisión de suspender la regla fiscal a finales del segundo trimestre motivó a Moody's a rebajar la calificación crediticia de Colombia de Baa2 a Baa3, sumándose a otras agencias que ya habían realizado ajustes similares. Estas rebajas incrementan el costo de financiamiento externo, encarecen el crédito interno y afectan el flujo de capitales, generando presiones de depreciación sobre el peso.

Estos resultados reflejan fuerzas contrapuestas en el plano externo e interno. Por un lado, factores externos ligados a Estados Unidos han debilitado la confianza de los inversionistas en la economía norteamericana, lo que ha reducido el apetito por el dólar frente otras monedas. Por otro, en el ámbito interno persiste un panorama fiscal frágil y una reducción en los ingresos de divisas. Así, el fortalecimiento del peso colombiano obedece principalmente al contexto global de debilitamiento del dólar, más que a mejoras locales en los indicadores macroeconómicos.

## Proyecciones económicas de ANIF para Colombia

| COLOMBIA (PROYECCIONES ANIF)                      | OBSERVADO |       |       |       | PROYECTADO |       |
|---------------------------------------------------|-----------|-------|-------|-------|------------|-------|
|                                                   | 2021      | 2022  | 2023  | 2024  | 2025       | 2026  |
| <b>PRODUCCIÓN (VARIACIÓN % ANUAL)</b>             |           |       |       |       |            |       |
| Producto Interno Bruto                            | 10,7      | 7,3   | 0,7   | 1,6   | 2,8        | 3,0   |
| <b>COMPONENTES DE PRODUCCIÓN DEL PIB</b>          |           |       |       |       |            |       |
| Agropecuario                                      | 4,4       | -0,9  | 1,7   | 8,0   | 5,2        | 3,8   |
| Minas y canteras                                  | -0,2      | 1,5   | 2,6   | -5,0  | -7,9       | -3,4  |
| Industria                                         | 13,6      | 8,2   | -2,7  | -2,1  | 1,6        | 2,2   |
| Electricidad, gas y agua                          | 5,8       | 4,6   | 2,2   | 1,9   | 0,4        | 1,8   |
| Construcción                                      | 4,3       | 6,6   | -3,1  | 1,9   | -2,0       | 1,3   |
| Comercio, transporte y turismo                    | 20,4      | 11,9  | -3,6  | 1,4   | 5,3        | 3,6   |
| Información y comunicaciones                      | 12,8      | 12,3  | 1,8   | -0,8  | 2,5        | 2,3   |
| Actividades financieras                           | 3,7       | 6,7   | 8,9   | 0,4   | 3,3        | 3,8   |
| Actividades inmobiliarias                         | 2,5       | 2,0   | 1,9   | 1,9   | 2,0        | 2,2   |
| Actividades profesionales, científicas y técnicas | 9,7       | 7,9   | 2,0   | -0,1  | 1,6        | 3,2   |
| Administración pública y defensa                  | 8,5       | 1,1   | 5,0   | 3,3   | 3,0        | 2,7   |
| Actividades artísticas                            | 34,4      | 28,1  | 10,5  | 8,2   | 10,5       | 7,3   |
| <b>COMPONENTES DE GASTO DEL PIB</b>               |           |       |       |       |            |       |
| Consumo de los hogares                            | 14,7      | 10,8  | 0,4   | 1,6   | 4,0        | 3,5   |
| Consumo del gobierno                              | 9,8       | 1,0   | 1,6   | 0,7   | 3,8        | 2,7   |
| Inversión                                         | 11,6      | 16,0  | -16,0 | 5,2   | 9,1        | 5,8   |
| Exportaciones                                     | 14,6      | 12,5  | 3,1   | 2,5   | 1,3        | 1,7   |
| Importaciones                                     | 26,7      | 24,0  | -9,9  | 4,4   | 10,5       | 5,8   |
| <b>DESEMPLEO</b>                                  |           |       |       |       |            |       |
| Tasa nacional de desempleo (promedio)             | 13,8      | 11,2  | 10,2  | 10,2  | 9,2        | 9,0   |
| <b>INFLACIÓN (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)</b>     |           |       |       |       |            |       |
| IPC total nacional                                | 5,6       | 13,1  | 9,3   | 5,2   | 5,1        | 4,5   |
| <b>TIPO DE CAMBIO Y DEPRECIACIÓN</b>              |           |       |       |       |            |       |
| TRM (cierre año)                                  | 3.968     | 4.788 | 3.954 | 4.386 | 3.818      | 3.993 |
| Variación nominal anual (cierre año)              | 14,4      | 20,7  | -17,4 | 10,9  | -13,0      | 4,6   |
| TRM (promedio año)                                | 3.744     | 4.256 | 4.326 | 4.074 | 4.060      | 3.902 |
| Variación nominal anual (promedio año)            | 1,4       | 13,7  | 1,6   | -5,8  | -0,3       | -3,9  |
| <b>SECTOR EXTERNO (% DEL PIB)</b>                 |           |       |       |       |            |       |
| Cuenta corriente                                  | -5,6      | -6,0  | -2,2  | -1,7  | -2,5       | -3,2  |
| Balanza comercial                                 | -4,4      | -3,5  | -1,8  | -2,2  | -2,9       | -3,4  |
| Cuenta de capital                                 | 5,2       | 5,9   | 2,1   | 1,4   | 2,5        | 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  | 1,6        | 1,7  |
| China          | 8,6       | 3,1  | 5,4  | 5,0  | 4,7        | 4,3  |
| Zona Euro      | 6,3       | 3,5  | 0,4  | 0,9  | 1,1        | 1,1  |
| Japón          | 2,7       | 0,9  | 1,5  | 0,1  | 0,9        | 0,7  |
| México         | 6,0       | 3,7  | 3,3  | 1,4  | 0,4        | 1,4  |
| Perú           | 13,4      | 2,8  | -0,4 | 3,3  | 3,0        | 2,7  |
| Chile          | 11,3      | 2,2  | 0,5  | 2,6  | 2,3        | 2,2  |
| Ecuador        | 9,4       | 5,9  | 2,0  | -2,0 | 2,4        | 2,0  |
| Brasil         | 4,8       | 3,0  | 3,2  | 3,4  | 2,2        | 1,7  |

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 | -4,1 | -4,1       | -3,7 |
| China          | 1,9       | 2,4  | 1,4  | 2,3  | 2,2        | 1,8  |
| Zona Euro      | 2,7       | -0,1 | 1,7  | 2,6  | 2,4        | 2,3  |
| Japón          | 3,9       | 2,1  | 3,8  | 4,8  | 4,3        | 4,2  |
| México         | -0,3      | -1,2 | -0,7 | -0,9 | -0,4       | -0,7 |
| Perú           | -2,1      | -4,1 | 0,3  | 2,2  | 1,4        | 0,8  |
| Chile          | -7,3      | -8,8 | -3,1 | -1,5 | -2,0       | -2,3 |
| Ecuador        | 2,7       | 1,8  | 1,8  | 5,7  | 4,3        | 3,4  |
| Brasil         | -2,4      | -2,2 | -1,3 | -2,7 | -2,8       | -2,6 |

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 | 7,0       | 6,5  | 3,4  | 2,9  | 2,9        | 2,8  |
| China          | 1,5       | 1,8  | -0,3 | 0,1  | 0,4        | 0,9  |
| Zona Euro      | 5,0       | 9,2  | 2,9  | 2,4  | 2,1        | 1,9  |
| Japón          | 0,8       | 4,0  | 2,6  | 3,6  | 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  | 3,0        | 3,2  |
| Perú           | 10,7      | 7,8  | 6,8  | 6,6  | 6,3        | 6,3  |
| Chile          | 8,9       | 7,9  | 8,7  | 8,5  | 8,4        | 8,2  |
| Ecuador        | 4,7       | 3,8  | 3,6  | 3,7  | 4,4        | 4,3  |
| Brasil         | 13,2      | 9,3  | 8,0  | 6,9  | 6,4        | 6,7  |

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

# PANORAMA

---

ANIF