

Análisis Macroeconómico

Kilómetro cero: el estado de la economía en el momento del relevo

Perspectivas y oportunidades 2026 -2027



Julio 2026
Research Team Colombia
EconomicsColombia@davibank.com

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

Juntos por un futuro emocionante

® Marca registrada de Banco DAVIbank S.A., utilizada bajo licencia. Banco DAVIbank S.A. Establecimiento Bancario.
Visite nuestra página web www.davibank.com/economics

El escenario global refuerza el entorno de tasas altas. Mientras, Colombia está a la expectativa de un relevo clave.

De la incertidumbre por la guerra comercial, el protagonismo lo toman los conflictos geopolíticos. El resultado: un entorno en el que la inflación tarda más en llegar a las metas de los bancos centrales y en el que las autoridades monetarias señalizan que las tasas de interés se mantendrán altas por más tiempo.

Si bien esto es una oportunidad para rentabilizar inversiones, supone un reto para los gobiernos e industrias que buscan financiamiento, pues los mercados siguen exigiendo compensación por la incertidumbre a través de mayores primas de riesgo sobre los activos.

En Colombia, la economía enfrenta señales de confianza para la promoción de la inversión. El gobierno entrante tiene en sus manos detener y revertir los retos que crecieron en los últimos años en los frentes de la inflación, tasas de interés y sostenibilidad fiscal. Esto servirá de base para atender otros frentes apremiantes para la política pública.

EN ESTA ENTREGA DESTACAMOS:

- Los bancos centrales en el mundo mantendrán o aumentarán el grado de contracción a raíz de las presiones inflacionarias derivadas del conflicto en Irán.
- Colombia mantiene un ritmo de crecimiento modesto apalancado del consumo de los hogares y del gobierno. La inversión enfrenta un entorno de mayor confianza, que debe balancear el aprovechamiento de la resistencia del entorno macro y el alto nivel de tasas que responden a una inflación que tardará más en bajar.
- Los mercados han dado un voto de confianza y paciencia a la nueva administración. Las primas de riesgo se comprimieron y su permanencia en ese estado dependerá de la materialización de las políticas planteadas por el nuevo gobierno.
- Recuadro especial sobre Evaluación de propuestas fiscales y alternativas para recortar el gasto público

Colombia	2022	2023	2024	2025	2026 pr	2027 pr
PIB (a/a %)	7,6	0,9	1,5	2,6	2,4	2,7
IPC (a/a %)	13,2	9,28	5,20	5,10	6,9	4,9
Tasa Banrep	12,0	13,0	9,5	9,25	12,75	10
USDCOP	4850	3902	4405	3780	3567	3701

Índice

- Contexto internacional3
- Actividad Económica4
- Mercado laboral.....5
- Inflación.....6
- Política Monetaria7
- Balanza de Pagos8
- Política Fiscal9
- Mercados-Dólar10
- Mercados-Deuda Pública.....11
- Recuadro: Ajuste al Gasto Público ..12
- Proyecciones Macro14

Contexto internacional: La incertidumbre prolonga el escenario de tasas altas.

En el primer semestre de 2026 la incertidumbre geopolítica se mantuvo elevada. Luego de que la guerra comercial dominara la atención mundial en 2025, el conflicto entre Estados Unidos, Israel e Irán, iniciado a finales de febrero, pasó a ser el principal factor de riesgo e incertidumbre para la economía global. El bloqueo del estrecho de Ormuz se tradujo en un incremento súbito y sustancial en los precios del petróleo e insumos clave del sector agrícola en un momento clave del año. El 16 de junio de 2026 se firmó un memorando de entendimiento y alto al fuego que involucró un acuerdo para reabrir el estrecho de Ormuz. Sin embargo, el acuerdo tuvo una vigencia limitada, ya que los ataques reanudados en julio confirmaron que los riesgos geopolíticos continúan siendo elevados.

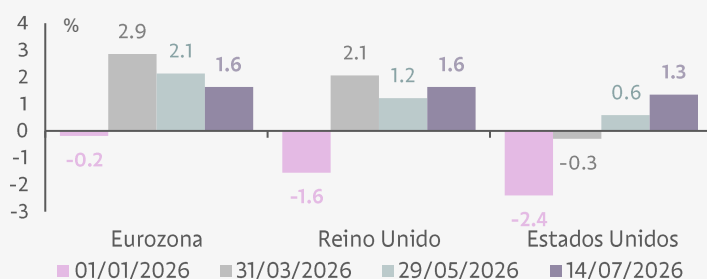
La actividad económica global mostró algunas señales de debilitamiento moderado. Sin embargo, los indicadores de actividad del PMI global, tanto de manufacturas como de servicios, se mantuvieron en terreno expansivo. La inflación en economías desarrolladas interrumpió su tendencia de corrección y registró aceleraciones en respuesta al aumento de los precios de la energía, aunque los segmentos de inflación que excluyen este componente y el de alimentos también aumentaron. En conjunto, los indicadores de inflación de las principales economías desarrolladas volvieron a superar el nivel del 3%, siendo Estados Unidos la economía con el registro más alto, al alcanzar una inflación de 3,5% en junio.

Como resultado, los mercados siguen debatiendo sobre cuál es el paso siguiente para la política monetaria (Gráfico 1). El Banco Central Europeo aumentó sus tasas de referencia en 25pbs, al igual que el Banco de Japón. Para otros bancos centrales descartar recortes de tasas en el resto del año sería una respuesta suficiente ante el nuevo choque que enfrenta la inflación y la incertidumbre sobre cuanto tiempo tomará en diluirse.

En el entorno de tasas altas y una perspectiva de convergencia más lenta de lo previsto a los niveles considerados neutrales, **persisten dos retos macroeconómicos: el primero, asociado a los fundamentales del crecimiento de mediano plazo**, y en especial, si el desarrollo de la inteligencia artificial, que ha demandado grandes inversiones, seguirá dando réditos extraordinarios. **El segundo, asociado a la discusión sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas**, un debate que se ha aplazado y que se manifiesta en mayores costos de financiamiento para los gobiernos.

En este contexto, algunas tendencias de mercado se están ajustando. **El dólar estadounidense revirtió cerca del 50% de la depreciación registrada en 2025**, impulsado por la ratificación de la independencia de la Reserva Federal tras el cambio en su liderazgo y por la expectativa de que la postura contractiva se mantenga por más tiempo.

Gráfico 1: Expectativa de Movimientos de 25 pbs en las tasas de política monetaria a Dic 2026



Fuente: Bloomberg, DAVIbank Economics.

El segundo semestre del año inicia a la expectativa por la prolongación de la incertidumbre geopolítica y de las implicaciones sobre las principales variables macroeconómicas. **Destacamos dos procesos electorales en el medio: las elecciones de medio término en EE.UU. y las presidenciales en Brasil.** Dado que la incertidumbre política perdura, la pregunta es si será tan alta como lo ha sido en los últimos meses.

Actividad Económica: A la expectativa de la recomposición en las fuentes de crecimiento.

La economía colombiana sigue creciendo impulsada por servicios y consumo. Una conformación similar a la de la actividad global en la que los servicios se han probado resistentes a las tensiones geopolíticas y arancelarias.

En 2025, el Producto Interno Bruto (PIB) creció 2,6%, acelerándose frente a 2023 y 2024, aunque debajo del promedio prepandemia. Desde la oferta, el avance lo explicaron administración pública, entretenimiento y comercio, mientras que construcción y minería limitaron la expansión. Desde la demanda, el consumo explicó el crecimiento, impulsado por una tasa de cambio apreciada, remesas elevadas y altos precios del café. En línea con el comportamiento sectorial, la inversión fija y las exportaciones siguieron rezagadas.

En 2026-T1, el PIB creció 2,2% anual, por debajo de 2025 y a pesar del arranque débil de enero y febrero. Por oferta, administración pública (+5,7%), entretenimiento (+3,2%) y comercio (+2,9%) lideraron. Construcción y minería siguieron en terreno negativo, y agricultura cayó 1,4% por una menor producción de café. Por demanda, el consumo privado creció 2,7%, con bienes durables creciendo al 12,7% apoyados por la tasa de cambio apreciada y la mayor confianza. El consumo público creció 7,8%, la inversión creció 3,7% pese al dato negativo en obras civiles, y exportaciones e importaciones crecieron 3,5%.

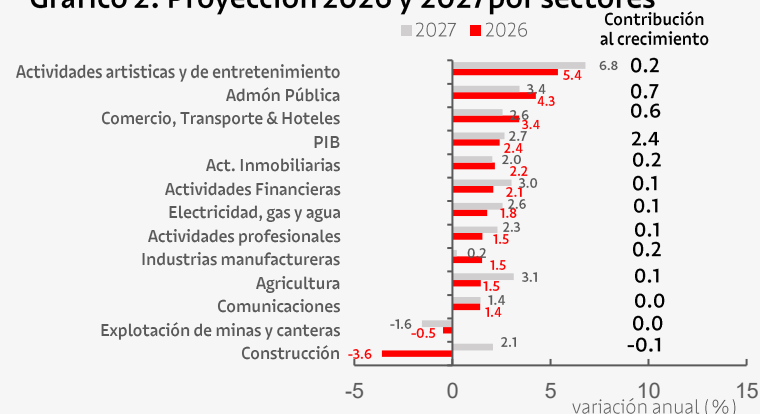
Para 2026 se proyecta una desaceleración del crecimiento a 2,4%. El consumo seguirá como soporte principal, aunque se agotan impulsos como la bonanza agrícola y las remesas, mientras que la confianza de los hogares y la tasa de cambio apreciada sostendrán la demanda de bienes importados. La inversión seguiría débil ante un contexto de tasas altas, aunque con posibles vientos a favor si el nuevo gobierno da

señales favorables a los inversionistas. El agro seguiría limitado por choques climáticos y por una menor producción de café tras la alta base de 2025, mientras que construcción y minería seguirían cayendo (Gráfico 2).

En 2027 se espera una aceleración a 2,7%, acercándose al promedio histórico. La demanda interna seguiría impulsando y la inversión empezaría a recuperarse. Los riesgos fiscales y monetarios serán claves: una consolidación fiscal reduciría el impulso público a la economía, aunque mejorando la confianza inversionista, mientras que una postura monetaria más contractiva afectaría la inversión en el corto plazo, aunque con una contribución de largo plazo en materia de inflación.

Se identifican dos fuentes para la reactivación de la inversión. La primera, en el aprovechamiento de la demanda de los hogares, que podría impulsar los servicios y las manufacturas. La segunda, impulsada por el sector público en reactivación de la inversión en vivienda, obras civiles, y minería para llevar el crecimiento potencial por encima del 3%. Para lograrlo, es importante la confianza inversionista, retomar estímulos a la adquisición de vivienda, y avanzar en proyectos estratégicos de infraestructura y energía en asocio con el sector privado en un marco de certidumbre regulatoria. Con un impulso decidido del próximo gobierno, la inversión fija podría superar el 20% del PIB y elevar el crecimiento estructural de la economía.

Gráfico 2: Proyección 2026 y 2027 por sectores



Fuente: DANE, DAVIbank Economics

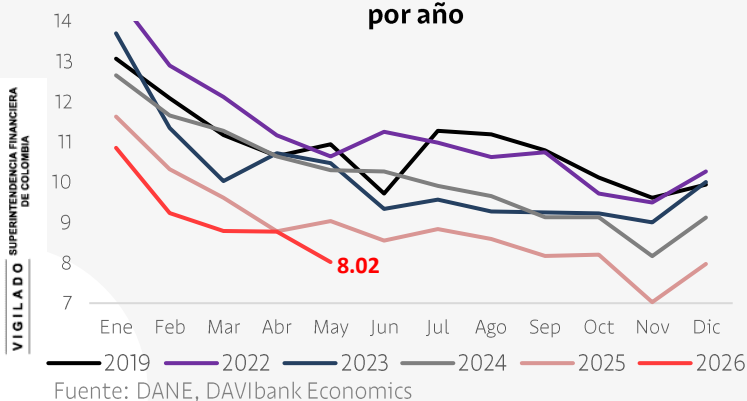
Mercado Laboral: **Mínimos históricos** pero los retos persisten.

La tasa de desempleo en 2025 se ubicó en 8,9%, el nivel más bajo en 25 años de registros. La creación de empleo fue liderada por alojamiento y servicios de comida, con un promedio de 143 mil nuevos ocupados cada mes frente al año anterior, seguida por industrias manufactureras (142 mil) y administración pública (113 mil). La tasa de participación laboral continuó su proceso de normalización hacia niveles cercanos al 65%, aún por debajo del promedio prepandemia (67%).

En lo corrido de 2026 hasta mayo, la tasa de desempleo promedió 9,1%, inferior al 9,9% observado en el mismo periodo de 2025, con mínimos alcanzados en cada mes (Gráfico 3). Sin embargo, la composición sectorial de la creación de empleo cambió de forma relevante. La administración pública pasó a liderar la expansión, con 285 mil nuevos empleos anuales promedio por mes, seguida por actividades profesionales, con 146 mil, y actividades artísticas, con 77 mil.

Las cifras muestran un cambio estructural en la relación entre crecimiento y empleo. Antes de la pandemia, por cada punto de crecimiento del valor agregado, el crecimiento del empleo aumentaba en 0,07 puntos. En la etapa posterior, esa sensibilidad se elevó a 0,63 puntos, casi nueve veces más (Gráfico 4). Este aumento se explica, en buena medida, tanto por el dinamismo de los servicios como por el mayor peso de la contratación pública.

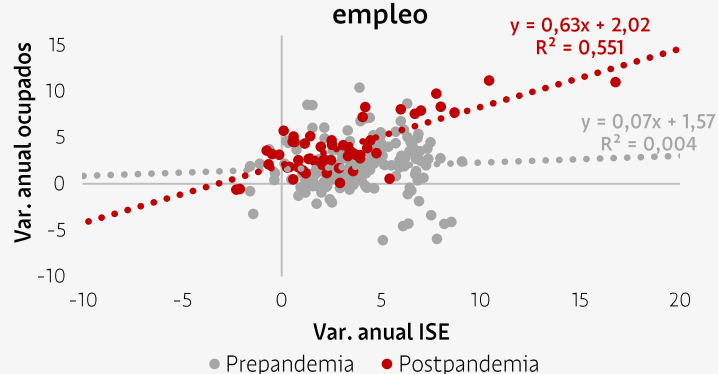
Gráfico 3: Evolución de la tasa de desempleo por año



La reducción de la informalidad a menos del 55% refleja una mejora en la composición del empleo generado. Tanto en 2025 como en lo corrido de 2026, la creación de empleo se concentró en trabajadores formales privados y en trabajadores por cuenta propia. A su vez, la mejora en formalidad se asocia a la expansión de la administración pública, cuya contratación es esencialmente formal. A esto se suma la creación de empleos en el sector de servicios, lo que sugiere una recomposición favorable de la ocupación, aunque todavía dependiente de sectores sensibles al ciclo económico y al gasto público.

En adelante, el balance de riesgos para el empleo se inclina al alza. Para 2026 y 2027 se espera que la tasa de desempleo nacional promedie 9% y 9,4%, respectivamente, en un contexto en el que la creación de empleo público tendería a desacelerarse por los recortes en gasto. Aunque el primer semestre confirmó avances históricos, la calidad del empleo generado, concentrado en trabajadores por cuenta propia y en el sector público, plantea dudas sobre su sostenibilidad. En este contexto, esperamos que el desempleo aumente gradualmente hacia un nivel más cercano a la NAIRU prepandemia, aunque por debajo debido a cambios estructurales en el mercado laboral, una mayor sensibilidad del empleo al crecimiento económico, el cambio demográfico y la estabilización de la participación en niveles inferiores a los prepandémicos.

Gráfico 4: Relación entre crecimiento y empleo



Inflación: Nuevos choques y alta inercia retrasan la convergencia a la meta.

La inflación en 2026 cambió de tendencia y retornar al rango meta del banco central (definido entre el 2% y 4%) tomará más tiempo del previsto. Desde el cierre de 5,10% en 2025, la inflación a junio se ubicó en 6,14%, el mayor nivel desde julio de 2024 y acumulando una inflación de 4,77%, que implica que, en apenas seis meses, la inflación acumulada llegó al 97% de toda la inflación de 2025.

La aceleración de la inflación de 104 pbs en lo corrido del año conjuga el impacto de un incremento relevante del salario mínimo y condiciones adicionales que han presionado el precio de los alimentos y regulados.

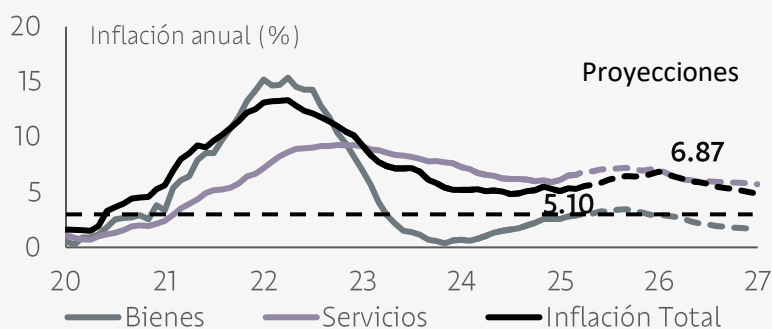
En efecto, el 26% de la aceleración de la inflación obedece a un repunte en el grupo de alimentos (6,83% a/a) que se atribuye a la transición desde condiciones climáticas favorables a unas más regulares que impactan la oferta agrícola y algún repunte en el precio de los insumos. El 36% se atribuye a servicios reconocidos por tener alta intensidad en mano de obra, como restaurantes (9,69% a/a), servicio doméstico (13,70% a/a), tarifas de transporte intermunicipales y locales (+10,79% a/a) y recreación (5,99% a/a).

Otros rubros como los arriendos (5,44% a/a) reflejan el efecto de la indexación, mientras que, en el frente de los regulados, la contribución a la aceleración fue relativamente moderada (~7%). Los regulados cerraron 2025 en 5,40% y durante los primeros 6 meses de 2026 fueron el freno que evitó una inflación aún peor: se tuvo una rebaja de 500 pesos en la gasolina en enero, embalses llenos que contuvieron el aumento en los precios de la energía y correcciones en el gas. El propio Banco de la República reconoció que, sin esas sorpresas a la baja, el dato habría sido mayor. El problema viene cuando para este segundo semestre esas ayudas no estén, y la guerra en Irán y el Fenómeno de “El Niño” sigan suponiendo grandes fuentes de incertidumbre.

Así, durante el primer semestre de 2026 las expectativas de inflación del consenso de analistas se alejaron de la meta del 3%. La perspectiva de incumplimiento de la meta no se limita a solo diciembre del 2026, sino que tanto analistas como el BanRep estiman que se alcance la meta en el transcurso de 2028, lo que el emisor interpreta como un deterioro de la credibilidad. Este es un costo que trasciende, porque unas expectativas mal ancladas realimentan la inflación futura a través de la fijación de precios y el aumento salarial.

Desde DAVIbank se proyecta una inflación de 6,9% para diciembre de 2026. El escenario central se ubica en el extremo alto del consenso de analistas (6,2%-6,5% para 2026), pese a que no se incorporan plenamente choques provenientes de un fenómeno climático adverso. Para 2027, se espera que la inflación tenga una trayectoria descendente, lenta por efecto de la tradicional indexación, que nos recuerda que la decisión de fijación del salario mínimo sigue siendo clave para marcar el ritmo de desinflación a futuro. Para DAVIbank, un aumento del salario mínimo que no supere el 8,5% conduciría a la inflación a 4,9% para diciembre de 2027 (Gráfico 5). El descenso aún deja la inflación fuera del rango objetivo por séptimo año consecutivo. El balance de riesgos inflacionarios es claramente al alza y depende de tres factores internos: la intensidad de un eventual efecto de El Niño, la trayectoria fiscal, que condiciona el impulso de demanda, y la transmisión completa del salario mínimo a los precios.

Gráfico 5: Inflación total, bienes y Servicios (observado vs proyecciones)



Fuente: DANE, DAVIbank Economics

Política Monetaria: La tasa de política monetaria será contractiva por más tiempo.

La última vez que Colombia cerró un año con la inflación en el rango meta fue en 2019 y desde entonces, choques asociados a la pandemia, eventos geopolíticos y decisiones de política económica internas han dificultado la estabilización de este indicador.

Desde el pico de inflación de 13,3% alcanzado en marzo de 2023, el indicador venía retrocediendo a un paso más gradual que en nuestros pares regionales. En este contexto, el Banco de la República mantuvo una postura contractiva en los últimos años. Sin embargo, en 2026 la postura se endureció aun más luego de que el anuncio de aumento real del salario mínimo del 18% significara un choque contundente a las expectativas de inflación.

Lo anterior motivó un comportamiento poco usual por parte del Banco de la República que, anticipando un deterioro en la inflación, aumentó la tasa de interés de política en 100 pbs en las reuniones de enero y marzo y en 75 pbs en la reunión de junio, hasta llevarla al 12%. En junio, la mayoría de la junta expresó preocupación por la credibilidad del esquema de inflación objetivo, ya que las expectativas de inflación se mantienen elevadas a pesar del aumento en el grado de contracción.

En 2026 el reto de encaminar la inflación a la meta se volvió esquivo. Tras cerrar 2025 en 5,10%, el indicador cambió de tendencia y con corte a junio de 2026 se ubica en 6,14%, reflejando el traslado del aumento de salarios a los precios en un entorno de fortaleza en la demanda interna, entre otras presiones provenientes de los alimentos y lo regulados.

La inflación alcanzaría un pico en alrededor de 6,9% en diciembre de 2026, tras lo cual comenzaría un proceso gradual de corrección para retornar al rango meta de 2-4% en 2028,

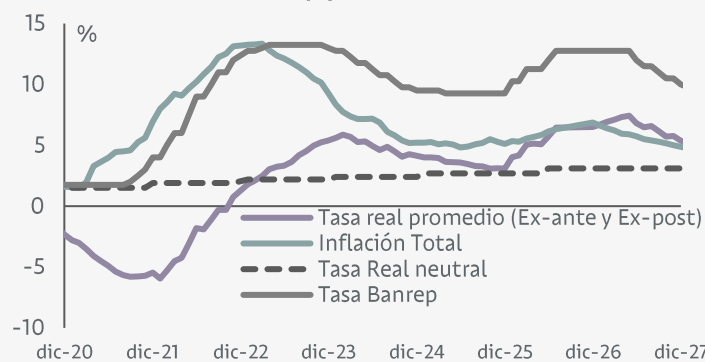
en ausencia de choques adicionales.

En este contexto, DAVIbank Economics proyecta que la tasa de política monetaria podría alcanzar un máximo entre el 12,75% al 13,25% y permanecer allí por un espacio aproximado de un año. Solo hasta 2027 habría condiciones para considerar reducciones de la tasa de interés (Gráfico 6) si la inflación corrobora una trayectoria de convergencia al 3% y si las expectativas llegan al techo del rango meta.

El contexto económico continua enfrentando una fuerte incertidumbre. El impacto potencial del fenómeno de “El Niño” y, en especial, las decisiones futuras sobre el salario mínimo, son puntos clave para la dinámica de mediano plazo de la inflación. En DAVIbank se proyecta que, ante un ajuste del salario mínimo cercano a la inflación de cierre de año, se podría alcanzar el rango meta a mediados de 2028, y esto permitiría al banco central disminuir sus tasas de interés el próximo año para cerrar en 10%.

Hasta el momento, la respuesta del banco central ha estado enfocada en la desviación de la inflación frente a la meta, bajo la premisa de que la economía opera por encima de su capacidad. En adelante, un riesgo a monitorear será la validez de esta tesis en un contexto de ajuste fiscal significativo y de una transición gradual hacia una inversión más dinámica.

Gráfico 6: Evolución Expectativas de Inflación, Tasa BanRep y Tasas Reales



Fuente: BanRep, DAVIbank Economics

Balanza de pagos: Déficit externo llega a mínimos de 20 años

La posición externa de Colombia sigue en niveles manejables, con un déficit de cuenta corriente que se mantiene bajo y que refleja una demanda interna todavía fuerte, pero menos dinámica. En este contexto, la calidad del financiamiento importa tanto como el tamaño del déficit, especialmente ante la volatilidad global y mayores necesidades de financiamiento público.

En 2025, el déficit de cuenta corriente cerró en 2,4% del PIB, explicado por el déficit comercial de bienes. Las exportaciones sumaron USD 51,49mm y las importaciones USD 66,33mm, para un déficit de USD 14,83mm, 52% mayor que en 2024. El café y el oro apoyaron las exportaciones, mientras el petróleo y el carbón tuvieron un desempeño débil. La balanza de servicios mejoró por la entrada histórica de 5,9M de turistas y el déficit de renta factorial se redujo por la moderación de sectores intensivos en IED. Las remesas contuvieron el déficit, con entradas equivalentes a las exportaciones de petróleo, 2,3 veces las de café y 2,7 veces las de carbón. En financiamiento, aumentó la dependencia de flujos distintos a la IED: en el cuarto trimestre y en el año, la IED cubrió 0,6 veces el déficit, por debajo del promedio histórico de 1,2 veces.

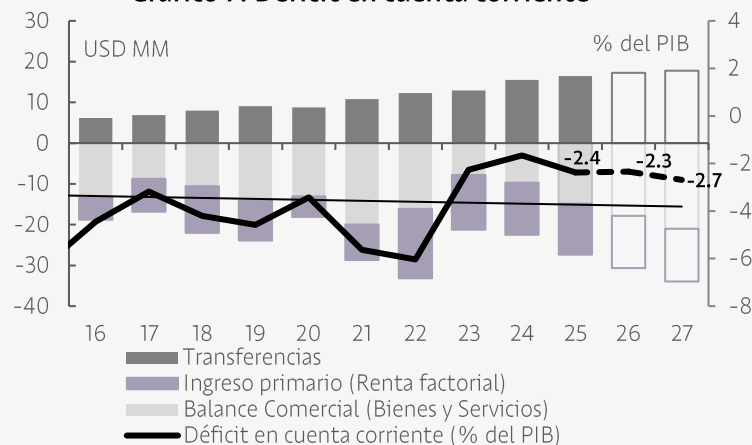
En 2026-T1, el déficit bajó a 1,2% del PIB, el menor nivel desde 2005. La corrección respondió a un menor déficit de bienes y a servicios superavitarios. En bienes, ayudaron mejores términos de intercambio y mayores exportaciones de oro, banano, carbón y manufacturas, mientras que el café perdió dinamismo en volúmenes pese a mejores precios. Las importaciones de consumo fueron las más dinámicas, mientras bienes intermedios y de capital avanzaron menos, consistente con una menor tracción de la inversión. Las transferencias siguieron compensando el déficit, aunque las remesas crecieron 6,9% a/a, la mitad del ritmo de un año atrás.

En este trimestre la financiación mejoró, con la IED alcanzando USD 3,79mm, 3,0% del PIB y 34,4% más que un año atrás. Así, cubrió 2,4 veces el déficit, mejor que en el cuarto trimestre de 2025 y que el promedio histórico. La cuenta financiera también recibió flujos de portafolio por USD 4,82mm, asociados al sector público.

El resultado del trimestre también ayuda a explicar la fortaleza del peso, ya que un menor déficit implica menor demanda de divisas del sector real para cumplir sus compromisos externos. En esa línea, la cuenta corriente se mantiene en niveles que no sugieren desbalances externos relevantes y funciona como una señal adelantada de moderación en la demanda interna.

Para 2026 y 2027, se proyecta un déficit de 2,3% y 2,7% del PIB, respectivamente (Gráfico 7). La normalización gradual hacia el promedio histórico vendría de un déficit comercial contenido, favorecido por mayores precios de commodities, especialmente petróleo, y por crecimiento moderado de las importaciones. Las remesas seguirían elevadas, aunque con menor espacio de crecimiento por políticas migratorias más restrictivas y un mercado laboral menos dinámico en EE.UU. Finalmente, si el déficit se amplía por inversión financiada con IED, la lectura sería más favorable que si responde a mayor consumo frente a capacidad exportadora.

Gráfico 7: Déficit en cuenta corriente



Fuente: BanRep, DAVIbank Economics

Política Fiscal: Llegó la hora de recuperar la sostenibilidad. ¿Qué tan fácil será?

El estado de las finanzas públicas de Colombia sigue bajo un fuerte escrutinio. En 2025 el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central fue del 6,4% del PIB, inferior a lo previsto en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2025 debido a la reducción en el pago de intereses de la deuda. No obstante, el déficit primario, que excluye dichos pagos, fue superior a la proyección y se ubicó en 3,5% del PIB debido a la llegada de menores ingresos en 0,8% del PIB y un gasto primario superior en 0,4% del PIB, frente a las proyecciones del MFMP-2025.

En 2026 las proyecciones fiscales de corto y mediano plazo que son compatibles con un retorno al cumplimiento de la regla fiscal son difíciles de alcanzar. Si bien para 2026 el Ministerio de Hacienda proyecta un déficit del 5,3% del PIB, existe una subestimación significativa en el crecimiento del gasto, que se estima en 3% nominal, en un contexto macro de inflación alta y aumento del salario mínimo a doble dígito. En efecto, el CARF estima que el déficit primario sería de 4,1% del PIB, que incluyendo un estimado de gasto financiero de la nación de 3,3% del PIB, llevaría al déficit total al 7,4% del PIB.

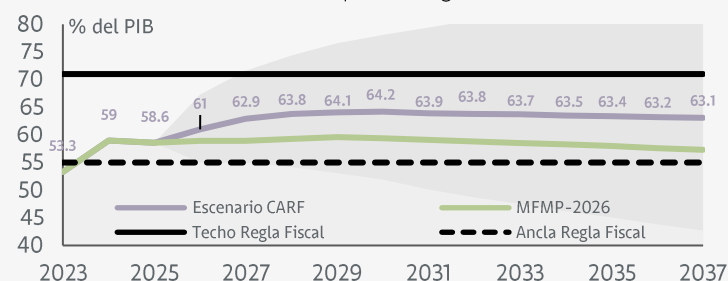
Este punto de referencia supone un reto para que Colombia retorne al cumplimiento de la regla fiscal en 2028, y plantea ajustes más profundos que el ajuste equivalente al 1,4% del PIB propuesto por el gobierno en el marco fiscal, que suena exigente, teniendo en cuenta que en Colombia las reformas tributarias no superan el 1% del PIB de ajuste. De acuerdo con el CARF, en caso de no implementarse medidas de corrección del gasto o aumento de ingresos, el déficit primario de 2027 llegaría al 4,3% del PIB, llevando a la deuda a 66,6% del PIB. Mientras que, para retomar el cumplimiento de la regla fiscal en 2028 el ajuste requerido es de 5,5% del PIB y aun así la deuda mantendría un sesgo alcista hasta 2030 (Gráfico 8).

En el mediano plazo, los escenarios de carga de deuda dependen del plan de acción. El gobierno electo se ha enfocado en anunciar medidas de racionalización del gasto, promoción del ingreso fiscal a través de mayor crecimiento económico por la vía de la inversión y el impulso del sector minero energético, un manejo prudente en la emisión de deuda y el control de la evasión de impuestos. **Si bien estos anuncios se han tomado favorablemente por parte de los mercados, en los próximos meses el foco estará en la implementación de las medidas y en sus efectos en el frente económico y político.**

De acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), los marcos de revisión de gasto no necesariamente deben ser adoptados solo en situaciones de crisis, sino debe ser un proceso sistemático que tenga en cuenta la evolución de las prioridades del sector público, en primer lugar buscando eficiencia en la provisión de los servicios del estado y ahorros estratégicos.

De acuerdo con estudios recientes, en Colombia hay una inflexibilidad del gasto atribuida a deberes constitucionales y contractuales, como el servicio de la deuda, que llega al 35% de los gastos, mientras que el resto de componentes podrían modificarse a través del congreso o por eficiencias propias de la rama ejecutiva (**Consulte nuestro Recuadro Especial para ampliar el análisis sobre las propuestas de recorte de gasto público**). En este proceso, contar con la paciencia de los mercados será clave.

Gráfico 8. Escenarios de Deuda del GNC (% del PIB)
MFMP 2026 vs CARF cumpliendo regla fiscal desde 2028



Fuente: MinHacienda, CARF, DAVIbank Economics

Mercados - Tasa de cambio: Tendencias globales, prudencia de política monetaria y compresión de la prima de riesgo fiscal

En lo corrido de 2026 el peso colombiano ha sido la segunda moneda más fortalecida frente al dólar estadounidense. Si bien el ranking lo encabezan economías emergentes, en el caso de Colombia el fortalecimiento del peso va más allá de una tendencia común, pues involucra componentes idiosincráticos alrededor de la política monetaria y la percepción de riesgo fiscal.

Desde el punto de vista estructural, la economía sigue mostrando una necesidad de dólares moderada por parte del sector real, representada un déficit en cuenta corriente inferior al 2% del PIB en el primer trimestre en el que la entrada de remesas (~2.7% del PIB) sigue siendo una fuerza compensatoria relevante. Desde DAVIbank se proyecta que un escenario de mayor inversión favorezca una ampliación del déficit comercial y, aunque encontraría una fuente de financiamiento en los flujos de Inversión Extranjera Directa, sería un factor a monitorear para encontrar estabilidad en la tendencia reciente de apreciación de la tasa de cambio.

Por el momento, los factores financieros seguirán dictando el comportamiento de la tasa de cambio (Gráfico 9). Uno de ellos es la tendencia de fortalecimiento de las monedas

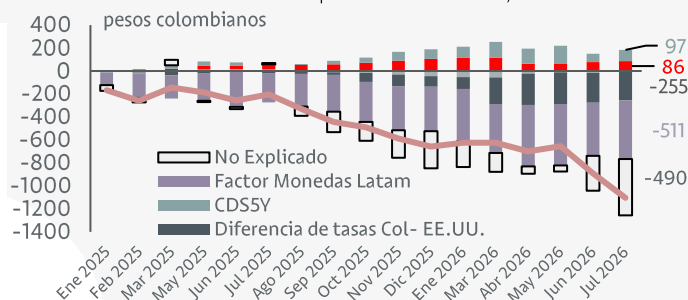
de economías emergentes. Sin embargo, desde octubre de 2025 esta tendencia se profundizó con el efecto del diferencial de tasas de interés que se asocia con las operaciones de *carry trade*.

El efecto de apreciación que más requiere monitoreo es el efecto post-elecciones que ha llevado la tasa de cambio más de 450 pesos por debajo de lo observado pre-elecciones. Lo anterior respondería al efecto de confianza generada por los anuncios de responsabilidad fiscal del gobierno electo, que a su vez promovió entradas de inversión en el mercado de capitales en un ambiente de alta credibilidad en que el banco central mantendrá una política monetaria contractiva.

En este sentido, **desde DAVIbank se concluye que la apreciación de la tasa de cambio va más allá de lo que los fundamentales pueden explicar (alrededor de 500 pesos) y podría ser un efecto de sobreerreacción,** que podría afianzarse o desvanecerse dependiendo de la efectividad en las políticas anunciadas por el gobierno. El ejercicio macroeconómico apunta a una tasa de cambio compatible con el estado macro financiero sería alrededor de 3550 (Gráfico 10).

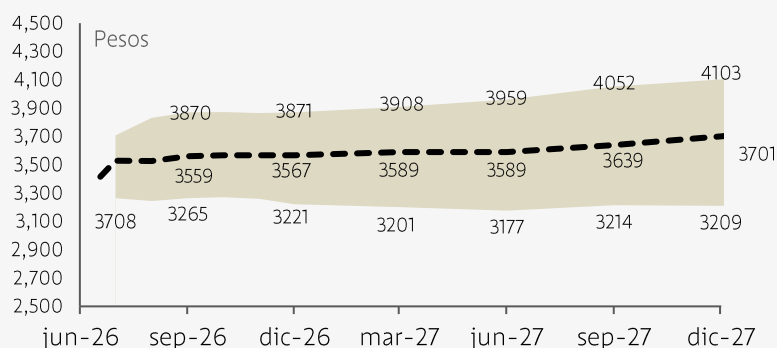
Gráfico 9: Explicación de la variación de la tasa de cambio

(división por variable fundamental explicativa – Cambio comparado vs Ene 2025)



Fuente: Bloomberg, DAVIbank Economics

Gráfico 10: Expectativa de tasa de cambio



Fuente: DAVIbank Economics.

Mercados - Deuda Pública: ¿Qué tanto debe comprimirse la prima por el riesgo fiscal?

En el primer semestre del 2026, las tasas de interés de la deuda pública experimentaron momentos de estrés en respuesta a un contexto de liquidez estrecha. Esto llevó al gobierno a implementar estrategias de financiamiento con emisiones significativas de deuda a través de colocaciones directas, mega subastas y operaciones fuera del esquema tradicional de subastas. Lo anterior, en conjunto con momentos de estrés internacional, llevaron a las tasas de los bonos de referencia a operar en máximos que superaron el 15%. Este nivel de tasas supuso momentáneamente una tasa real del ~8%.

Al igual que lo sucedido en la tasa de cambio, las tasas de la deuda pública reaccionaron positivamente a los resultados de las elecciones presidenciales y desde el 29 de mayo acumulan una reducción de más de 160 pbs (Gráfico 11). Esto es muestra de una compresión significativa de lo que identificamos como una prima de riesgo fiscal construida en los meses anteriores. Por lo anterior, surge la pregunta sobre si esta compresión puede mantenerse.

Resolver los retos fiscales en Colombia es una tarea de largo aliento, sin embargo, el mercado parece dispuesto a tener paciencia, en un marco en el que el caso de éxito reciente de Argentina genera una creencia de que en Colombia creer en el ajuste fiscal tiene valor. A lo anterior se suma un contexto en el que por aproximadamente año y medio los inversionistas internacionales parecen haber tenido un posicionamiento parco sobre la deuda pública colombiana.

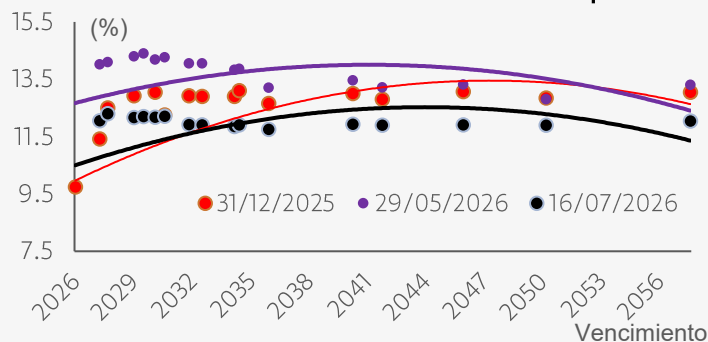
Sumado a la paciencia de los inversionistas por el potencial programa de ajuste fiscal, es importante tener en cuenta que, si bien la política monetaria es restrictiva, parece estar

más cerca de llegar a su pico de ciclo, lo que resulta atractivo para la implementación de estrategias constructivas en renta fija.

En DAVIbank resaltamos que la apreciación de la curva de rendimientos refleja gran parte de un escenario positivo tanto para el ajuste fiscal como de estabilidad futura en las tasas de política monetaria, por lo que una valorización adicional estaría condicionada a eventos extraordinarios.

En los próximos meses será clave observar cómo la nueva administración enfrenta los retos de financiamiento de la Nación. Esta tarea implica tanto la consecución de nuevas fuentes de recursos como la gestión de los vencimientos más cercanos. Hasta ahora, ha habido disposición de organismos multilaterales para aportar fondeo, aunque será determinante la gestión de obligaciones de corto plazo. En nuestra opinión, si se mantiene el enfoque prudente y conservador que históricamente ha caracterizado a la mayoría de las administraciones, podría darse un escenario en el que las emisiones de mayor plazo ganen protagonismo. Esto favorecería una normalización de la curva de rendimientos, permitiendo una transición desde la actual estructura invertida, donde las tasas de corto plazo superan a las de largo plazo, hacia una curva con pendiente positiva.

Gráfico 11: Curva de rendimientos COLTES pesos



Fuente: Bloomberg, DAVIbank Economics

Recuadro: Evaluación de propuestas fiscales y alternativas para recortar el gasto público

Propuestas del gobierno electo:

Las propuestas preliminares del Gobierno electo apuntan a un ajuste fiscal de gran magnitud, concentrado en reducir el tamaño del Estado. Entre las ideas conocidas se ha mencionado un recorte de gasto entre \$60 billones y \$70 billones, alrededor del 3,0% del PIB, junto con la reducción del número de ministerios, la fusión o eliminación de entidades, recortes en embajadas y consulados, revisión de contratos de prestación de servicios, disminución de funcionarios y contratistas, y posibles privatizaciones de empresas públicas. También se ha planteado simplificar la estructura tributaria administrada por la DIAN, pasando de 15 impuestos actuales a tres fuentes: renta, IVA e IVA externo. Hasta ahora, estas propuestas deben leerse como señales preliminares de orientación fiscal, dado que todavía carecen de un programa oficial detallado, cronograma, estimación de ahorro por medida y ruta legislativa.

El principal reto es que la magnitud del ajuste luce difícil de alcanzar mediante austeridad administrativa de corto plazo. La reducción de ministerios, la fusión de entidades y el recorte de gastos generales pueden generar ahorros y enviar una señal de disciplina fiscal, pero su impacto se materializaría gradualmente y con costos de transición y restricciones laborales y políticas. En un Congreso dividido, un ajuste de esta escala requeriría reformas de trámite legislativo, pero no necesariamente constitucionales.

Flexibilidad del gasto público en Colombia:

La discusión sobre posibles recortes de gasto debe partir de un análisis de la inflexibilidad del gasto público en Colombia. En 2025, del total de gasto público de \$421 billones, el 75,9% fue destinado a funcionamiento, el 12,4% a pago de intereses y el 11,7% a gastos de inversión. Aunque el Ministerio de Hacienda ha declarado que casi el 90% del presupuesto es inflexible, la suma de gastos en inversión y funcionamiento discrecionales asciende al 3% del PIB, cerca a los \$60 billones de pesos que se propone recortar. A pesar de esto, un recorte de la totalidad de estos dos gastos comprometería gastos de relevancia nacional en infraestructura y en programas sociales, de modo que estimamos que la capacidad de recorte de estos dos rubros en la práctica de alrededor de \$20 billones.

No obstante, una parte del resto del presupuesto, que se clasifica como inflexible, tiene distintos grados de libertad. De acuerdo con un estudio de Francisco Azuero, exviceministro de Hacienda en 1994 y 1995, una parte del gasto es prácticamente inmodificable por mandato constitucional o por obligaciones ya causadas, como las pensiones reconocidas, transferencias al SGP y sentencias (~17%). Otra parte es rígida por razones contractuales, como el servicio de la deuda y las vigencias futuras (~18%). El tercer bloque, menos inflexible que los anteriores (65%), puede ajustarse mediante actos legislativos, sin necesidad de una reforma constitucional. Allí está el espacio más relevante para un programa fiscal estructural, aunque exige el paso de propuestas por el congreso y capacidad técnica y política para evitar recortes que deterioren servicios esenciales o inversión con alto retorno económico. **Esto implica que un posible recorte de \$60 billones tendría que ir más allá de la parte flexible y discrecional del presupuesto y necesariamente implicando trámites legislativos.** Los gastos puntuales de mayor monto que podrían ser sujetos a este tipo de recortes, con sus respectivas restricciones políticas y prácticas, son las transferencias al SGP (4,3% del PIB), el gasto en pensiones (3,8%) y otras transferencias obligatorias (2,8%).

Revisiones del gasto para la gestión presupuestal.

Una agenda realista de recorte del gasto público debería combinar cuatro frentes. En primer lugar, una revisión estricta del gasto de funcionamiento no misional, incluyendo contratos de prestación de servicios, gastos generales, arrendamientos, consultorías y duplicidades entre entidades. Esta medida tendría un alto valor de señalización en términos de disciplina fiscal, aunque su impacto sobre las finanzas públicas sería limitado frente a la magnitud del ajuste requerido.

En segundo lugar, se requeriría una depuración de la inversión pública. El Gobierno debería priorizar los proyectos con mayor grado de avance, alto retorno social y compromisos contractuales ya adquiridos, y aplazar aquellos con baja maduración técnica, escasa ejecución o impacto económico limitado. Los recortes en estos dos puntos estarían incluidos dentro de los \$20 billones de espacio de ajuste discrecional estimado.

Recuadro: Evaluación de propuestas fiscales y alternativas para recortar el gasto público

En tercer lugar, sería necesario avanzar en una reforma de subsidios y transferencias orientada a mejorar la focalización, reducir las filtraciones hacia hogares de ingresos medios y altos, y revisar los subsidios a los combustibles. En conjunto, estas medidas podrían generar ahorros cercanos a \$10 billones anuales.

Finalmente, existe espacio para mejorar la eficiencia del gasto mediante una transferencia más efectiva de competencias a los gobiernos territoriales en el marco de la reforma al Sistema General de Participaciones. Para que este proceso genere ganancias de eficiencia, la asignación de recursos debería estar acompañada de responsabilidades claramente definidas, métricas de desempeño, una menor duplicidad de funciones entre la Nación y los territorios, y reglas que eviten la creación de obligaciones sin una fuente de financiación identificada. Aunque su cuantificación es más incierta, estimamos que esta estrategia podría generar ahorros para el Gobierno central cercanos a \$10 billones anuales en el mediano plazo.

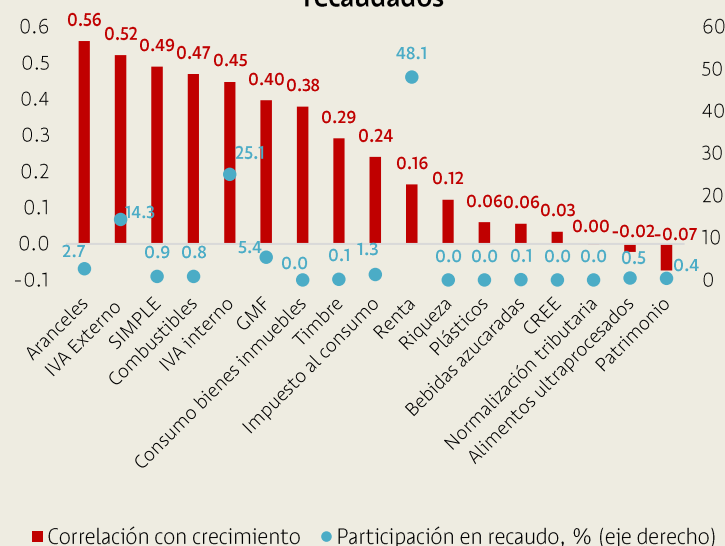
Bajo estas consideraciones, el espacio total de recorte en un escenario de fricciones políticas moderadas ascendería a cerca de \$40 billones, sujeto a las restricciones de implementación y a los tiempos requeridos para materializar los ajustes.

En este contexto, aunque el gobierno electo ha manifestado su intención de no aumentar impuestos, el ajuste fiscal requeriría medidas adicionales por el lado de los ingresos por al menos \$20 billones para alcanzar una reducción del déficit equivalente a 3% del PIB. La magnitud del desbalance fiscal hace necesario complementar los recortes de gasto con mayores ingresos, ya sea a través de nuevos tributos, ampliación de las bases gravables, reducción de beneficios tributarios o un fortalecimiento de los mecanismos de control a la evasión.

Si se mantiene el compromiso de no aumentar impuestos y se aspira a que los mayores ingresos fiscales provengan principalmente del crecimiento económico, sería razonable esperar que el incremento del recaudo se concentre en aquellos tributos con mayor sensibilidad al ciclo económico. En este sentido, los impuestos más favorecidos serían los aranceles (correlación de 0,56 con la actividad económica) y el IVA externo (0,52),

impulsados por un aumento de las importaciones, y otros impuestos como el SIMPLE (0,49), el impuesto a los combustibles (0,47) y el IVA interno (0,45). Además, el impuesto de renta corporativo podría registrar un incremento del recaudo por punto de impuesto como resultado de una mayor actividad económica dada su alta participación en el recaudo (Gráfico 12), incluso considerando las propuestas de reducir la tarifa general, actualmente en 35%, así como de desmontar las sobretasas aplicadas a los sectores financiero y mineroenergético.

Gráfico 12: Eficiencia de impuestos recaudados



Fuente: DIAN y DANE, DAVIbank Economics. Los datos corresponden al periodo 2006-2026.



- **En el mundo la prolongación de la incertidumbre geopolítica seguirá reorientando las proyecciones económicas.** En los próximos meses el escenario de tasas altas seguirá. Las elecciones intermedias en EE.UU. y en Brasil tendrán protagonismo.
- **Colombia pasará de la expectativa a la acción.** La economía reflejará el balance entre las políticas de impulso al sector privado con la esperada eficiencia y austeridad del sector público. Habrá atención por las decisiones del nuevo gobierno que confirmen la fluidez en la capacidad de ejecución de su plan.
- **La expectativa de consolidación fiscal otorgó un premium de confianza y paciencia a los activos locales.** La negociación del Presupuesto General de la Nación y el salario mínimo son clave. En paralelo, será un semestre de definición para el banco central sobre qué tan alto deben llegar las tasas de interés.

Lo que sigue...

PROYECCIONES

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026pr	2027 pr
Cuentas Nacionales									
Crecimiento real del PIB (anual %)	3,2	-7,2	11,1	7,6	0,9	1,5	2,6	2,4	2,7
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,8	10,5	-2,3	1,6	3,9	2,9	3,2
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,3	14,1	9,5	0,7	1,4	4,4	3,4	3,1
Privado (a/a, %)	4,0	-5,0	15,3	11,1	0,6	1,6	3,5	3,2	3,6
Gobierno (a/a, %)	5,5	-0,9	10,3	2,2	1,1	0,0	8,3	4,4	0,8
Formación bruta de capital (a/a, %)	3,2	-7,2	11,1	7,6	0,9	1,5	2,6	2,4	2,7
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,3	15,7	13,6	3,1	0,3	1,8	1,9	1,7
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,8	28,5	25,0	-9,8	1,3	8,8	3,0	4,2
Mercado Laboral									
Desempleo (% , promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	8,9	9	9,4
Balanza de Pagos									
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14,15	-13,10	-20,00	-16,10	-7,81	-9,77	-14,89	-16,61	-19,91
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,2	50,9	73,5	68,7	69,1	71,5	79,22	82,1
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,6	76,5	78,9	86,3	97,05	103,10
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-14,81	-9,27	-17,95	-20,88	-8,32	-7,10	-11,02	-13,4	-16,18
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,6	-3,4	-5,6	-6,0	-2,3	-1,7	-2,4	-2,3	2,7
Precios, tasas & Tasa de Cambio									
IPC (a/a, %, fin periodo)	3.80	1,61	5,62	13,12	9,28	5,20	5,10	6,87	4,87
IPC (a/a, %, promedio)	3.52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,63	5,14	6,01	5,67
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3.45	1,03	3,44	9,99	10,33	5,60	5,11	6,50	4,77
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4405	3780	3567	3701
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4153	4052	3643	3629
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	13,0	9,50	9,25	12,75	10
Indicadores Fiscales*									
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,6	53,4	59,3	58,5	61	62,9
Balance primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-2,4	-3,5	-4,1	0,5
Balance total del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-6,8	-6,4	-7,4	-5,1

*Fuente: CARF – Documento Técnico sobre marco Fiscal de Mediano Plazo 2026, para 2027 asume ajuste fiscal del 3,7% del PIB

Aviso legal:

- Este documento ha sido elaborado por DAVIbank Establecimiento Bancario, para ser distribuido entre sus clientes y entre los de sus filiales en Colombia: Fiduciaria y Comisionista, entidades sometidas a la inspección, vigilancia y control por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Este documento tiene fines informativos. No debe interpretarse como una recomendación profesional ni como un informe de investigación para tomar decisiones de inversión, conforme a lo previsto en los artículos 2.40.1.1.2 y 2.40.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 y sus normas complementarias.
- La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación personalizada de inversión, ni invitación, oferta, solicitud, sugerencia u obligación por parte de DAVIbank, ni sus filiales en Colombia, sus administradores, representantes, asociados, directores, socios, empleados, asesores o contratistas. En ese orden de ideas, la información contenida en este documento se publica para su utilización general y no tiene en cuenta objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de algún inversionista en particular. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor. El lector debe tener claro que el objetivo del documento no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados. La información contenida es de carácter estrictamente referencial y así debe ser interpretada.
- Las personas interesadas, deben buscar asesoramiento profesional autorizado sobre la conveniencia de tomar decisiones de inversión y deben comprender que es posible que las declaraciones con respecto a las perspectivas futuras no se realicen.
- Las opiniones contenidas en este documento se han compilado o se han obtenido de fuentes información públicas que se consideran confiables, pero no se hace ninguna declaración de garantía, expresa o implícita, en cuanto a su exactitud o integridad.
- Ni DAVIbank, ni sus filiales aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de la información contenida en este documento.
- La información contenida en este documento se basa en ciertos supuestos y análisis de la información disponible en el momento en que esta se preparó, los cuales pueden ser o no correctos. Por lo anterior, no hay ninguna certeza acerca de que las proyecciones contenidas en este documento se cumplirán; por lo cual, nada de lo contenido en este documento es o debe ser considerado como una promesa o garantía en cuanto al comportamiento de las proyecciones en el futuro.
- Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas en este documento están sujetas a cambios, sin previo aviso.
- Este documento no constituye, ni debe entenderse como: (i) una oferta para vender o una invitación para comprar valores; (ii) una propuesta para realizar operaciones comerciales; (iii) una asesoría personalizada en materia de inversión.

® Marca registrada de Banco DAVIbank S.A., utilizada bajo licencia. Banco DAVIbank S.A. Establecimiento Bancario.

Visite nuestra página web www.davibank.com/economics

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CONTACTO

Jackeline Piraján Díaz

Gerente de Research
jackeline.pirajan@davibank.com

Daniel García

Profesional Senior de Research
daniel.castro@davibank.com

Paula Patiño

Practicante de Research
paula.patino@davibank.com

Usuarios para contacto por chat de Bloomberg

Jackeline Pirajan

|

Daniel Garcia