

Análisis Macroeconómico: Cierre 2025 y Perspectivas 2026

Fortaleza de la actividad económica en medio de la incertidumbre

Diciembre 2025

Research Team Colombia

EconomicsColombia@davibank.com



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

DAVIbank

La economía global se comporta mejor de lo previsto, mientras que en Colombia las finanzas públicas siguen en la mira

En 2025 el mundo enfrentó un entorno de incertidumbre elevado, sin embargo, el desempeño económico fue mejor de lo esperado. La anticipación a los riesgos, las acciones expansivas de gobiernos y la moderación en las amenazas comerciales contribuyeron a este comportamiento. El 2026 será un año en el que se probaría la resistencia de la economía en medio de un contexto de tasas mayormente estables y una necesidad de ajuste fiscal generalizado.

En Colombia, la recuperación económica tomó tracción gracias al consumo de los hogares y gasto del gobierno, la inflación se estancó, y la situación fiscal permanece en vigilancia. El BanRep se mantuvo cauteloso y las tasas fueron más altas de lo previsto. En 2026 las elecciones serán clave para el rumbo de la economía.

- La incertidumbre internacional y las preocupaciones fiscales seguirán siendo factores determinantes para los activos locales. El apetito por la deuda pública se ha moderado en medio de las operaciones de manejo de deuda. Mientras que, la prima de riesgo fiscal se sigue manifestando en las tasas de la parte media de la curva.
- La tasa de cambio se mantuvo en promedio en un nivel favorable; sin embargo, las primas de riesgo asociadas a la política fiscal podrían hacerse presentes de manera paulatina. Se proyecta un ajuste gradual hacia 3.856 y 4.045 pesos por dólar al cierre de 2025 y 2026, respectivamente.

Colombia	2022	2023	2024	2025pr	2026pr
PIB (a/a %)	7,3	0,7	1,6	2,8	2,9
IPC (a/a %)	13,2	9,28	5,20	5,14	4,23
Tasa Banrep	12,0	13,0	9,5	9,25	8,75
USDCOP	4850	3902	4405	3856	4045

EN ESTA ENTREGA DESTACAMOS:

- A pesar de las amenazas de políticas comerciales más restrictivas, la anticipación de los agentes logró evitar, por ahora, el deterioro económico esperado. No obstante, los bancos centrales mantendrían una postura cautelosa, a la espera de nuevos elementos que clarifiquen el rumbo.
- En Colombia, la economía sigue mostrando señales de expansión, aunque sin evidenciar un recalentamiento. La inflación tendría un ajuste más gradual hacia la meta, y el salario mínimo estipulado será un factor clave frente a la expectativa de incrementos en las tasas por parte del BanRep el próximo año.

Índice

- Contexto internacional3
- Actividad Económica4
- Mercado laboral.....5
- Inflación.....6
- Política Monetaria7
- Balanza de Pagos8
- Política Fiscal9
- Mercados-Dólar10
- Mercados-Deuda Pública.....11
- Recuadro: Elecciones 2026.....12
- Proyecciones Macro14

Contexto internacional: Paradoja entre **alta incertidumbre** y la **resistencia** de la economía

Desde comienzos de 2025 el mundo experimentó un alto grado de incertidumbre (Gráfico 1), generado por los anuncios de un entorno comercial más restrictivo por parte de EE.UU. No obstante, contrario a las predicciones iniciales, la economía global se ha comportado mejor de lo previsto. De acuerdo con las estimaciones de octubre del Fondo Monetario Internacional, la economía global pasaría de crecer 3,3% en 2024 a 3,2% en 2025 para continuar desacelerándose a 3,1% en 2026.

Parte del buen desempeño relativo de la economía global se atribuye a un **efecto de anticipación de los agentes a las amenazas de política comercial desde EE.UU. y a la reacción de los gobiernos de economías desarrolladas**, que una vez más, aplazan los ajustes fiscales para responder a las amenazas del entorno. En particular, Europa este año acordó aumentar su gasto en defensa y en planes de infraestructura, situación que a mediano plazo supone una presión a las finanzas públicas. Adicionalmente, se evidenció una flexibilidad en las medidas adoptadas por EE.UU. y condiciones financieras internacionales menos restrictivas, especialmente por el entorno de un dólar más débil y la decisión de la Reserva Federal de reanudar su ciclo de recortes en la tasa de intervención.

En medio de todo lo anterior y de la relativa calma en el desempeño económico reciente, hay dos tendencias estructurales que no se desvanecen y que seguirán siendo protagonistas en el 2026: En primer lugar, **la Reserva Federal continuaría con la reducción en sus tasas de interés**, aunque se estabilizaría en tasas superiores a las observadas en la prepandemia. **En Davibank Economics se espera que la tasa del 3% se alcance en la segunda parte del 2026.** Ahora bien, a los debates de la política monetaria tradicional se unirá la vigilancia sobre la independencia de la Reserva Federal, en medio de la salida del presidente actual Jerome

Powell en mayo y el balance de desempeño de los gobernadores en febrero que también podría llevar a cambios. En segundo lugar, si bien el entorno de incertidumbre ha vuelto a atrasar **las conversaciones sobre un ajuste fiscal en 2026, seguirán en el radar.** Durante 2025 se observaron tensiones políticas en países cuyos gobiernos intentaron poner sobre la mesa planes de ajuste fiscal y el mercado reflejó esta tensión a través de tasas de interés de deuda públicas más altas, especialmente en los plazos largos. En los últimos meses la tendencia creciente en las tasas se ha moderado, sin embargo, el Banco Internacional de Pagos (BIS por sus siglas en inglés) advierte que los gobiernos estarían buscando cada vez más, deuda a menores plazos, lo que estaría modificando en cierta forma el modo en el que los mercados incorporan la prima de riesgo en los precios por situación fiscal.

Gráfico 1: Sentimiento Económico Global vs Incertidumbre Política



Fuente: Bloomberg, DAVIbank Economics

Para las economías emergentes, especialmente las latinoamericanas, el 2026 será un año de vigilancia sobre los procesos electorales. En Chile, el cambio a la derecha en el Congreso y la Presidencia pone a prueba la implementación de la agenda. En Perú pese a la numerosa cantidad de candidatos, un cambio de ala política en las elecciones de abril es altamente probable, mientras que, en Brasil la espera se extenderá hasta octubre, donde el gobierno actual solventará desafíos como su relacionamiento con EE.UU. y el balance de sus finanzas públicas.

Actividad Económica: El motor del crecimiento en un entorno **desafiante**

Entre enero y septiembre de 2025, la economía colombiana mostró un desempeño favorable.

En el tercer trimestre, el PIB creció 3,6% anual, impulsado principalmente por la administración pública (8,0% a/a) y las actividades de comercio, transporte y alojamiento (5,6% a/a), que en conjunto explicaron cerca del 70% de la expansión. También se registraron avances en sectores como la manufactura (4,1% a/a) y la agricultura (2,4% a/a). Sin embargo, minas y canteras (-5,7% a/a) y construcción (-1,5% a/a), especialmente en edificaciones, permanecieron en terreno negativo por más tiempo del previsto.

La demanda interna fue el principal motor de la expansión. En el tercer trimestre de 2025, creció 5,0% anual, impulsada por el consumo de los hogares (4,2% a/a), favorecido por el auge de las remesas (US\$10,8 mil millones, +11,7% YTD a octubre) y la tendencia positiva en la tasa de cambio. El consumo público aumentó 14,2% a/a, revirtiendo la caída de 5,2% a/a registrada el año anterior. La inversión bruta avanzó 2,2% a/a, mientras que la inversión fija creció 4,8% a/a, reflejando una reducción en inventarios y el dinamismo en maquinaria y equipo (13,9% a/a), aunque contrarrestada por la caída en inversión en vivienda (-8,6% a/a). Como resultado, la tasa de inversión se ubicó en 17% del PIB, por debajo del promedio histórico (22%).

Para 2025 y 2026 se proyecta un crecimiento económico de 2,8% y 2,9%, respectivamente.

Durante 2025, el comercio, transporte y alojamiento, junto con la administración pública, habrían sido los principales impulsores del crecimiento, en contraste con la minería y la construcción, que reflejan la persistente baja tasa de inversión. Para 2026, se espera que estas actividades mantengan su expansión (**Gráfico 2**), mientras que la construcción y la minería retornen a terreno positivo, aunque con tasas de crecimiento aún inferiores a los niveles históricamente observados. La brecha del

producto se ubicaría en -0,1% del PIB en 2025; sin embargo, para 2026 se proyecta su cierre, en un contexto de crecimiento económico cercano al potencial estimado.

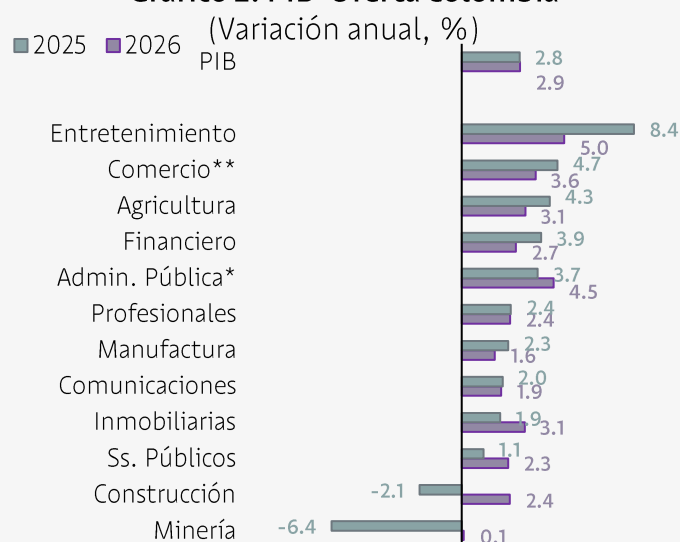
El crecimiento seguiría impulsado por el consumo, mientras que la inversión mantendría un rezago significativo.

El consumo de los hogares se proyecta positivo, especialmente en bienes durables, apoyado por un comportamiento favorable de la tasa de cambio. Aunque se observa un avance en la importación de bienes de capital, la inversión fija continuaría rezagada.

Para 2026, se proyecta una ampliación del déficit comercial.

El dinamismo de la demanda interna seguiría impulsando las importaciones, mientras que la incertidumbre internacional representaría un riesgo para el crecimiento de las exportaciones, en un contexto de pérdida de participación del sector tradicional en la economía colombiana. A futuro, el sector privado continuará desempeñando un papel crucial en medio de un panorama incierto tras las elecciones presidenciales y con un BanRep que mantendría un nivel de contracción superior al inicialmente previsto.

Gráfico 2: PIB-Oferta Colombia



*Incluye salud y educación. **Incluye transporte y alojamiento.

Fuente: DANE, DAVIbank Economics

Mercado Laboral: Un año de mejoras con riesgos que persisten

En 2025 el desempleo se ha ubicado en mínimos históricos y la creación de empleo ha sido considerable. En octubre de 2025 la tasa de desempleo nacional fue 8,2%, mientras que en las 13 principales ciudades bajó a 8,0%. Entre octubre de 2024 y 2025 se crearon más de 976 mil puestos de trabajo contribuyendo así al aumento de la tasa de ocupación hasta el 59,7%. Por su parte, la participación laboral ha seguido en aumento (65,0% nacional) incluso a niveles cercanos a lo registrado antes de pandemia. Con estos resultados, en lo corrido del año la tasa de desempleo se ubicó en 9,2%, consolidando un mínimo histórico desde que se recopila información por parte del DANE.

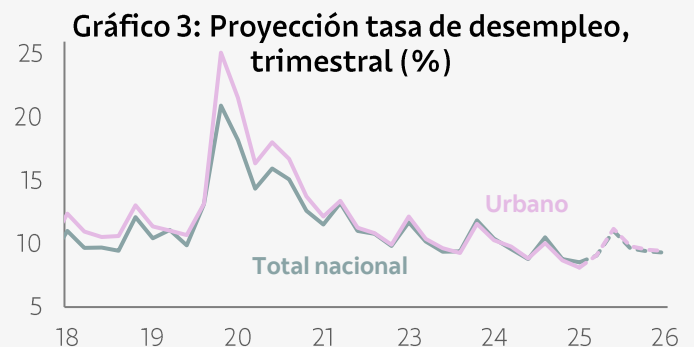
Aunque persiste una alta concentración de trabajadores por cuenta propia, la informalidad laboral ha mostrado una reducción. En los primeros diez meses del año se han creado 790 mil empleos donde cerca del 19% se ha concentrado en alojamiento y servicios de comida, seguido por las industrias manufactureras, transporte y almacenamiento, y la administración pública. Por posición ocupacional, de los empleos generados el 52% se ha concentrado en cuenta propia, en contraste con el deterioro en empleadores y trabajadores del gobierno. Si bien los empleos informales han representado el 52% del empleo creado, la informalidad laboral registró una leve disminución de 0,1 pps hasta el 55,8% en el año, lo que puede responder a la mayor creación de empleo asalariado en actividades relacionadas al Transporte y Almacenamiento, Alojamiento y servicios de comida y Construcción.

Para 2025 y 2026 se espera que la tasa de desempleo nacional promedie 9,2% y 9,8%, respectivamente (Gráfico 3). La aceleración en

la participación laboral y la significativa creación de empleo, han resultado en niveles de desempleo históricamente bajos. Las condiciones restrictivas para 2026 podrían repercutir en el crecimiento económico y el mercado laboral de forma rezagada, no obstante, el incremento esperado en el desempleo para 2026 se daría como resultado de una mayor participación laboral. Sumado a esto, las posibles consecuencias de incrementos significativos en el salario mínimo se verían en una mayor informalidad en sectores cuyos empleados están cerca del umbral del salario mínimo.

La desaceleración en los ingresos reales de los trabajadores podría contrarrestar el impulso evidenciado en el consumo privado. El crecimiento del ingreso real de los trabajadores podría desvanecerse el año entrante tras incrementos superiores del salario mínimo a lo técnicamente estimado (inflación: 5,3% nov-25+ PTF 0,91%) y ante la expectativa de mayores niveles de desempleo en el país.

En el mediano plazo, el balance de riesgos para el mercado laboral se inclina al alza. Aunque en 2025 se registraron avances significativos, la informalidad persiste como el principal factor que erosiona la productividad y limita el crecimiento económico del país.



Fuente: DANE, DAVIbank Economics

Inflación: La alta **inercia** mantendrá a la inflación **desviada de la meta** del banco central

A noviembre, la inflación se ubicó en 5,30% a/a lo que supone un incremento de 10 pbs comparada con el cierre de 2024. Luego del incremento salarial en 2025, los efectos de indexación han sido más fuertes de lo esperado lo cual explica la dificultad de converger hacia la meta. La volatilidad en algunos rubros de la canasta familiar como los alimentos y algunos bienes y servicios regulados, fueron determinantes de las sorpresas inflacionarias evidenciadas en el año.

El descenso en los indicadores de inflación básica parece estancarse. En noviembre la inflación sin alimentos se ubicó en 5,20% a/a registrando un caída de 68 pbs comparado con el año anterior, mientras que la inflación sin alimentos ni regulados se ubicó en 4,87% a/a bajando 58 pbs comparado con 2024. A pesar de la mejora, ambos indicadores se han mantenido por encima del rango objetivo (2% - 4%) con lo cual se consolida un proceso de desinflación mucho más gradual de lo inicialmente esperado.

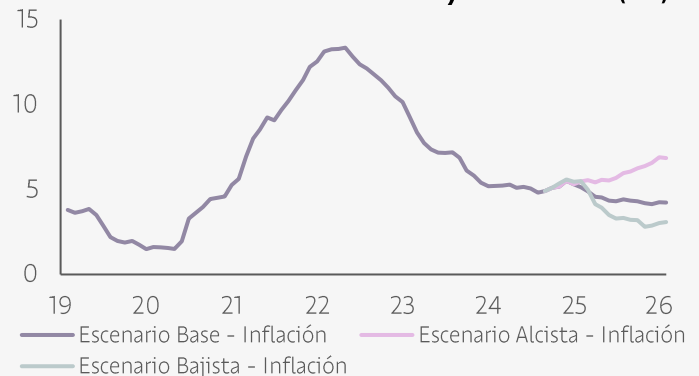
La composición de la inflación en Colombia hace que los esfuerzos por reducirla parezcan en vano. Los servicios, que pasaron de contribuir con el 27% de la inflación en 2022 a 57% en 2025, han tendido a absorber el mayor efecto de indexación asociado a incrementos de costos laborales y a cierres anuales de la inflación por encima del rango objetivo en años anteriores. Dicha recomposición se traduce en un rezago en el avance hacia el rango meta en comparación con países de la región como México (3,8% nov-25) Chile (3,4%), Brasil (4,46%), y Perú (1,37%) que han logrado acercamientos al rango objetivo de forma más rápida que Colombia.

Para 2025 y 2026 se espera que la inflación total cierre en 5,14% y 4,23%, a/a, respectivamente (Gráfico 4). La inflación básica cerraría 2025 y 2026 en 5,05% y 4,41% respectivamente, teniendo en cuenta las presiones inflacionarias por incrementos salariales cercanos al 11%, pero también se vería parcialmente contrarrestado por la continuación en la moderación del precio de los alimentos. Bajo este contexto, Colombia consolidaría seis años consecutivos con

indicadores de inflación superiores al rango objetivo, el cual se proyecta que se alcance hasta mediados de 2027. Para 2026, la continuación en la desaceleración en la inflación depende en gran medida de rubros como los alimentos, que han mostrado una volatilidad significativa, así como la caída en los precios de los servicios regulados como la energía que en los últimos meses ha respondido a la recuperación en los embalses y la consecuente generación de energía hidroeléctrica en lugar del uso de plantas térmicas.

El balance de riesgos inflacionarios para 2026 es claramente al alza, pero con una gran incertidumbre. Por un lado, incrementos salariales significativos podrían desembocar en presiones inflacionarias adicionales al tener en cuenta que en Colombia más del 50% de la canasta familiar está impactada por este indicador. Sumado a esto, la continuación de una sólida demanda interna sumado a un desempleo que si bien se proyecta por encima de lo esperado para este año, se mantendría por debajo de la tasa de desempleo natural de la economía colombiana, en conjunto generarían presiones inflacionarias. Adicionalmente, una variable de incertidumbre es el precio de algunos servicios regulados: el posible desabastecimiento de gas que se evidenciaría el año entrante y que repercutiría en los precios del servicio al tener que importarlo, sumado a la volatilidad en los precios de la energía que durante este año respondieron a cambios climáticos favorables pero que para el año entrante son inciertos.

Gráfico 4: Evolución inflación y escenarios (%)



Fuente: DANE, DAVIbank Economics

Política Monetaria: La **persistencia** de la inflación y la **incertidumbre** fiscal ameritan una **tasa contractiva** por más tiempo

En 2025 la **tasa de interés de política monetaria bajó menos de lo previsto** en un entorno en el que hubo cambio de los miembros de la junta además de la volatilidad a nivel internacional y doméstico que hizo que el cumplimiento del objetivo de inflación siguiera siendo esquivo.

A nivel internacional, el alto grado de incertidumbre no se tradujo en un impacto negativo para los activos en Colombia, y la tasa de cambio, si bien tuvo momentos de volatilidad, no llegó a suponer una amenaza que se trasladara en mayor inflación. No obstante, las condiciones domésticas convergieron para hacer que la inflación tuviera más persistencia: en primer lugar, la economía se desempeñó mejor de lo previsto ante un robusto gasto de los hogares, lo que permitió un traspaso más fluido de los costos salariales a los precios finales y a su vez impidió que algunos precios tuvieran un descanso mayor. Tal fue el caso de bienes importados que a pesar de tener un contexto de menor tasa de cambio frente a 2024, no expresaron esa condición en su dinámica inflacionaria.

Luego de la reunión del Fondo Monetario Internacional de Octubre, hubo un incremento en la especulación sobre potenciales subidas en la tasa de intervención. En particular, algunos miembros de la junta directiva del BanRep se volvieron más vocales ante el riesgo de que la inflación continuara desviada de la meta en 2026 en medio de anuncios gubernamentales que mostraron -desde mediados del año- un sesgo a favorecer un aumento en el salario mínimo por encima de la regla tradicional de inflación más productividad total.

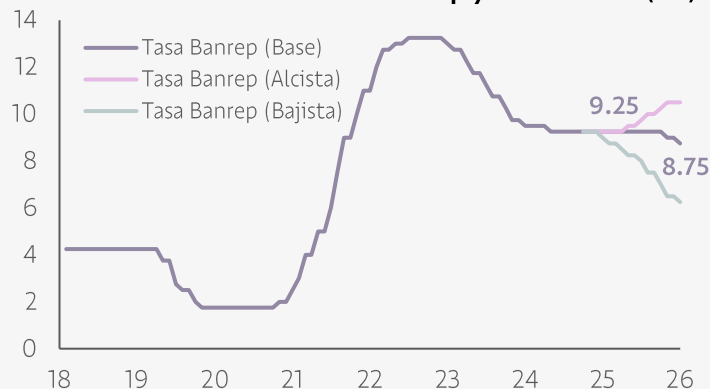
Lo anterior coincidió con un rebote de inflación y de expectativas que empujó al mercado financiero a incorporar en precios

Incluso 2 puntos porcentuales de incrementos en la tasa de política en el horizonte a un año, abriéndose un gran debate sobre el rumbo de las tasas en los próximos meses.

De igual forma en los próximos meses, seguirá el monitoreo sobre la reacción de las variables financieras al contexto fiscal, pues este frente también promovió la postura cautelosa del banco central en 2025, reflejándose en una revisión alcista en la estimación de la tasa de interés real neutral para Colombia que para 2026 está en 3,1%.

En Davibank Economics se proyecta que la tasa de política monetaria permanecerá estable por gran parte del 2026 (Gráfico 5), pues si bien la inflación aun no lograría llegar al rango meta, tampoco se anticipa un choque que pueda acelerarla marcadamente. Los próximos meses serán cruciales, pues revelarán el impacto de la decisión del incremento del salario mínimo en la inflación y se podrá contrastar frente a la expectativa actual del consenso de analistas que prevé una inflación de cierre de 2026 alrededor del 4,30%. Al final del 2026, se espera que la tasa de política se mantenga contractiva, lo que, conjugado con el comportamiento esperado de la inflación, podría conducir a un nivel de tasa de política monetaria de 8,75% de fin de año.

Gráfico 5: Evolución Tasa BanRep y escenarios (%)



Fuente: BanRep, DAVIbank Economics

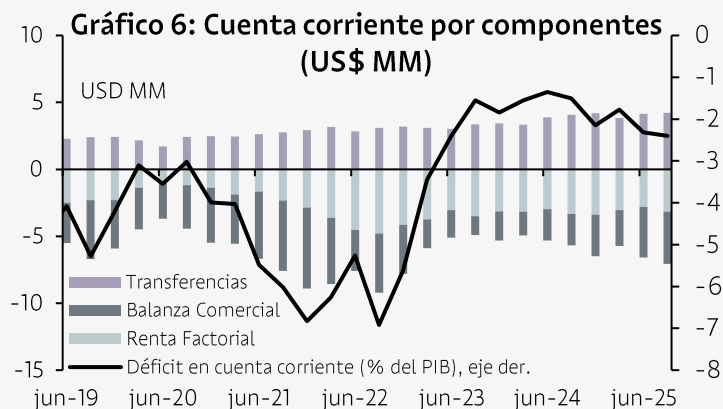
Balanza de pagos: Un **bajo déficit** en cuenta corriente financiado por **deuda**

Al igual que el resto del mundo, en Colombia se experimentó un alto grado de incertidumbre por la expectativa de imposición de aranceles por parte de EE.UU. Actualmente, la economía colombiana está experimentando aranceles que se encuentran en la cota baja de los países afectados, con una perspectiva de que las medidas se suavicen en productos que EE.UU. considera primordiales, limitando el impacto directo negativo que alguna vez se estimó.

Por su parte, la balanza de pagos muestra señales que vale la pena distinguir. En primer lugar, el déficit en cuenta corriente se mantiene aparentemente bajo control, sin embargo, su composición refleja: primero un déficit comercial que se ha venido incrementando, alcanzando USD 10.349 M a septiembre de 2025 (~3% del PIB), en el que las importaciones han crecido 7,1% a/a en medio de la consolidación de la recuperación económica y se ha visto un desempeño inferior de las exportaciones totales (+3,9% a/a), con de bienes estancados (0,9% a/a) y servicios avanzando mejor (+11,3% a/a). Este mayor déficit comercial se contrarresta por la robustez de las remesas, que en lo corrido del año han crecido 12,5% y representan el 3% de las ventas externas de petróleo en el mismo periodo. Lo anterior, si bien suena alentador en el número agregado, refleja que este balance cada vez depende más de una variable que está fuera de control de la política económica doméstica y que nos expone en un mayor grado a los ciclos económicos externos.

En el frente de financiación, si bien la inversión extranjera directa (IED) siguió fluyendo, lo hizo a tasas inferiores a la del año pasado, y en lo corrido del año alcanza USD 9.160 millones (-4,8% a/a). En contraste, lo que ha sido notorio es el aumento del financiamiento por la cuenta de capitales,

especialmente promovida por un mayor endeudamiento del gobierno. En lo corrido a septiembre, las entradas por la cuenta de capitales fueron de USD13.854 M, de las cuales 38,3% se dio por venta de bonos de gobierno en el mercado extranjero y 28,7% por compra de extranjeros en el mercado doméstico. Esto en un contexto de deterioro de las finanzas públicas colombianas y de una estrategia de endeudamiento que ha supuesto la ampliación del espectro de la deuda colombiana al mercado de la deuda en euros. Si bien Colombia ha gozado de fluidez en los flujos de financiamiento en 2025; en 2026, la continuación de estas condiciones suponen un reto. El próximo año, es posible que el déficit comercial tienda a ampliarse si la reactivación continúa, mientras que, el crecimiento de las remesas podría no estar garantizado en medio de las restricciones migratorias en EE.UU. Por su parte, el financiamiento podría demorarse en reflejar un mejor estado de la IED, pues para ello el proceso de elecciones es clave mientras que hay que monitorear de qué manera Colombia vuelve a interactuar con mayores colocaciones de deuda en el exterior o incluso acudiendo a multilaterales. Bajo este contexto, la tasa de cambio podría experimentar alguna mayor presión a la depreciación, con un estimativo promedio de 4000 peso por dólar.



Fuente: BanRep, DAVIbank Economics

Política Fiscal: Entre remedios **temporales** y problemas **estructurales**

Las preocupaciones fiscales siguen presentes en el radar de los mercados. Al cierre de octubre, el déficit total y el déficit primario se ubicaron en 4,7% y 2,6% del PIB, respectivamente, este último consolidándose como el segundo déficit más alto desde 2004 y ya superando las proyecciones de todo el año. Aunque la menor ejecución presupuestal ha mitigado parcialmente el aumento del gasto primario, esto ha derivado en la acumulación de una reserva presupuestal ⁽¹⁾ superior a \$40 billones, que ejercerá una presión significativa sobre las cuentas en 2026. Este panorama, en vísperas de elecciones presidenciales, representa un riesgo adicional para los mercados y aumenta la probabilidad de una nueva rebaja en la calificación crediticia en futuras revisiones.

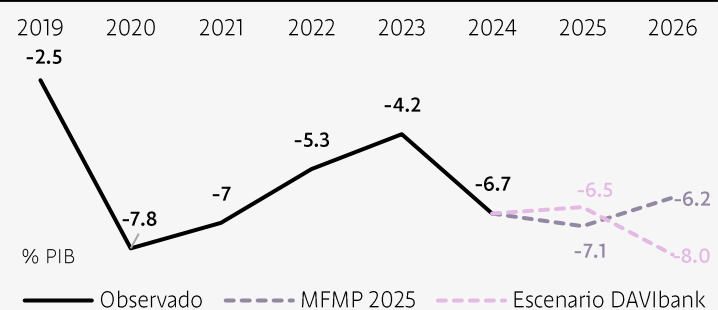
El déficit fiscal para 2025 podría ser menor al estimado por el Gobierno. La estrategia de endeudamiento implementada por Crédito Público, que ha consistido en recomprar bonos con descuento y emitir bonos a la par, ha reducido el flotante de deuda interna en más de \$20 billones y también el pago de intereses. Como resultado, el déficit fiscal podría ubicarse en 6,5% del PIB (frente al 7,1% proyectado en el MFMP 2025). Sin embargo, se prevé un mayor gasto primario, reflejado en un déficit primario de 2,9% al cierre de 2025 (vs. 2,4% estimado en el MFMP 2025). Una menor ejecución presupuestal podría mitigar este incremento en el gasto primario durante 2025, aunque aumentaría las presiones fiscales en 2026.

Para 2026, las necesidades de financiamiento serán críticas. Tras el archivo en el Congreso de la ley de financiamiento por \$16,3 billones,

que buscaba cubrir parte de los \$547 billones del presupuesto aprobado para ese año, el Gobierno deberá ajustar sus cuentas en al menos esa magnitud, ya sea mediante recortes o congelamientos en el gasto, o —ante la ausencia de una regla fiscal— a través de mayor emisión de deuda. Para cumplir con las metas oficiales de déficit fiscal (6,1% del PIB) y primario (2% del PIB), el ajuste requerido sería cercano a \$40 billones (2,0% del PIB). De no realizarse este ajuste, el déficit fiscal total y primario podría escalar hasta 8,0% y 3,8% del PIB, respectivamente (**Gráfico 7**), niveles que se consolidarían como los más altos en la historia del país, excluyendo el periodo de pandemia.

El escenario proyectado sigue siendo una fuente de incertidumbre. Por un lado, una posible reducción en las primas de riesgo tras las elecciones presidenciales de 2026, junto con una mejora en la actividad económica y la continuidad en la apreciación cambiaria, podría favorecer el panorama fiscal. Sin embargo, factores como un incremento salarial significativo, la entrada en vigor de las reformas pensional y laboral, y un eventual escenario adverso derivado del proceso electoral, podrían deteriorar las cuentas públicas mediante un mayor gasto y por ende en mayores necesidades de financiamiento.

Gráfico 7: Balance total Gobierno Nacional Central



Fuente: MinHacienda, DAVIbank Economics

(1) La reserva presupuestal se define como los compromisos legalmente adquiridos que no se pudieron ejecutar en la vigencia fiscal correspondiente (antes del 31 de diciembre) pero que se trasladan a la siguiente vigencia para su cumplimiento.

Mercados - Tasa de cambio: La prudencia del BanRep compensa temporalmente la incorporación de la prima de riesgo fiscal

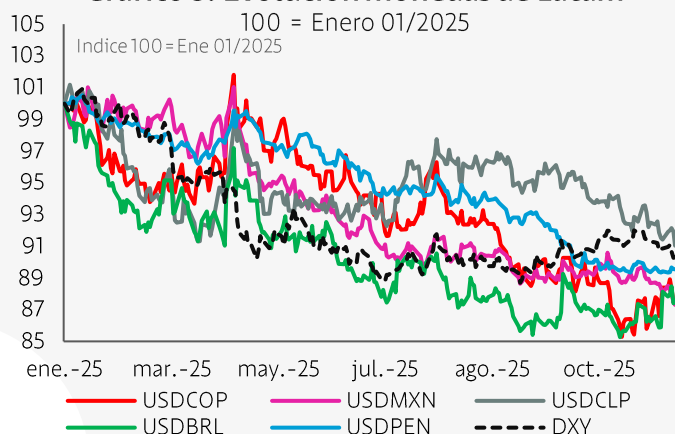
El año 2025 fue un año de altas fluctuaciones en la tasa de cambio, en un comienzo, la incertidumbre por la guerra comercial llevó al indicador por encima de los 4.400 pesos, pero posteriormente la tendencia global del debilitamiento del dólar se impregnó en el comportamiento doméstico. No obstante, desde finales de agosto, el peso colombiano mostró una apreciación más marcada que el grueso de monedas del mundo (Gráfico 8), movimiento que se asocia fuertemente al hecho de que Colombia conserva un diferencial de tasas de interés frente a economías desarrolladas y una tasa real atractiva para los inversionistas que implementan operaciones de *carry trade*. Lo anterior pese a que la volatilidad de la moneda también es una de las más altas del mundo. **Momentáneamente en noviembre el movimiento se exacerbó llegando a un mínimo de 3.706 pesos** alentado por operaciones de monetización de recursos de endeudamiento por parte del gobierno nacional. Ambos efectos hicieron que a lo largo del año, la moneda operara consistentemente por debajo de lo que el modelo de componentes macroeconómicos sugería como valor fundamental.

En 2026 la evolución de la política monetaria será crucial para mantener la fortaleza del

peso colombiano, sin embargo, un viento en contra se da por el hecho de que la condición estructural de las finanzas públicas del país estarían finalmente reflejándose en un menor acceso al financiamiento de inversionistas externos y por ende una menor potencia de monetización por parte del MinHacienda.

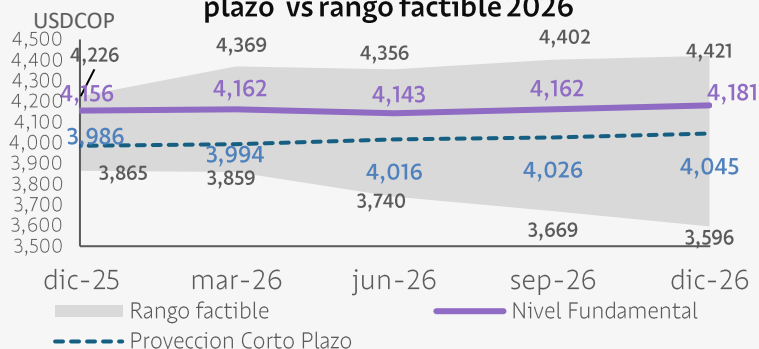
Desde el punto de vista estructural, en Davibank Economics se destaca que la economía real presenta una demanda balanceada de dólares. El déficit comercial si bien ha aumentado, está compensado por el aún flujo robusto de remesas, lo que por un tiempo más, seguirá promoviendo que la tasa de cambio siga respondiendo especialmente a efectos financieros. En el largo plazo, se estima que la tasa de cambio en Colombia debería tender a converger a 4.150 pesos, sin embargo, durante el 2026 se estima una fluctuación cercana a los 4.000 pesos (Gráfico 9). En la primera parte del año, la cautela del BanRep podría contener la incertidumbre que genera el contexto electoral, mientras que, en la segunda parte del año, una reactivación de la economía que suponga mayor déficit comercial podría empujar a la debilidad del dólar, lo que -junto con una incorporación más clara de la prima de riesgo fiscal- nos llevaría gradualmente a aproximarnos a niveles más compatibles con el modelo macro fundamental.

Gráfico 8: Evolución monedas de Latam



Fuente: Bloomberg, DAVIbank Economics

Gráfico 9: Tasa de cambio nivel fundamental largo plazo vs rango factible 2026



Fuente: DAVIbank Economics.

Mercados - Deuda Pública: En medio de alta volatilidad, las tasas reflejan la presión fiscal estructural

En la última parte del 2025 el Ministerio de Hacienda continuó realizando operaciones de manejo de deuda en el mercado local y una nueva emisión de bonos en euros por USD 2 MM. Sin embargo, las hipótesis expuestas en el reporte trimestral anterior ([Link](#)) se han ido verificando. En primer lugar, que la mayor restricción fiscal de corto plazo que enfrenta Colombia es el acceso a liquidez, y en segundo lugar que hubo un cambio en la naturaleza de la base inversionista que está promoviendo mayor volatilidad en el mercado de deuda pública colombiano.

Sobre el primer punto, se identificó un cambio de objetivo en la implementación de la estrategia de manejo de deuda, pues la reorganización del perfil de deuda reduciendo el flotante de bonos descontados por bonos a par se detuvo, dándole paso a interacciones en las que el foco se tornó a reducir la presión de vencimientos de deuda en el 2026, alimentando masivamente el flotante de referencias de la parte media de la curva, especialmente el COLTES 2029. **La interpretación de DAVIbank Economics sobre este movimiento es que la restricción fiscal vía necesidades de caja se manifestó.** Lo que se unió a una emisión de bonos en euros que tuvo una demanda más débil y que reflejó que el acceso a financiamiento de Colombia perdió ímpetu en el mercado internacional.

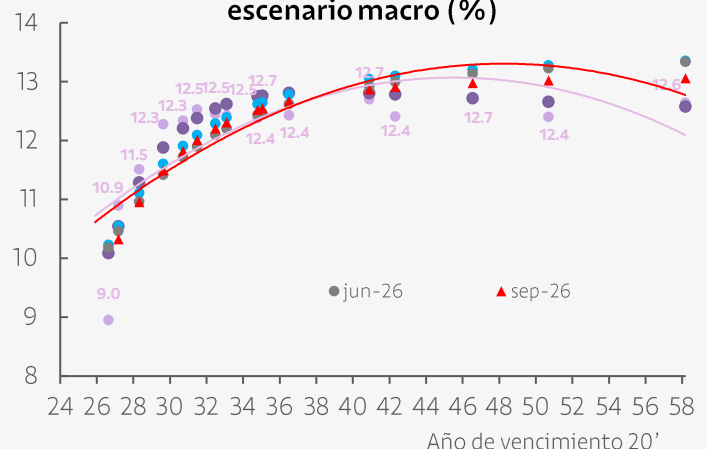
Estas señales se volvieron evidentes en el mercado, promoviendo desvalorizaciones en la deuda pública. Comparado con los niveles previos a la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025, las tasas de largo plazo han oscilado entre 20 a 40 pbs por debajo de las que se experimentaron en junio. Sin embargo, la presión se hace más evidente en la parte corta y media de la curva en la que las tasas de operación son ~ 15 pbs y ~75 pbs superiores a las de junio.

La dislocación parece extraña pero confirma que la curva responde a las decisiones de emisión del MinHacienda, las cuales se muestran exacerbadas en la parte media.

En segundo lugar, la volatilidad ha aumentado con una base de inversionistas, especialmente internacionales, que perciben con más cautela el escenario político y fiscal; lo que a su vez promueve posicionamientos más tácticos que estructurales en la deuda colombiana.

El panorama no cambiará en 2026. La necesidad de liquidez motivará la continuidad en el programa de subastas desde temprano en el año. Sin embargo, la congestión de la nueva oferta cada vez ve más dificultad de absorción por lo que se descarta la posibilidad de ver reducciones sustanciales en las tasas de los COLTES (Gráfico 10). Lo anterior también reflejaría el alto grado de incertidumbre en el frente electoral y en las finanzas públicas que probablemente seguirá exhibiendo un alto déficit primario. El referente de 10 años oscilaría entre 12,5% y 13% de acuerdo con el modelo macro, y la curvatura pronunciada seguiría siendo adversa, especialmente en el nodo alrededor de los COLTES 2029.

Gráfico 10: Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro (%)



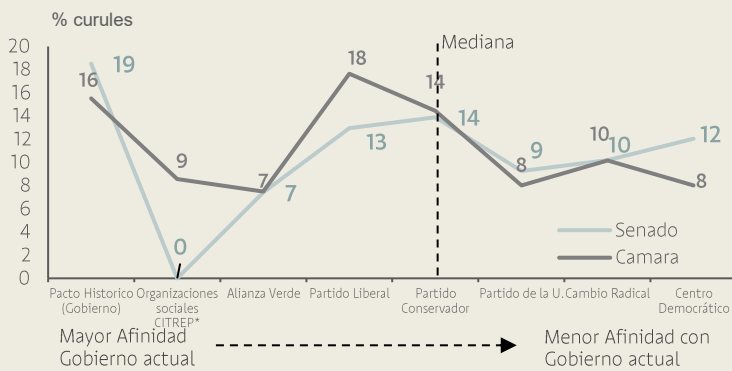
Fuente: Bloomberg, DAVIbank Economics

Recuadro: Elecciones 2026

El próximo año Colombia vuelve a acudir a las urnas. El 8 marzo se realizarán las elecciones al Congreso y en paralelo se llevarán a cabo las votaciones para que las coaliciones elijan su representante a las elecciones presidenciales. **El 31 de mayo será la primera vuelta de las presidenciales** y en caso de requerirse, **la segunda será el 21 de junio**. Como preámbulo, se llevó a cabo una consulta popular del partido de Gobierno Pacto Histórico el 26 de octubre, mostrando una participación aproximada de 2,8 millones de personas y en la cual salió elegido Iván Cepeda como candidato principal a las elecciones presidenciales. Adicionalmente, desde noviembre se volvió a permitir la publicación de las encuestas de intención de voto por lo que cada vez toma más tracción el interés por la dinámica que tendría la renovación del liderazgo político en Colombia.

La heterogeneidad del Congreso en Colombia cobra relevancia ad portas de las elecciones. Actualmente, cerca del 85% de las curules están ocupadas por siete partidos políticos (Gráfico R1), mientras que el restante se distribuye entre más de 50 partidos y movimientos. Para 2026, se espera que la dominancia de estos siete partidos continúe, aunque será clave observar cómo cambia el balance entre ellos. Por ahora, los resultados de la consulta del 26 de octubre sugieren que el Pacto Histórico mantendría una representación significativa.

Gráfico R1: Porcentaje de curules por Partido Elecciones 2022



Fuente: Misión de Observación Electoral, Davibank Economics.

*Circunscripciones Transitorias Especiales de Paz, tienen 16 curules en la Cámara de Representantes en los periodos 2022-2026 y 2026-2030

Las reformas propuestas por el Gobierno Petro tuvieron un avance mixto en el legislativo. El Congreso al ser uno de los tres poderes en Colombia, cumple un rol fundamental en el progreso de la agenda propuesta por el gobierno. En el marco del gobierno saliente se discutieron reformas sociales en los frentes de Pensiones, Salud, Educación, Política, y Mercado Laboral. La iniciativa que más tuvo progreso fue la reforma pensional que ahora está en

escrutinio de la Corte Constitucional. Por su parte, según las Estadísticas de **Congreso a la mano** sobre el comportamiento del Congreso en la votación de la agenda política, se muestra que las ausencias representaron cerca del 30% de los registros en las votaciones de los proyectos de ley en diferentes etapas (Gráfico R2-A), siendo este uno de los mecanismos para prolongar la duración del debate. De igual manera, se muestra que cerca de la mitad de los proyectos del gobierno se aprobaron, algunos de ellos promoviendo rigideces fiscales que se deben enfrentar en los siguientes años. Por su parte, a partir de la votación a los proyectos se puede distinguir el grado de afinidad que los partidos tuvieron con el Gobierno en este periodo (Gráfico R2-B).

Gráfico R2-A: Conteo de votos en proyectos debatidos en el Congreso

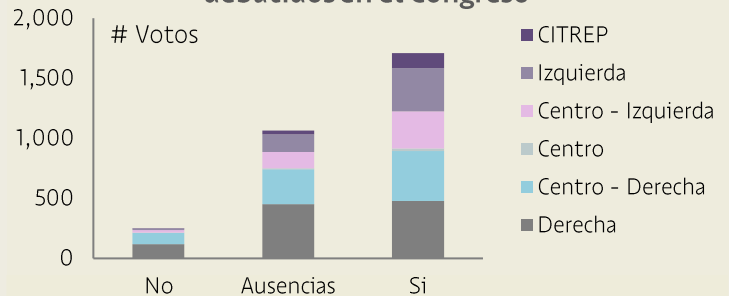
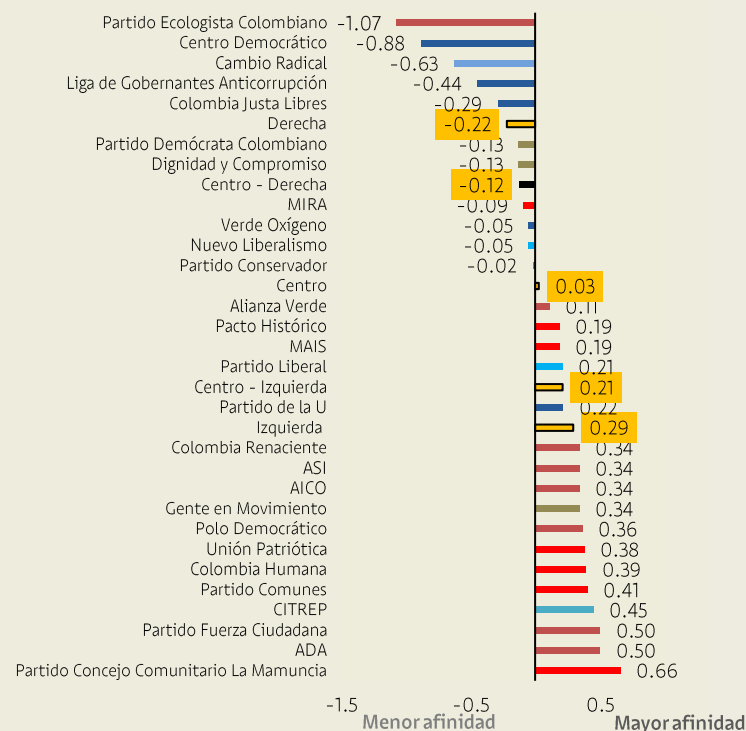


Gráfico R2-B: Afinidad (z-score) del Congreso al gobierno según votaciones a proyectos



Fuente: Congreso a la mano, DAVIbank Economics

Nota: El z-score se calcula tomando todas las votaciones disponibles, donde los votos positivos se computan como 1, los negativos como -1 y las ausencias como 0.

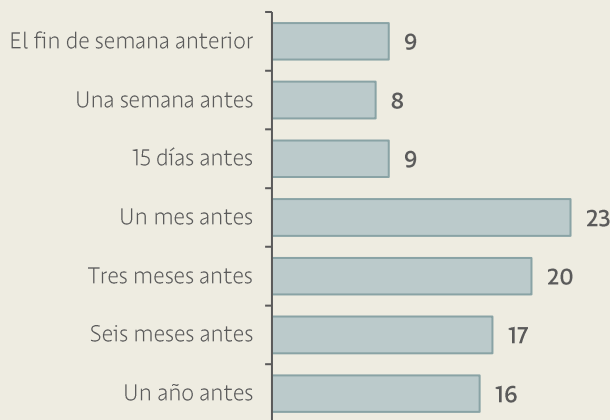
*Circunscripciones Transitorias Especiales de Paz.

Recuadro: Elecciones 2026

En el frente fiscal, el gobierno saliente tuvo éxito en la primera reforma tributaria en cabeza del ministro de entonces, José Antonio Ocampo. **Sin embargo, en 2024 y 2025 los intentos por reformar el código tributario fueron archivados** en un contexto en el que se cuestionó el abandono de las anclas tradicionales de ajuste. El siguiente gobierno, sin lugar a dudas, debe continuar buscando respaldo del Congreso, especialmente en el frente fiscal y en políticas de promoción al crecimiento económico en un contexto donde las reglas tradicionales de ajuste se encuentran suspendidas.

Sobre las elecciones presidenciales, las encuestas muestran que la población decide sobre su voto por temprano, 3 meses antes de las elecciones (Gráfico R3). Por lo que actualmente nos encontramos aún en una etapa temprana del proceso según las preferencias del votante promedio colombiano.

Gráfico R3: ¿En qué momento deciden los colombianos su voto para cualquier elección popular? (%)



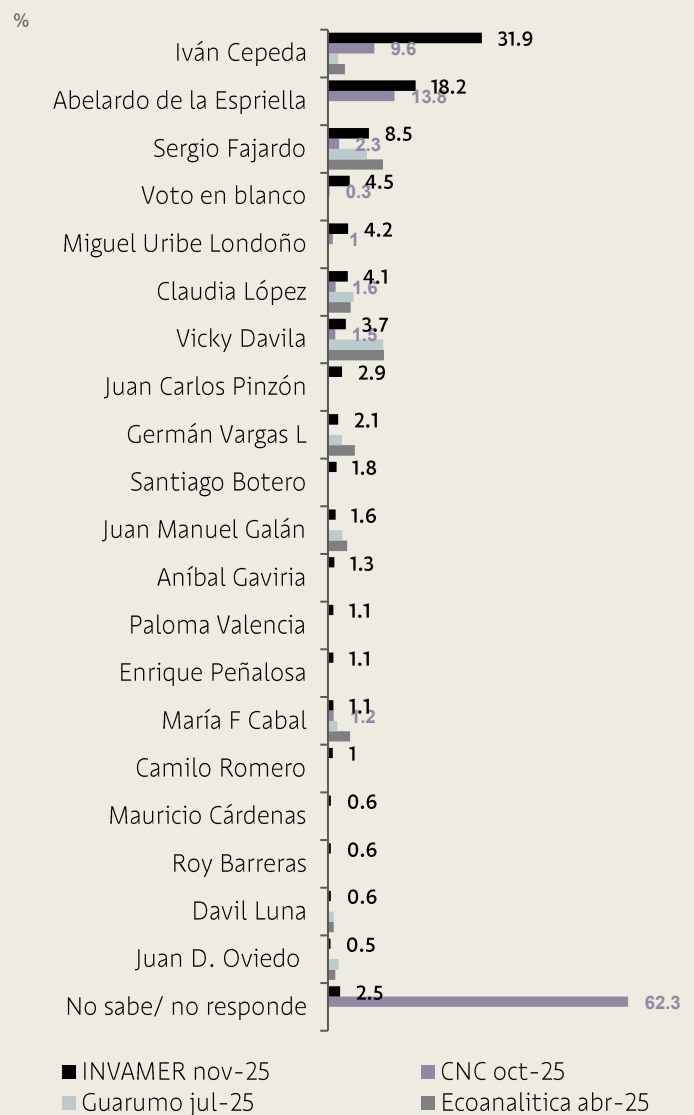
Fuente: Polimétrica – Mayo 2025

Por el momento, las encuestas han revelado un fortalecimiento de la intención de voto para el candidato del Pacto Histórico (izquierda), Iván Cepeda (Gráfico R4). Estos resultados podrían estar sugiriendo que parte de la base que aprueba la gestión del presidente Petro podría estar orientado al apoyo del candidato Cepeda. Por su parte, de acuerdo con la encuesta Invamer de Noviembre de 2025, en los escenarios de segunda vuelta el candidato Cepeda es fuerte frente a la segunda fuerza encabezada por el candidato Abelardo de la Espriella (59,1% por Cepeda vs 36,2% para De la Espriella), mientras que Cepeda tendría menos ventaja frente al escenario que lo enfrenta contra el candidato de centro, Sergio Fajardo (48,9% por Cepeda vs 46,4% por Fajardo).

Comenzando 2026 será crucial hacer seguimiento sobre cómo se depura la lista de candidatos. Especialmente, será clave evidenciar qué nombres podrían tener apoyo de las principales fuerzas políticas en el Congreso.

Sin lugar a dudas, el proceso electoral en 2025 en Colombia será clave, especialmente porque bajo este liderazgo, se podría promover la continuidad y robustez de la recuperación económica. Además, en paralelo deben tratarse soluciones en frentes claves que sufrieron un considerable deterioro en los últimos años tales como: el sector salud, energético y seguridad.

Gráfico R4: Intención de voto Encuestas Guarumo/ Econoanalítica/ Polimétrica



Fuente: Guarumo/ Econoanalítica/ Polimétrica Invamer, DAVIbank Economics.



Lo que sigue...

- A nivel global la posibilidad de estabilidad de tasas de interés en EE.UU. podría permitir que nuevamente el foco de atención se centre en la necesidad de ajuste fiscal.
- En Colombia, la economía continuará creciendo impulsada por el consumo de los hogares y un mejor contexto de inversión privada, aunque no se aceleraría sustancialmente frente al desempeño de 2025. La inflación mostrará su reacción al aumento del salario mínimo y esto será clave para afirmar o descartar la posibilidad de que el BanRep suba su tasa de intervención.
- La revelación del Plan Financiero 2026 será una guía clave para los mercados. La necesidad de liquidez seguirá manifestándose en altas tasas de la deuda pública, especialmente, en la parte media y corta de la curva. El dólar se aproximaría a oscilar alrededor de los 4.000 pesos, con un mercado vigilante de la evolución de las elecciones de Congreso y presidencia.

PROYECCIONES

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025pr	2026pr
Cuentas Nacionales								
Crecimiento real del PIB (anual %)	3,2	-7,2	10,8	7,3	0,7	1,6	2,8	2,9
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,4	10,3	-2,5	2,0	4,3	3,3
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,2	13,8	9,0	0,6	1,4	4,1	3,8
Privado (a/a, %)	4,1	-5,0	14,7	10,8	0,4	1,6	3,6	3,9
Gobierno (a/a, %)	5,3	-0,8	9,8	1,0	1,6	0,7	6,5	3,6
Formación bruta de capital (a/a, %)	3,0	-20,7	11,6	16,0	-16,0	5,2	5,0	0,8
Exportaciones (a/a, %)	3,1	-22,5	14,6	12,5	3,1	2,5	1,2	1,5
Importaciones (a/a, %)	7,3	-20,1	26,7	24,0	-9,9	4,4	8,9	3,1
Mercado Laboral								
Desempleo (% , promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	9,2	9,8
Balanza de Pagos								
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14,1	-13,1	-20,0	-16,6	-8,2	-9,77	-12,91	-14,10
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,2	50,9	73,1	67,8	68,87	69,6	72,6
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,6	76,0	78,63	82,54	86,6
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-21,3	-9,7	-7,412	-10,05	-11,29
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,6	-3,4	-5,6	-6,2	-2,7	-1,8	-2,4	-2,5
Términos de Intercambio (a/a, %)	4,04	-12,62	20,74	5,94	-18,0	-0,7	-1,0	
Precios, tasas & Tasa de Cambio								
IPC (a/a, %, fin periodo)	3,80	1,61	5,62	13,12	9,28	5,20	5,14	4,23
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,63	5,15	4,38
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	5,60	5,05	4,41
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4405	3856	4045
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4153	4052	4020
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	13,0	9,50	9,25	8,75
Indicadores Fiscales*								
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,6	53,4	59,3	61,3	63,0
Balance primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-2,4	-2,4	-1,4
Balance total del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-6,8	-7,1	-6,2

*Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025

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

CONTACTO

Jackeline Piraján Díaz

Gerente de Research
jackeline.pirajan@davilbank.com

Daniela Guio Martinez

Profesional Senior de Research
daniela.guio@davilbank.com

Juan Pablo Leon Uribe

Practicante de Research
juanp.leon@davilbank.com

Usuarios para contacto por chat de Bloomberg

Jackeline Pirajan

Daniela Guio