



31 de agosto de 2026

## Economía global

### Alzas de la Fed a la vista ..... 2

Pese a sorpresas a la baja en los datos de empleo e inflación, el tono más hawkish de Warsh en Jackson Hole sostiene las expectativas de nuevas alzas de tasas este año.

## Colombia

### Fuerte crecimiento enfrenta el choque del terremoto ..... 5

Consolidación fiscal aplazada.

## Revisión de Escenario

### Mundo

|         | 2025 | 2026   |          | 2027   |          |
|---------|------|--------|----------|--------|----------|
|         |      | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - % | 3.3  | 3.2    | 3.2      | 3.4    | 3.4      |

### Brasil

|                            | 2025  | 2026   |          | 2027   |          |
|----------------------------|-------|--------|----------|--------|----------|
|                            |       | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - %                    | 2.3   | 1.9    | 1.9      | 1.5    | 1.5      |
| BRL / USD (dic)            | 5.47  | 5.30   | 5.30     | 5.50   | 5.50     |
| Tasas de interés (dic) - % | 15.00 | 13.75  | 13.75    | 12.50  | 12.50    |
| IPC (%)                    | 4.3   | 5.1    | 5.1      | 4.4    | 4.4      |

### Argentina

|                        | 2025 | 2026   |          | 2027   |          |
|------------------------|------|--------|----------|--------|----------|
|                        |      | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - %                | 4.4  | 2.3    | 2.8      | 2.5    | 2.5      |
| ARS / USD (dic)        | 1459 | 1600   | 1600     | 2100   | 2100     |
| Tasa de referencia - % | 27.0 | 26.0   | 26.0     | 25.0   | 25.0     |
| IPC - %                | 31.5 | 30.0   | 30.0     | 25.0   | 25.0     |

### Colombia

|                            | 2025 | 2026   |          | 2027   |          |
|----------------------------|------|--------|----------|--------|----------|
|                            |      | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - %                    | 2.6  | 2.4    | 2.5      | 2.4    | 2.3      |
| COP / USD (dic)            | 3757 | 3100   | 3400     | 3100   | 3400     |
| Tasas de interés (dic) - % | 9.25 | 12.50  | 13.00    | 11.00  | 11.50    |
| IPC - %                    | 5.1  | 7.0    | 7.5      | 5.6    | 5.8      |

### Paraguay

|                            | 2025 | 2026   |          | 2027   |          |
|----------------------------|------|--------|----------|--------|----------|
|                            |      | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - %                    | 6.6  | 4.5    | 4.0      | 4.0    | 4.0      |
| PYG / USD (dic)            | 6598 | 6100   | 6300     | 6150   | 6400     |
| Tasas de interés (dic) - % | 6.00 | 5.50   | 5.50     | 5.50   | 5.50     |
| IPC - %                    | 3.1  | 3.5    | 3.5      | 3.5    | 3.5      |

Fuente: Itaú

### América Latina y el Caribe

|         | 2025 | 2026   |          | 2027   |          |
|---------|------|--------|----------|--------|----------|
|         |      | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - % | 2.5  | 2.3    | 2.5      | 2.4    | 2.5      |

### México

|                            | 2025 | 2026   |          | 2027   |          |
|----------------------------|------|--------|----------|--------|----------|
|                            |      | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - %                    | 0.5  | 1.4    | 1.1      | 1.8    | 1.8      |
| MXN / USD (dic)            | 18.0 | 17.5   | 18.4     | 18.0   | 18.9     |
| Tasas de interés (dic) - % | 7.00 | 6.50   | 6.50     | 6.50   | 6.50     |
| IPC - %                    | 3.7  | 4.0    | 4.1      | 3.8    | 3.8      |

### Chile

|                            | 2025  | 2026   |          | 2027   |          |
|----------------------------|-------|--------|----------|--------|----------|
|                            |       | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - %                    | 2.5   | 0.9    | 1.3      | 2.7    | 2.8      |
| CLP / USD (dic)            | 900.6 | 900.0  | 900.0    | 880.0  | 880.0    |
| Tasas de interés (dic) - % | 4.50  | 4.50   | 4.50     | 4.50   | 4.50     |
| IPC - %                    | 3.5   | 4.1    | 4.1      | 3.0    | 3.0      |

### Perú

|                            | 2025 | 2026   |          | 2027   |          |
|----------------------------|------|--------|----------|--------|----------|
|                            |      | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - %                    | 3.4  | 3.3    | 3.3      | 3.4    | 3.4      |
| PEN / USD (dic)            | 3.36 | 3.40   | 3.40     | 3.40   | 3.40     |
| Tasas de interés (dic) - % | 4.25 | 4.75   | 4.75     | 4.75   | 4.75     |
| IPC - %                    | 1.5  | 4.4    | 4.4      | 2.6    | 2.6      |

### Uruguay

|                            | 2025 | 2026   |          | 2027   |          |
|----------------------------|------|--------|----------|--------|----------|
|                            |      | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - %                    | 1.8  | 0.8    | 1.2      | 1.5    | 1.5      |
| UYU / USD (dic)            | 39.0 | 40.5   | 40.5     | 41.0   | 41.0     |
| Tasas de interés (dic) - % | 7.50 | 5.75   | 5.75     | 6.50   | 6.50     |
| IPC - %                    | 3.6  | 4.7    | 4.9      | 4.5    | 4.5      |

## Economía global

## Alzas de la Fed a la vista

- ▶ **Geopolítica:** el conflicto en el Medio Oriente no muestra señales de resolución en el corto plazo, lo que mantiene bajo presión los precios del petróleo y de los combustibles.
- ▶ **Estados Unidos:** pese a sorpresas a la baja en los datos de empleo e inflación, el tono más *hawkish* de Warsh en Jackson Hole sostiene las expectativas de nuevas alzas de tasas este año.
- ▶ **Europa:** esperamos un alza adicional hasta 2,5% en septiembre, nivel que se mantendría durante todo 2027, frente al 2,0% que proyectábamos previamente.
- ▶ **China:** un crecimiento de 4,7% sigue siendo alcanzable si se acelera la ejecución del estímulo fiscal ya anunciado.
- ▶ **América Latina:** menor crecimiento, desinflación gradual y Bancos Centrales cautelosos.

**Mantenemos nuestro escenario de precios del petróleo en USD 80/bbl hacia fines de 2026 y USD 75/bbl hacia fines de 2027, aunque el riesgo apunta a que se mantengan elevados por más tiempo, en un contexto en que el conflicto entre EE.UU. e Irán no se resuelve, y los flujos a través de Ormuz siguen restringidos.** Durante el último mes las negociaciones entre ambos países no registraron avances. Irán no está dispuesto a ceder el control del estrecho y, al mismo tiempo, EE.UU. intensifica su presión económica: reanudó el bloqueo naval para restringir las exportaciones iraníes y anunció una nueva ronda de sanciones financieras. Nuestro escenario contempla que finalmente se alcance algún acuerdo que normalice los flujos de petróleo, lo que sustenta la proyección de USD 80/bbl hacia fines de 2026. Con todo, si el conflicto se prolonga, los precios podrían mantenerse más presionados de lo que sugieren los fundamentos estructurales del *commodity*, los que apuntan a un balance superavitario.

**En Estados Unidos, la actividad se mantiene sólida, pero los datos recientes de mercado laboral e inflación sorprendieron a la baja.** La economía continúa expandiéndose a buen ritmo —el consumo creció 3,2% t/t en el 2T y la demanda interna, 4,0%—, pero la creación de empleo volvió a perder tracción en el margen: el promedio móvil de tres meses de las nóminas laborales cayó a 42 mil en julio, desde 106 mil en junio, aun cuando la tasa de desempleo se mantuvo baja en 4,1%, cerca de sus mínimos recientes. A nuestro juicio, la inversión en IA explica buena parte del impulso al PIB de los últimos trimestres y, en el mercado laboral, se ha traducido en menor contratación más que en mayor desempleo. A ello se suma la caída de los

flujos migratorios desde el inicio de la administración Trump, que opera como un *shock* negativo de oferta y refuerza el menor ritmo de crecimiento del empleo.

**La inflación PCE subyacente sorprendió a la baja en junio (0,13% m/m), pero repuntó de forma moderada en julio (0,25%), con la tasa anual todavía elevada en 3,3%.** Si bien los altos precios del petróleo y sus derivados siguen constituyendo un riesgo inflacionario hacia adelante, los últimos datos de inflación no han vuelto a mostrar señales de aceleración.

**Tras el discurso más restrictivo de Warsh en Jackson Hole, mantenemos nuestra expectativa de dos alzas de tasas este año.** Los miembros más cautelosos del FOMC siguieron abogando por nuevos incrementos. No obstante, algunos consejeros con mayor peso en las decisiones de política condicionaron esas alzas a los datos entrantes —los cuales han sido más benignos en el margen—, lo que mantiene el panorama abierto. Con todo, el mensaje de Warsh, que enfatizó la falta de avances en la tendencia inflacionaria y la necesidad de una respuesta de política monetaria, sostiene nuestra proyección de alzas en septiembre y octubre de este año.

**En Europa, esperamos un alza adicional hasta 2,5% en septiembre, nivel que se mantendría durante todo 2027, frente al 2,0% que proyectábamos previamente.** Por una parte, la inflación no exhibe efectos de segunda vuelta relevantes y las expectativas permanecen ancladas. Por otra, la actividad ha mostrado mayor resiliencia pese al *choque* energético, lo que refuerza la idea de que el BCE llevaría la tasa de política al techo del rango neutral, estimado entre 1,5%

y 2,5%, para preservar su credibilidad. El escenario, sin embargo, sigue supeditado al frente geopolítico: precios del petróleo sostenidos por sobre USD 90/bbl o sorpresas inflacionarias al alza podrían obligar a llevar la tasa de política a niveles por encima del nivel neutral.

**En China, mantenemos nuestra proyección de crecimiento en 4,7% para 2026, meta aún alcanzable si se acelera la ejecución del estímulo fiscal ya anunciado.** En la reunión del Politburó de julio, las autoridades adoptaron un tono más cauteloso respecto de la actividad y reafirmaron su compromiso de acelerar el gasto fiscal, aunque sin transmitir urgencia por una nueva ronda de medidas. Estimamos que resta por ejecutar un espacio fiscal cercano a RMB 1,3 billones, equivalente a 1,8% del PIB. Si la actividad continúa moderándose, ese estímulo deberá desplegarse con mayor rapidez para asegurar el cumplimiento de la meta de este año. Para 2027, mantenemos la proyección de crecimiento en 4,5%.

**En cuanto a la moneda china, el debate sobre una posible subvaluación recobró fuerza en las últimas semanas en torno a dos narrativas:** una intervención cambiaria deliberada, por un lado, y una debilidad estructural de la demanda interna, por otro. Consideramos que ambas lecturas son complementarias, pero una nueva ronda de apreciación dependerá sobre todo del frente geopolítico y, en particular, de una nueva extensión del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China.

**América Latina: menor crecimiento, desinflación gradual y Bancos Centrales cautelosos**

**Crecimiento: la inversión se perfila como el motor en Chile y Perú**

**Las perspectivas de crecimiento en América Latina continúan siendo marcadamente divergentes: Perú y Colombia destacan, mientras Chile y Argentina siguen lidiando con una demanda interna débil.**

La economía argentina perdió dinamismo en el 2T26, con una contracción del PIB de 0,9% t/t SA, y los indicadores líderes no anticipan una recuperación clara al inicio del 3T26. En consecuencia, redujimos nuestra proyección de crecimiento para 2026 a 2,3%, desde 2,8%, con riesgos sesgados a la baja.

En Chile, la recuperación será más gradual. El PIB se contrajo en el primer semestre y las condiciones del mercado laboral siguen frágiles. Aun así, las

perspectivas de mediano plazo se apoyan en un catastro de inversión que se fortalece y que debería erigirse en el principal pilar de la recuperación. Revisamos a la baja nuestra proyección de crecimiento a 0,9% en 2026 y 2,7% en 2027, escenario que continúa incorporando una expansión secuencial de la actividad en los próximos trimestres.

En Colombia, tras un 2T26 mejor de lo previsto, el reciente terremoto pesaría sobre la actividad en el 3T26, lo que motivó una leve revisión a la baja de la proyección de crecimiento de 2026 a 2,4%. Esperamos que el gasto en reconstrucción impulse un rebote (en forma de "V") hacia el cierre del año.

La actividad en México contrasta exportaciones resilientes y una demanda interna débil. El mayor dinamismo de las exportaciones manufactureras, especialmente en sectores ligados a la tecnología, permitió una modesta mejora de la proyección del PIB de 2026 a 1,4%; sin embargo, el retiro del estímulo fiscal, el menor crecimiento salarial, remesas más débiles y una inversión privada acotada siguen limitando el crecimiento. La proyección para 2027 se mantiene sin cambios en 1,8%.

Perú se mantiene como la historia de crecimiento más sólida de la región. Pese a las interrupciones climáticas, la demanda interna sigue robusta: la inversión privada avanzó 17,6% a/a y el consumo registró alzas consistentes. Un mercado laboral firme, términos de intercambio favorables y la confianza empresarial respaldan proyecciones de crecimiento de 3,3% en 2026 y 3,4% en 2027.

**Inflación: la desinflación avanza, pero persisten los riesgos climáticos y de alimentos**

**La dinámica inflacionaria mejora de forma gradual en la mayoría de los países, aunque los riesgos climáticos asociados a El Niño son un desafío relevante.**

En Argentina, si bien la inflación repuntó transitoriamente en julio, hasta 2,1% m/m, las tendencias subyacentes siguen siendo favorables y las expectativas apuntan a registros mensuales más bajos hacia adelante. Mantenemos sin cambios la proyección de inflación de cierre de año en 30%.

En Chile, la inflación total se moderó a 3,5% a/a en julio, desde los niveles más altos del primer semestre, mientras la medida subyacente ya se ubica nuevamente en torno a la meta de 3%. Mantenemos nuestra proyección en 4,1% para fines de 2026. Aunque la

depreciación del peso y los mayores precios del petróleo introducen riesgos al alza en el corto plazo, esperamos una convergencia gradual hacia la meta hacia mediados de 2027.

Colombia sorprendió positivamente. El IPC de julio avanzó solo 0,17% m/m, con lo que la inflación anual descendió a 6,0%. La apreciación cambiaria y una menor probabilidad de alzas en los combustibles están compensando los riesgos sobre los precios de los alimentos asociados al fenómeno de El Niño. Así, revisamos a la baja las proyecciones de inflación a 7,0% para fines de 2026 y 5,6% para fines de 2027, niveles que aún se ubican muy por encima de la meta del Banco Central.

En México, las perspectivas de inflación mejoraron de manera modesta. Las menores presiones en los precios de los alimentos permitieron reducir levemente la proyección de cierre de 2026 a 4,0%, mientras 2027 se mantiene en 3,8%. No obstante, la inflación de servicios sigue por sobre los niveles prepandemia por los elevados costos laborales, lo que implica un camino lento y volátil hacia la plena normalización.

En Perú, los riesgos climáticos asociados a El Niño siguen amenazando los precios de los alimentos, por lo que mantenemos una proyección de inflación de cierre de año de 4,4%, por sobre el consenso, con una convergencia a la meta que solo se materializaría durante 2027.

**Política monetaria: Bancos Centrales cautelosos ante señales divergentes de crecimiento e inflación**

**Los Bancos Centrales han ido adoptando de forma creciente una postura cautelosa y dependiente de los datos, aunque las trayectorias de política difieren de manera considerable entre países.**

En Argentina, el foco está menos en las tasas de interés y más en preservar la estabilidad financiera mediante la acumulación de reservas. El BCRA ya superó su meta inicial y las autoridades consideran que seguir acumulando resulta crítico de cara al ciclo electoral presidencial de 2027 y a eventuales shocks asociados a El Niño.

En Chile, esperamos que el BCCh permanezca en pausa por un período prolongado. Proyectamos la TPM en 4,5% durante 2026 y 2027, en un contexto en que el BCCh debe equilibrar una inflación todavía por sobre la meta con una actividad débil y holguras en el mercado

laboral. El mercado incorpora algunas alzas, pero esas expectativas lucen excesivas salvo que las expectativas de inflación se desanclen.

En Colombia, el panorama inflacionario sigue siendo suficientemente desafiante como para que el Banco de la República sostenga una postura restrictiva. Si bien el terremoto debería postergar un mayor estrechamiento en el corto plazo, seguimos esperando que la tasa de política suba de 12,0% a 12,5% hacia fines de 2026, para luego descender gradualmente a 11,0% hacia fines de 2027.

En México, Banxico luce firmemente en pausa. Esperamos que la tasa de política se mantenga en 6,5% hasta fines de 2027, con una barrera alta tanto para recortes como para alzas: un peso más fuerte y una demanda interna más débil apuntan a tasas más bajas, mientras la persistencia de la inflación subyacente y los riesgos externos justifican la cautela.

En Perú, el BCRP mantuvo la tasa en 4,25% en agosto, pero adoptó un tono más *hawkish*. Con la inflación aún sobre la meta y riesgos climáticos elevados, esperamos alzas por 50 pb hacia fines de año, que llevarían la tasa de política a 4,75%.

Proyecciones: Economía global

|                                               | 2022  | 2023  | 2024  | 2025 | 2026P  |          | 2027P  |          |
|-----------------------------------------------|-------|-------|-------|------|--------|----------|--------|----------|
|                                               |       |       |       |      | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| <b>Economía mundial</b>                       |       |       |       |      |        |          |        |          |
| Crecimiento del PIB Mundial - %               | 3,5   | 3,2   | 3,2   | 3,3  | 3,2    | 3,2      | 3,4    | 3,4      |
| EUA - %                                       | 2,5   | 2,9   | 2,8   | 2,1  | 2,4    | 2,4      | 2,2    | 2,2      |
| Zona del Euro - %                             | 3,7   | 0,6   | 0,9   | 1,5  | 0,5    | 0,5      | 1,2    | 1,2      |
| China - %                                     | 3,0   | 5,4   | 5,0   | 5,0  | 4,7    | 4,7      | 4,5    | 4,5      |
| <b>Inflación</b>                              |       |       |       |      |        |          |        |          |
| Núcleo del CPI (EUA)., final del período - %  | 5,7   | 3,9   | 3,2   | 2,6  | 2,6    | 2,6      | 2,6    | 2,6      |
| <b>Tasas de interés y monedas</b>             |       |       |       |      |        |          |        |          |
| Tasa Fed - %                                  | 4,1   | 5,4   | 4,5   | 3,6  | 4,1    | 4,1      | 4,1    | 4,1      |
| Treasury 10 años (EUA), final del período - % | 3,88  | 3,88  | 4,58  | 4,18 | 4,65   | 4,50     | 4,65   | 4,50     |
| USD/EUR - final del período                   | 1,07  | 1,10  | 1,04  | 1,17 | 1,13   | 1,13     | 1,13   | 1,13     |
| CNY/USD - final del período                   | 6,9   | 7,1   | 7,3   | 7,0  | 6,8    | 6,8      | 6,8    | 6,8      |
| Índice DXY (*)                                | 103,5 | 101,3 | 108,5 | 98,3 | 102,2  | 102,2    | 101,7  | 101,7    |

Fuente: FMI, Bloomberg, Itaú

\* El DXY es un índice para el valor internacional del dólar americano, que mide su desempeño en relación a una cesta de monedas incluyendo: euro, yen, libra, dólar canadiense, franco suizo y corona sueca.

Colombia

Fuerte crecimiento enfrenta el choque del terremoto

- ▶ Aunque el crecimiento del PIB sorprendió al alza en el segundo trimestre de 2026, se espera que el terremoto provoque una desaceleración temporal de la actividad en el tercer trimestre, lo que nos llevó a una ligera revisión a la baja de la proyección de crecimiento para 2026 hasta 2,4% (desde 2,5%), antes de una recuperación impulsada por las labores de reconstrucción hacia finales del año.
- ▶ Una inflación menor a la esperada en el margen, la apreciación del peso colombiano y una menor probabilidad de nuevos aumentos en los precios de los combustibles compensan los riesgos inflacionarios derivados de un fenómeno de El Niño muy intenso. Como resultado, ahora esperamos que la inflación cierre en 7,0% en 2026 y 5,6% en 2027 (frente a 7,5% y 5,8% previstos anteriormente).
- ▶ Ahora esperamos que la tasa de política monetaria alcance 12,5% al cierre de 2026 (50 pb por debajo de nuestra proyección previa) antes de descender gradualmente hasta 11,0% al cierre de 2027 (frente a 11,5% estimado anteriormente).

La actividad económica gana impulso, pero el terremoto nubla las perspectivas.

**La demanda interna impulsa un crecimiento superior al esperado.** La actividad económica se aceleró en el segundo trimestre de 2026, con un crecimiento del PIB de 3,5% anual (2,2% en el primer trimestre), superando tanto las proyecciones del equipo técnico de BanRep como las expectativas del mercado. El crecimiento estuvo impulsado por la administración pública, el comercio y las actividades de entretenimiento, mientras que la agricultura continuó restando dinamismo. La inversión fija bruta

aumentó 7,0% anual, apoyada por una mayor inversión en maquinaria y equipo, mientras que el consumo total creció 4,4% anual, liderado por un fuerte gasto público. En términos desestacionalizados, el PIB avanzó 1,3% trimestral, impulsado por la inversión y el gasto público, acelerándose frente al 0,6% registrado en el primer trimestre de 2026.

**Aunque la actividad económica venía mostrando un desempeño mejor al esperado, revisamos ligeramente a la baja nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2026, de 2,5% a 2,4%, reflejando los efectos transitorios del terremoto.**

Nuestro escenario contempla una desaceleración temporal de la actividad durante el tercer trimestre de 2026, seguida de una recuperación en forma de "V" hacia finales de año, a medida que el gasto en reconstrucción y la inversión en las zonas afectadas comiencen a respaldar el crecimiento económico.

## Consolidación fiscal aplazada

**El Gobierno anuncia mayores déficits fiscales en 2026 y 2027.** El Ministerio de Hacienda ahora espera un déficit fiscal nominal de 7,2% del PIB en 2026, frente al 5,3% en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP). El déficit de 2027 fue revisado materialmente al alza hasta 9,4% del PIB, muy por encima del 4,5% previsto anteriormente. El déficit primario también fue revisado al alza hasta 3,3% del PIB en 2026 (desde 2,1%) y 4,5% en 2027 (desde 0,5%). Se proyecta que la deuda pública aumente a 59,7% para 2026 (58,9% en el MFMP), mientras que las estimaciones para 2027 aumentaron a 66,2% (58,9% en el MFMP).

**Proyecto de ajuste fiscal en preparación.** El Gobierno planea presentar un proyecto de ajuste fiscal a finales de septiembre con el objetivo de reducir el gasto en COP 40 billones (2% del PIB).

**Las necesidades de financiamiento aumentaron sustancialmente.** El panorama fiscal revisado implica requerimientos de endeudamiento bruto significativamente mayores. Para 2026, el financiamiento externo aumenta a USD 11.900 millones y el financiamiento interno a COP 110 billones, mientras que las necesidades de financiamiento de 2027 aumentaron de forma aún más pronunciada, con endeudamiento externo proyectado en USD 26.100 millones y emisiones internas por COP 150,8 billones. El mayor requerimiento de financiamiento pone de relieve los desafíos derivados de un persistente bajo desempeño de los ingresos, mayores costos por intereses y elevados compromisos de gasto.

**Los daños causados por el terremoto alcanzarían cerca de 1,5% del PIB.** Según las autoridades, el sismo generó pérdidas significativas equivalentes a alrededor de 1,5% del PIB y daños en infraestructura estimados entre 0,4% y 0,6% del PIB. En respuesta, el Gobierno declaró un Estado de Emergencia Económica por 30 días, lo que le permite reasignar recursos presupuestales, autorizar financiamiento de emergencia y adoptar medidas excepcionales. Es importante destacar que el Gobierno planea financiar

los esfuerzos de reconstrucción mediante financiamiento externo, emisión de deuda interna y reasignación presupuestal, en lugar de recurrir a aumentos de impuestos.

**El terremoto y la actualización de las orientaciones oficiales nos llevaron a revisar materialmente al alza nuestra proyección de déficit fiscal nominal para 2026 y 2027.** Ahora esperamos un déficit fiscal nominal de 7,5% del PIB en 2026 (anteriormente 5,0%) y de 8,4% en 2027 (anteriormente 4,3%), asumiendo la aprobación de un recorte de gasto equivalente a 1,0% del PIB dentro del paquete de ajuste fiscal que será presentado por el Ministerio de Hacienda al Congreso en septiembre.

**El peso colombiano continúa superando el desempeño de sus pares emergentes.** Una menor prima de riesgo, sólidos flujos de inversión de portafolio y de inversión extranjera directa, junto con términos de intercambio favorables y elevadas tasas de interés reales, han impulsado una marcada apreciación de la moneda. Adicionalmente, las mayores necesidades de financiamiento asociadas a la recuperación tras el terremoto han incrementado las expectativas de nuevos ingresos de capital en moneda extranjera, tanto públicos como privados, para financiar la emergencia económica. De hecho, el peso colombiano cotiza en sus niveles más fuertes de los últimos siete años, pese al programa de acumulación de reservas internacionales de USD 4.000 millones anunciado por BanRep para un período de dos años, del cual ya se ejecutó una primera etapa por USD 400 millones en agosto. En este contexto, revisamos nuestra proyección de tasa de cambio a COP 3.100 por dólar para 2026 y 2027, frente a los COP 3.400 previstos anteriormente.

## La inflación se modera en el margen.

**La inflación sorprendió significativamente a la baja en julio.** El IPC total aumentó 0,17% mensual, por debajo de la mediana de las expectativas del mercado (0,31%), lo que redujo la inflación anual a 6,03%, revirtiendo parcialmente la tendencia observada tras cinco incrementos mensuales consecutivos. La inflación básica también continuó moderándose gradualmente, ubicándose en 6,49% anual. En el margen, las dinámicas inflacionarias han mejorado: estimamos que la inflación trimestral anualizada se redujo a 6,5% en el tercer trimestre de 2026, desde 7,1% en el segundo trimestre, mientras que la inflación básica descendió a 5,8%, frente a 6,6% previamente.

**A pesar de la mejora reciente, la inflación y las expectativas de inflación continúan muy por encima de la meta, mientras que un fenómeno de El Niño de gran intensidad representa el principal riesgo al alza.** Proyectamos que la inflación de alimentos cierre 2026 en 11,2%, significativamente por encima del consenso de mercado (7,9%). Sin embargo, estos riesgos alcistas deberían verse compensados por la apreciación del peso colombiano y una menor probabilidad de nuevos aumentos en los precios de los combustibles tras la emergencia económica. Como resultado, ahora esperamos que la inflación cierre en 7,0% en 2026 y 5,6% en 2027 (frente a 7,5% y 5,8% previstos anteriormente). Por su parte, la encuesta de analistas de BanRep anticipa una inflación de 6,6% al cierre de 2026, mientras que las expectativas para finales de 2027 aumentaron a 5,1%, ambas por debajo de nuestras proyecciones.

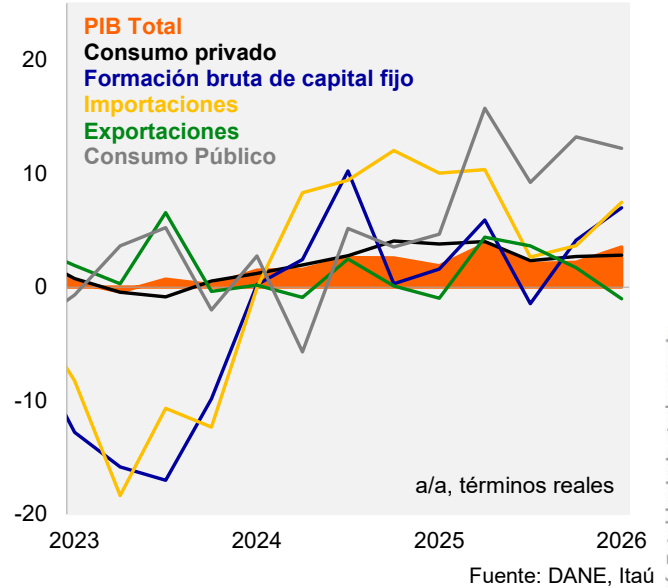
### BanRep mantiene un sesgo restrictivo.

**El Informe de Política Monetaria de BanRep, presentado antes del terremoto, reforzó la visión de que la inflación permanecerá elevada durante un período prolongado.** El equipo técnico elevó su proyección de inflación para el cierre de 2026 a 6,9% (desde 6,4%) y para el cierre de 2027 a 4,3%, manteniendo la inflación por encima de la meta a lo largo de todo el horizonte de pronóstico. Esta revisión refleja mayores presiones provenientes de los precios de los alimentos y los regulados, una demanda interna más fuerte y el impacto de un fenómeno de El Niño severo. De hecho, BanRep proyecta que la inflación de alimentos alcanzará 9,0% al cierre de 2026 (frente a 7,1% anteriormente), mientras que la inflación de regulados fue revisada al alza hasta 7,1%.

**El escenario de BanRep contemplaba nuevos incrementos de tasas.** El escenario base del equipo técnico implicaba una trayectoria para la tasa de política monetaria superior a las expectativas de los analistas observadas en julio, que apuntaban a 12,5% para el cuarto trimestre de 2026 y 10,9% para el cuarto trimestre de 2027. En línea con ello, las minutas de la reunión de julio reforzaron la percepción de que la decisión de mantener la tasa en 12,0% correspondió a una pausa táctica y no al final del ciclo de endurecimiento monetario o a un giro hacia una postura más expansiva, con tres miembros de la Junta votando a favor de un aumento adicional de 50 puntos básicos. Sin embargo, los efectos transitorios negativos del terremoto sobre la actividad económica deberían llevar a BanRep a aplazar nuevos

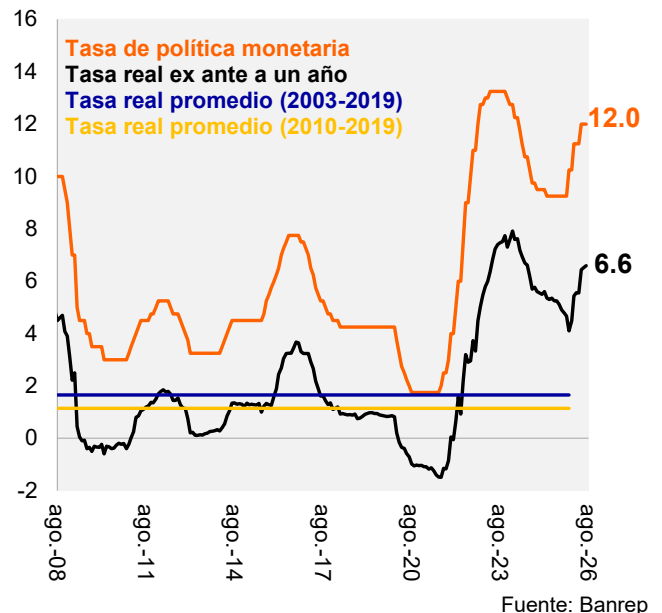
incrementos de tasas en el corto plazo. En este contexto, ahora esperamos que la tasa de política monetaria alcance 12,5% al cierre de 2026 (50 pb por debajo de nuestra proyección anterior) antes de descender gradualmente hasta 11,0% al cierre de 2027 (frente a 11,5% previsto anteriormente).

### Mejor desempeño de la inversión



Itaú. Establecimiento bancario.

### La tasa real permanece en terreno restrictivo



**Andrés Pérez M.  
Vittorio Peretti  
Carolina Monzón  
Juan Robayo**

Proyecciones: Colombia

|                                              | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026P  |          | 2027P  |          |
|----------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|----------|--------|----------|
|                                              |       |       |       |       | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| Actividad económica                          |       |       |       |       |        |          |        |          |
| Crecimiento real del PIB - %                 | 7,3   | 0,7   | 1,5   | 2,6   | 2,4    | 2,5      | 2,4    | 2,3      |
| PIB nominal - USD mil millones               | 345   | 364   | 389   | 493   | 568    | 544      | 659    | 600      |
| Población (millones de habitantes)           | 51,8  | 52,2  | 52,7  | 53,2  | 53,4   | 53,4     | 53,7   | 53,7     |
| PIB per cápita - USD                         | 6.657 | 6.972 | 7.375 | 9.276 | 10.638 | 10.182   | 12.276 | 11.171   |
| Tasa de desempleo (prom. anual)              | 11,2  | 10,2  | 10,2  | 8,9   | 9,5    | 9,5      | 9,5    | 9,5      |
| Inflación                                    |       |       |       |       |        |          |        |          |
| IPC - %                                      | 13,1  | 9,3   | 5,2   | 5,1   | 7,0    | 7,5      | 5,6    | 5,8      |
| Tasa de interés                              |       |       |       |       |        |          |        |          |
| Tasa de referencia - final del año - %       | 12,00 | 13,00 | 9,50  | 9,25  | 12,50  | 13,00    | 11,00  | 11,50    |
| Balanza de pagos                             |       |       |       |       |        |          |        |          |
| COP / USD - final del período                | 4.810 | 3.822 | 4.409 | 3.757 | 3.100  | 3.400    | 3.100  | 3.400    |
| Balanza comercial - USD mil millones         | -14,5 | -9,7  | -10,8 | -16,4 | -14,0  | -12,0    | -12,0  | -11,0    |
| Cuenta Corriente - % PIB                     | -6,1  | -2,4  | -1,7  | -2,4  | -2,5   | -2,3     | -3,0   | -2,8     |
| Inversión Extranjera Directa - % PIB         | 5,0   | 4,6   | 3,4   | 2,3   | 3,5    | 2,3      | 3,7    | 2,5      |
| Reservas Internacionales - USD mil millones  | 56,7  | 59,1  | 61,9  | 65,7  | 67,5   | 66,5     | 69,0   | 68,0     |
| Finanzas Públicas                            |       |       |       |       |        |          |        |          |
| Resultado Primario Gob. Central - % del PIB  | -1,0  | -0,3  | -2,4  | -3,5  | -3,1   | -2,6     | -3,5   | -2,1     |
| Resultado Nominal Gob. Central - % del PIB   | -5,3  | -4,2  | -6,7  | -6,4  | -7,5   | -5,0     | -8,4   | -4,3     |
| Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB | 60,8  | 56,3  | 61,6  | 64,3  | 62,7   | 59,3     | 68,2   | 62,1     |

Fuente: IMF, Bloomberg, Dane, Banrep, Haver, Itaú.

Estudio macroeconómico - Itaú  
Diogo Guillen – Economista Jefe

Tel: +5511 3708-2696  
E-mail: [macroeconomia@itaubba-economia.com](mailto:macroeconomia@itaubba-economia.com)

1. Este informe fue elaborado y publicado por el Departamento de Investigación Macroeconómica de Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este informe no es un producto del Departamento de Análisis de Acciones de Itaú Unibanco o Itaú Corretora de Valores SA y no debe considerarse como un informe de análisis a los efectos del artículo 1 de la Instrucción CVM 20 de 2021.
2. Este informe está destinado únicamente a proporcionar información macroeconómica y no constituye y no debe interpretarse como una oferta de compra o venta o como una solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier instrumento financiero o para participar en una estrategia determinada de negocios en cualquier jurisdicción. La información contenida en este informe fue considerada razonable al momento de su publicación y se obtuvo de fuentes públicas que se consideraron confiables. Sin embargo, Itaú Unibanco no ofrece ninguna seguridad o garantía, ya sea expresa o implícita, en cuanto a la integridad, confiabilidad o exactitud de esta información. Este informe tampoco pretende ser una lista completa o resumida de los mercados o desarrollos que se abordan en él. Las opiniones, estimaciones y proyecciones expresadas en este informe reflejan la opinión actual del analista responsable del contenido de este informe en la fecha de su publicación y, por lo tanto, están sujetas a cambios sin previo aviso. Itaú Unibanco no tiene la obligación de actualizar, modificar o enmendar este informe e informar al lector.
3. Las opiniones expresadas en este informe reflejan con precisión, única y exclusivamente las visiones y opiniones personales del analista a cargo y fueron producidas de manera independiente e autónoma, incluso en relación con Itaú Unibanco, Itaú Corretora de Valores SA y otras compañías del grupo económico de Itaú Unibanco.
4. Este informe no puede reproducirse ni redistribuirse a ninguna otra persona, en su totalidad o en parte, para ningún propósito sin el consentimiento previo por escrito de Itaú Unibanco. Información adicional sobre los instrumentos financieros discutidos en este informe está disponible a pedido. Itaú Unibanco y / o cualquier otra compañía de su grupo económico no es responsable y no será responsable de ninguna decisión, inversión o de otro tipo, basada en los datos aquí divulgados.

**Nota adicional:** Este material no tiene en cuenta los objetivos específicos, la situación financiera o las necesidades de ningún cliente en particular. Los clientes deben obtener asesoramiento financiero, legal, contable, económico, crediticio y de mercado individual en función de sus objetivos y características personales antes de tomar cualquier decisión basada en la información aquí contenida. Al acceder a este material, usted reconoce que conoce las leyes de su jurisdicción con respecto a la provisión y venta de productos de servicios financieros. Usted reconoce que este material contiene información de propiedad exclusiva y acepta conservar esta información únicamente para su uso exclusivo. También confirma que comprende los riesgos relacionados con el mercado discutidos en este material.

Por consultas, sugerencias, quejas, críticas y cumplidos, comuníquese con el SAC de Itaú: 0800 728 0728. O contáctenos a través de nuestro portal <https://www.itaui.com.br/atenda-itaui/para-voce/>. Si no está satisfecho con la solución propuesta, comuníquese con el Defensor del Pueblo Corporativo de Itaú: 0800 570 0011 (de lunes a viernes de 9.00 a 18.00 hs.) o a nuestro correo postal a 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos los días, las 24h, al 0800 722 1722.

## Información relevante para Colombia

La información contenida en este informe fue producida por Itaú Colombia S.A, a partir de las condiciones actuales del mercado y las recientes coyunturas económicas, basada en información y datos obtenidos de fuentes públicas, que se consideran fidedignas, pero cuya veracidad no se garantiza. Esta información no constituye y, en ningún caso, debe interpretarse como una oferta de negocio jurídico o solicitud para comprar o vender algún instrumento financiero, o para participar en una estrategia de negocio en particular en cualquier jurisdicción. Toda la información y estimaciones que aquí se presentan derivan de nuestros estudios internos y pueden ser modificadas en cualquier momento sin previo aviso. Itaú Colombia S.A. no asume ningún tipo de responsabilidad legal por las decisiones de inversión basadas en la información contenida y divulgada en este documento. Asimismo, el presente documento de análisis no puede entenderse como asesoría en los temas que trata por parte de quien lo recibe.

Este informe fue preparado y publicado por el equipo de Itaú Análisis Económico de Itaú Colombia S.A. Este material es para uso exclusivo de sus receptores y su contenido no puede ser reproducido, publicado o redistribuido en ninguna forma, en todo o en parte, sin la autorización previa de Itaú Colombia S.A.

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.