

Escenario macro - Colombia



18 de junio de 2025

Economía global

A la espera del shock arancelario 2

La resiliencia de la actividad y el inminente shock inflacionario llevan a la Reserva Federal a mantener la cautela (seguimos esperando un recorte en diciembre), en medio de un escenario de deterioro fiscal.

Colombia

El marco fiscal marcará la pauta 7

Seguimos esperando una tasa de política de 8,5% para fin de 2025 y de 7,75% para fin de 2026, aunque un aumento de la incertidumbre política interna podría dar lugar a menos recortes.

Mundo

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,2	2,9	2,8	2,8	2,8

Brasil

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,4	2,2	2,2	1,5	1,5
BRL / USD (dic)	6,18	5,65	5,75	5,65	5,75
Tasas de interés (dic) - %	12,25	14,75	14,75	12,75	12,75
IPCA (%)	4,8	5,3	5,5	4,4	4,4

Argentina

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-1,7	5,2	5,2	4,0	4,0
ARS / USD (dic)	1033	1300	1300	1515	1515
Tasa de referencia - %	32,0	29,0	29,0	20,0	20,0
IPC - %	117,8	27,5	30,0	20,0	20,0

Colombia

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,7	2,5	2,2	2,5	2,6
COP / USD (dic)	4409	4300	4400	4200	4300
Tasas de interés (dic) - %	9,50	8,50	8,50	7,75	7,75
IPC - %	5,2	5,1	4,8	3,6	3,5

Paraguay

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,2	3,5	3,5	3,5	3,5
PYG / USD (dic)	7913	8000	8000	8125	8125
Tasas de interés (dic) - %	6,00	6,00	6,00	5,50	5,50
IPC - %	3,8	4,0	4,0	3,5	3,5

Fuente: Itaú

América Latina y el Caribe

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,4	2,4	2,2	2,2	2,2

México

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,4	0,2	-0,5	1,0	1,0
MXN / USD (dic)	20,8	20,0	21,0	20,5	21,3
Tasas de interés (dic) - %	10,00	7,50	7,50	7,00	7,00
IPC - %	4,2	3,9	3,9	3,6	3,6

Chile

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,6	2,6	2,2	2,0	2,0
CLP / USD (dic)	996,5	940,0	970,0	910,0	940,0
Tasas de interés (dic) - %	5,00	4,25	4,50	4,00	4,00
IPC - %	4,5	3,8	4,0	3,0	3,0

Perú

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,3	2,8	2,8	2,7	2,7
PEN / USD (dic)	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80
Tasas de interés (dic) - %	5,00	4,25	4,25	4,00	4,00
IPC - %	2,0	2,3	2,3	2,0	2,0

Uruguay

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,1	2,3	2,3	2,5	2,5
UYU / USD (dic)	44,1	42,6	43,0	43,5	44,3
Tasas de interés (dic) - %	8,75	9,25	9,50	9,00	9,50
IPC - %	5,5	4,7	5,1	4,7	5,0

Economía global

A la espera del shock arancelario

- ▶ **En un contexto de crecientes tensiones geopolíticas, acuerdos comerciales siguen pendientes, y el riesgo sigue apuntando a mayores aranceles en el futuro.**
- ▶ **EE.UU.:** la resiliencia de la actividad y el inminente shock inflacionario llevan a la Reserva Federal a mantener la cautela (seguimos esperando un recorte en diciembre), en medio del deterioro de las finanzas públicas.
- ▶ **Europa:** el Banco Central señaló una vara más alta para recortar la tasa de interés, en línea con nuestro escenario de tasa terminal en 2,0%. En un entorno de menor interés en activos estadounidenses, revisamos nuestra proyección para el euro a 1,12 (desde 1,10 anteriormente).
- ▶ **China:** una actividad resiliente respaldada por las exportaciones elimina la urgencia de un nuevo estímulo, por ahora. Mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para el PIB en 4,5% para 2025 y 4,0% para 2026.
- ▶ **América Latina:** revisamos las proyecciones de crecimiento del PIB este año en la mayoría de las economías.

La incertidumbre sigue elevada, a la espera de los efectos del shock arancelario

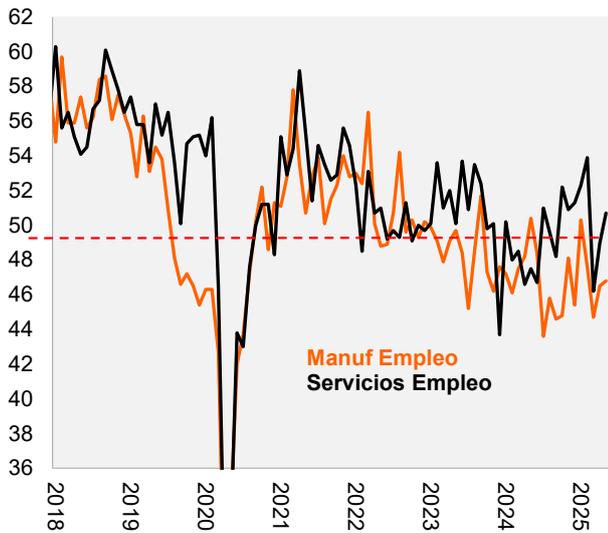
Tras la tregua entre EE.UU. y China, aún no hubo anuncios de acuerdos por parte del Gobierno estadounidense con otros países. El nivel arancelario actual se sitúa en 30% para todas las exportaciones chinas -compuesto por un 20% como sanción relacionada con el fentanilo y un 10% como medida recíproca- y un 10% para otros países. Algunos sectores, como el aluminio y el acero, reciben un trato diferenciado, ya que los aranceles sobre estos productos se duplicaron a 50% a fines de mayo. En resumen, el arancel promedio efectivo de EE.UU. es de 14,6%, lo que supone un aumento de 12 p.p.

Ante la proximidad de los plazos de negociación, parece más probable que se produzcan nuevos aumentos que reducciones respecto a los niveles actuales. Las próximas fechas relevantes son el 9 de julio y el 12 de agosto, cuando expiran las treguas arancelarias recíprocas con el resto del mundo y China, respectivamente. En nuestra opinión, es poco probable que EE.UU. modere los aranceles a China relacionados con el fentanilo, a pesar de los recientes esfuerzos por mejorar el diálogo. Además, sigue existiendo el riesgo de aranceles sectoriales sobre el cobre, los productos farmacéuticos y los semiconductores. Las investigaciones sobre estos sectores están en curso, pero aún no concluyeron.

En EE.UU., la actividad económica se mantiene resiliente y la inflación moderada, pero el shock inflacionario aún está por llegar. Dado que los datos del PIB han estado bastante distorsionados por el adelanto de las importaciones previo a la introducción de los aranceles y su posterior recuperación, el indicador no ha sido la mejor métrica para entender el ritmo de la economía (el PIB se contrajo 0,3% en el 1T, y estimamos una expansión de 3,5% en el 2T). El mercado laboral refleja de mejor manera el estado de la economía y los datos más recientes de nóminas muestran que la creación de empleo aún no se ha moderado significativamente, con un promedio móvil de 3 meses en 135.000 y el desempleo estable en 4,2%. La inflación se mantuvo moderada en los últimos meses, aunque sigue elevada. Seguimos esperando un impacto inflacionario significativo de los aranceles, que elevará el IPC subyacente a 3,8% y el GCP subyacente a 3,5%.

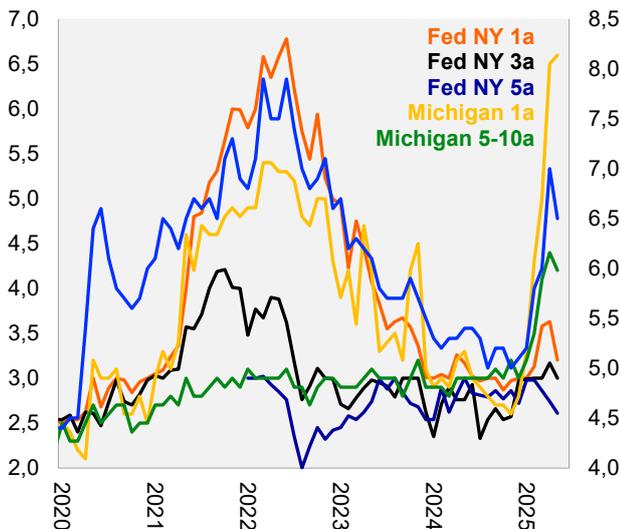
Los riesgos de cola derivados de una actividad más débil y de una inflación superior a la prevista se atenuaron en el margen, ya que el pesimismo de las encuestas de consumidores y empresas tocaron fondo y las expectativas de inflación se redujeron (ver gráficos).

El empleo según el ISM registra cierta recuperación



Fuente: Haver e Itaú

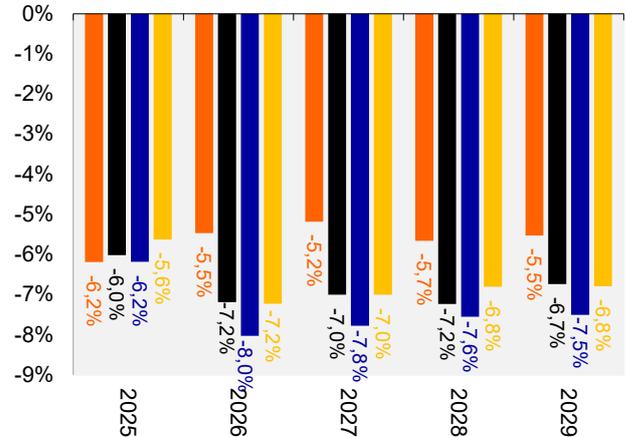
Mejoran las expectativas de inflación de los consumidores



Fuente: Haver e Itaú

La aprobación del nuevo paquete fiscal en la Cámara de Representantes apunta a un escenario de aceleración del crecimiento del déficit y la deuda, presionando al alza las tasas de interés a largo plazo y reduciendo el atractivo del dólar. El paquete fiscal aprobado por la Cámara -conocido como *One Big Beautiful Bill (OBBA)*- sugiere que el déficit fiscal podría aumentar hasta 6,5-7,0% del PIB en los próximos años, frente a 5,5-6,0% estimado para este año. Aunque la aprobación definitiva aún requiere el visto bueno de ambas cámaras del Congreso, no esperamos cambios significativos en el Senado. La falta de urgencia a la hora de abordar el deterioro de la trayectoria fiscal ya aumentó la presión sobre los rendimientos de bonos del Tesoro a largo plazo, una tendencia que esperamos que continúe. En consecuencia, revisamos nuestra previsión de fin de año para el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años a 4,50% (frente a 4,25%). Este entorno también contribuyó al reciente debilitamiento del dólar, en medio de un descenso más generalizado del atractivo de los activos estadounidenses a escala mundial.

Estimaciones del déficit nominal de EE.UU. (% PIB)



CBO ene 2025 actual escenario de referencia de ley
Estimaciones de proyecto fiscal de Diputados
Proyecto Diputados + posibles cambios (Senado)
Diputados + cambios + Ingresos arancelarios

Fuente: Itaú

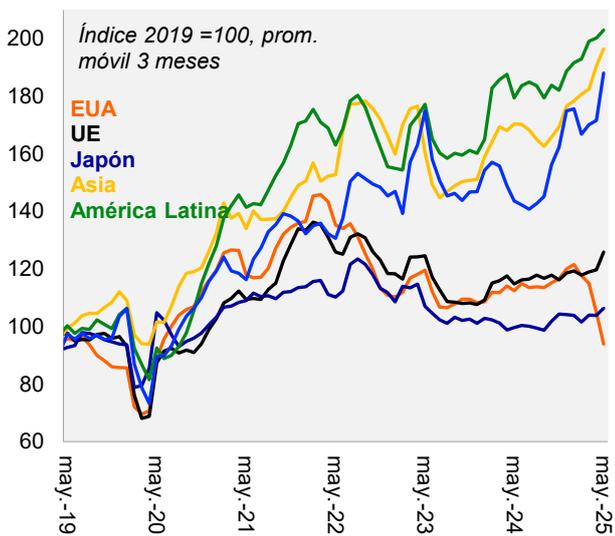
Seguimos esperando la Fed mantenga cautela y recorte su tasa de política en diciembre.

La resiliencia de la actividad y la falta de claridad en las negociaciones comerciales están impulsando a la Fed a esperar y ver cuál será el efecto sobre la economía. Las recientes declaraciones de los responsables de la Reserva Federal se movieron cautelosamente en esta dirección, señalando un apetito limitado por recortes de la tasa hasta que el impacto económico sea más claro.

En el caso de China, a pesar de las tensiones mundiales, las exportaciones en el agregado siguen resilientes, lo que reduce la necesidad de una nueva ronda de medidas de estímulo a corto plazo. Las exportaciones mantienen un ritmo positivo, ya que los productos chinos se reorientan a otros destinos -como los países asiáticos-, compensando el fuerte descenso de la demanda estadounidense (ver gráfico). La reciente tregua entre EE.UU. y China, cuyo

plazo inicial expira en agosto, aún no se reflejó en los datos de la balanza comercial de mayo. Esperamos que el dinamismo de las exportaciones continúe en el corto plazo, impulsadas por la reorientación hacia otros países y, en menor medida, por las compras anticipadas.

Desglose de las exportaciones por regiones



Fuente: Haver e Itaú

Mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para China en 4,5% para 2025 y 4,0% para 2026. El modelo de crecimiento sigue anclado en las exportaciones y el sector manufacturero. Además, la aplicación del estímulo fiscal de este año avanzó más rápidamente que en 2024, proporcionando un mayor apoyo a la actividad de corto plazo. En consecuencia, no esperamos medidas de estímulo adicionales y creemos que cualquier debate sobre nuevos anuncios fiscales se pospondrá probablemente hasta 2026 (en lugar de julio de este año), a la luz de los datos recientes y dado también que el shock fue más leve de lo que parecía en el momento álgido de las tensiones comerciales.

En Europa, el Banco Central señaló un umbral más alto para nuevos recortes de la tasa, confirmando nuestra opinión de una tasa terminal en el nivel actual de 2,0%. La reunión de política monetaria de junio confirmó que el ciclo de recortes de la tasa se acerca a su fin, ya que las previsiones de inflación siguen convergiendo hacia la meta de 2%. Hubo una señal de mayor confianza en que la actividad económica persiste sin mostrar, al menos por ahora, una importante desaceleración debido al shock arancelario. Mantenemos nuestras previsiones de

crecimiento en 0,8% para 2025 y 1,5% para 2026, incorporando el impulso esperado del estímulo fiscal de Alemania el próximo año.

Menor interés por los activos estadounidenses en medio de la incertidumbre sobre la política económica nos llevó a revisar nuestra previsión para el euro a 1,12 (desde 1,10) tanto para 2025 como para 2026. Aunque el diferencial de tasas de interés entre EE.UU. y la Zona Euro apoyaría normalmente un euro más débil, es probable que la persistente aversión al riesgo hacia los activos estadounidenses siga siendo el factor dominante.

América Latina: Revisando crecimiento al alza

Las perspectivas mundiales fueron excepcionalmente inciertas en los últimos meses, con cambios en las previsiones de crecimiento, inflación y tasa de política en las principales economías avanzadas repercutiendo en nuestros pronósticos para la región. El mes pasado, tras el acuerdo entre EE.UU. y China que condujo a una disipación de las crecientes tensiones comerciales, mejoramos nuestras previsiones de crecimiento para la mayoría de las economías de la región. Este mes nuevamente elevamos nuestras proyecciones de crecimiento, debido a varios factores, como las revisiones de nuestro escenario internacional (mayor crecimiento en EE.UU.), datos de actividad mejores de lo esperado en las cuentas nacionales del 1T25, y una mejora de los ya elevados términos de intercambio, entre otros. Aun así, la incertidumbre en materia de política comercial sigue siendo elevada y las economías andinas están expuestas a aranceles específicos sobre el cobre y otros bienes concretos. Es importante señalar que nuestra previsión revisada de una mayor tasa a largo plazo en EE.UU. no necesariamente implica condiciones financieras internacionales más restrictivas para economías emergentes, dado que vemos un dólar global algo más débil.

Crecimiento al alza. La economía mexicana se está desacelerando, pero pocos sectores experimentaron contracciones mensuales secuenciales, lo que contrasta con desaceleraciones económicas anteriores, mientras que algunos indicadores económicos arrojaron resultados mejores de lo esperado; además, vemos un mayor crecimiento en EE.UU. En consecuencia, revisamos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 a +0,2% desde -0,5%, mientras que mantenemos nuestra proyección actual

de 1,0% para 2026. También revisamos al alza las previsiones de crecimiento del PIB para este año en Chile (a 2,6%) y Colombia (2,5%), mientras que incorporamos un sesgo al alza en nuestra previsión para Perú (2,8%). Es importante señalar que la recuperación de la inversión minera en Chile y Perú parece estar bien encaminada. Sin embargo, la debilidad del mercado laboral y la baja dinámica del crédito comercial en Chile son importantes puntos de vigilar para medir la fortaleza de la recuperación cíclica. Se prevé que Argentina siga experimentando el crecimiento más rápido de la región (5,2%), lo que refleja un importante arrastre del año pasado, salarios reales más altos y la mejora de los fundamentos.

Pequeños ajustes a nuestras previsiones de inflación. En Chile, revisamos nuestra previsión de inflación de fin de año a 3,8%, desde 4,0%, reflejando la menor inflación acumulada en el año y la dinámica del tipo de cambio. En Colombia, por el contrario, aunque el IPC se situó algo por debajo de las expectativas en mayo, tras varias sorpresas al alza, revisamos nuestra proyección al alza la inflación de fin de año a 5,1%, debido a la indexación y a la presión en el rubro de arriendos. En México, a pesar de la reciente sorpresa al alza de fines de mayo, mantuvimos nuestra previsión de inflación de fin de año en 3,9% y 3,6% en 2026. En nuestra opinión, la fase desinflacionaria se produjo en gran medida debido al componente no subyacente, y las recientes sorpresas al alza indican un aumento de la volatilidad, principalmente en la inflación de los alimentos. La inflación subyacente de bienes sigue mostrando una presión alcista marginal debido a un efecto de base bajo, mientras que la inflación de servicios sigue siendo persistente en un contexto de mercado laboral bajo tensión.

Un reinicio más temprano del ciclo de flexibilización en Chile. Aunque revisamos al alza nuestra proyección de crecimiento en Chile, el descenso más rápido de lo previsto de la inflación subyacente y los riesgos de un posible deterioro pronunciado del contexto exterior, en un escenario de expectativas de inflación bien ancladas, abrieron la puerta a un reinicio más temprano del ciclo de flexibilización; ahora prevemos un total de tres recortes de 25pb este año para terminar el año en 4,25%. Mantuvimos nuestras previsiones de tasa de política en otros lugares de la región. En México, creemos que el Banxico introducirá un recorte de 50pb en junio y, a partir de ahora, prevemos un enfoque de mayor cautela que desacelerará el ritmo a 25pb hasta 7,5% en septiembre. La posible volatilidad del tipo de cambio en México como resultado de los menores diferenciales de

tasa de interés con EE.UU., será clave a la hora de calibrar ajustes adicionales. En Colombia, esperamos que el BanRep haga una pausa en la próxima reunión y luego continúe recortando a un ritmo de 25b a 8,5% a fin de año, aun cuando la incertidumbre de la política fiscal interna sigue siendo elevada.

Enfoque en las cuentas fiscales. Aunque no realizamos cambios significativos en nuestras proyecciones fiscales de la región, los últimos acontecimientos merecen atención, especialmente tras los desajustes fiscales que se produjeron el año pasado. En Chile, la meta oficial original de déficit estructural para este año (1,1% del PIB) se revisará al alza (1,6%), y en Perú también se prevé que la meta oficial de déficit fiscal nominal (2,2% del PIB) sea mayor (2,8%). Estas revisiones se producen incluso cuando los ingresos reales mejoraron y se acercan elecciones. Más recientemente, la decisión de activar una cláusula de escape a la regla fiscal en Colombia, en ausencia de un shock severo, sugiere que es probable que el déficit nominal se acerque a nuestra previsión de 7,0%, muy por encima de la meta oficial original de 5,1%. La erosión de la institucionalidad fiscal, reflejada en el incumplimiento y las revisiones de las metas, junto con el aumento de la deuda pública, plantean el riesgo de dañar gradualmente uno de los pilares clave que han contribuido a una mayor estabilidad macroeconómica en estas economías durante las últimas décadas.

Los mercados están pendientes de las elecciones en varias economías este año y el próximo. El calendario electoral de este año continuará en Argentina con las elecciones legislativas a nivel nacional, previstas para el 26 de octubre. En Chile, las elecciones presidenciales y legislativas se celebrarán el 16 de noviembre, y es probable que la segunda vuelta presidencial tenga lugar el 21 de diciembre. El próximo año, las elecciones generales están previstas para el 12 de abril en Perú, con una posible segunda vuelta presidencial el 7 de junio; a diferencia de las elecciones anteriores, los votantes también elegirán a 60 nuevos miembros del Senado, órgano que vuelve al sistema político peruano después de varias décadas. También el año próximo se celebran elecciones legislativas en Colombia el 8 de marzo, y presidenciales el 31 de mayo, con una segunda vuelta el 21 de junio. En Brasil están previstas elecciones generales el 4 de octubre de 2026 y una segunda vuelta el 25 de octubre. En el siguiente cuadro se describen las fechas clave.

Fechas Electorales Clave		
Argentina	7 de septiembre de 2025	Elecciones legislativas locales en Buenos Aires
	26 de octubre de 2025	Elecciones legislativas nacionales
	10 de diciembre de 2025	Inician su mandato legisladores nacionales electos
Brasil	4 de octubre de 2026	Elecciones generales
	25 de octubre de 2026	Segunda vuelta
Chile	29 de junio de 2025	Primarias presidenciales de la coalición de Gobierno
	16 de noviembre de 2025	Elecciones presidenciales y legislativas
	14 de diciembre de 2025	Segunda vuelta presidencial (si es necesario)
	11 de marzo de 2026	Comienzan nuevos mandatos presidencial y legislativos
Colombia	8 de marzo de 2026	Elecciones legislativas
	31 de mayo de 2026	Primera vuelta presidencial
	21 de junio de 2026	Segunda vuelta presidencial (si es necesario)
México	1 de septiembre de 2025	Nuevos jueces y magistrados comienzan sus mandatos
Peru	12 de abril de 2026	Elecciones generales
	7 de junio de 2026	Segunda vuelta presidencial (si es necesario)
	28 de julio de 2026	Funcionarios electos comienzan su mandato

Fuente: Itaú basado en fuentes oficiales

Proyecciones: Economía global

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P		
						Actual	Anterior	Actual	Anterior	
Economía mundial										
Crecimiento del PIB Mundial - %	-2,8	6,3	3,5	3,2	3,2	2,9	2,8	2,8	2,8	
EUA - %	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	1,7	1,2	1,5	1,5	
Zona del Euro - %	-6,2	6,3	3,6	0,4	0,8	0,8	0,8	1,5	1,5	
China - %	2,3	8,4	3,1	5,4	5,0	4,5	4,5	4,0	4,0	
Inflación										
Núcleo del CPI (EUA), final del período - %	1,6	5,5	5,7	3,9	3,2	3,8	4,0	3,0	3,0	
Tasas de interés y monedas										
Tasa Fed - %	0,1	0,1	4,1	5,4	4,5	4,1	4,1	3,6	3,6	
Treasury 10 años (EUA), final del período - %	0,93	1,47	3,88	3,88	4,58	4,50	4,25	4,25	4,25	
USD/EUR - final del período	1,22	1,13	1,07	1,10	1,04	1,12	1,10	1,12	1,10	
CNY/USD - final del período	6,5	6,4	6,9	7,1	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2	
Índice DXY (*)	89,9	95,7	103,5	101,3	108,5	99,8	101,9	99,4	101,6	

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

El marco fiscal marcará la pauta

- ▶ Las presiones de indexación y los aumentos de los precios de los arriendos superiores a los previstos nos llevaron a revisar nuestra previsión de inflación para fin de año a 5,1%. La posibilidad de otro aumento significativo del salario mínimo el próximo año, en el contexto de un proceso electoral, plantea riesgos al alza para la senda de desinflación.
- ▶ Seguimos esperando una tasa de política de 8,5% para fin de 2025 y de 7,75% para fin de 2026, aunque un aumento de la incertidumbre política interna podría dar lugar a menos recortes.

Continúa la recuperación de la actividad

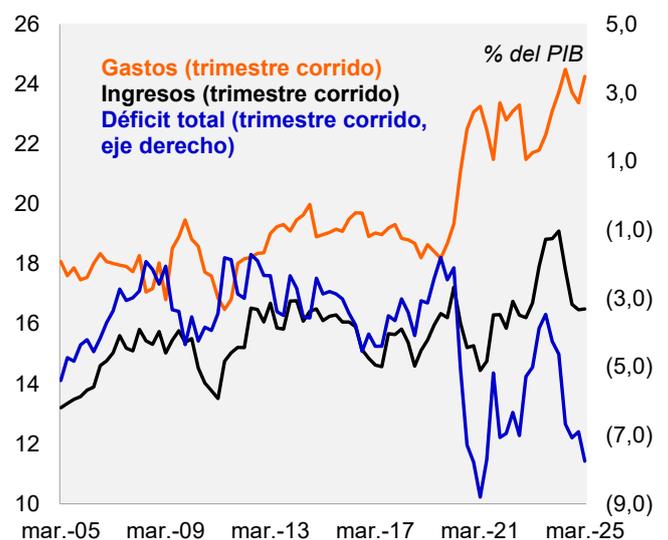
El PIB de Colombia creció por encima de las expectativas en el 1T25. La economía creció 0,8% (desestacionalizado) del 4T24 al 1T25, impulsada principalmente por el consumo de los hogares. Sin embargo, la inversión bruta fija cayó en el margen, mientras que la dinámica de las importaciones se mantuvo fuerte. En términos anuales, el PIB aumentó 2,7% en el 1T25, ligeramente por encima de la previsión del equipo técnico del BanRep (2,5%). El mercado laboral se mantiene apretado, con una tasa de desempleo desestacionalizada de 8,8%, su nivel más bajo desde el año 2000, muy por debajo de la estimación de la NAIRU del BanRep de 10,2%. Por su parte, la confianza empresarial fue dispar en abril, aunque está mejorando gradualmente.

Aumento gradual del déficit de cuenta corriente en el 1T25; retroceso de los flujos de IED. Se registró un déficit de cuenta corriente 2.290 millones de dólares en el primer trimestre del año, que representa 2,2% del PIB, 345 millones de dólares más que el registrado en el 1T24. Por consiguiente, el déficit acumulado de cuenta corriente de 4T aumentó 0,1 p.p. con respecto al 4T24 a 1,8% del PIB (7.600 millones de dólares). Nuestra desestacionalización muestra, en el margen, que el déficit anualizado se sitúa en 2,3% del PIB en el 1T25, 0,5 p.p. más que en el 4T24. Mientras tanto, la inversión directa en Colombia ascendió a 3.142 millones de dólares en el primer trimestre de 2025 (3,2% del PIB), 540 millones de dólares (o 15%) menos que en el primer trimestre de 2024. La inversión directa neta alcanzó los 2453 millones de dólares en el trimestre (2,4% del PIB). En resumen, la inversión directa neta registró una cobertura de 107% del déficit de cuenta corriente, inferior a la de los últimos periodos.

La perspectiva del déficit fiscal se ha revisado significativamente al alza

La reciente actualización de las estimaciones refleja el desafiante panorama fiscal para Colombia. El déficit fiscal nominal se incrementó en 2 pp a 7,1% del PIB (+6,7% en 2024), con un déficit primario de 2,4% del PIB (+0,2% esperado en el MFMP 2024). El déficit primario es mucho mayor que la regla fiscal de 0,3% del PIB en 2025. Se espera un déficit fiscal nominal de 6,2% del PIB para el próximo año (4,3% en el MFMP 2024; déficit primario de 1,4% del PIB), y una reducción a 4.9% en 2027 (3,6% en el MFMP 2024; déficit primario de 0,3% del PIB). Mayor discusión sobre las cuentas fiscales de Colombia está disponible aquí.

El gasto sigue siendo elevado



Fuente: Ministerio de Hacienda; Itaú

Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS) aprobó por unanimidad la cláusula de escape de la Regla Fiscal, que permite un mayor déficit. Con la activación de la cláusula de escape, la regla fiscal fue suspendida para 2025, 2026 y 2027, permitiendo déficits fiscales más grandes y afectando aún más la credibilidad fiscal de Colombia. El principal argumento para la activación de la cláusula de escape es la probabilidad de un cierre del gobierno dado que el 86% del gasto total es inflexible, mientras que la dinámica de los ingresos actuales ha sido inferior a lo esperado.

Aumenta la incertidumbre política

Un senador de la oposición y potencial candidato presidencial fue herido de bala en público. El senador y posible candidato presidencial del partido opositor de centro-derecha Centro Democrático, Miguel Uribe Turbay, recibió un disparo el sábado durante una reunión pública con simpatizantes en el oeste de Bogotá. Uribe Turbay permanece en estado crítico. Uribe, líder político de derecha de 39 años, fue elegido senador por primera vez en 2022. Su familia también se vio afectada por la violencia en el pasado, ya que su madre fue secuestrada y asesinada por el cártel de Pablo Escobar en los noventa. Es probable que las tensiones políticas aumenten antes de las elecciones primarias presidenciales de octubre y de las elecciones presidenciales de mayo de 2026.

La presión del IPC y las preocupaciones fiscales exigen cautela

Las presiones inflacionarias secuenciales se mantienen en niveles elevados. Los precios al consumidor subieron 0,32% mensual en mayo, por debajo del consenso, impulsados por vivienda y servicios públicos, los precios de los alimentos y hoteles y restaurantes. En términos interanuales, la inflación total cayó 11pb desde abril a 5,05% en mayo, mientras que la inflación subyacente cayó 8pb a 5,43%, no sólo retomando su tendencia a la baja sino también volviendo al nivel de marzo (máximo de 10,60% en abril de 2023). La inflación de servicios bajó 26pb a un aún elevado 6,6% (máximo de 9,51% en septiembre), a medida que se normalizan gradualmente los precios de los arriendos. En el margen, estimamos que la inflación acumulada en el trimestre fue de 5,5% (anualizada desestacionalizada; 5,2% en el 1T25). La inflación subyacente se mantiene elevada en 5,1%, desde 5,0% en el 1T25 (anualizada desestacionalizada).

Se incrementan las expectativas de inflación subyacente, se espera que las tasas se mantengan estables este mes. Según la encuesta mensual de analistas del BanRep, las expectativas de inflación para finales de 2025 cayeron en 5 pb hasta el 4,75%. De manera similar, la expectativa de inflación a un año cayó en 5 pb hasta el 3,90%, manteniéndose dentro del límite superior del rango objetivo del 2-4% por cuarto mes consecutivo. En contraste, las medidas subyacentes aumentaron en 10 pb y 7 pb para alcanzar respectivamente el 4,70% y el 3,97% para el final del año y los próximos doce meses. En cuanto a la política monetaria, el 68,3% de los analistas encuestados esperan una pausa en el ciclo (9,25%) en la reunión de junio. Se espera que el ciclo se reanude en julio con una reducción de 25 pb, mientras que la tasa de fin de año se mantendrá en 8,25% (estable desde mayo). La tasa terminal para el ciclo también se mantuvo en 7,0% (alcanzada en octubre de 2026).

Proceso desinflacionario más lento

La recuperación de la demanda interna favorece un mejor desempeño de la actividad económica este año. Tras el crecimiento del PIB de 1,7% del año pasado y la sorpresa al alza del 1T25, revisamos nuestra previsión del PIB para 2025 a 2,5% para este año y el próximo (anteriormente se esperaba 2,2% y 2,6%, respectivamente). Los sectores terciario y agrícola seguirán impulsando la actividad, y el consumo privado seguirá siendo el motor principal.

En un contexto de elevadas remesas, se espera que los niveles de déficit de cuenta corriente se mantengan bajos. A pesar de una recuperación más pronunciada de las importaciones en relación con las exportaciones, impulsada por una fuerte demanda interna, los elevados niveles de remesas nos llevan a prever un déficit de cuenta corriente aún contenido de 2,6% este año (estable respecto al escenario anterior; 1,8% del PIB en 2024). Tras el acuerdo entre EE.UU. y China, hubo una importante corrección del riesgo país, provocando la apreciación de la moneda. Ahora esperamos que el tipo de cambio termine este año en 4.300 pesos/dólar (anteriormente esperábamos 4.400 pesos) y para fin de 2026 en 4.200 pesos (4.300 pesos en el escenario anterior).

Se mantiene el sesgo alcista para la inflación. En medio de las presiones de indexación y de un aumento de los precios de los alquileres superior al previsto (que representan el 25% de la canasta total del IPC), esperamos ahora que la inflación a fin de año sea de 5,1% (anteriormente se esperaba 4,8%). Gana peso la

posibilidad de otro aumento significativo del salario mínimo el año que viene. Ahora esperamos que el IPC se sitúe a fin de año en 3,6% (3,5% previsto anteriormente).

Las preocupaciones fiscales llevarán al BanRep a mantener una postura de cautela. A pesar de la decisión unánime de recortar la tasa en abril, la ralentización del proceso de desinflación y las preocupaciones fiscales ponen la vara muy alta para otro recorte en la reunión de junio. Seguimos esperando una tasa de 8,5% para fin de año y de 7,75% para fin de 2026, estable con respecto al escenario anterior.

Vittorio Peretti
Carolina Monzón
Juan Robayo
Angela Gonzalez

Proyecciones: Colombia

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P		
						Actual	Anterior	Actual	Anterior	
Actividad económica										
Crecimiento real del PIB - %	-7,2	10,8	7,3	0,7	1,7	2,5	2,2	2,5	2,6	
PIB nominal - USD mil millones	270	322	345	364	420	421	414	458	445	
Población (millones de habitantes)	50,9	51,4	51,8	52,2	52,7	53,2	53,2	53,5	53,5	
PIB per cápita - USD	5.312	6.272	6.657	6.972	7.968	7.909	7.775	8.554	8.309	
Tasa de desempleo (prom. anual)	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	9,6	9,8	9,8	9,8	
Inflación										
IPC - %	1,6	5,6	13,1	9,3	5,2	5,1	4,8	3,6	3,5	
Tasa de interés										
Tasa de referencia - final del año - %	1,75	3,00	12,00	13,00	9,50	8,50	8,50	7,75	7,75	
Balanza de pagos										
COP / USD - final del período	3.433	3.981	4.810	3.822	4.409	4.300	4.400	4.200	4.300	
Balanza comercial - USD mil millones	-10,1	-15,3	-14,5	-9,7	-10,8	-11,0	-11,0	-10,0	-10,0	
Cuenta Corriente - % PIB	-3,4	-5,6	-6,1	-2,4	-1,8	-2,6	-2,6	-3,1	-3,1	
Inversión Extranjera Directa - % PIB	2,8	3,0	5,0	4,6	3,4	3,6	3,6	3,7	3,7	
Reservas Internacionales - USD mil millones	58,5	58,0	56,7	59,1	61,9	62,5	62,5	64,0	64,0	
Finanzas Públicas										
Resultado Primario Gob. Central - % del PIB	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-2,4	-2,2	-2,2	-1,2	-1,2	
Resultado Nominal Gob. Central - % del PIB	-7,8	-7,1	-5,3	-4,2	-6,8	-7,0	-7,0	-5,5	-5,5	
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	65,0	63,0	60,8	56,7	63,3	65,2	66,3	65,8	66,8	

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

Estudio macroeconómico - Itaú

Mario Mesquita – Economista Jefe

Tel: +5511 3708-2696 –

E-mail: 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.itaú.com.br/atenda-itaú/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.