

Escenario macro - Colombia



30 de marzo de 2026

Economía global

En estado de guerra..... 2

El conflicto entre Estados Unidos, Israel e Irán podría representar un importante shock de oferta global, afectando la actividad económica y elevando la inflación.

Colombia

Con el aumento de los riesgos inflacionarios, prevalece la cautela 8

Un Congreso fragmentado pone el foco en la carrera presidencial

Revisión de Escenario

Mundo

| | 2025 | 2026 | | 2027 | |
|---------|------|------------|----------|------------|----------|
| | | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - % | 3,3 | 3,4 | 3,6 | 3,4 | 3,4 |

Brasil

| | 2025 | 2026 | | 2027 | |
|----------------------------|-------|--------------|----------|--------------|----------|
| | | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - % | 2,3 | 1,9 | 1,9 | 1,7 | 1,7 |
| BRL / USD (dic) | 5,47 | 5,40 | 5,40 | 5,60 | 5,60 |
| Tasas de interés (dic) - % | 15,00 | 13,00 | 12,25 | 12,00 | 11,25 |
| IPC (%) | 4,3 | 4,5 | 3,8 | 4,1 | 3,9 |

Argentina

| | 2025 | 2026 | | 2027 | |
|------------------------|------|-------------|----------|-------------|----------|
| | | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - % | 4,4 | 3,5 | 3,5 | 3,0 | 3,0 |
| ARS / USD (dic) | 1459 | 1700 | 1700 | 2000 | 1950 |
| Tasa de referencia - % | 27,0 | 30,0 | 28,0 | 25,0 | 22,0 |
| IPC - % | 31,5 | 27,5 | 23,5 | 21,0 | 18,0 |

Colombia

| | 2025 | 2026 | | 2027 | |
|----------------------------|------|--------------|----------|--------------|----------|
| | | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - % | 2,6 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 |
| COP / USD (dic) | 3757 | 3700 | 3700 | 3700 | 3700 |
| Tasas de interés (dic) - % | 9,25 | 12,00 | 12,00 | 10,75 | 10,75 |
| IPC - % | 5,1 | 6,7 | 6,7 | 5,7 | 5,7 |

Paraguay

| | 2025 | 2026 | | 2027 | |
|----------------------------|------|-------------|----------|-------------|----------|
| | | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - % | 6,6 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 4,0 |
| PYG / USD (dic) | 6598 | 6650 | 6650 | 6650 | 6650 |
| Tasas de interés (dic) - % | 6,00 | 5,50 | 5,25 | 5,50 | 5,00 |
| 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 - % | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 |

México

| | 2025 | 2026 | | 2027 | |
|----------------------------|------|-------------|----------|-------------|----------|
| | | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - % | 0,6 | 1,5 | 1,5 | 2,0 | 2,0 |
| MXN / USD (dic) | 17,9 | 18,8 | 18,8 | 19,3 | 19,3 |
| Tasas de interés (dic) - % | 7,00 | 6,50 | 6,50 | 6,50 | 6,50 |
| IPC - % | 3,7 | 4,1 | 3,7 | 3,8 | 3,6 |

Chile

| | 2025 | 2026 | | 2027 | |
|----------------------------|-------|--------------|----------|--------------|----------|
| | | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - % | 2,5 | 2,1 | 2,6 | 2,8 | 2,5 |
| CLP / USD (dic) | 900,6 | 880,0 | 860,0 | 860,0 | 860,0 |
| Tasas de interés (dic) - % | 4,50 | 4,50 | 4,25 | 4,50 | 4,25 |
| IPC - % | 3,5 | 4,1 | 2,8 | 2,9 | 3,0 |

Perú

| | 2025 | 2026 | | 2027 | |
|----------------------------|------|-------------|----------|-------------|----------|
| | | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - % | 3,4 | 3,1 | 3,1 | 3,0 | 3,0 |
| PEN / USD (dic) | 3,36 | 3,40 | 3,40 | 3,40 | 3,40 |
| Tasas de interés (dic) - % | 4,25 | 4,25 | 4,00 | 4,25 | 4,00 |
| IPC - % | 1,5 | 2,5 | 2,0 | 2,3 | 2,0 |

Uruguay

| | 2025 | 2026 | | 2027 | |
|----------------------------|------|-------------|----------|-------------|----------|
| | | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - % | 1,8 | 1,2 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |
| UYU / USD (dic) | 39,0 | 39,5 | 39,5 | 40,0 | 40,0 |
| Tasas de interés (dic) - % | 7,50 | 5,75 | 5,50 | 6,50 | 5,50 |
| IPC - % | 3,6 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 |

Economía global

En estado de guerra

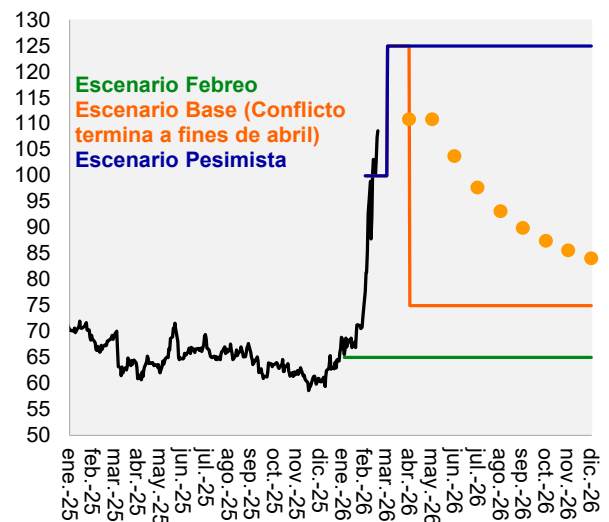
- ▶ **Geopolítica:** Proyectamos precios del petróleo de 125 USD/barril en abril, seguidos de un descenso a 75 USD/barril, suponiendo una resolución del conflicto en Medio Oriente a fines del próximo mes. Sin embargo, es probable que el camino hacia la normalización sea volátil.
- ▶ **Estados Unidos:** Los riesgos inflacionarios, combinados con una actividad económica que sigue sólida, apuntan a una mayor cautela por parte de la Reserva Federal: ya no prevemos recortes de tasas este año.
- ▶ **Europa:** Prevemos un menor crecimiento del PIB debido al *shock* de los precios de energía (0,9% vs. 1,2% anterior). Una tasa de política monetaria al 2% será condicional al desarrollo del conflicto.
- ▶ **China:** Revisamos a la baja nuestra proyección de crecimiento del PIB al 4,7%, reflejando el anuncio de un rango objetivo de crecimiento más conservador de "4,5%–5,0%" por parte de las autoridades.
- ▶ **Latinoamérica:** Distintas trayectorias, en medio de riesgos al alza en precios y posturas más cautelosas de política monetaria.

La presión sobre los precios del petróleo está aumentando fuertemente los riesgos inflacionarios, a pesar de los efectos negativos en actividad.

El conflicto entre Estados Unidos, Israel e Irán podría representar un importante *shock* de oferta global, afectando la actividad económica y elevando la inflación. Hemos actualizado nuestro escenario de petróleo asumiendo una resolución del conflicto para finales de abril y una normalización en mayo, aunque es probable que el camino hacia ese resultado sea volátil.

El flujo de noticias en torno al conflicto sigue siendo muy cambiante, y el cronograma para la normalización en la región es incierto. La principal consecuencia ha sido un fuerte aumento en los precios mundiales de la energía, tras el cierre del Estrecho de Ormuz, por donde transita aproximadamente el 20% del petróleo a nivel mundial. En consecuencia, ajustamos nuestras proyecciones sobre el precio del petróleo, incorporando un precio promedio de 125 USD/barril en abril, seguido de un descenso y estabilización en 75 USD/barril, un nivel superior al de nuestro escenario anterior (65 USD/barril). Lo anterior refleja una mayor prima geopolítica hacia adelante, asociada al riesgo recurrente de interrupciones en el Estrecho.

Precios del Petróleo: Escenarios

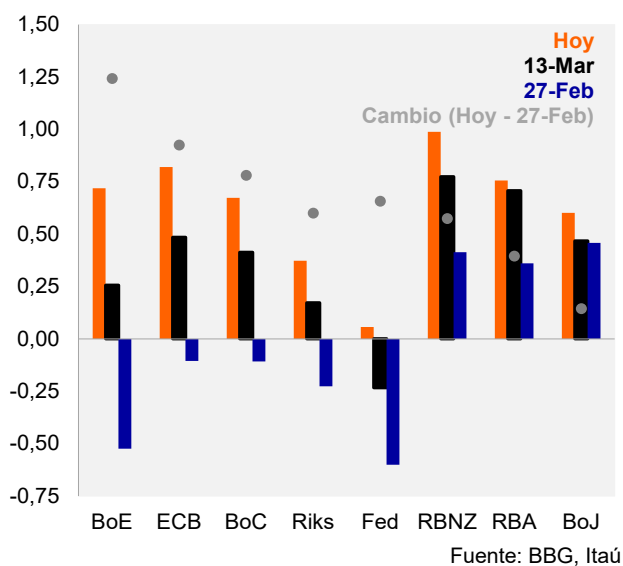


Fuente: Itaú

En respuesta al fuerte aumento en los precios del petróleo, varias economías avanzadas han revisado al alza sus tasas de política. La reacción inicial de los Bancos Centrales ha sido, en general, destacar el aumento de los riesgos inflacionarios. Ningún Banco Central ha recortado tasas, en contraste con las expectativas inmediatamente anteriores al conflicto. La Reserva Federal (EE.UU.), el Banco de Canadá (BoC), el Riksbank (Suecia), el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (Reino Unido) mantuvieron tasas sin cambios y transmitieron un mensaje de mayor cautela respecto a nuevas medidas de flexibilización monetaria. Mientras que el Banco de Japón (BoJ) y el

Banco de la Reserva de Australia (RBA) señalaron una mayor probabilidad de nuevas alzas. En general, las autoridades han enfatizado el riesgo de un aumento de las expectativas inflacionarias y un posible desanclaje si los precios del petróleo se mantienen elevados durante más tiempo. Ante esto, vemos que, probablemente, las autoridades están reaccionando a la reciente y desfavorable experiencia de haber subestimado la persistencia de las perturbaciones de precios post-pandemia.

Tasa de política mercado 2026 (hoy vs 27-Feb)



En Estados Unidos, coincidimos en que se debe prestar mayor atención a los riesgos inflacionarios.

Consideramos que la economía está relativamente protegida del conflicto por varias razones: (i) menor dependencia del petróleo en la cadena de producción, dado que el país es un exportador neto, además de contar con incentivos para una mayor producción

nacional a precios elevados; (ii) una importante expansión fiscal prevista para este año, con un impulso adicional derivado de la disminución del arancel efectivo promedio de importación (tras la anulación judicial de los aranceles impuestos en virtud de la IEEPA) y la posibilidad de un mayor estímulo relacionado con la guerra (el mercado apunta a un posible paquete de 200.000 millones de dólares, sujeto a la aprobación del Congreso); (iii) condiciones financieras que no se han endurecido sustancialmente a pesar de la incertidumbre geopolítica; y (iv) un sólido punto de partida, con inversiones relacionadas con la IA y ganancias de productividad que respaldan una actividad robusta este año.

En cuanto a la inflación, se refuerza nuestra visión previa al conflicto de una inflación que se ubicará persistentemente por encima de la meta. Ante esto, la siguiente tabla muestra las sensibilidades que consideramos para el impacto del *shock* petrolero en la economía, basadas en diferentes estimaciones de la Reserva Federal.

Ante este panorama, ya no vemos recortes de tasa por parte de la Fed este año (versus los dos recortes que proyectábamos anteriormente). A pesar de una postura más *dovish* de la Reserva Federal —que probablemente persistirá con Kevin Warsh como nuevo presidente en la segunda mitad del año—consideramos que el entorno macroeconómico no justifica recortes de tasas en 2026. Además, vemos riesgos al alza si los precios del petróleo se mantienen estructuralmente altos y repercuten en las expectativas de inflación. Asimismo, una inflación subyacente cercana al 3,5%, junto con una tasa de desempleo estable, probablemente reactivaría el debate sobre alzas de tasas en el FOMC.

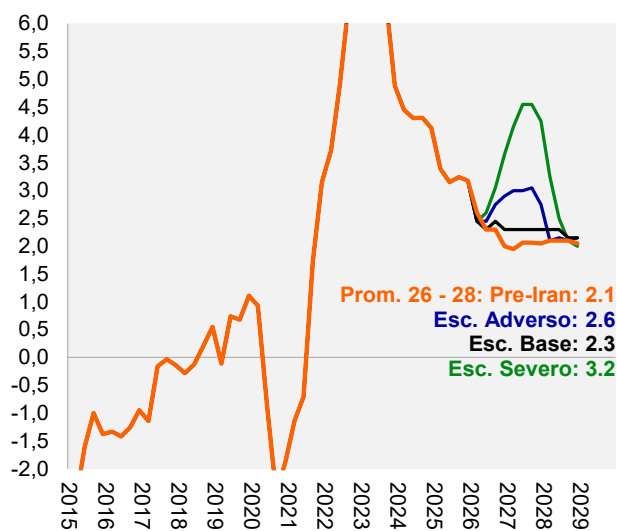
| Paper | Elasticidad | | | | 2026 Petróleo en \$90 | | | | 2026 Petróleo en \$125 | | | |
|---------------------|----------------|--------------|-------------|-----------------|-----------------------|--------------|-------------|-----------------|------------------------|--------------|-------------|-----------------|
| | Shock Petróleo | PIB | Inflación | Inflación suby. | Shock Petróleo | PIB | Inflación | Inflación suby. | Shock Petróleo | PIB | Inflación | Inflación suby. |
| Fed 2018 | \$10 | -0,03 | 0,35 | 0,00 | 30 | -0,09 | 1,05 | 0,00 | 65 | -0,20 | 2,28 | 0,00 |
| Fed 2024 | 10% | -0,06 | 0,15 | 0,06 | 50% | -0,30 | 0,75 | 0,30 | 108% | -0,65 | 1,63 | 0,65 |
| Dallas Fed | 10% | | 0,20 | 0,08 | 50% | - | 1,00 | 0,40 | 108% | - | 2,17 | 0,87 |
| Promedio Fed | | -0,05 | 0,23 | 0,05 | | -0,20 | 0,93 | 0,23 | | -0,42 | 2,02 | 0,51 |

Fuente: Itaú

En Europa, mantenemos nuestra proyección de tasas sin cambios en el 2,0%, condicionada a una pronta resolución del conflicto en Medio-Oriente. El último comunicado del BCE, las proyecciones y las observaciones de los distintos funcionarios, reforzaron el tener una postura cautelosa y vigilante con respecto al posible impacto inflacionario de los precios de la energía. El BCE presentó tres escenarios de alzas: un escenario base, con el petróleo y el gas subiendo a 90 USD/barril y 50 EUR/MWh antes de volver a 60 USD/barril y 30 EUR/MWh; un escenario alternativo, con un aumento más pronunciado a 120 USD/barril y 90 EUR/MWh, pero aún convergiendo a los mismos niveles finales que en el escenario base; y un escenario severo, con el petróleo subiendo a 120 USD/barril y manteniéndose cerca de 100 USD/barril durante los próximos años, mientras que los precios del gas suben a 105 EUR/MWh antes de bajar a 40 EUR/MWh. Estimamos varias respuestas de política basadas en regla de Taylor para estos escenarios. Los resultados sugieren que, en el escenario base, una tasa de política monetaria del 2,0% seguiría siendo apropiada dada la naturaleza transitoria del *shock*. Sin embargo, se indicarían entre dos y cuatro aumentos de tasas en los escenarios adverso y severo, respectivamente. Por lo tanto, la duración del conflicto y sus implicaciones para los precios de la energía serán determinantes clave de la postura política requerida.

En cuanto al crecimiento, revisamos nuestra proyección del PIB de la zona del euro al 0,9% (desde el 1,2%), lo que refleja la importante dependencia de la región de las importaciones de energía. Para el euro, ahora proyectamos un tipo de cambio más depreciado (1,15 frente a 1,18 por dólar anteriormente), ya que el conflicto aumenta la aversión al riesgo y fortalece el dólar estadounidense a nivel mundial.

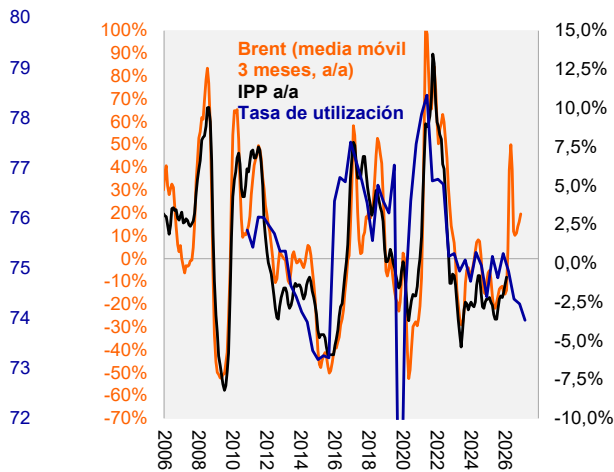
Reglas de Taylor BCE



Fuente: Itaú

Para China, revisamos nuestra previsión de crecimiento del PIB al 4,7% (desde el 5,0%), tras el anuncio de un objetivo de crecimiento de “entre 4,5% y el 5,0%” por parte de las autoridades. En este momento, no vemos la necesidad de estímulos adicionales para alcanzar esta tasa de crecimiento, pero una desaceleración global más pronunciada requeriría un mayor apoyo a la demanda interna. El crecimiento sigue siendo impulsado por las exportaciones, pero el contexto geopolítico aumenta el riesgo de una desaceleración global más marcada si el conflicto persiste. Además, el alza de los precios de las materias primas podría poner fin a la deflación de los precios al productor (IPP) que se ha prolongado durante más de dos años. Esto podría ocurrir incluso si las autoridades chinas no abordan directamente el exceso de capacidad industrial, principal causante de la deflación.

China: IPP, commodities & tasa de utilización



Fuente: Haver, Itaú

LatAm: Distintas trayectorias, en medio de riesgos al alza en precios y posturas más cautelosas de política monetaria.

Crecimiento: Un camino largo y desafiante.

Las dinámicas de crecimiento en la región son cada vez más heterogéneas, influenciada por fundamentos internos de cada país, además de *shocks* externos. **En Colombia**, la actividad continúa perdiendo impulso, y los datos de principios de 2026 confirman una actividad secuencial débil y un arrastre estadístico bajo. Se espera que las condiciones monetarias restrictivas, la inversión moderada y el debilitamiento de las cuentas externas limiten el crecimiento, donde proyectamos un PIB del 2,3% tanto en 2026 como en 2027. El creciente déficit por cuenta corriente y la disminución de la cobertura de la IED subrayan la creciente vulnerabilidad externa.

Perú, por el contrario, inició el 2026 con un fuerte impulso. La actividad se expandió sólidamente a principios de año, respaldada por una demanda interna resiliente, un fuerte crecimiento de los salarios reales y una sólida creación de empleo formal. Los indicadores adelantados siguen siendo positivos, aunque es probable que los vientos en contra —incluidas las interrupciones temporales del suministro de gas, los precios más altos del petróleo y los riesgos de El Niño— moderen el crecimiento. Aun así, esperamos que el PIB crezca cerca de su potencial, algo por encima del 3% en 2026-27.

En México, el crecimiento sigue siendo modesto y heterogéneo entre sectores. La actividad se desaceleró

a principios de año, pero se espera que mejore en la segunda mitad de 2026, dependiendo de la disminución de la incertidumbre comercial (derivada de las negociaciones del T-MEC) y al aumento de la inversión pública. Las asociaciones público-privadas centradas en infraestructura deberían proporcionar cierto apoyo sin debilitar materialmente las cuentas fiscales.

Chile enfrenta vientos en contra en el corto plazo a pesar de la mejora de sus fundamentos. El crecimiento se desaceleró a principios de 2026, y los precios más altos de la energía afectarán la actividad este año, lo que nos lleva a bajar nuestra proyección de crecimiento del PIB al 2,1% (desde el 2,6%). No obstante, una mayor inversión, efectos base menos exigentes y la esperada normalización de los precios del petróleo respaldan un repunte en 2027.

Mientras tanto, en **Argentina**, el PIB se expandió secuencialmente en el 4T25 y creció un 4,4% en 2025, pero los indicadores adelantados apuntan a un inicio débil en 2026. La inflación ha erosionado los salarios reales, la confianza del consumidor se ha debilitado y las condiciones del mercado laboral se han deteriorado. Las importaciones y los ingresos fiscales reales se han contraído, lo que refleja una demanda interna moderada. Aun así, prevemos un crecimiento del PIB del 3,5% en 2026, impulsado por la inversión y efectos base favorables, a pesar de la posibilidad de que la recuperación del consumo sea gradual. Externamente, los precios más altos del petróleo mejoran la relación real de intercambio de Argentina, beneficiando la balanza energética y favoreciendo la entrada de divisas.

Presiones inflacionarias al alza

Las presiones inflacionarias se han intensificado en toda la región, impulsadas principalmente por el *shocks* en los precios de energías y factores internos de cada país. **Colombia** enfrenta el escenario inflacionario más complejo. La inflación total ha vuelto a superar el 5%, mientras que la inflación subyacente supera el 6%, reflejando las presiones en los servicios, además de efectos de indexación. Asimismo, las expectativas basadas en encuestas continúan aumentando y se mantienen muy por encima del objetivo, lo que refuerza la preocupación por la persistencia de la alta inflación, en medio de los elevados precios del petróleo y los riesgos relacionados con los elevados salarios.

En **Perú**, la inflación se mantiene relativamente contenida, pero ha repuntado en el margen. La inflación total y la subyacente aumentaron ligeramente a comienzos de 2026, con presiones secuenciales al alza. Hacia adelante, se espera que los mayores precios del

petróleo, las interrupciones en el suministro de gas y los riesgos climáticos lleven la inflación hacia el límite superior del rango meta, lo que nos llevó a revisar al alza nuestras proyecciones. De todas maneras, las expectativas inflacionarias permanecen en general bien ancladas.

Por su parte, las perspectivas de inflación en **México** están cada vez más condicionadas por los riesgos relacionados con la energía y los alimentos. Los precios más altos del petróleo y los fertilizantes plantean riesgos al alza, particularmente para la inflación de los alimentos a finales de 2026. Sin embargo, los subsidios a los combustibles, una brecha de producto negativa y una limitada transmisión del tipo de cambio ayudan a mitigar los efectos inflacionarios a corto plazo.

Prevedemos que **Chile** experimente el *shock* inflacionario más fuerte de la región. El rápido traspaso del aumento en los precios internacionales del petróleo a los precios locales de combustibles ha elevado considerablemente la inflación a corto plazo, con amplios riesgos de efectos de segunda. Si bien se espera que la inflación converja nuevamente hacia el objetivo en 2027, condicionado a que los precios del petróleo se normalicen, los riesgos a corto plazo siguen estando claramente sesgados al alza.

El proceso de desinflación en **Argentina** ha resultado más desafiante de lo previsto, lo que ha llevado a una revisión al alza de nuestra proyección de inflación de cierre de 2026 a 27,5%, desde 23,5%. Las lecturas de comienzos de año han sorprendido al alza a pesar de un peso más fuerte, mientras que los aumentos en los precios de los combustibles están añadiendo presiones adicionales. Las expectativas de inflación también han aumentado en todos los horizontes, reforzando las presiones de indexación salarial y la inercia inflacionaria doméstica.

Política monetaria: ¿Mantener el curso o ajustarlo?

Los bancos centrales de la región están respondiendo a dinámicas heterogéneas de inflación y crecimiento con posturas de política diferenciadas, aunque la cautela se ha convertido en el tema dominante. En **Colombia**, las

persistentes presiones inflacionarias y expectativas desancladas justifican un mayor endurecimiento. Esperamos nuevas alzas de tasas, con la tasa de política alcanzando un máximo de 12% antes de que comience una reducción gradual en 2027.

El Banco Central de **Perú** mantiene una mayor flexibilidad. Si bien los riesgos inflacionarios han aumentado, las expectativas se mantienen cerca de la meta, lo que permite a las autoridades a seguir con una postura dependiente a los datos y evitar un endurecimiento agresivo. Esperamos que la postura de política monetaria permanezca en terreno restrictivo, sin cambios en la tasa, a menos que los riesgos alcistas se materialicen con más fuerza.

En **México**, Banxico recortó la tasa en 25 pb en marzo, llevándola a 6,75%, y ajustó su orientación futura señalando un último recorte. Aunque los efectos de segunda vuelta siguen siendo limitados, la mayor volatilidad global, los riesgos asociados a la energía y la dinámica cambiaria justifican una postura cautelosa. Se espera que las tasas se mantengan en niveles restrictivos por un período prolongado, con la evolución del tipo de cambio como un factor clave para las decisiones futuras.

El Banco Central de **Chile** ha manifestado explícitamente un giro hacia una postura de “esperar y ver”. A pesar del fuerte aumento esperado en la inflación de corto plazo, el *shock* sigue considerándose transitorio. No esperamos cambios en la tasa de política, en línea con una brecha de producto levemente negativa y expectativas de inflación de mediano plazo ancladas. No obstante, el balance de riesgos se ha inclinado desde posibles recortes adicionales hacia eventuales alzas si las expectativas inflacionarias se desvían por encima de la meta.

Los responsables de la política monetaria de **Argentina** siguen lidiando con el dilema entre la acumulación de reservas y la desinflación. Debido a la mayor inflación esperada, hemos revisado al alza nuestro pronóstico de tasa de interés al 30,0%, notando que el gobierno central ha estado trabajando en los agregados monetarios

Proyecciones: Economía global

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026P | | 2027P | |
|-----------------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------------|----------|-------------|----------|
| | | | | | | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| Economía mundial | | | | | | | | | |
| Crecimiento del PIB Mundial - % | 6,3 | 3,5 | 3,5 | 3,2 | 3,2 | 3,4 | 3,6 | 3,4 | 3,4 |
| EUA - % | 6,2 | 2,5 | 2,5 | 2,9 | 2,2 | 2,6 | 2,7 | 2,2 | 2,2 |
| Zona del Euro - % | 6,3 | 3,7 | 3,7 | 0,5 | 0,9 | 0,9 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| China - % | 7,7 | 3,0 | 3,0 | 5,4 | 5,0 | 4,7 | 5,0 | 4,5 | 4,5 |
| Inflación | | | | | | | | | |
| Núcleo del CPI (EUA), final del período - % | 5,5 | 5,7 | 5,7 | 3,9 | 3,2 | 3,2 | 3,2 | 3,5 | 3,5 |
| Tasas de interés y monedas | | | | | | | | | |
| Tasa Fed - % | 0,1 | 4,1 | 4,1 | 5,4 | 4,5 | 3,6 | 3,1 | 3,1 | 3,1 |
| Treasury 10 años (EUA), final del período - % | 1,47 | 3,88 | 3,88 | 3,88 | 4,58 | 4,25 | 3,80 | 4,00 | 3,80 |
| USD/EUR - final del período | 1,13 | 1,07 | 1,07 | 1,10 | 1,04 | 1,16 | 1,18 | 1,16 | 1,18 |
| CNY/USD - final del período | 6,4 | 6,9 | 6,9 | 7,1 | 7,3 | 6,9 | 6,9 | 6,9 | 6,9 |
| Índice DXY (*) | 95,7 | 103,5 | 103,5 | 101,3 | 108,5 | 99,4 | 97,4 | 99,0 | 97,4 |

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

Con el aumento de los riesgos inflacionarios, prevalece la cautela

- ▶ El panorama inflacionario sigue siendo desafiante, con presiones de indexación que mantienen la inflación elevada, junto con la persistente incertidumbre derivada del aumento del salario mínimo. Además, los elevados precios internacionales del petróleo apuntan a nuevos riesgos al alza. Mantenemos nuestra proyección de inflación para el cierre de 2026 en 6,7%, con una moderada disminución hasta 5,7% hacia finales de 2027. En línea con este escenario, conservamos nuestra proyección de tasa de política monetaria para fin de 2026 en 12% (175 pb adicionales de alzas), seguida de una relajación gradual hasta 10,75% al cierre de 2027.

Un Congreso fragmentado pone el foco en la carrera presidencial

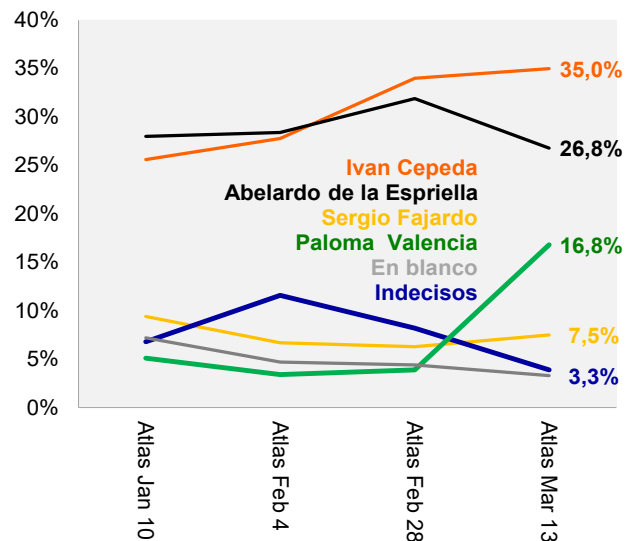
La coalición de gobierno mejoró su posición en un Congreso fragmentado. La votación para los 103 senadores alcanzó los 20,9 millones de sufragios, con una participación que aumentó a 50,6% (48% y 18,6 millones de votantes en 2022). El partido de gobierno, Pacto Histórico, se consolidó como la principal fuerza en el Senado con el 22,7% de los votos, seguido por los partidos de oposición Centro Democrático (15,6%) y el Partido Liberal (11,7%). Pese a estos avances, el resultado fragmentado implica la ausencia de mayorías claras, lo que incrementa la dependencia del Ejecutivo de negociaciones para impulsar la agenda legislativa.

La votación en las primarias presidenciales dejó un claro colectivo ganador. Con una baja participación (8,3 millones de votos; 20,1% frente a 31% en 2022), la derecha agrupada en la Gran Consulta por Colombia dominó ampliamente, al obtener 5,8 millones de votos (82,8%). Paloma Valencia ganó la primaria con 3,2 millones de votos (55,2%), seguida por Juan Daniel Oviedo (1,2 millones; 21,5%). En contraste, las primarias de centroizquierda e izquierda tuvieron un desempeño débil: La Consulta de las Soluciones y Frente por la Vida recibieron cerca de 0,6 millones de votos cada una (≈9%). La primera vuelta presidencial se celebrará el 31 de mayo, con una eventual segunda vuelta el 21 de junio.

Las encuestas apuntan a un mayor impulso del centro-derecha tras las elecciones legislativas de marzo. La más reciente encuesta pública de Atlas (10–12 de marzo) muestra que Iván Cepeda, candidato de la coalición de gobierno, aún lidera la primera vuelta presidencial del 31 de mayo. Sin embargo, en un eventual balotaje (21 de junio), tanto Paloma Valencia (45,7%) como De La Espriella (43,5%) vencerían a Cepeda (38,4%–39,2%), con un 15%–17% de

indecisos. En paralelo, la aprobación del presidente Petro cayó 1,8 pp en marzo, hasta 37,5%.

La izquierda lidera; Valencia gana terreno



Fuente: Atlas – Semana Magazine, Itaú.

La consolidación fiscal se apoya principalmente en las restricciones proyectadas del gasto

El gobierno presentó el Plan Financiero actualizado. Tras un déficit fiscal nominal de 6,4% del PIB en 2025 (6,7% en 2024), el Ministerio de Hacienda proyecta una fuerte reducción a 5,1% en 2026, impulsada principalmente por un ambicioso recorte del gasto cercano a 1,5% del PIB. El déficit primario se estima en 2,1% del PIB, frente a 3,5% en 2025 y 2,4% en 2024. La deuda neta del Gobierno Central se mantendría relativamente estable en 58,7% del PIB, mientras que las necesidades brutas de financiamiento de este año se proyectan en 5,1% del PIB. La mezcla de financiamiento para 2026 contempla 66% en moneda local y 34% en moneda extranjera. No obstante, el

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Itaú. Establecimiento bancario.

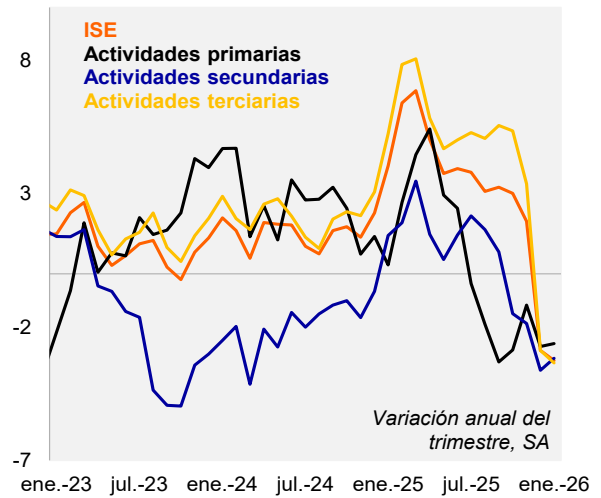
CARF adopta una visión más cautelosa y proyecta un déficit primario más amplio en 2026, de 3,7% del PIB, similar a los niveles de 2024, al señalar un faltante de ingresos de 1,6% del PIB frente a las proyecciones oficiales. El CARF mantiene sus estimaciones para el déficit total y la deuda neta en 6,7% y 60,3% del PIB, respectivamente

La actividad pierde impulso

A comienzos del año, la actividad continuó desacelerándose. En enero, el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) creció 1,5% interanual, por debajo del 1,8% registrado el mes previo. En términos secuenciales, el ISE se contrajo -0,1% m/m desestacionalizado entre diciembre y enero (-1% en diciembre). En conjunto, la actividad se contrajo -1,0% t/t SAAR en enero, mostrando una leve mejora frente al -2,0% observado en el 4T25.

El déficit comercial se amplió el año pasado, mientras que el aumento de las remesas ayudó a contener parcialmente el deterioro del déficit de cuenta corriente. El déficit de cuenta corriente de 2025, equivalente a 2,4% del PIB, se explicó por exportaciones débiles (+0,8% a/a; -2,9% en 2024) y un fuerte crecimiento de las importaciones (+10,1% a/a; +1,3% en 2024). No obstante, el aumento de las transferencias (+6,0% a/a; +20% en 2024) moderó la ampliación del déficit externo. En paralelo, el déficit de rentas se redujo en un contexto de bajos precios del petróleo y débil actividad del sector. En conjunto, la IED ya no cubre plenamente el déficit de cuenta corriente, con una cobertura del 91% (133% en 2024; 187% en 2023).

La actividad sigue desacelerándose



Fuente: Dane, Itaú

Los riesgos inflacionarios aún exigen cautela

La inflación aumentó de forma secuencial en el trimestre que terminó en febrero. El IPC subió 1,08% m/m en febrero, un registro elevado pero inferior al consenso (1,27%), llevando la inflación anual a 5,29%, mientras que la inflación subyacente aumentó 14 pb hasta 6,08%, el nivel más alto desde septiembre de 2024. La inflación de servicios volvió a ubicarse por encima del umbral de 7%. En el margen, estimamos que la inflación acumulada en el trimestre alcanzó 5,4% (desestacionalizada, anualizada), frente a 4,4% en el 4T25. La inflación subyacente se elevó a 7,2%, desde 6,4% en el 4T25 (desestacionalizada, anualizada).

Las expectativas de inflación de mediano plazo basadas en encuestas continúan aumentando.

Según la encuesta mensual de analistas de BanRep, las expectativas de inflación a 12 meses y a cierre de 2027 aumentaron marginalmente en marzo, en 5 pb y 3 pb, hasta 5,81% y 4,79%, respectivamente. En materia de política monetaria, los analistas siguen anticipando un incremento de 75 pb en la tasa de interés, hasta 11%, en la reunión de marzo, con una tasa terminal de 11,75% esperada hacia mediados de 2026.

El aumento de las preocupaciones inflacionarias exige cautela

Proyectamos que el crecimiento del PIB se mantenga en 2,3% en 2026 y 2027, ya que la política monetaria restrictiva continúa frenando el consumo y limitando la inversión.

El panorama inflacionario sigue siendo desafiante, con presiones subyacentes de indexación que mantienen la inflación elevada, junto con la persistente incertidumbre derivada del aumento del salario mínimo. Además, los elevados precios internacionales del petróleo apuntan a renovados riesgos al alza. Mantenemos nuestra proyección de inflación para el cierre de 2026 en 6,7%, con una moderada disminución hasta 5,7% hacia finales de 2027.

Con las expectativas de inflación aún por encima de la meta, persisten los riesgos al alza, particularmente desde los precios de la energía y los alimentos, en un contexto de altos precios del petróleo y mayores riesgos asociados al fenómeno de El Niño en el segundo semestre de 2026. Esto refuerza el argumento a favor de un ajuste adicional de la política monetaria de 100 pbs bajo una postura cautelosa. Mantenemos nuestra proyección de tasa de política en 12% para el cierre de 2026 (175 pb

adicionales de alzas), seguida de una relajación gradual hasta 10,75% hacia finales de 2027.

En un contexto de reducción del déficit comercial frente a 2025 y con las remesas aún apoyando el déficit de cuenta corriente (CAD), ahora esperamos que este cierre el año en 2,7% del PIB (desde 3,2% previamente). Nuestra proyección de tasa de cambio para finales de 2026 y 2027 se mantiene en COP 3.700 por dólar, respaldada por amplios diferenciales de tasas de interés y un dólar más débil, aunque los riesgos de volatilidad propios de un año electoral siguen siendo elevados

**Vittorio Peretti
Carolina Monzón
Juan Robayo
Angela Gonzalez**

Proyecciones: Colombia

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026P | | 2027P | |
|----------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|----------|---------------|----------|
| | | | | | | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| Actividad económica | | | | | | | | | |
| Crecimiento real del PIB - % | 10,8 | 7,3 | 0,7 | 1,5 | 2,6 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 |
| PIB nominal - USD mil millones | 322 | 345 | 364 | 389 | 493 | 524 | 524 | 547 | 547 |
| Población (millones de habitantes) | 51,4 | 51,8 | 52,2 | 52,7 | 53,2 | 53,4 | 53,4 | 53,7 | 53,7 |
| PIB per cápita - USD | 6.272 | 6.657 | 6.972 | 7.375 | 9.276 | 9.820 | 9.820 | 10.190 | 10.190 |
| Tasa de desempleo (prom. anual) | 13,8 | 11,2 | 10,2 | 10,2 | 8,9 | 10,2 | 10,2 | 10,2 | 10,2 |
| Inflación | | | | | | | | | |
| IPC - % | 5,6 | 13,1 | 9,3 | 5,2 | 5,1 | 6,7 | 6,7 | 5,7 | 5,7 |
| Tasa de interés | | | | | | | | | |
| Tasa de referencia - final del año - % | 3,00 | 12,00 | 13,00 | 9,50 | 9,25 | 12,00 | 12,00 | 10,75 | 10,75 |
| Balanza de pagos | | | | | | | | | |
| COP / USD - final del período | 3.981 | 4.810 | 3.822 | 4.409 | 3.757 | 3.700 | 3.700 | 3.700 | 3.700 |
| Balanza comercial - USD mil millones | -15,3 | -14,5 | -9,7 | -10,8 | -16,4 | -13,0 | -12,3 | -11,8 | -10,9 |
| Cuenta Corriente - % PIB | -5,6 | -6,1 | -2,4 | -1,7 | -2,4 | -2,7 | -3,2 | -3,2 | -3,6 |
| Inversión Extranjera Directa - % PIB | 3,0 | 5,0 | 4,6 | 3,4 | 2,3 | 3,7 | 3,7 | 4,0 | 4,0 |
| Reservas Internacionales - USD mil millones | 58,0 | 56,7 | 59,1 | 61,9 | 65,7 | 66,5 | 66,5 | 68,0 | 68,0 |
| Finanzas Públicas | | | | | | | | | |
| Resultado Primario Gob. Central - % del PIB | -3,6 | -1,0 | -0,3 | -2,4 | -3,5 | -3,3 | -3,1 | -2,8 | -2,6 |
| Resultado Nominal Gob. Central - % del PIB | -7,1 | -5,3 | -4,2 | -6,7 | -6,4 | -6,5 | -7,4 | -5,8 | -5,6 |
| Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB | 63,0 | 60,8 | 56,3 | 61,6 | 64,3 | 60,1 | 67,1 | 62,9 | 67,6 |

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.itaubr.com.br/atenda-itaubr/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.