
INFORME DE LA
JUNTA DIRECTIVA
AL CONGRESO DE
LA REPÚBLICA

ISSN-1657-799X



07/
2025



Julio de 2025

INFORME DE LA
JUNTA DIRECTIVA
AL **CONGRESO DE**
LA REPÚBLICA

Banco de la República
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1657 - 799X



JUNTA DIRECTIVA

Presidente

Germán Ávila Plazas
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Olga Lucía Acosta Navarro
Laura Moisés-Elicabide
Mauricio Villamizar Villegas
Bibiana Taboada Arango
César Augusto Giraldo Giraldo

Gerente General

Leonardo Villar Gómez



Bogotá, agosto 1 de 2025

**Señores
PRESIDENTES Y DEMÁS MIEMBROS
Honorable Comisiones Terceras
Constitucionales permanentes
Senado de la República
Cámara de Representantes**

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a consideración del Honorable Congreso de la República su Informe al Congreso en el cual se presentan los resultados macroeconómicos del primer semestre de 2025 y las perspectivas para lo que resta del año. En dicho entorno se presenta la evolución reciente de la inflación y las decisiones tomadas por parte de la Junta Directiva del Banco. Adicionalmente, se describe la evolución de los mercados financieros locales y de crédito, el balance externo del país, la composición de las reservas internacionales y su rendimiento, la situación financiera de la Entidad y sus proyecciones, y la evolución de los pagos en la economía colombiana.

Con un atento saludo,



**Leonardo Villar Gómez
Gerente General**

Contenido

Introducción 9

1. Resumen ejecutivo 12

2. Entorno macroeconómico 20
 - 2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional 20
 - 2.2 Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral 28
 - 2.3 Evolución y perspectivas de la situación fiscal 35

Sombreado 1: Economía regional 39

Recuadro 1: Posibles impulsores del consumo privado 44

Recuadro 2: Inflexibilidad del gasto público en Colombia: análisis de la composición y evolución del Presupuesto General de la Nación, 2000-2024 47

3. Inflación y decisiones de política monetaria 52
 - 3.1 Evolución y perspectivas de inflación 52
 - 3.2 Decisiones de política monetaria 55

4. Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito 57
 - 4.1 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito 57
 - 4.2 Mercados financieros locales 66
 - 4.3 Exposición al riesgo de mercado del sistema financiero y evolución del portafolio de las instituciones financieras no bancarias 71

Sombreado 2: Base monetaria y M3 75

Recuadro 3: Determinantes de las tasas de interés de la deuda soberana a diferentes plazos 79

5. Balance externo y reservas internacionales 83
 - 5.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia 83
 - 5.2 Reservas internacionales 86

Sombreado 3: Evolución de la balanza de pagos de Colombia en el periodo 2000-2024 92

Sombreado 4: Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales 96

6. Situación financiera del Banco de la República 98
 - 6.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general) 98
 - 6.2 Estado de resultados (PyG) 100

7. Los pagos en la economía colombiana 105
 - 7.1 Uso del efectivo y otros instrumentos de pago 105
 - 7.2 Avances en la adopción de Bre-B: el nuevo sistema de pagos inmediatos interoperado de Colombia 106
 - 7.3 Panorama global de las monedas digitales de banca central (CBDC) 108

- Anexo:** Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales 111

Índice de gráficos

Gráfico 2.1 Crecimiento económico **21**
Gráfico 2.2 Precio internacional del petróleo **21**
Gráfico 2.3 Inflación total e inflación total excluyendo alimentos y energía para el G7 y la OCDE **22**
Gráfico 2.4 Inflación total al consumidor **23**
Gráfico 2.5 Tasa de interés de política monetaria en algunas economías **24**
Gráfico 2.6 Tasa de interés de política monetaria *ex post* **25**
Gráfico 2.7 Indicadores de percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales **26**
Gráfico 2.8 Flujos de portafolio hacia economías emergentes por parte de no residentes **28**
Gráfico 2.9 Producto interno bruto **29**
Gráfico 2.10 Población ocupada por dominios geográficos **33**
Gráfico 2.11 Empleo por posición ocupacional **33**
Gráfico 2.12 Tasa global de participación por dominios geográficos **34**
Gráfico 2.13 Tasa de desempleo por dominios geográficos **34**
Gráfico 2.14 Índice de vacantes de diferentes fuentes **34**

Diagrama S1.1 PIB real departamental, 2024 **39**

Gráfico S1.1 Variación anual del PIB real departamental, 2024 **40**

Gráfico S1.2 Pulso Económico Regional **41**

Gráfico R1.1 Consumo privado, ingreso disponible y ahorro de los hogares **44**
Gráfico R1.2 Remesas de trabajadores hacia Colombia, en pesos reales **45**
Gráfico R1.3 Transferencias del GNC a los hogares, acumuladas 4 trimestres **45**
Gráfico R1.4 Ingresos cafeteros, calculados con precio interno de referencia, en pesos reales **45**
Gráfico R1.5 Desembolsos de crédito de consumo, en pesos reales **45**
Gráfico R1.6 Condiciones financieras de los hogares **46**
Gráfico R1.7 Índice de confianza del consumidor **46**

Gráfico R2.1 Apropiación presupuestal siguiendo la clasificación de Moody's (2000 – 2024) **49**

Gráfico R2.2 Incrementos salariales y evolución del número de cotizantes del sector público entre 2018 y 2025 **50**

Gráfico R2.3 Composición promedio del gasto público según flexibilidad presupuestal en el PGN de Colombia (2000–2024) **51**

Gráfico 3.1 IPC e IPC sin alimentos ni regulados **52**

Gráfico 4.1 Tasa de interés de política monetaria, tasa interbancaria e IBR (plazos *overnight*, 1, 3, 6 y 12 meses) **57**

Gráfico 4.2 Tasas de interés de los CDT y de los depósitos de ahorro **57**

Gráfico 4.3 Tasas de interés de los créditos **58**

Gráfico 4.4 Crecimiento real anual del activo de los establecimientos de crédito y sus principales componentes **59**

Gráfico 4.5 Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito **60**

Gráfico 4.6 Percepción de los establecimientos de crédito **60**

Gráfico 4.7 Indicador de calidad por mora e indicador de calidad por mora + castigos de los establecimientos de crédito **61**

Gráfico 4.8 Crecimiento real anual de los depósitos a la vista y a plazo **62**

Gráfico 4.9 Deuda a ingreso disponible (DTI) de los hogares **62**

Gráfico 4.10 Ahorro de los hogares **63**

Gráfico 4.11 Crecimiento real anual de los depósitos a la vista y a plazo **63**

Gráfico 4.12 Rentabilidad del activo agregado de los EC **64**

Gráfico 4.13 Indicadores de solvencia a nivel agregado **65**

Gráfico 4.14 Indicador de riesgo de liquidez promedio simple a treinta días de los establecimientos de crédito **65**

Gráfico 4.15 Coeficiente de fondeo estable neto (CFEN) de los establecimientos de crédito **66**

Gráfico 4.16 Tasa de cambio nominal para algunas economías de la región **66**

Gráfico 4.17 Prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región **67**

Gráfico 4.18 Mapa de calor de medidas del mercado cambiario mensual **67**

Gráfico 4.19 Índice de tasas de interés en algunas economías de la región **68**

Gráfico 4.20 Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria **68**

Gráfico 4.21 Compras netas acumuladas por tipo de inversionista extranjero en el mercado al contado de TES **68**

Gráfico 4.22 Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES **69**
Gráfico 4.23 Compras netas acumuladas por año de los bancos comerciales en el mercado al contado de TES **69**
Gráfico 4.24 Compras netas acumuladas por año de los fondos de pensiones y cesantías en el mercado al contado de TES **69**
Gráfico 4.25 Posición compradora de inversionistas extranjeros en NDF de TES **70**
Gráfico 4.26 Volatilidad en el mercado de deuda pública **71**
Gráfico 4.27 Crecimiento real anual del activo de las instituciones financieras no bancarias **72**
Gráfico 4.28 ROA de las instituciones financieras no bancarias **73**
Gráfico 4.29 Activo total y aportes netos de los Fondos de Inversión Colectiva Abiertos sin pacto de permanencia **73**
Gráfico 4.30 Indicador de riesgo de liquidez (IRL) de los Ficaspp **74**

Gráfico S2.1 Base monetaria, efectivo y reserva bancaria **76**
Gráfico S2.2 Principales factores de la oferta de base monetaria **76**
Gráfico S2.3 M3 y sus componentes **77**
Gráfico S2.4 Agregados monetarios y sus principales componentes como porcentaje del PIB **78**

Gráfico R3.1 Expectativas de política monetaria a dos años provenientes de mercados financieros **79**
Gráfico R3.2 Descomposición de la tasa de los TES a dos años **79**
Gráfico R3.3 Descomposición de la tasa de los TES a diez años **80**
Gráfico R3.4 Variación acumulada (pb) de la tasa a 10 años en moneda local desde enero de 2024 **80**
Gráfico R3.5 Tasa de política monetaria de los Bancos Centrales de la región **80**
Gráfico R3.6 Variación acumulada (pb) de la tasa a 10 años en dólares desde enero de 2024 **80**
Gráfico R3.7 Factores más relevantes a la hora de tomar decisiones de inversión **81**
Gráfico R3.8 Variación acumulada (pb) del CDS a cinco años desde enero de 2024 **81**
Gráfico R3.9 Incertidumbre respecto a la inflación **81**
Gráfico R3.10 BAS de TES **82**
Gráfico R3.11 Apetito por riesgo cambiario hacia economías emergentes **82**

Gráfico 5.1 Composición de las reservas internacionales **87**
Gráfico 5.2 Composición del portafolio de inversión por sectores **88**
Gráfico 5.3 Distribución de las inversiones por calificación crediticia **88**
Gráfico 5.4 Composición cambiaria del portafolio de inversión **89**
Gráfico 5.5 Acuerdos recientes de la línea de crédito flexible **90**

Gráfico 7.1 Grupos poblacionales que más utilizan el efectivo en sus pagos habituales **105**
Gráfico 7.2 Tendencias en el uso de los instrumentos de pago electrónicos **105**
Gráfico 7.3 Etapas de trabajo en MDBC **109**

Gráfico A1.1 Composición de los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazo **114**
Gráfico A1.2 Administración del portafolio de inversión **115**

Índice de cuadros

Cuadro 2.1 Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto **29**
Cuadro 2.2 Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica **32**

Cuadro 3.1 Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica **53**

Cuadro 5.1 Cuenta corriente de Colombia **84**
Cuadro 5.2 Cuenta financiera de Colombia **85**

Cuadro S3.1 Cuenta corriente de Colombia **93**
Cuadro S3.2 Cuenta Financiera de Colombia **94**

Cuadro 6.1 Estado de Situación Financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico **99**
Cuadro 6.2 Estado de resultados (PyG) del Banco de la República, enero a junio **101**
Cuadro 6.3 Estado de resultados (PyG) del Banco de la República **103**

Introducción

Luego de registrarse una inflación del 5,2% al cierre de 2024, en los primeros meses de 2025 la inflación anual detuvo la tendencia decreciente que registró durante el año anterior, y hasta mayo se mantuvo fluctuando en un rango del 5,1% al 5,3%. La resistencia de la inflación a la baja durante estos meses, a pesar de la postura contractiva de la política monetaria, estuvo relacionada con el repunte de la inflación de alimentos y con presiones provenientes de la inflación de servicios, que se mantuvo elevada presionada por la indexación de precios. Adicionalmente, la inflación de bienes revirtió parcialmente la fuerte tendencia descendente que había mostrado en 2024, aunque sin superar el 2,0% anual. En junio la inflación anual se redujo al 4,8%, gracias a una moderación de la inflación de alimentos y de regulados, y marginalmente de servicios. A pesar de este último registro, el proceso de convergencia de la inflación a la meta del 3,0% durante el primer semestre ha sido más lento de lo esperado. Su relativa inflexibilidad durante este periodo generó un aumento de sus expectativas, tal como lo muestran las encuestas realizadas en julio por el Banco de la República a los analistas, donde la mediana se sitúa alrededor del 4,7% para finales de 2025, cuando la de octubre del año pasado la aproximaba al 3,8%.

Durante el primer semestre se han presentado choques macroeconómicos importantes en el ámbito externo e interno. Entre los primeros se destacan los anuncios de Estados Unidos sobre la imposición de aranceles a muchos de los países con los que comercia, incluido Colombia. Dichos anuncios han variado frecuentemente en sus montos y plazos, lo cual ha generado una importante incertidumbre que ha afectado el comercio y las decisiones de inversión a nivel global. A pesar de alguna moderación en las propuestas inicialmente presentadas, los aranceles han aumentado fuertemente y se espera que lo sigan haciendo a medida que se hagan efectivos. Hacia adelante los mayores aranceles incrementarían de manera sustancial las barreras al comercio, lo cual podría presionar al alza la inflación global y desacelerar el crecimiento mundial. A esto también se sumaría una política fiscal ampliamente expansiva en los Estados Unidos que extiende las exenciones de impuestos y aumenta los compromisos de gasto en áreas como defensa e inmigración, presionando al alza el déficit fiscal. Igualmente, la adopción de una política migratoria sumamente rígida que podría afectar la actividad económica. Se anticipan que la aplicación de estas políticas podría ser inflacionaria. Lo anterior, sumado a la compleja situación geopolítica mundial, tiende a aumentar la volatilidad e incertidumbre en el mercado financiero internacional, tornando más restrictivas las condiciones de financiamiento externo para economías emergentes como Colombia.

A nivel interno, los principales choques han estado asociados con la incierta perspectiva de las finanzas públicas, al haberse activado la cláusula de escape de la regla fiscal, la cual aumentó los pronósticos de déficit del Gobierno Nacional para 2025 y años subsiguientes. Esta situación condujo a un incremento de las tasas de interés de largo plazo de la deuda pública colombiana tal como se examina en el Recuadro 3 de este *Informe*, y a la reducción en la nota crediticia de la deuda soberana por parte de dos importantes calificadoras internacionales de riesgo. Adicionalmente, los incrementos en las tarifas del gas, debido a la necesidad de complementar la oferta interna de este combustible con gas importado, ha acentuado las presiones sobre el índice de precios al consumidor y contrarrestado parcialmente el impacto de reducción en la inflación de otros precios regulados, en particular las tarifas de electricidad.

Las cifras de actividad económica muestran que el ritmo de crecimiento de la economía continuó aumentando frente a los resultados del año anterior. Según la información del DANE, en sus series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario, en el primer trimestre de 2025 la economía se expandió un 2,7% anual, superando el pronóstico del equipo técnico (2,5%) y el crecimiento anual del 2,6% registrado en el último trimestre de 2024. El efecto rezagado de la reducción de la tasa de interés de política durante 2024 y su transmisión a las demás tasas de la economía contribuyeron al fortalecimiento de la demanda interna, la cual aumentó un 4,7% anual en el primer trimestre. Esta fue jalonada, principalmente, por el consumo de los hogares, el cual se expandió un 4,4% anual, mostrando un dinamismo superior al observado en todo 2024 (1,6%) e incluso al registrado en el último trimestre de ese año (3,0% anual). No obstante, la inversión en capital fijo continuó estancada debido a la contracción en la construcción de vivienda, y en otros edificios y estructuras, lo que fue parcialmente compensado por el buen comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo. Desde el punto de vista de los sectores productivos, se destacó el buen desempeño de las actividades artísticas y de entretenimiento, el sector agropecuario, y los servicios de comercio, transporte y alojamiento. En contraste, la explotación de minas y canteras fue la actividad con el mayor deterioro, con una caída anual del 5,1%, seguida por la construcción.

La información para el segundo trimestre sugiere que la economía colombiana habría crecido a una tasa anual similar a la del primero. A ello apuntan indicadores líderes como el índice de seguimiento de la economía (ISE), que en mayo presentó una variación anual del 2,7% con un desempeño sobresaliente de las actividades terciarias, las cuales crecieron a una tasa anual del 4,2% en ese mes. Otros indicadores líderes también muestran resultados positivos a mayo, tales como las ventas al por menor, la producción manufacturera, la encuesta de servicios, el pulso económico regional (PER), la demanda de energía, y los desembolsos de crédito de consumo. En este contexto, y sujeto a la incertidumbre que actualmente genera el complejo panorama externo, el equipo técnico pronostica que el crecimiento de la economía colombiana se situaría alrededor del 2,7% en 2025 y del 2,9% en 2026.

El mayor dinamismo de la actividad económica ha contribuido al buen desempeño del mercado laboral, que en los primeros cinco meses del año ha mostrado tendencias positivas de la población ocupada en las áreas rural y urbana. La generación de empleo ha tenido origen principalmente en las cabeceras municipales y en el área rural, con un crecimiento del 4,5% anual en el trimestre móvil terminado en mayo, superior al observado en la zona urbana (2,5%). Este comportamiento del empleo se reflejó en un incremento de la tasa de ocupación del agregado nacional, que para el mismo periodo creció anualmente en 1,1 pp, alcanzando un 58,3%.

El crecimiento del empleo estuvo jalonado por el segmento no asalariado e informal, lo que implicó que la tasa de informalidad volviera a crecer. Esto se explica, en parte, por la mayor participación de empleo no asalariado en el sector agropecuario, como también por la elevada tendencia a la informalidad de sectores de servicios como comercio y alojamiento, y transporte y comunicaciones, los cuales lideraron la creación de empleo durante los primeros meses del año. El aumento del empleo en un entorno en el que la participación de la población en edad de trabajar en el mercado laboral ha permanecido estable, se ha reflejado en una reducción de la tasa de desempleo, la cual, según cifras desestacionalizadas, se ubicó en mayo en el 9,0% en el agregado nacional y en las trece principales ciudades. Esta es una de las tasas de desempleo más bajas de los últimos años.

En este contexto de alta volatilidad de los mercados externos, de presiones alcistas sobre la inflación, y de aumento del déficit fiscal del Gobierno Nacional y de su deuda neta, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha tenido que ser especialmente cautelosa en sus decisiones sobre la tasa de interés de política monetaria. Es así como, después de haber recortado la tasa de interés desde el 13,0% a finales de 2023 hasta el 9,5% al cierre de 2024, en sus sesiones decisorias

de enero y marzo la JDBR optó por mantenerla inalterada en el 9,5% a la espera de más información que permitiera evaluar con mayor precisión el efecto de los choques mencionados. En abril decidió hacer un nuevo recorte de 25 puntos básicos (pb), que llevó la tasa de interés al 9,25%, nivel que mantuvo inalterado en su sesión de junio. La JDBR ha insistido en que las actuales condiciones de incertidumbre, tanto a nivel externo como interno, junto con los riesgos inflacionarios, requieren decisiones prudentes y bien sustentadas que fijen niveles de tasas de interés sostenibles, y que minimicen el riesgo de tener que ser revertidas en el corto plazo, lo cual implicaría elevados costos de credibilidad para el banco central. Esta estrategia de política ofrece señales claras al mercado, las cuales orienten sus expectativas y contribuyan a que las decisiones privadas sean coherentes con el objetivo de conducir la inflación hacia su meta del 3,0%.

1. Resumen ejecutivo

Entorno macroeconómico internacional

En lo corrido de 2025 el entorno económico internacional se ha visto fuertemente afectado por los anuncios del gobierno de Estados Unidos de incrementar los aranceles a sus importaciones de gran parte del mundo, incluida las de Colombia. Las negociaciones con diversos países y los intereses estadounidenses han llevado a cambios frecuentes en los montos y plazos de dichos aranceles. Tales cambios han generado una importante incertidumbre económica, creando disrupciones en el comercio y afectando las decisiones de inversión de las empresas a nivel global.

En medio de este clima de incertidumbre agravado por la agudización de los conflictos y tensiones geopolíticas globales, lo que ha debilitado la confianza de las empresas y los consumidores, la economía mundial mostró signos de desaceleración en el primer trimestre de 2025. Reconociendo esta situación, los organismos internacionales pronostican para 2025 un crecimiento del 2,9% de la economía mundial¹, inferior a la expansión del 3,3% estimada para 2024. La desaceleración prevista afectaría especialmente a las economías de Estados Unidos, México y Canadá.

La inflación mundial ha mostrado signos de persistencia en lo corrido de 2025, con niveles de precios de los servicios que se mantienen elevados y algunos incrementos en los precios de los bienes. La persistencia de la inflación se presenta a pesar de políticas monetarias que siguen siendo restrictivas en la mayoría de las economías avanzadas, cuyos bancos centrales han mostrado cautela en los recortes de las tasas de interés en un entorno de elevadas expectativas de inflación y mercados laborales sólidos. En el caso de América Latina la dinámica inflacionaria ha sido mixta. Así, la inflación anual total en Colombia, Chile y Perú ha presentado alguna moderación en lo corrido de 2025 frente a lo observado a finales del año anterior, resaltándose que, en contraste con Colombia, la inflación en Perú ya se encuentra dentro de su rango meta y en Chile se espera que retorne a ese rango en el segundo semestre de este año. Por su parte, en Brasil y México la inflación ha aumentado y sus perspectivas se mantienen por encima de sus metas.

Los mercados financieros externos han mostrado alta volatilidad en vista de la elevada incertidumbre sobre la política comercial, fiscal y de relaciones internacionales del nuevo gobierno de Estados Unidos. En particular, durante buena parte del primer semestre se han presentado presiones al alza sobre las tasas de los títulos del Tesoro de Estados Unidos, en contraste con las valorizaciones que se suelen observar en estos títulos en episodios de volatilidad debido a su papel tradicional como activo seguro. En contraste con lo habitual, el dólar estadounidense se ha debilitado frente a las monedas de países desarrollados y emergentes, impulsado también por crecientes preocupaciones fiscales y comerciales, así como por las expectativas de desaceleración en la actividad económica estadounidense.

En este contexto, en lo corrido de 2025 hasta mayo se registraron entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia las economías emergentes por un monto similar al observado en el mismo periodo de 2024. En el caso de América Latina, los flujos de capital de portafolio presentaron entradas netas por un total de USD 42 mil millones. No obstante, entidades multilaterales, como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), advierten sobre la posibilidad de

1 Banco Mundial (junio 2025) y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (junio 2025).

un cambio en la demanda por activos de riesgo y de un desapalancamiento en los mercados financieros, lo que podría generar estrés financiero, con eventuales salidas de capital de las economías emergentes más vulnerables.

Actividad económica en Colombia

La economía colombiana ha seguido ganando dinamismo en el primer semestre de 2025. Luego de obtener un crecimiento del 1,6% en 2024 y del 2,6% anual en el último trimestre de ese año, la actividad económica continuó su senda de recuperación en el primer trimestre de 2025, al registrar una expansión anual del 2,7%. Este crecimiento estuvo impulsado por el importante fortalecimiento de la demanda interna, la cual se expandió en un 4,7% anual en el primer trimestre, más del doble del registrado en 2024 (2,0%). La principal contribución a este crecimiento provino del consumo privado, que aumentó un 4,4% anual como respuesta al incremento del ingreso disponible de los hogares, los cuales se han visto favorecidos por el aumento del salario mínimo, el incremento de las remesas y el turismo, y los altos precios del café, tal como se examina en el Recuadro 1 de este *Informe*. Las menores tasas de interés de los préstamos y las mejoras graduales en la confianza de los consumidores contribuyeron a este dinamismo. Dentro de las distintas categorías de consumo sobresale el elevado crecimiento del consumo durable (vehículos y electrodomésticos: 14,3% anual) y semidurable (muebles y vestuario: 9,1% anual). Este es un consumo que se da una vez cubiertas las necesidades básicas de los hogares, y que denota su confianza y disposición a endeudarse. El consumo público, por su parte, registró un crecimiento relativamente bajo (1,9% anual)². En contraste con el buen desempeño del consumo, la inversión en capital fijo permaneció estancada, como consecuencia de la contracción de la construcción de vivienda y otras edificaciones, que no logró ser compensada, a pesar del crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo. Finalmente, en el primer trimestre del año las exportaciones en pesos reales presentaron un crecimiento de tan solo el 0,7% anual, en tanto que las importaciones registraron un aumento importante del 12,4% anual, jalonadas por el dinamismo del consumo de bienes durables y de la inversión en maquinaria y equipo. Como resultado, durante este periodo la demanda externa neta realizó un aporte contable negativo a la variación del PIB.

Por el lado de la oferta, el crecimiento de la actividad económica durante el primer trimestre del año estuvo explicado, principalmente, por la dinámica que mantuvieron las actividades terciarias, especialmente los servicios asociados con las actividades artísticas y de entretenimiento. También se destaca el comportamiento positivo del sector de comercio, transporte y alojamiento, el cual estuvo jalonado por el comercio interno y los servicios de transporte terrestre y aéreo. A esto se añadió el desempeño de los servicios de administración pública, educación y salud, y los financieros y de seguros. Las ramas primarias también contribuyeron gracias al buen dinamismo de las actividades agropecuarias asociadas con café y ganadería, lo que se vio, en parte, contrarrestado por los retrocesos del sector de minería de carbón, petróleo y níquel. En contraste, las ramas secundarias continuaron registrando caídas originadas en la contracción del sector manufacturero y la construcción, a excepción de las obras civiles, que crecieron a un ritmo del 3,7% anual.

Según lo sugiere la información disponible más reciente, la economía continuó creciendo a buen ritmo durante el segundo trimestre del año. El indicador de seguimiento a la economía (ISE) presentó una variación anual del 2,7% en mayo, cifra superior a la prevista por el equipo técnico (2,3%) y a la registrada en abril (2,5%). Según este índice, las actividades terciarias crecieron a una tasa anual

2 El consumo público, medido por las cuentas nacionales del DANE, básicamente corresponde a los gastos de personal y a los gastos generales del Gobierno. No incluye otros rubros de gastos de funcionamiento del Gobierno Central que típicamente se registran en las cuentas fiscales, tales como las transferencias a entes territoriales o a hogares.

promedio del 3,7%, dentro de las cuales se destacó el dinamismo del macrosector de comercio, transporte y alojamiento. Otros indicadores a mayo también apuntan a un buen desempeño económico³. A ello ha contribuido la mejora en los índices de confianza de los consumidores y empresarios en el contexto de una inflación en descenso, y unas tasas de interés internas y externas más bajas. Con base en lo anterior, el equipo técnico espera que el crecimiento se sitúe alrededor del 2,7% en 2025 y del 2,9% en 2026. Estos pronósticos se hacen en un entorno en el que la coyuntura del comercio mundial seguiría limitando en alguna medida el crecimiento de la economía por diversos canales, por lo cual están sujetos a un importante grado de incertidumbre.

Empleo

En el contexto de una actividad económica que se ha venido recuperando, el empleo continuó creciendo durante lo corrido de 2025. En efecto, de acuerdo con los datos de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH), en términos anuales, para el trimestre móvil finalizado en mayo la ocupación en el agregado nacional presentó un crecimiento del 3,4%, para el trimestre móvil finalizado en mayo, lo que representó la creación de 788.000 puestos de trabajo. Este dinamismo estuvo principalmente explicado por el empleo en las cabeceras de ciudades intermedias y pequeñas (diferentes a las 23 principales ciudades)⁴ y en el área rural, el cual tuvo un incremento anual del 4,5%, cifra mayor a la observada en el área urbana (2,5%). Por sectores económicos, las mayores contribuciones al crecimiento anual del empleo se registraron en las ramas del comercio y alojamiento, transporte y comunicaciones, y agropecuario.

El mayor empleo generado se concentró en el segmento no asalariado⁵ e informal. De esta manera, en lo corrido de 2025 el segmento no asalariado tuvo un incremento importante, alcanzando niveles de 12,5 millones de ocupados, equivalente a un crecimiento del trimestre móvil finalizado en mayo del 5,1% frente al mismo período del año anterior. En contraste, el empleo del segmento asalariado⁶ durante el mismo periodo registró un crecimiento anual de solo 1,6%. El mayor dinamismo del empleo no asalariado frente al asalariado se explica, en parte, porque los sectores que más contribuyeron a la generación de empleo durante este periodo, tales como el agropecuario y actividades de servicios, tienen una elevada informalidad. Esto implicó que la tasa de informalidad volviera a crecer y se ubicara en el 56,1% en mayo.

La proporción de la población en edad de trabajar que participa activamente en el mercado laboral (ya sea que se encuentre ocupada o desempleada, pero en busca de empleo) es una medida de la oferta de trabajo, la cual se cuantifica mediante la llamada tasa global de participación (TGP). Esta tasa se ha mantenido estable en las veintitrés principales ciudades en alrededor del 66% durante el último año, mientras que en las otras cabeceras y el área rural la TGP experimentó una reducción, llegando a niveles cercanos al 62%. Este menor incremento de la oferta laboral en un entorno de crecimiento del empleo, como el mencionado atrás, implicó

3 Entre los indicadores líderes se encuentran la encuesta sobre industria y comercio, la demanda de energía regulada y no regulada, el movimiento de carga por carretera, el pulso económico regional (PER), las matrículas de vehículos y motocicletas, las transacciones de bancos comerciales, y las exportaciones e importaciones.

4 Este resultado corresponde a la diferencia desestacionalizada entre el agregado nacional y el de 23 ciudades principales.

5 Empleado no asalariado: son los ocupados con posiciones ocupacionales de empleado doméstico, trabajador por cuenta propia, patrón o empleador, trabajador familiar sin remuneración y jornalero o peón.

6 Empleado asalariado: son los ocupados con posición ocupacional de obrero o empleado en una empresa particular, y de obrero o empleado en el gobierno.

reducciones de la tasa de desempleo. Fue así como para el trimestre móvil finalizado en mayo de 2025 la tasa de desempleo del agregado nacional se redujo anualmente en 1,6 pp y en el último mes llegó al 8,9%. Esta cifra de desempleo es una de las más bajas de los últimos 25 años, solo comparable con los niveles observados en el primer semestre de 2015. Por dominios geográficos, la tasa de desempleo de las veintitrés ciudades se redujo en 1,5 pp y se ubicó en el 9,1%, mientras que en las otras cabeceras y el área rural se contrajo en 1,7 pp y se situó en el 8,8%. Por género, para el trimestre móvil terminado en mayo la tasa de desempleo de las mujeres se redujo en 0,8 pp respecto al trimestre móvil terminado en diciembre, mientras que la de los hombres lo hizo en 0,6 pp. De esta forma en mayo la tasa de desempleo de las mujeres se situó en 11,5% y la de los hombres en 7%. Lo anterior permitió que la brecha de género de la tasa de desempleo se redujera para ubicarse en 4,5 pp. a fin de mayo.

Inflación

Entre diciembre de 2024 y mayo del presente año la inflación anual se mantuvo fluctuando en un rango del 5,1% al 5,3%, con lo cual interrumpió la senda descendente que mostró a lo largo del año anterior, cuando pasó del 9,3% a finales de 2023 al 5,2% en noviembre de 2024. Este cambio en el ritmo de ajuste obedeció a presiones alcistas en los precios de los alimentos, aumentos importantes en las tarifas de gas a principios del año y a la inercia en la inflación de algunos bienes y servicios. En junio la inflación anual se redujo al 4,8%, gracias a una moderación de la inflación de alimentos y regulados, y marginalmente de servicios. A ello también contribuyó una menor depreciación anual de la tasa de cambio, que mitigó las presiones inflacionarias. A pesar de este último dato, la trayectoria de la inflación anual de precios al consumidor en el primer semestre presentó una reducción más lenta de la esperada. Esto se reflejó en un incremento en las expectativas de inflación, las cuales, según las encuestas del Banco de la República a los analistas en julio, se ubicaban en la mediana de la muestra alrededor del 4,7% para finales de 2025 y el 3,8% para finales de 2026, sugiriendo una convergencia lenta de la inflación a la meta.

A diferencia de la inflación total, la inflación básica, que excluye a los alimentos y a los regulados, continuó decreciendo durante la mayor parte del primer semestre y en junio registró una variación anual del 4,8%, inferior a la observada al cierre de 2024 (5,2%) y a la registrada un año atrás (6,0%). Parte de esta reducción provino de la subcanasta de bienes, cuyos ajustes de precios se mantuvieron por debajo del 2,0% anual, en un contexto de pocas presiones cambiarias. Respecto a la subcanasta de servicios, su variación anual se redujo desde valores cercanos al 7,0% a finales de 2024, al 6,0% en junio de 2025. No obstante, la variación anual de precios de este grupo sigue siendo elevada, como reflejo de una significativa inercia inflacionaria debida a una alta indexación.

Con respecto a los precios de los alimentos, contrario a lo esperado por el equipo técnico, su inflación anual aumentó del 3,3% en diciembre de 2024 al 4,3% en junio. Este incremento se concentró en los alimentos procesados, que enfrentaron choques más fuertes que los previstos por cuenta de aumentos en los precios internacionales de algunas materias primas agrícolas, como también por mayores presiones provenientes de las tarifas de transporte. En el caso de los alimentos perecederos hubo un descenso en su variación anual, pero menor al previsto, que puede ser atribuido a cambios en el ciclo de producción agropecuaria.

En cuanto a la inflación del grupo de regulados, en el transcurso del primer semestre pasó del 7,3% anual en diciembre de 2024 al 5,5% anual en junio. Este comportamiento se explicó, principalmente, por la disminución en los incrementos tarifarios del servicio de energía eléctrica, gracias a la sustitución de la generación térmica (más costosa) por hidráulica, como resultado de la normalización de las precipitaciones y la recuperación del nivel de los embalses. Asimismo, hubo descensos en los ajustes anuales de combustibles y educación regulada. Este favorable comportamiento

contrarrestó los fuertes incrementos en las tarifas del gas domiciliario y los aumentos anuales en el transporte regulado. Cabe señalar que la mayoría de los rubros de esta subcanasta mantienen ajustes anuales por encima de la meta de inflación, lo cual, en parte, se explica por su elevada indexación a la inflación observada.

La convergencia de la inflación a la meta continúa enfrentando riesgos importantes asociados con el incierto panorama comercial y financiero global, junto con los efectos derivados del desequilibrio fiscal interno que podrían presionar al alza los precios locales. Adicionalmente, los conflictos geopolíticos pueden llevar a un aumento no previsto en los precios del petróleo, lo que incrementaría los costos de transporte tanto externos como internos, al igual que rubros como la energía eléctrica y el gas. En este último caso existe un riesgo importante de un faltante de oferta interna de gas que podría requerir un aumento de las importaciones que repercuta en alzas en las tarifas de gas.

Política monetaria

La JDBR ha sido especialmente prudente en sus decisiones de la tasa de interés de política. Luego de haberla reducido desde un nivel de 13,0% a finales de 2023 al 9,5% al cierre de 2024, en el primer semestre de 2025 la JDBR decidió disminuir el ritmo de recortes de la tasa de interés de política, con una única reducción de 25 pb en su sesión de abril, para situarla en el 9,25% al cierre del primer semestre.

Esta postura cautelosa de la política monetaria toma en cuenta que la senda descendente de la inflación en el transcurso del primer semestre del año ha sido más lenta de la esperada, y que su nivel continúa alejado de la meta y supera el de sus pares en América Latina y muchas otras economías emergentes. Asimismo, reconoce los riesgos que se derivan de un contexto global tan complejo en el que no existe certeza sobre la forma como los mayores aranceles y la volatilidad de los mercados financieros podrían afectar la inflación y la actividad económica, pero cuyo balance de riesgos parece estar sesgado hacia mayores presiones inflacionarias. En el frente interno, advierte sobre los riesgos inflacionarios del mayor déficit fiscal previsto para este año y los subsiguientes, por el efecto expansivo que produce sobre la economía.

En estas circunstancias, la JDBR subraya que mantener cautela en las decisiones, teniendo en cuenta toda la información disponible, asegura que la política monetaria sea sostenible, en el sentido de que las decisiones que se adopten no corran el riesgo de tener que ser revertidas en el corto plazo, lo cual afectaría seriamente la credibilidad del banco central.

Balanza de pagos

En el primer trimestre del año la cuenta corriente registró un déficit del 2,2% del PIB, superior al déficit del 1,9% del PIB para el mismo trimestre del año anterior. La ampliación de este desbalance se explicó por el mayor déficit de la balanza comercial de bienes y por una reducción en el superávit de servicios. Este comportamiento se compensó, parcialmente, por las mayores transferencias corrientes y por la reducción del déficit de renta de los factores. Esto se dio en un entorno de una demanda interna que en el primer trimestre se expandió a una tasa anual superior a la del PIB, de unos menores precios de algunos bienes exportados, como el petróleo y el carbón, de un buen comportamiento del turismo extranjero y de elevados niveles de remesas de trabajadores.

El desbalance de la balanza comercial se originó por un valor de las exportaciones de bienes inferior al de las importaciones. Las ventas externas de café, productos industriales y oro no monetario tuvieron incrementos, mientras que se dieron disminuciones en las de carbón y petróleo. Por su parte, las importaciones de bienes fueron impulsadas por mayores compras de insumos y bienes de capital para la industria, bienes de consumo y combustibles. El comercio de servicios mostró un superávit algo

menor que el del primer trimestre del año anterior, con incrementos de exportaciones gracias a los mayores ingresos por viajes de turistas extranjeros, y aumentos de importaciones debido a incrementos de los egresos en viajes y transporte de carga.

Los mayores ingresos netos por transferencias corrientes que contribuyeron a limitar el balance deficitario de la cuenta corriente tuvieron origen en el incremento de las remesas de trabajadores, que en el primer trimestre alcanzaron un valor de USD 3.131 m, con un aumento de USD 410 m frente al mismo periodo del año anterior. Este resultado estuvo asociado con el buen desempeño del empleo en Estados Unidos y España, países de donde proviene la mayor parte de estos recursos.

Los menores egresos netos por renta factorial también compensaron parcialmente el mayor déficit corriente, y se explican principalmente por los menores pagos de intereses de créditos externos y por el aumento de los ingresos de las inversiones de Colombia en el exterior. Esta dinámica fue compensada parcialmente por el incremento de la remisión de utilidades de las firmas con inversión extranjera directa en el país, como resultado de mayores ganancias de las actividades financieras y de servicios empresariales, comercio, y hoteles e industrias manufactureras.

La inversión extranjera directa (IED) continuó siendo la principal fuente de financiamiento externo. Esta ascendió a USD 3.142 m en el primer trimestre, lo que fue inferior en USD 540 m a lo recibido un año atrás. Esto se explica, principalmente, por la reducción en las inversiones en las actividades de comercio y hoteles, servicios financieros y empresariales, y minería, lo cual fue compensado parcialmente por el aumento de la IED en la industria manufacturera y en la actividad de electricidad, gas y agua.

La financiación del déficit externo también estuvo soportada por los ingresos netos provenientes de inversiones de cartera y, en menor medida, por los créditos externos. Durante el primer trimestre de 2025, el endeudamiento externo del sector público registró ingresos por USD 92 m, resultado de la suma de los ingresos netos por títulos de deuda (USD 1.026 m) y las amortizaciones netas por préstamos (USD 934 m). En cuanto al sector privado, recibió ingresos por concepto de préstamos (USD 1.349 m) y por inversiones de portafolio en el mercado local (USD 181 m). Por su parte, las salidas de capital colombiano se estimaron en USD 2.789 m, concentradas en inversiones financieras de cartera en el exterior, especialmente de origen privado (USD 4.470 m).

Para 2025 el equipo técnico proyecta un déficit de la cuenta corriente cercano al 2,5% del PIB, superior al déficit del 1,7% obtenido en 2024. La ampliación de este desbalance sería resultado de una demanda interna más dinámica, la continuación en la moderación de los precios internacionales de algunos bienes mineros exportados por el país y un entorno de incertidumbre frente a las políticas comerciales externas.

Finanzas públicas

El déficit del Gobierno General (GG)⁷ se situó en el 5,8% del PIB en 2024, lo que representó un incremento de 3,1 puntos porcentuales (pp) con respecto al de 2023. La ampliación de este déficit obedeció a una desmejora en los balances del Gobierno Nacional Central (GNC) (2,5 pp), del subsector de seguridad social (0,7 pp) y del resto de entidades del nivel central (0,2 pp), lo cual fue parcialmente contrarrestado por una mejora de 0,1 pp en el balance de regionales y locales. Se destaca

7 El Gobierno General (GG) está integrado por el Gobierno Nacional Central (GNC), los gobiernos regionales y locales, el sector de la seguridad social (pensiones y salud) y el resto de las entidades del nivel central, dentro de las cuales se incluye el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).

la reducción de la posición deficitaria del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC), como resultado de los ajustes que el Gobierno Nacional implementó en el precio de la gasolina desde finales de 2022. No obstante, persisten presiones fiscales provenientes del diferencial de precios para el ACPM.

Las cifras para 2024 indican que el déficit total y primario del GNC habrían alcanzado el 6,7% y 2,4% del PIB, respectivamente. El deterioro en el balance total del GNC se explicó, fundamentalmente, por la caída de los ingresos totales en 2,2 pp del PIB, originada en su mayor parte por el menor recaudo por impuesto de renta e IVA externo más aranceles, así como por la reducción de los ingresos petroleros por cuenta de los menores dividendos girados por Ecopetrol. Por otro lado, el gasto registró un incremento en 0,3 pp debido a las mayores transferencias por el Sistema General de Participaciones (SGP) y los aumentos en los rubros de intereses y seguridad social (salud y pensión), así como los gastos de personal.

El escenario presentado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP) publicado recientemente proyecta un incremento del déficit total del GNC al 7,1% del PIB en 2025, como resultado de la mayor carga de intereses. Al excluir los intereses, el déficit primario se mantendría inalterado en el 2,4% del PIB. Este pronóstico prevé un gasto primario del 19,5% del PIB, mayor en 0,6 pp al registrado en 2024. Dicho incremento obedecería, especialmente, a mayores recursos destinados al SGP y a pensiones, a los gastos de personal, y a otras transferencias. En línea con lo proyectado para el GNC se espera que el GG registre un déficit fiscal del 6,5% del PIB en 2025, lo que representa un incremento de 0,7 pp frente al nivel observado en 2024. Para 2026 el MHCP proyecta que el déficit fiscal del GNC se reduzca al 6,2% del PIB, lo que corresponde a una disminución de 0,9 pp frente al déficit estimado para 2025. Este ajuste se sustentaría, principalmente, en un incremento anual de los ingresos tributarios de la Nación por el equivalente a 1,2 pp del PIB, los cuales dependerán, en gran medida, de la aprobación e implementación de una reforma tributaria.

Los mayores desbalances fiscales previstos conducirían a un aumento en la deuda neta del GNC que, luego de ubicarse en el 53,4% del PIB en 2023, alcanzaría un máximo histórico del 63,0% del PIB en 2026. La ampliación del déficit primario, el elevado costo de financiamiento que superaría el crecimiento real de la economía, y una mayor tasa de cambio con la que se valora en promedio la deuda externa al cierre de cada vigencia explican este resultado.

Frente a esta situación, el Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) invocó la activación de la cláusula de escape que permite realizar un desvío temporal del cumplimiento de las metas fiscales fijadas en la regla fiscal entre 2025 y 2027. El Gobierno justificó esta decisión como la alternativa viable para garantizar el funcionamiento y los pagos del servicio de la deuda en el corto plazo, evitando así un ajuste abrupto de las finanzas públicas que podría afectar la actividad productiva o llevar a un desequilibrio macroeconómico. Al respecto, el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) dio concepto desfavorable (no vinculante), señalando que la cláusula de escape está diseñada para eventos extraordinarios y no para desequilibrios fiscales estructurales.

El estado de las finanzas públicas y las decisiones de la política fiscal influyen sobre la percepción de riesgo del país y el comportamiento de la inflación, y afectan, a través de diversos canales, el margen de maniobra de la autoridad monetaria para el manejo de las tasas de interés. En ese sentido, la JDBR ha insistido en la necesidad de emprender un ajuste ordenado de las finanzas públicas que garantice la sostenibilidad fiscal y contribuya a la estabilidad macroeconómica. Para ello resulta esencial la aprobación de reformas estructurales que aumenten los ingresos de manera permanente y reduzcan las inflexibilidades del gasto público, las cuales se examinan de forma detallada en el Recuadro 2 de este *Informe*.

Reservas internacionales

Al 30 de junio de 2025 las reservas internacionales netas totalizaron USD 65.163 millones (m), lo que significa un aumento de USD 2.682 m durante lo corrido de 2025. El rendimiento de las reservas internacionales en lo corrido del año, que sin incluir el componente cambiario se ubicó en el 2,90% (USD 1.851 m), fue un factor fundamental para explicar el incremento en el nivel de las reservas. Este resultado se dio, principalmente, por los mayores niveles en las tasas de interés, los cuales tuvieron un impacto positivo en la rentabilidad de las reservas internacionales a través de un aumento de los intereses recibidos de las inversiones. Adicionalmente, el rendimiento de las reservas internacionales se vio favorecido por la valorización de las inversiones, debido a la disminución en los niveles de las tasas de interés de corto plazo en los principales mercados en los que se invierten las reservas. Finalmente, el aumento en el nivel de las reservas internacionales también se vio soportado por la apreciación de otras monedas de reserva frente al dólar de Estados Unidos, lo cual generó un efecto cambiario positivo en la valoración de las reservas (USD 862 m).

Un indicador ampliamente utilizado internacionalmente para evaluar la suficiencia de las reservas es el propuesto por la metodología *assessing reserve adequacy* (ARA) del FMI. Esta métrica establece que las reservas internacionales deben ser suficientes para cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos durante episodios de presión en el mercado cambiario. Este indicador busca brindar protección frente a los riesgos asociados con la pérdida de acceso al financiamiento externo, la pérdida de confianza en la moneda local, la reversión de los flujos de capital, y una posible contracción de la demanda externa. Según el estándar del FMI, se considera que una economía mantiene un nivel adecuado de reservas si la razón entre estas y su nivel adecuado (según la metodología ARA) se encuentra en el rango de 1,0 a 1,5. Con la información más reciente disponible, correspondiente a mayo de 2025, esta razón para Colombia se ubica en 1,30.

Utilidades del Banco de la República

En lo corrido de 2025 a junio, la utilidad del Banco ascendió a COP 7.751 mm, producto de ingresos por COP 9.405 mm y de egresos por COP 1.654 mm. Frente al mismo periodo de 2024, la utilidad fue superior en COP 3.663 mm.

Los ingresos se originaron, mayoritariamente, en el rendimiento de las reservas internacionales, las cuales registraron un incremento anual de COP 3.029 mm (80,3%). Otros ingresos provinieron del rendimiento de los TES en poder del Banco, al igual que los intereses por operaciones repo de expansión. Los egresos se explicaron, principalmente, por la remuneración de los depósitos del GNC en el Banco y de los depósitos de contracción. Los gastos corporativos tuvieron un incremento anual del 6,7%, dentro del cual se incluyen aumentos en gastos generales, asociados con proyectos y servicios de tecnología, y los de personal, relacionados con el ajuste salarial determinado por la Convención Colectiva de Trabajo.

Para 2025 se proyecta una utilidad de COP 12.571 mm, superior en COP 2.530 mm a la observada en 2024. Las mayores utilidades esperadas para este año se explicarían por el incremento de los ingresos monetarios netos, los cuales superarían el aumento de los gastos netos corporativos y de los de banco de emisión. Esta estimación tiene un alto grado de incertidumbre asociada, principalmente, con la evolución del rendimiento de las reservas internacionales y, en menor medida, con el crecimiento y las fuentes de expansión de la base monetaria.

2. Entorno macroeconómico

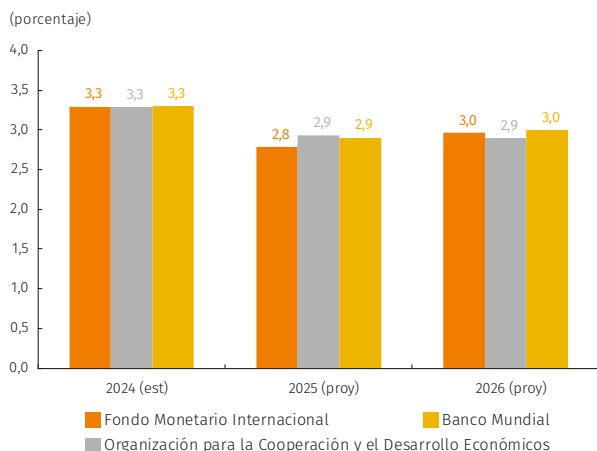
2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional

Durante lo corrido de 2025, el entorno económico externo se ha caracterizado por una alta incertidumbre en la política comercial. A lo largo del año los anuncios por parte del gobierno estadounidense han cambiado frecuentemente y no hay certeza acerca de los aranceles que regirán el comercio internacional. El 1 de febrero el presidente Donald Trump anunció una serie de aranceles que afectarían las importaciones a Estados Unidos desde China, la Unión Europea, México y Canadá. Sin embargo, las medidas para México y Canadá fueron suspendidas por un mes, solo dos días después de su promulgación. En marzo, los aranceles a China se incrementaron en 10 puntos porcentuales (pp) adicionales, y los aranceles aplicados a bienes de otros países de América del Norte empezaron a regir, aunque con algunas exenciones. El 2 de abril el presidente de Estados Unidos anunció los “aranceles recíprocos”, que fijaron una tarifa mínima del 10% y alcanzaban hasta el 50% en algunos casos, en lo que denominó el “día de la liberación”. No obstante, estos aranceles fueron suspendidos por tres meses una semana después de su anuncio. Adicionalmente, las retaliaciones de China ante estos impuestos llevaron los aranceles aplicados a ese país hasta el 145%. En mayo, Estados Unidos inició una serie de negociaciones con el Reino Unido, Europa, China y otros países, para buscar moderar la tarifa arancelaria. A pesar de esto, a la fecha de elaboración de este *Informe*, la tasa arancelaria promedio de Estados Unidos es la más alta de los últimos 84 años. A futuro no es claro el valor que mantendrán los aranceles debido a las negociaciones adicionales en curso y posibles pausas en los aranceles recíprocos anunciados el 2 de abril. Estos cambios constantes en la política comercial estadounidense han aumentado significativamente la incertidumbre económica, generando disrupciones en el comercio y en las decisiones de inversión de las empresas a nivel global.

En el primer trimestre de 2025 la economía mundial mostró signos de desaceleración en medio de un incremento en las barreras comerciales y un aumento sustancial de la incertidumbre política a nivel global. Los organismos internacionales proyectan una desaceleración del PIB mundial para 2025, en especial en la actividad de las economías más afectadas por la incertidumbre comercial. Luego del sólido crecimiento económico mundial observado en 2024, la economía se desaceleró de manera importante durante el primer trimestre de 2025. Economías como las de Estados Unidos y Japón presentaron decrecimientos trimestrales de su PIB, explicados por un aumento de las importaciones de bienes, debido a la anticipación de las compras antes de la materialización de los aranceles anunciados por el gobierno de los Estados Unidos. Este resultado fue parcialmente compensado por algunos datos alentadores en materia de crecimiento en otras economías avanzadas y algunas emergentes. Se destaca el caso de China, cuya actividad continúa expandiéndose a un ritmo sólido, apoyada por políticas fiscales y monetarias expansivas en ese país. Alemania y el Reino Unido mostraron un fortalecimiento en su economía, impulsado, en parte, por un crecimiento en sus exportaciones. En el caso de Alemania, también se observó una flexibilización fiscal enfocada en el aumento del gasto en defensa e infraestructura. A pesar de estos avances, se espera que el crecimiento económico mundial se desacelere del 3,3% estimado para 2024 al 2,9% en 2025 (Gráfico 2.1)¹, lo cual se concentraría en las economías

1 De acuerdo con el más reciente *World Economic Outlook* (WEO, abril de 2025) del Fondo Monetario Internacional (FMI), la proyección de crecimiento global se redujo para 2025 del 3,3% al 2,8%, y para 2026 del 3,3% al 3,0%. De manera análoga, el más reciente *Economic Outlook* de la OCDE (junio de 2025) también reflejó una reducción de la proyección de crecimiento global para 2025 del 3,1% al 2,9%, y para 2026 del 3,0% al 2,9%.

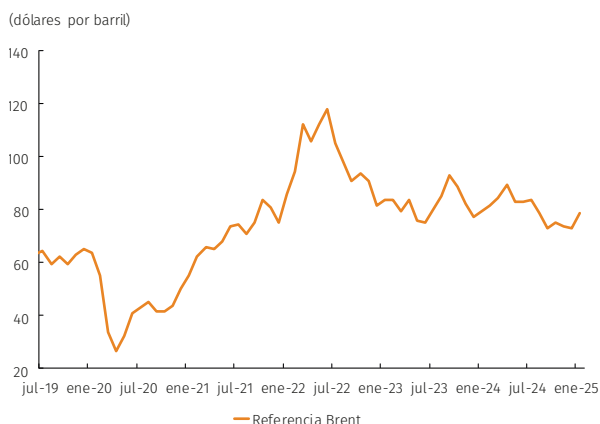
Gráfico 2.1
Crecimiento económico
(variación anual)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (abril 2025), Banco Mundial (junio 2025), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (junio 2025).

norteamericanas (Estados Unidos, México y Canadá). Lo anterior se daría en un contexto de elevada incertidumbre política y comercial, que frenarían la inversión empresarial y el crecimiento del comercio mundial². Además, el posible aumento de los costos y el debilitamiento de la confianza de las empresas y los consumidores podrían tener efectos adversos en las perspectivas de crecimiento mundial. Por su parte, las políticas monetarias seguirán siendo restrictivas en la mayoría de las economías avanzadas, con tasas de interés elevadas para controlar posibles presiones inflacionarias adicionales. Informes recientes de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y el Banco mundial resaltan riesgos a la baja en el crecimiento global, asociados, principalmente, con un mayor incremento en la incertidumbre comercial y política, y sus potenciales impactos en el comercio mundial, en la inversión y la actividad económica. También se menciona el posible aumento de los conflictos y tensiones geopolíticas, así como un cambio en la demanda por activos de riesgo y el desapalancamiento en los mercados financieros, que podría generar estrés financiero, con grandes salidas de capital de las economías emergentes más vulnerables.

Gráfico 2.2
Precio internacional del petróleo



Fuente: Bloomberg.

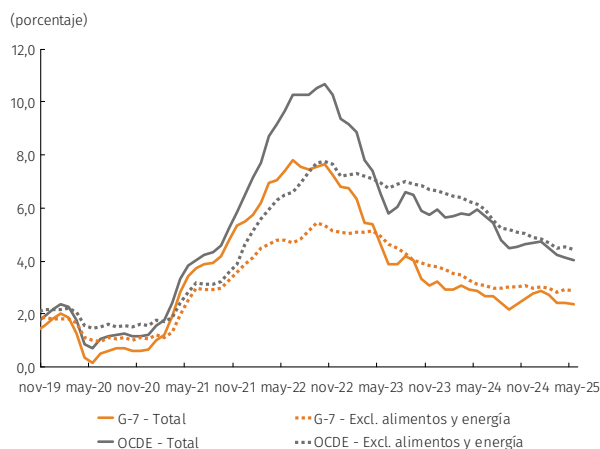
En el primer semestre de 2025 la cotización internacional del petróleo disminuyó respecto al promedio observado en 2024, en un entorno de crecimiento en los niveles de producción mundial de crudo, y a la reducción esperada en la actividad económica global. En la primera mitad del año el precio del crudo para la referencia Brent se ubicó, en promedio, cerca de los USD71 por barril (bl), equivalente a una reducción del 15% frente al mismo periodo de 2024 (Gráfico 2.2). Este comportamiento se explica, en parte, por la dinámica favorable en los niveles de producción mundial de petróleo³, junto con la reducción esperada en la actividad económica global, como consecuencia de las políticas arancelarias de los Estados Unidos. Como resultado se ha observado un crecimiento de los inventarios de crudo y sus derivados en los países miembros de la OCDE, lo que contribuye en la moderación de los precios. No obstante, una reducción más pronunciada en los precios ha estado limitada por el recrudecimiento del conflicto geopolítico y bélico en Medio Oriente, un comportamiento estable en el consumo de petróleo y sus derivados por parte de China, y una moderación en la producción de petróleo proveniente de Rusia. Los pronósticos del reporte de junio de la Administración de Información de Energía de Estados Unidos señalan que el precio promedio del petróleo Brent se ubicaría en USD66 bl en 2025 y USD59 bl en 2026.

- Según el reporte más reciente del Banco Mundial, el volumen del comercio global se desaceleraría del 3,4% estimado para 2024 al 1,8% en 2025.
- El crecimiento observado y esperado en la extracción de petróleo ha estado liderado por los países no pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Petróleo y Aliados (OPEP+), principalmente por Estados Unidos, Brasil y Canadá. Además, a partir de abril de 2025 la OPEP+ ha implementado la eliminación gradual de los recortes voluntarios sobre la producción. Recientemente, en su comunicado del 31 de mayo, el cartel anunció que la mayoría de los países miembros continuarían con el desmonte de los recortes, lo que explica el aumento en la extracción de petróleo de este grupo de países en lo corrido de 2025.

El índice de precios internacionales de los alimentos presentó un crecimiento en el primer semestre del año en comparación con el promedio observado en 2024, jalonado por el aumento en los precios del cacao y el café. En mayo de 2025 el índice de precios internacionales de bebidas del Banco Mundial creció un 31% anual, comportamiento explicado, principalmente, por el aumento en los precios del cacao y el café.

En el primer caso, la persistencia de condiciones climáticas desfavorables ha generado problemas en las cosechas de los principales países productores como Costa de Marfil y Ghana. Además, hay incrementos en demanda por este alimento. El crecimiento en los precios del café a lo largo del año también contribuye a la permanencia de precios elevados en el componente de bebidas. El precio internacional de otros alimentos registró una reducción anual en mayo cercana al 8%, explicada por el comportamiento favorable en los precios de los cereales, principalmente en alimentos como el arroz, el trigo y el maíz, que han presentado una tendencia decreciente en lo corrido de 2025 debido a la perspectiva favorable de las cosechas para esta temporada. A pesar de lo anterior, las presiones a la baja sobre los precios estarían limitadas por el reciente incremento en el índice de precios de los fertilizantes, como consecuencia de las restricciones sobre el comercio de estos insumos. Según el Banco Mundial en su informe de abril de 2025, se proyecta que el índice de precios internacionales de los alimentos se reduzca en un 7% en 2025 y en un 0,9% en 2026, mientras que el índice de precios internacionales de las bebidas presentaría un crecimiento del 19,7% en 2025, seguido de una reducción del 11% en 2026.

Gráfico 2.3
Inflación total e inflación total excluyendo alimentos y energía para el G7 y la OCDE



Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

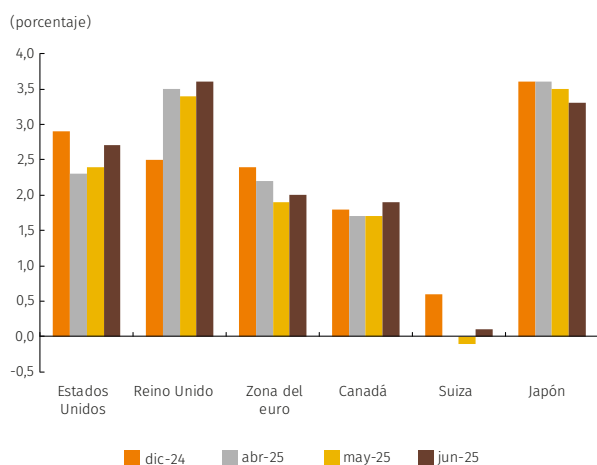
En lo corrido del año la inflación mundial ha mostrado signos de persistencia, con niveles de precios de los servicios que se mantienen elevados e incrementos en los precios de los bienes, aunque desde niveles bajos. Lo anterior, en un contexto de elevada incertidumbre política y comercial e incrementos en las expectativas de inflación, a pesar de que la política monetaria sigue siendo contractiva en varias economías.

Durante lo corrido de 2025, la reducción de la inflación global continuó siendo lenta debido, principalmente, a una moderación gradual del crecimiento de los precios de los servicios, en medio de unos mercados laborales sólidos, y a alguna aceleración en los precios de los bienes en un entorno de la elevada incertidumbre sobre la política comercial global. En línea con esto, en mayo de 2025 la inflación anual total de los países miembros de la OCDE se ubicó en un 4,0% y para los países miembros del G7 fue del 2,4% (Gráfico 2.3), cifras inferiores a las registradas a finales de 2024 (4,7% para los países de la OCDE y 2,8% para el G7). En mayo el componente básico de la inflación (excluyendo alimentos y energía), se ubicó en el 4,4% para los países de la OCDE (4,9% en diciembre de 2024) y para los países del G7 se situó en el 2,9% (3,0% en diciembre de 2024). Con cifras a junio de 2025, la inflación total anual en algunas economías avanzadas continuó por encima de su objetivo inflacionario, por ejemplo, en Reino Unido (3,6%), Japón (3,3%) y Estados Unidos (2,7%); por el contrario, en Canadá (1,9%) y la zona del euro (2,0%) se ubicaron por debajo o en línea con la meta (2% en ambos casos) (Gráfico 2.4). Por su parte, las cifras de inflación básica (excluyendo alimentos y energía) a junio para estas economías (2,3% en la zona del euro, 2,9% en

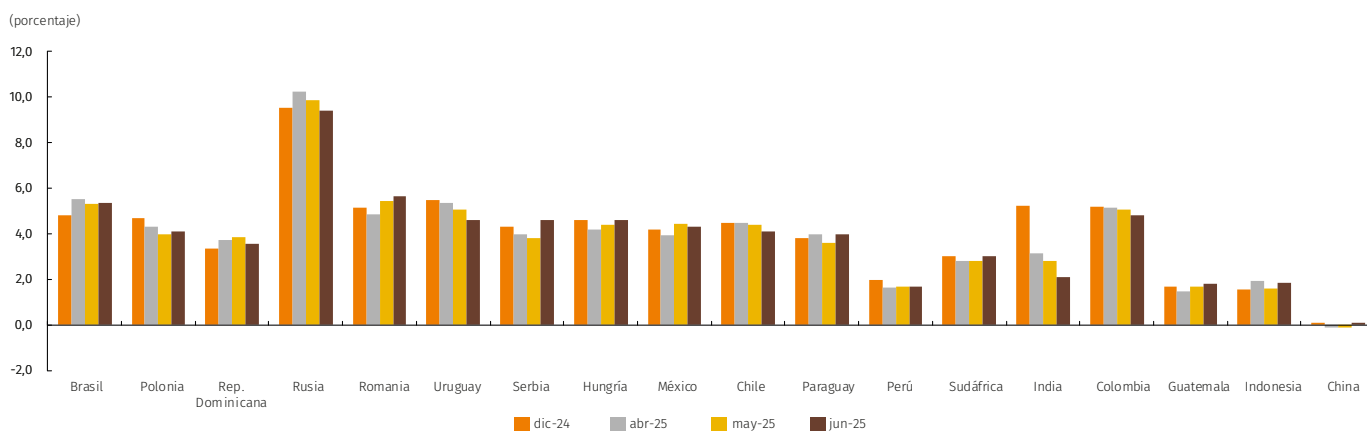
Estados Unidos, 3,1% en Canadá, 3,7% en Reino Unido y 3,3% en Japón) fueron mayores o iguales a las de la inflación total, señalando una mayor persistencia en la inflación de servicios e incrementos en el rubro de bienes. La dinámica inflacionaria en América Latina ha sido mixta. Así, para lo corrido de 2025 la inflación anual total en Colombia, Chile y Perú ha presentado alguna moderación frente a lo observado a finales del año anterior, resaltándose el caso de Perú, cuya inflación ya se encuentran dentro de su rango meta. Por el contrario, en Brasil y México la inflación ha aumentado. En particular, en junio de 2025 la inflación anual total se ubicó en 4,8% en Colombia, 4,1% en Chile y 1,7% en Perú, ligeramente por debajo del 5,2%, 4,5% y 2,0% observados en diciembre de 2024, respectivamente. Por su parte, para el mismo mes la inflación en Brasil se ubicó en 5,4% y en México en 4,3%, por encima del 4,8% y 4,2%, respectivamente, observado a finales del año anterior. (Gráfico 2.4, panel B).

Gráfico 2.4
Inflación total al consumidor

A. Algunas economías avanzadas



B. Algunas de las principales economías emergentes y de la región



Fuente: Bloomberg.

La inflación total se mantendría por encima de la meta en algunas economías avanzadas y emergentes en un contexto de recientes alzas en las expectativas de inflación de los consumidores, derivado de los cambios en la política comercial de Estados Unidos y del aumento de la incertidumbre a nivel mundial.

Durante lo que resta del año, la inflación total global se mantendría ligeramente por encima del objetivo promedio, pero con una notable heterogeneidad entre economías. La inflación total se mantendría por encima de la meta en algunas economías avanzadas como Estados Unidos y el Reino Unido, en medio de la elevada incertidumbre asociada con las mayores barreras comerciales y su posible impacto en el crecimiento económico. A su vez, las expectativas de inflación han aumentado en lo corrido de 2025, principalmente en algunas economías avanzadas, influenciadas por la implementación de las restricciones comerciales. Por su parte, con cifras a mayo de 2025, en las economías de la región las expectativas de inflación a un año se encuentran dentro de su rango objetivo para Perú, pero se mantienen por encima de sus metas puntuales para Colombia, Chile, México y Brasil⁴. En este contexto, en su más reciente reporte la OCDE proyecta que la inflación total promedio para los países del grupo pasaría del 5,1% estimado para 2024 al 4,1% para 2025,

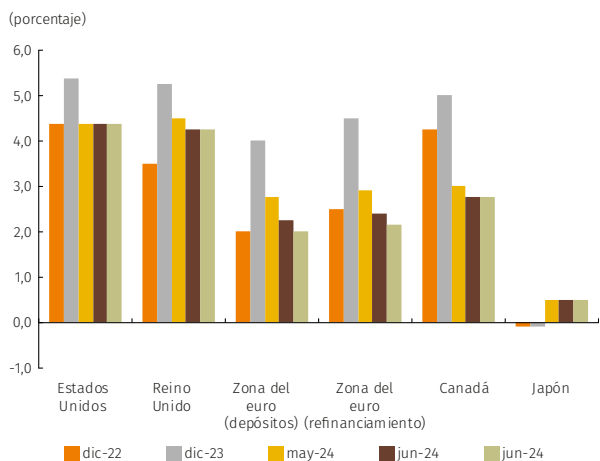
4 En mayo de 2025, las expectativas de inflación a doce meses se ubicaron en el 3,9% para Colombia, 3,4% para Chile, 2,3% para Perú, 3,6% para México y 4,9% para Brasil.

lo que representa una moderación inflacionaria más lenta de lo contemplado en su reporte anterior.

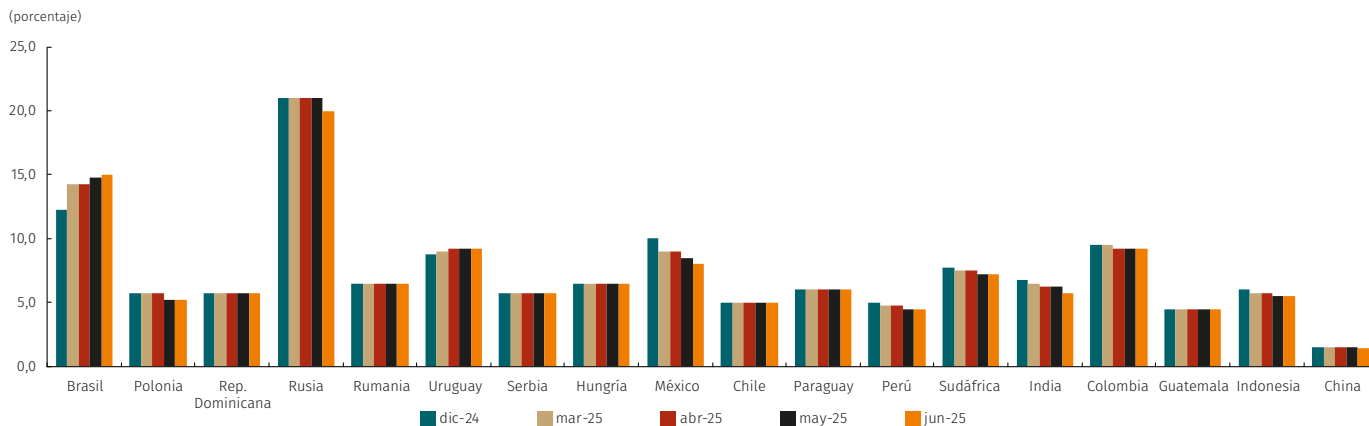
La Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambios su tasa de interés de política durante la primera mitad de 2025, en un rango entre el 4,25% y 4,50%. Por su parte, en otras economías avanzadas se continuó el proceso de reducción de tasas de interés de política. En Estados Unidos, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) mantuvo estable su tasa de interés de política en un rango entre el 4,25% y 4,50% durante la primera mitad del año, rango alcanzado en diciembre del año anterior. Esto se ha dado en medio de una elevada incertidumbre sobre los impactos de la política arancelaria de ese país sobre el crecimiento económico y la dinámica de los precios. En línea con la elevada incertidumbre, la mediana de las proyecciones más recientes del FOMC publicadas en junio de 2025 contemplan dos reducciones de la tasa de interés de 25 puntos básicos (pb) en la segunda mitad de 2025, junto con una menor proyección de crecimiento económico para el cierre del mismo año, y una inflación más alta que la contemplada en su reporte anterior⁵. Por el contrario, durante el primer semestre del año, el Banco Central Europeo continuó reduciendo sus tasas de interés de referencia en un contexto de moderación de la inflación, ubicando su principal tasa de interés de política en el 2,0% y su tasa de interés de refinanciamiento en el 2,15% en junio de este año. A su vez, los bancos centrales del Reino Unido y Canadá redujeron sus tasas de interés de política durante la primera mitad del año en 50 pb frente a lo observado a finales de 2024. Así, para junio de 2025 la tasa de interés de referencia del Reino Unido se ubicó en el 4,25%, mientras que en Canadá se ubicó en un 2,75%. Por último, luego de abandonar su política de tasas de interés negativas, el banco central de Japón volvió a subir su tasa de interés de referencia en enero de 2025 en 25 pb, ubicándola en el 0,5%, cifra que se ha mantenido estable durante el primer semestre del año (Gráfico 2.5).

Gráfico 2.5
Tasa de interés de política monetaria en algunas economías

A. Algunas economías avanzadas



B. Algunas economías emergentes y de la región

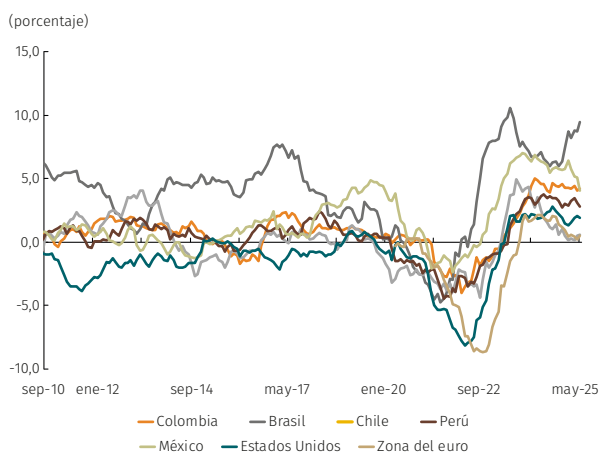


Fuente: Bloomberg.

5 En el reporte de junio de 2025, la mediana de las proyecciones del FOMC revisó al alza su estimación del PCE total del 2,7% al 3,0% para finales 2025, mientras que para el PCE básico la revisión fue del 2,8% al 3,1% para el mismo periodo. Por su parte, la proyección mediana para el crecimiento económico fue revisada a la baja del 1,7% al 1,4% para finales de 2025.

Hacia adelante, la política monetaria en las principales economías avanzadas enfrenta una alta incertidumbre asociada con los impactos de los cambios en la política comercial global, que por un lado elevaría la inflación y por el otro desaceleraría la actividad económica. En algunas economías avanzadas, como Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido, la política monetaria se mantendría restrictiva durante lo que resta del año, incluso con reducciones adicionales en la tasa de interés de política en estos países. Esto ocurriría en medio de la elevada incertidumbre actual. En particular, para lo que resta de 2025, en Estados Unidos la Reserva Federal mantendría la tasa de interés de política en niveles más altos frente a su nivel de largo plazo, en medio de un contexto de alta incertidumbre asociada con la política comercial, su posible impacto sobre los precios locales y los efectos en la actividad económica, así como de incrementos en las expectativas de inflación reflejadas en las encuestas. Por su parte, en la zona del euro el Banco Central Europeo (BCE) estaría cerca de terminar con las reducciones en sus principales tasas de interés, en línea con la moderación de la inflación observada en lo corrido de 2025. Por último, en Japón se prevé que el banco central aumente gradualmente su tasa de interés oficial como respuesta a la persistencia de la inflación local.

Gráfico 2.6
Tasa de interés de política monetaria ex post



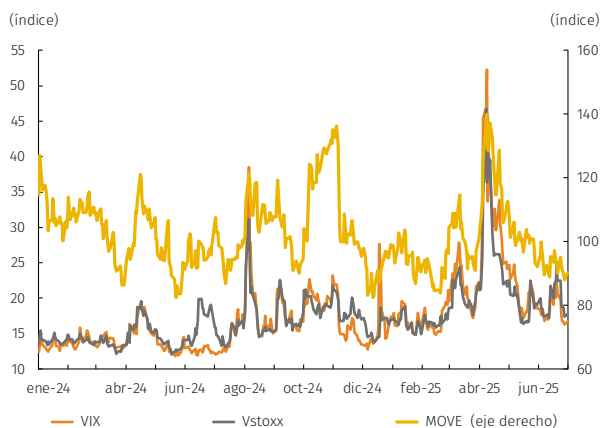
Nota: para el cálculo se hace uso de la inflación observada para el mismo mes.
Fuentes: Bloomberg y bancos centrales de cada país; cálculos del Banco de la República.

En las economías emergentes la política monetaria se ha vuelto más cautelosa en lo corrido de 2025, pues los bancos centrales han reducido ligeramente sus tasas de interés o las han mantenido estables. Esto se habría dado en medio de la incertidumbre sobre los efectos inflacionarios y el crecimiento local ante las mayores barreras comerciales y la elevada incertidumbre política mundial. Durante la primera mitad de 2025 algunas economías de la región redujeron su tasa de interés de política frente a lo observado a finales del año anterior. Para ese periodo en Colombia (9,25%) la reducción fue de 25 pb, en Perú (4,5%) fue de 50 pb y en México (8,0%) fue de 200 pb⁶. Para el mismo periodo otras economías como Chile (5,0%) y Paraguay (6,0%) mantuvieron estables sus tasas de interés. Por su parte, otros países aumentaron su tasa de interés en un contexto de presiones inflacionarias adicionales, como el caso de Brasil (15,0%), con un incremento de 275 pb, y Uruguay (9,25%), con un incremento de 50 pb (Gráfico 2.5). En términos reales, las tasas de interés se mantienen en terreno contractivo (Gráfico 2.6). Una dinámica similar se ha extendido a otras economías emergentes. Con corte a junio de 2025, Polonia (5,25%), Rusia (20,0%), Sudáfrica (7,25%), India (5,75%), Indonesia (5,5%) y China⁷ (1,4%) han reducido su tasa de interés de política frente a los valores observados en diciembre de 2024. Para el mismo periodo, países como República Dominicana (5,75%), Rumania (6,5%), Serbia (5,75%), Hungría (6,5%),

6 Para el caso de México, en las minutas de sus reuniones, la Junta de Gobierno el Banco Central ha resaltado la oportunidad de continuar con la reducción de las tasas de interés, teniendo en cuenta el comportamiento de la tasa de cambio, la debilidad de la actividad económica e incluyendo el posible impacto de los cambios de las políticas comerciales a nivel global, que afectarían de manera particularmente fuerte a la economía de ese país.

7 Corresponde a la tasa de interés repo a siete días fijada por el Banco Popular de China.

Gráfico 2.7
Indicadores de percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales



Fuente: Bloomberg, Data License.

Guatemala (4,5%) y Georgia (8,0%) han mantenido estables sus tasas de interés de política. Hacia adelante, se contempla una perspectiva de cautela por parte de los bancos centrales en las economías emergentes ante la elevada incertidumbre mundial relacionada con la política comercial y sus efectos inciertos en materia inflacionaria.

Los mercados financieros internacionales han presentado una alta volatilidad durante el primer semestre de 2025, en línea con la alta incertidumbre sobre la política comercial, fiscal e internacional del nuevo gobierno de Estados Unidos, y su potencial impacto sobre las perspectivas de crecimiento económico e inflación a nivel global. Los principales indicadores de riesgo global, como el Vix, Vstoxx y MOVE⁸, registraron episodios significativos de volatilidad a lo largo del semestre como respuesta a los diversos anuncios en materia comercial por parte de la administración estadounidense. Estos anuncios han generado una alta incertidumbre y sorpresa en el mercado, en contraste con las expectativas a inicios del año (Gráfico 2.7). A esto se sumaron la intensificación de las tensiones geopolíticas a nivel global, así como las discusiones y posterior aprobación por parte del Congreso del paquete fiscal propuesto por el gobierno de Estados Unidos. Este paquete busca extender los recortes de impuestos vigentes desde 2017 e incluye iniciativas adicionales propuestas por el presidente Trump durante la campaña presidencial⁹, las cuales serían financiadas parcialmente por reducciones a los incentivos para las energías renovables, requisitos más estrictos para acceder a programas de salud y asistencia alimentaria, un impuesto del 1% a las remesas, entre otros. Si bien en el corto plazo la aprobación de este paquete amplía el techo de la deuda, reduciendo la incertidumbre frente a un potencial *default* del gobierno estadounidense, a largo plazo implica un aumento de la trayectoria de la deuda¹⁰.

Tras el anuncio de un aumento generalizado de los aranceles impuestos por Estados Unidos el 2 de abril, los mercados respondieron de manera negativa. Sin embargo, este comportamiento se corrigió parcialmente debido a la moderación anunciada de la política y al avance en las negociaciones entre Estados Unidos y sus socios comerciales. Como se detalla en el *Reporte de Mercados Financieros* del primer trimestre de 2025¹¹, los mercados financieros reaccionaron con cautela

8 El Vix, el Vsoxx y el MOVE miden la volatilidad implícita esperada a un mes en opciones sobre el S&P 500, el EuroStoxx y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, respectivamente.

9 Dentro de estas iniciativas se destacan: 1) hacer permanentes las exenciones de impuestos sobre las propinas, horas extra y ciertos intereses de préstamos para automóviles; 2) aumentar el límite de la deducción del impuesto estatal y local (SALT) para quienes ganan menos de USD 500 mil, y 3) aumentar el gasto en defensa y seguridad fronteriza.

10 De acuerdo con un análisis del 17 de junio por parte de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por su sigla en inglés), la aprobación de esta ley aumenta la proyección de la deuda pública como porcentaje del PIB del 117% (estimado en enero) al 124% para 2034. Además, el CBO estima que los déficits fiscales del periodo 2025 a 2034 aumentarían en USD 3,4 billones.

11 Véase el Sombreado 1: Incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante la política comercial de Estados Unidos.

durante los primeros dos meses del año, periodo durante el cual los inversionistas descontaban que las amenazas arancelarias del nuevo gobierno de Estados Unidos respondían a una estrategia de negociación, con baja probabilidad de implementación efectiva. No obstante, tras el anuncio oficial de los aranceles¹² por parte del presidente Donald Trump el 2 de abril, los mercados bursátiles registraron caídas significativas, mientras que el dólar y los títulos del Tesoro de Estados Unidos también se vieron afectados negativamente. Luego, la decisión del gobierno de postergar la implementación de algunas de estas medidas, junto con señales de avances en las negociaciones comerciales¹³, contribuyó a una corrección parcial en los mercados. A pesar de ello, persiste un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre en el frente comercial internacional.

En línea con lo anterior, las tasas de interés de los títulos de deuda pública también han exhibido una alta volatilidad. La incertidumbre asociada con la política comercial de Estados Unidos se tradujo en presiones al alza sobre las tasas de los títulos del Tesoro durante buena parte del semestre, en contraste con las valorizaciones que se suelen observar en estos títulos en episodios de volatilidad debido a su función tradicional como activo seguro. En particular, la tasa de los títulos a treinta años de Estados Unidos alcanzó su nivel más alto desde 2023, lo cual generó inquietudes sobre la demanda de los inversionistas por estos títulos en un entorno de cambios de política en ese país. Estas desvalorizaciones también podrían estar reflejando las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal de Estados Unidos, así como algunos factores de mercado¹⁴. No obstante, desde finales de mayo, y en línea con las señales de avance en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, las tasas de los títulos del Tesoro, y en general de la deuda pública global, comenzaron a mostrar una corrección hacia niveles más bajos (Gráfico 2.7).

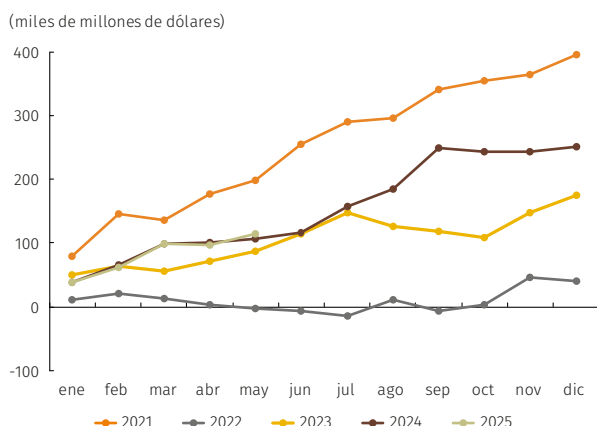
Por su parte, el dólar estadounidense se ha debilitado frente a las divisas de países desarrollados y emergentes, impulsado por crecientes preocupaciones fiscales y comerciales, así como por expectativas de desaceleración en la actividad económica de Estados Unidos. Este comportamiento contrasta con su desempeño habitual en contextos de aversión global al riesgo, donde tradicionalmente se fortalece como

12 Se impusieron aranceles mínimos del 10% a la mayoría de los socios comerciales, excluyendo a México y Canadá, cuyos productos ya enfrentaban tasas mayores. Los países con mayores déficits comerciales con Estados Unidos enfrentaron tarifas más altas: China (34%), India (26%), Japón (24%) y la UE (20%), entre otros.

13 Inicialmente China respondió con medidas retaliativas, lo cual llevó a que Estados Unidos impusiera un arancel de 145% a los productos procedentes de ese país, al tiempo que China impulsó un arancel del 125% a los productos provenientes de Estados Unidos. Posteriormente, ambas economías entraron en conversaciones comerciales, las cuales condujeron a una reducción temporal de estos aranceles al 30% y 10%, respectivamente. A lo anterior se sumó el acuerdo comercial con Reino Unido, el cual mantiene el arancel del 10% para la mayoría de los productos procedentes de ese país, pero incluye algunas exenciones (por ejemplo, autos hasta cierto monto) y suspende temporalmente los aranceles sobre el acero y aluminio entre ambas naciones.

14 Entre los factores relevantes se destacan la posible liquidación de títulos del Tesoro de Estados Unidos por parte de inversionistas apalancados, como los fondos de cobertura, ante llamados al margen asociados con estrategias de *basis trade*, así como la especulación sobre eventuales ventas de bonos por parte de inversionistas extranjeros, en particular China (aunque la evidencia posterior en este frente fue limitada). El *basis trade* consiste en arbitrar la diferencia entre el precio de los tesoros en el mercado de contado y en el mercado a futuro. Sin embargo, en contextos de mayor volatilidad o alzas en las tasas de interés, esta estrategia puede generar pérdidas y llamados al margen que obligan a los inversionistas a cerrar posiciones y liquidar activos líquidos, como los tesoros.

Gráfico 2.8
Flujos de portafolio hacia economías emergentes por parte de no residentes



Fuente: IIF.

activo refugio¹⁵. Al 27 de junio, el DXY¹⁶ disminuyó un 10,22%, en un contexto de elevada incertidumbre fiscal en Estados Unidos, derivada de altos déficits, el avance del paquete fiscal del gobierno en ese país, mayor volatilidad en los mercados tras los anuncios arancelarios, y datos económicos débiles que aumentaron las preocupaciones sobre la economía estadounidense. En este entorno, se destaca además la decisión de Moody's de rebajar la calificación soberana de Estados Unidos desde Aaa a Aa1, citando el incremento del endeudamiento y el alto servicio de la deuda, en comparación con economías con calificaciones similares.

Por su parte, en este contexto de alta volatilidad, en lo corrido de 2025 a mayo se han presentado entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia las economías emergentes por un monto similar al observado en el mismo periodo de 2024. De acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés)¹⁷, en lo corrido del año (a mayo) se observaron entradas netas por USD 115 mil millones (mm)¹⁸, explicadas por entradas hacia los mercados de renta fija y leves salidas de los mercados de renta variable¹⁹ (Gráfico 2.8). En el caso de América Latina, los flujos de capital de portafolio presentaron entradas netas por un total de USD 42 mm²⁰, las segundas mayores entradas a nivel regional después de China.

2.2 Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral

2.2.1 Actividad económica

En el primer semestre del año la economía colombiana habría presentado un desempeño favorable, ganando dinamismo frente al año anterior, aunque sin alcanzar aún su nivel potencial. De acuerdo con los datos más recientes del DANE, en 2024

15 En este contexto, algunos analistas mencionan la pérdida del “privilegio exorbitante” del dólar, al tener el mercado una confianza deteriorada hacia la divisa y el desempeño de la economía estadounidense, ante la elevada incertidumbre en el frente comercial y fiscal. El término “privilegio exorbitante” fue utilizado inicialmente por el ministro de finanzas y posterior presidente francés Valéry Giscard d'Estaing en la década de 1960 para hacer referencia a los beneficios obtenidos por parte de la economía estadounidense al tener una divisa percibida como activo de reserva equivalente al oro, que le permitía endeudarse a bajo costo, teniendo altos déficits fiscales e imprimiendo dinero para financiar su deuda. Así las cosas, al tener una confianza del mercado deteriorada hacia la divisa y el desempeño de la economía estadounidense ante la elevada incertidumbre en el frente comercial y fiscal.

16 Índice que compara la divisa estadounidense con seis monedas principales: el euro (EUR) pondera 57,6%; el yen japonés (JPY), 13,6%; la libra esterlina (GBP), 11,9%; el dólar canadiense (CAD), 9,1%; la corona sueca (SEK), 4,2%, y el franco suizo (CHF), 3,6%.

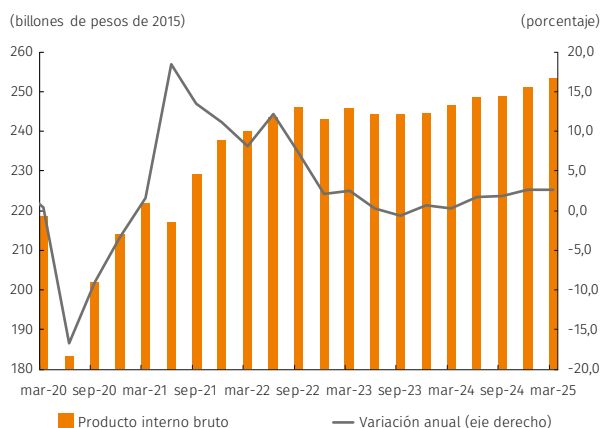
17 En su informe de junio de 2025 con información preliminar desde febrero de 2022.

18 En el mismo periodo de 2024 se observaron entradas netas por USD 107,2 mm.

19 Específicamente, se registraron entradas por USD 141 mm a los mercados de deuda y salidas por USD 26 mm de los mercados accionarios.

20 De las cuales, USD 35 mm y USD 7 mm corresponden a entradas a los mercados de renta fija y renta variable, respectivamente.

Gráfico 2.9
Producto interno bruto^{a/}
(trimestral y variación anual)



a/ Serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

el PIB registró un crecimiento anual del 1,6%, el cual representó una aceleración frente al observado en 2023 (0,7%). La economía colombiana continuó recuperándose durante el primer trimestre de 2025, cuando alcanzó una tasa de expansión anual del 2,7% (Gráfico 2.9) y una trimestral anualizada del 3,2% (cifra superior al promedio observado en 2024), según las series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario. La información disponible a la fecha²¹, como el índice de seguimiento a la economía (ISE) en el bimestre de abril-mayo (que creció un 2,6% anual, en su serie desestacionalizada), sugiere que este comportamiento continuó durante el segundo trimestre del año, con unos niveles de actividad económica incluso superiores, a raíz del buen comportamiento que mantienen los sectores de servicios y las actividades agropecuarias. Todo esto bajo un contexto de una inflación en descenso (aunque aún en un nivel superior a la meta), una mejoría en los índices de confianza de los consumidores y empresarios, unas tasas de interés externas más bajas y el relajamiento gradual de la política monetaria interna. Todo lo anterior permite esperar un crecimiento anual del 2,6% en el segundo trimestre de 2025.

Cuadro 2.1
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto
(corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015)

	2023	2024				2024	2025
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Gasto de consumo final	0,6	0,0	1,4	1,2	3,3	1,4	4,0
Gasto de consumo final de los hogares	0,4	0,0	1,2	2,2	3,0	1,6	4,4
Bienes no durables	-0,2	0,3	1,6	2,0	2,8	1,7	5,1
Bienes semidurables	-12,9	-8,8	-2,7	0,6	9,0	-0,7	9,1
Bienes durables	-4,7	-4,3	-1,7	4,8	12,6	2,7	14,3
Servicios	3,3	0,8	1,3	2,0	1,2	1,3	3,4
Gasto de consumo final del gobierno general	1,6	2,3	2,5	-6,0	3,9	0,7	1,9
Formación bruta de capital^{a/}	-16,0	-11,6	4,3	18,6	13,3	5,2	8,2
Formación bruta de capital fijo	-12,7	-5,8	2,0	5,1	12,5	3,2	-0,1
Vivienda	-4,4	-6,3	-0,8	-6,5	4,9	-2,4	-8,5
Otros edificios y estructuras	-5,5	5,7	10,6	11,5	10,7	9,6	-8,8
Maquinaria y equipo	-22,6	-9,4	-4,4	6,6	17,0	1,7	6,0
Recursos biológicos cultivados	5,0	3,0	4,9	11,6	13,3	8,2	11,2
Productos de propiedad intelectual	2,0	4,6	-1,6	-4,1	0,1	-0,3	0,3
Demanda interna	-2,5	-2,0	1,7	4,2	4,4	2,0	4,7
Exportaciones	3,1	4,1	2,1	2,1	2,0	2,5	0,7
Importaciones	-9,9	-7,6	4,5	12,2	9,8	4,4	12,4
PIB	0,7	0,2	1,7	1,8	2,6	1,6	2,7

a/ La diferencia entre la formación bruta de capital y formación bruta de capital fijo se puede asimilar a una discrepancia estadística, que surge del cálculo de las cifras reales y su desestacionalización, más una acumulación de inventarios. Estas cifras, que no son mostradas explícitamente por el DANE, suelen presentar variaciones fuertes y pueden pasar de valores negativos a positivos entre un trimestre a otro, o viceversa.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

21 En los que se incluye la demanda de energía regulada y no regulada, el movimiento de carga por carretera, el Pulso Económico Regional (PER), las matrículas de vehículos y motocicletas, las transacciones de bancos comerciales, las exportaciones e importaciones, entre otros.

La demanda interna se habría expandido a un ritmo importante, impulsada por un consumo privado que exhibió una fortaleza mayor de la esperada, contrario a lo sucedido con la inversión.

En el primer trimestre de 2025 el gasto interno total registró un notable aumento anual del 4,7%, cifra superior al crecimiento observado en el cuarto trimestre y en todo 2024 (Cuadro 2.1). La principal contribución a este crecimiento provino del consumo privado, que continuó mostrando una importante fortaleza, con crecimientos anuales del 4,4%, mayores a los de la economía en su conjunto, y niveles máximos históricos muy superiores a los sugeridos por su tendencia prepandemia²². Aunque, en general, todos los segmentos del consumo de los hogares presentaron un desempeño muy favorable, los mayores crecimientos anuales se dieron en el consumo de bienes durables y semidurables. En el caso de servicios, componente con mayor participación en el consumo privado, su crecimiento anual fue más moderado, pero se dio luego de haber registrado un crecimiento continuo e importante durante los años anteriores. Gracias a ello, el consumo de servicios en el primer trimestre se encontraba alrededor del 8,0%, por encima de su tendencia prepandemia (2015-2019). La vigorosa dinámica del consumo privado, que según las estimaciones del equipo técnico continuaría en el segundo trimestre del año, sigue dándose en un contexto de recuperación en el ingreso disponible de los hogares, debido a un importante flujo de remesas recibidas del exterior, a un mayor ingreso para las familias cafeteras, al dinamismo que muestran sectores generadores de empleo, como las actividades turísticas, y a un aumento sustancial en el poder adquisitivo del salario mínimo en el corto plazo. A esto se suman unas tasas de interés de los préstamos más bajas y mejoras graduales en la confianza de los consumidores (véase Recuadro 1). En cuanto al consumo público, en la primera mitad del año este habría mantenido niveles similares a los registrados durante buena parte de 2024, reportando, por tanto, crecimientos anuales relativamente bajos.

Los bajos resultados de la inversión en el primer trimestre habrían sido, sobre todo, consecuencia del pobre desempeño del sector de la construcción. Esta situación se habría extendido en el segundo trimestre, lo que seguiría limitando una mayor recuperación de la economía.

La principal contribución al bajo desempeño de la formación bruta de capital fijo, que retrocedió anualmente un 0,1% en el primer trimestre, provino de la inversión en otros edificios y estructuras. Según el DANE, este rubro retrocedió a una tasa anual del 8,8%, debido a la caída del componente de edificaciones no residenciales; en contraste, el de obras civiles continuó creciendo anualmente, impulsado, en buena medida, por la evolución de las obras de infraestructura regional y algunos avances en los proyectos del programa 5G²³. El segundo aporte negativo provino de la inversión en vivienda, cuyo resultado (-8,5% anual) habría obedecido, principalmente, a la menor culminación de obras en el segmento no VIS. El comportamiento de las ventas de vivienda y de las obras en proceso del censo de edificaciones no augura un cambio de tendencia en el segundo trimestre del año. Por el contrario, la inversión en maquinaria y equipo a marzo sostuvo niveles similares a los del último trimestre de 2024 y, debido a una baja base de comparación, se expandió anualmente (6,0%). Según las cifras de importaciones, los sectores que podrían estar realizando mayor inversión en maquinaria y equipo serían el agropecuario y el industrial. Estas mismas cifras apuntan a un comportamiento favorable para este componente de la inversión en el segundo trimestre. El desempeño de la maquinaria y equipo contrasta ampliamente con el de la inversión en construcción. Mientras que maquinaria y equipo alcanzó los niveles de tendencia que traía previos a la pandemia (2015-2019), la inversión en otros edificios y estructuras, así como en vivienda, continúan mostrando rezagos importantes respecto a este valor. Finalmente, cabe

22 Calculado entre 2015-2019

23 En orden, las obras de vías 5G con mayor avance son: nueva malla vial del Valle accesos Cali y Palmira; troncal del Magdalena Sabana de Torres-Curumaní C2; APP nueva malla vial del Valle del Cauca corredor: Buenaventura-Loboguerrero-Buga, y troncal del Magdalena Puerto Salgar-Barrancabermeja C1.

señalar que la formación bruta de capital total presentó un desempeño disímil al de la fija en el primer trimestre (con una expansión anual del 8,2%), gracias a un valor positivo e importante del componente de discrepancia estadística y variación de existencias, según las cifras más recientes publicadas por el DANE.

Las exportaciones habrían presentado un ritmo de expansión modesto en la primera mitad del año. Este resultado se habría dado pese a un retroceso en las ventas externas de petróleo, carbón y ferroníquel. En el primer trimestre de 2025 las exportaciones en pesos reales presentaron un escaso crecimiento anual del 0,7%, inferior al registro de 2024 (2,5%). Una situación similar se prevé para el segundo trimestre. En lo corrido del año, el desempeño de este rubro estaría siendo limitado por el pobre comportamiento de las exportaciones mineras que, de acuerdo con las cifras en cantidades, entre enero y mayo mostraron retrocesos frente al año anterior (para carbón, ferroníquel y petróleo, del 31,6%, 16,9% y 2,2%, respectivamente). La anterior caída contrastó con el positivo dinamismo de las exportaciones agrícolas, cuyo crecimiento se concentró en café (18,3%), y de las de manufacturas, las cuales también han aumentado según el índice de cantidades del Banco de la República (12,0% en lo corrido a abril). También se resalta el impulso de las exportaciones de servicios, con una expansión anual del 7,1% en el primer trimestre del año, favorecidas, principalmente, por el turismo de no residentes.

En línea con la expansión de la demanda interna, las importaciones estarían creciendo de manera importante. Esto habría hecho que la demanda externa neta en pesos constantes presente un mayor déficit en el primer semestre frente al año anterior. Durante el primer trimestre, el favorable desempeño del consumo privado, y el de la inversión en maquinaria y equipo, se tradujo en un significativo aumento de las importaciones (12,4% anual y 8,9% trimestral anualizado), tendencia que habría continuado en el segundo trimestre con base en la información disponible a mayo. Este dinamismo, que obedeció principalmente a las importaciones de bienes de consumo durable, generó una ampliación del déficit externo en el primer trimestre frente al trimestre anterior y respecto a lo observado un año atrás. Ello, a su vez, significó que el déficit comercial en pesos constantes continuara realizando un aporte contable negativo a la variación anual del PIB.

Por el lado de la oferta, los sectores de servicios habrían seguido mostrando un importante dinamismo, siendo los principales impulsores del crecimiento económico y compensando el mal desempeño de la minería y de buena parte de la construcción. El crecimiento anual de la actividad económica durante el primer trimestre de 2025 estuvo explicado, principalmente, por la buena dinámica que mantuvieron las actividades terciarias (Cuadro 2.2), especialmente por el comportamiento positivo del sector de comercio, transporte y alojamiento, el cual estuvo jalonado por el comercio interno, con unos niveles de ventas reales similares a los observados durante las jornadas del día sin IVA de 2022, y los servicios de transporte terrestre y aéreo. También se destacan los servicios asociados con las actividades artísticas y de entretenimiento, debido al auge de los juegos operados por internet y las apuestas en línea, así como por la amplia oferta de conciertos en las principales ciudades del país. A esto también se sumó el mejor desempeño de los servicios de administración pública, educación y salud, y los financieros y de seguros. Las ramas primarias también contribuyeron positivamente al crecimiento, aunque en menor medida, por el buen dinamismo de las actividades agropecuarias asociadas con café y ganadería, a pesar de los retrocesos que mantiene el sector minero en carbón, petróleo y otros minerales metalíferos como el níquel. En contraste, las ramas secundarias registraron caídas anuales y trimestrales a raíz del bajo desempeño del sector de la construcción, especialmente en el segmento de edificaciones, y a pesar del crecimiento trimestral registrado por la industria manufacturera. Se espera que durante el segundo trimestre de 2025 los servicios habrían continuado siendo los impulsores del crecimiento económico, acompañados por un mejor comportamiento de las actividades primarias y secundarias, pese al bajo desempeño que mantendría la minería y, en buena parte, la construcción de edificaciones.

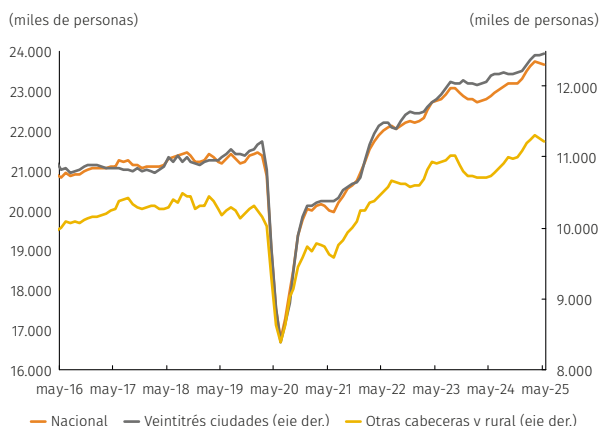
Cuadro 2.2
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica
 (corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015)

	2023	2024				2024	2025
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo	I trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,7	5,5	7,8	11,2	7,3	8,0	5,9
Explotación de minas y canteras	2,6	-2,6	-3,5	-7,6	-6,5	-5,0	-5,1
Industria manufacturera	-2,7	-3,8	-3,0	-1,5	0,1	-2,1	-0,4
Electricidad, gas y agua	2,2	4,6	2,3	0,7	-0,1	1,9	-1,3
Construcción	-3,1	1,5	1,5	4,3	0,4	1,9	-3,1
Edificaciones	0,3	-1,7	-3,5	-1,5	-3,1	-2,5	-6,5
Obras civiles	-12,6	7,2	14,3	16,3	9,3	11,7	3,7
Actividades especializadas para la construcción	0,5	2,6	1,3	2,9	-0,7	1,5	-3,5
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	-3,6	-1,9	0,7	2,1	4,7	1,4	4,7
Información y comunicaciones	1,8	-2,1	-1,5	1,0	-0,4	-0,8	0,8
Actividades financieras y de seguros	8,9	-2,8	1,4	4,4	-1,2	0,4	3,3
Actividades inmobiliarias	1,9	2,0	1,9	1,9	2,0	1,9	1,9
Actividades profesionales, científicas y técnicas	2,0	0,0	-0,4	0,1	0,1	-0,1	1,1
Administración pública y defensa, educación y salud	5,0	5,3	3,0	0,8	4,0	3,3	3,6
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	10,5	6,1	10,8	11,6	4,7	8,2	15,4
Subtotal valor agregado	1,1	0,5	1,6	2,0	2,5	1,7	2,7
Impuestos menos subsidios	-2,5	-1,8	0,3	2,4	3,4	1,1	2,2
PIB	0,7	0,2	1,7	1,8	2,6	1,6	2,7

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

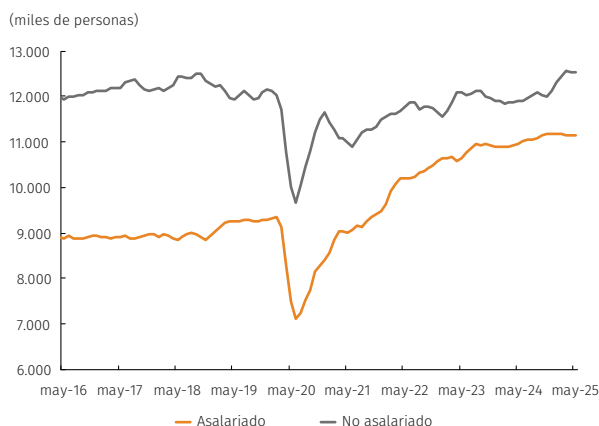
Para lo que resta del año y para 2026 la economía colombiana continuaría recuperándose, aunque enfrenta fuentes de incertidumbre y riesgos considerables tanto internos como externos. El equipo técnico del Banco de la República espera que la economía colombiana continúe expandiéndose en términos anuales, a pesar de unas condiciones financieras externas más restrictivas que las previstas a comienzos de año y de un menor crecimiento esperado de los socios comerciales. Esto, en un contexto de una incertidumbre internacional inusualmente alta por los diversos conflictos bélicos y las disputas comerciales. En el frente interno se espera que el consumo privado mantenga tasas de crecimiento anual positivas, en línea con los factores previamente mencionados y que han venido impulsando las fuentes de financiamiento del consumo por parte de los hogares. A esto se sumarían los efectos acumulados de la reducción de la tasa de interés de política monetaria. Para el consumo público no se espera un crecimiento importante, dado que estaría limitado por las necesidades de ajuste del gasto del gobierno central, según las proyecciones sobre las finanzas públicas presentadas en el más reciente *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP). Respecto a la inversión, no se espera un aporte importante al crecimiento del PIB, en parte, por la baja dinámica que mantendría la inversión en vivienda, y pese al impulso proveniente de la construcción de obras civiles, en la medida en la que sigan avanzando los proyectos regionales y locales, y que continúe la ejecución de las obras de infraestructura 5G. Dado todo lo anterior, el equipo técnico espera un crecimiento que se situaría cerca del 2,7% para 2025. Para 2026 se espera que la economía colombiana crezca a una tasa anual del 2,9%, en un entorno en el que la coyuntura del comercio mundial seguiría limitando en alguna medida el crecimiento de la economía por diversos canales. No obstante, cabe señalar que

Gráfico 2.10
Población ocupada por dominios geográficos



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.11
Empleo por posición ocupacional
Agregado nacional



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

estos pronósticos enfrentan niveles de incertidumbre elevados, teniendo en cuenta el contexto mundial en materia comercial y geopolítica.

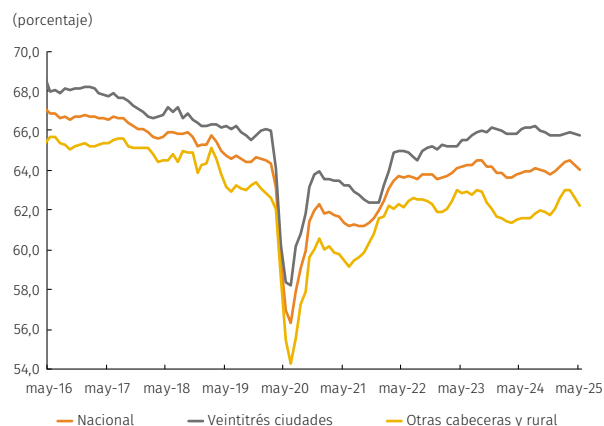
2.2.2 Mercado laboral

Durante lo corrido de 2025 el empleo del agregado nacional continuó creciendo. Esto obedeció, principalmente, a un mejor comportamiento de la demanda laboral en el dominio de las otras cabeceras y el área rural. De acuerdo con los datos en trimestre móvil de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH)²⁴, en lo corrido del año, hasta mayo, la serie de empleo para el agregado nacional continuó aumentando, aunque en el margen muestra una relativa estabilidad. En términos anuales, para el trimestre móvil finalizado en mayo la ocupación presentó un crecimiento del 3,4%, lo que representó la creación de 788.000 puestos de trabajo. Por dominios geográficos, el dinamismo del empleo estuvo explicado por el aumento en otras cabeceras y el área rural, que tuvo una variación anual del 4,5%, cifra mayor a la observada en el área urbana (2,5%) (Gráfico 2.10). Este comportamiento del empleo se reflejó en la tasa de ocupación (TO) del agregado nacional, que para el mismo periodo creció anualmente en 1,1 pp, alcanzando un 58,3%. Por su parte, la TO en otras cabeceras y el área rural aumentó anualmente en 1,6 pp y en el área urbana en 0,7 pp, situándose en un 56,7% y en un 59,8%, respectivamente. Por sectores económicos, las mayores contribuciones a la variación anual del empleo, en el agregado nacional, se dieron en las ramas del comercio y alojamiento (1,0 pp), transporte y comunicaciones (0,9 pp), y agropecuario (0,7 pp).

El crecimiento del empleo estuvo jalonado por el segmento no asalariado e informal, lo que implicó que la tasa de informalidad volviera a crecer en términos anuales durante lo corrido del año. En lo corrido de 2025 el segmento no asalariado tuvo un incremento importante, alcanzando niveles de 12,5 millones de ocupados. Esto, en línea con el incremento del empleo observado en otras cabeceras y el área rural, ya que en este dominio el empleo no asalariado está sobrerrepresentado: su peso es cercano al 63% del empleo total. A su vez, esto es consistente con lo observado por diversos sectores económicos, pues, como se mencionó, los que más aportaron a la generación de empleo (comercio y alojamiento, transporte y comunicaciones, y agropecuario) tienen una elevada informalidad. En particular, el trimestre móvil finalizado en mayo de 2025 registró un crecimiento del 5,1% del empleo no asalariado frente a lo observado en el mismo periodo del año anterior, aunque en el margen el desempeño ha sido menor. Por su parte, el empleo del segmento asalariado se ha mantenido relativamente estable y durante el mismo periodo registró un crecimiento anual del 1,6% (Gráfico 2.11). De esta forma, el mayor dinamismo del empleo no asalariado, mayormente informal, frente al asalariado, explica el crecimiento anual observado de la tasa de informalidad (TI) durante lo corrido del año. Así, la TI se ubicó en el 56,1% en mayo de 2025.

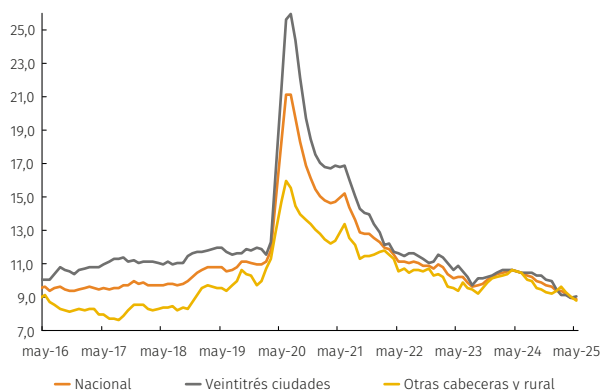
24 El análisis del mercado laboral que se presenta en este Informe se hace con base en datos en trimestre móvil y desestacionalizados.

Gráfico 2.12
Tasa global de participación por dominios geográficos



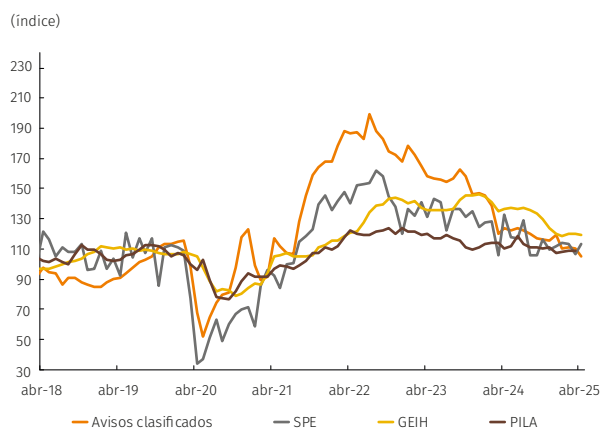
Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.13
Tasa de desempleo por dominios geográficos



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.14
Índice de vacantes de diferentes fuentes



Nota: base 100 =2018. Datos desestacionalizados.
Fuente: Arango (2013), Morales, Hermida y Dávalos (2019), Servicio Público de Empleo (SPE); cálculos del Banco de la República.

La participación laboral presenta un menor dinamismo que la ocupación. En particular, en el área urbana la participación laboral ha permanecido relativamente estable en el último año. La tasa global de participación (TGP), que mide la proporción de la población en edad de trabajar que se encuentra ocupada o desocupada, se ha mantenido estable en las veintitrés principales ciudades alrededor del 66% durante el último año. Por su parte, en las otras cabeceras y el área rural la TGP experimentó una reducción en los últimos meses, llegando a niveles cercanos al 62% (Gráfico 2.12). Por género, en los últimos meses la participación de las mujeres en el mercado laboral ha permanecido estable. En el caso de los hombres, la TGP aumentó ligeramente (0,2 pp) respecto a lo registrado al cierre del año anterior. De esta manera, la TGP de las mujeres se ubicó en el trimestre móvil finalizado en mayo de 2025 en el 52,6%, mientras que la de los hombres llegó al 76,5%.

La menor presión de la oferta laboral y el crecimiento del empleo implicó reducciones de la tasa de desempleo (TD) en lo corrido del primer semestre, en todos los dominios. Para el trimestre móvil finalizado en mayo de 2025 la TD del agregado nacional se redujo anualmente en 1,6 pp y en el último mes llegó al 8,9%. Esta cifra de desempleo es una de las más bajas de los últimos 25 años, solo comparable con los niveles observados en el primer semestre de 2015. Por dominios geográficos, para el mismo periodo, la TD de las veintitrés ciudades se redujo en 1,5 pp, mientras que en las otras cabeceras y el área rural se contrajo en 1,7 pp, de modo que en estos dominios la TD se ubicó en el 9,1% y el 8,8%, respectivamente (Gráfico 2.13). Por género, durante lo corrido del año, la TD de las mujeres se redujo en 0,8 pp mientras que la de los hombres lo hizo en 0,6 pp. De esta forma, la TD de las mujeres se ubicó en mayo de 2025 en el 11,5%, y la de los hombres en el 7%. Lo anterior ha permitido que la brecha de género de la TD vuelva a reducirse y para el último mes se ubique en 4,5 pp.

Otros indicadores de demanda laboral asalariada, como las vacantes, han continuado convergiendo a los niveles observados antes de la pandemia. Los indicadores de vacantes calculados a partir de diferentes fuentes de información, como los avisos clasificados, el Servicio Público de Empleo, la GEIH y la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA), han continuado disminuyendo, convergiendo a los niveles observados a finales de 2019 (Gráfico 2.14). En línea con la información de vacantes, las encuestas de expectativas de contratación de mediano plazo, como la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* (ETE) del Banco de la República, al primer trimestre de 2025 señalan cierta estabilidad. Así, el balance de expectativas de contratación, que mide la diferencia entre el porcentaje de empresas dispuestas a ampliar su planta de personal y las que no, es cercano a cero. Esto ocurre después de que en el trimestre anterior estuvieran en terreno negativo, lo que es consistente con el modesto desempeño del segmento asalariado durante lo corrido de 2025. En cuanto a los ingresos laborales mensuales, en el agregado nacional continuaron ajustándose al alza, registrando en abril un incremento real anual del 6,3% para los asalariados y del 8,7% para los no asalariados.

2.3 Evolución y perspectivas de la situación fiscal

El déficit fiscal del Gobierno General (GG)²⁵ aumentó significativamente entre 2023 y 2024, del 2,7% al 5,8% del PIB, respectivamente, debido al deterioro en el balance del Gobierno Nacional Central (GNC). Según el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* de 2025 (MFMP-25) presentado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), el déficit del GG se situó en el 5,8% del PIB en 2024, lo que representó un incremento de 3,1 pp con respecto al de 2023²⁶. Este deterioro obedeció, principalmente, a una desmejora en los balances del GNC (2,5 pp), del subsector de seguridad social (0,7 pp) y del resto de entidades del nivel central (0,2 pp). Esta situación fue parcialmente contrarrestada por una mejora de 0,1 pp en el balance de regionales y locales²⁷. Se destaca la reducción de la posición deficitaria del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC), resultado de los ajustes que el gobierno nacional implementó en el precio de la gasolina desde finales de 2022, lo cual se reflejó en el cierre de la brecha entre el precio de referencia y el precio de la gasolina en el mercado local a finales de 2023 y en 2024²⁸. No obstante, persisten presiones fiscales provenientes del diferencial de precios para el ACPM, lo que resalta la importancia de disminuir el subsidio que se otorga a este combustible²⁹.

El deterioro de las finanzas públicas del GNC en 2024 estuvo explicado tanto por el menor recaudo tributario, como por el incremento del gasto primario. Los datos para 2024 indican que el déficit total y primario del GNC habrían alcanzado el 6,7% y 2,4% del PIB, respectivamente. Esto representa un aumento de 2,5 pp y de 2,1 pp, en comparación con los niveles registrados en 2023. El deterioro de 2,5 pp en el balance total para 2024 se explicó en mayor proporción por la caída de los ingresos totales en 2,2 pp del PIB, y en menor medida por el incremento del gasto en 0,3 pp del PIB. Los ingresos de la nación se ubicaron en COP 281,5 billones (b) en 2024, representando el 16,5% del PIB, frente al 18,7% de 2023. Esta reducción se atribuye, principalmente, al menor recaudo por impuesto de renta e IVA externo más aranceles, así como por la reducción de los ingresos petroleros por cuenta de la caída de los dividendos girados por Ecopetrol. La caída del recaudo de renta corporativa se explica, en gran medida, por el menor dinamismo en el sector carbonero y petrolero, así como por las elevadas retenciones pagadas en 2023 en virtud del Decreto 261 que ajustó las tarifas de autorretención en línea con la reforma tributaria de 2022. Por otro lado, el gasto ascendió a COP 396 b en 2024, equivalente al 23,2% del PIB, frente al 22,9% de 2023. En este caso, las transferencias por el SGP y los rubros de intereses y seguridad social (salud y pensión) habrían registrado los mayores incrementos anuales.

25 Cabe recordar que el GG está integrado por el GNC, los gobiernos regionales y locales, el sector de la seguridad social (pensiones y salud) y el resto de las entidades del nivel central, dentro de las cuales se incluye el FEPC.

26 Según la metodología de cuentas económicas institucionales del DANE, los datos de 2024 a diciembre revelan un déficit del GG del 5,6% del PIB, superior al déficit del 3,3% observado en el mismo periodo de 2023.

27 El favorable resultado fiscal de las administraciones locales se explica por los mayores ingresos por transferencias relacionados con el Sistema General de Participaciones (SGP), así como por el retraso en la ejecución de gasto que históricamente se observa en el primer año de los gobiernos subnacionales.

28 El superávit fiscal registrado por el FEPC en 2024 resulta de la diferencia entre el déficit causado (0,5% del PIB equivalente a COP 8 billones) y los recursos transferidos por la Nación al Fondo para saldar las obligaciones pendientes con los importadores y refinadores de combustibles acumuladas hasta diciembre de 2023 (1,2% del PIB, COP 20,5 billones).

29 En el proceso de reducir el diferencial de precios del ACPM, con el Decreto 763 de junio de 2024, el Gobierno estableció un ajuste en el precio del diésel para grandes consumidores, es decir, aquellos que tienen una operación logística especial y consumen más de veinte mil galones promedio mes. Adicionalmente, en septiembre de 2024, en un acuerdo con los transportadores, se estableció un incremento de COP 400 en el galón de ACPM.

Según el MFMP-25, se proyecta para 2025 un deterioro del balance total frente al año anterior, debido, principalmente, al aumento del gasto público por rubros inflexibles como el pago del servicio de la deuda, que más que compensaría el incremento de los ingresos totales. El escenario del MFMP-25 proyecta para 2025 un déficit total y primario del 7,1% y 2,4% del PIB, respectivamente, lo que implica un deterioro de 0,4 pp en el balance total frente a lo observado en 2024, en tanto que el balance primario se mantendría en los mismos niveles. La mayor carga de intereses entre 2024 y 2025 (0,4 pp del PIB) explicaría el mayor déficit fiscal. En cuanto al gasto primario, este alcanzaría el 19,5% del PIB, es decir, 0,6 pp por encima de la cifra registrada en 2024. Este incremento obedecería, en particular, a mayores recursos destinados al aumento en los gastos del SGP y pensiones (0,8 pp), a los gastos de personal (0,4 pp) y a otras transferencias (0,3 pp). No obstante, este crecimiento sería compensado parcialmente por la reducción de los pagos al FEPC (0,8 pp) y a la disminución de los recursos asignados al sector salud (0,2 pp) e inversión (0,1 pp). El crecimiento previsto en el gasto primario para 2025 compensaría el incremento de los ingresos de la Nación, los cuales se esperan que alcancen el 17,0% del PIB, con un aumento de 0,5 pp del PIB frente a 2024. Este crecimiento se explicaría, en gran medida, por el mayor recaudo proveniente del impuesto de renta, que aportaría 0,7 pp del PIB, resultado de un crecimiento en las retenciones y cuotas de renta no petroleras, en línea con el Decreto 572 de 2025 que modificó los umbrales y tarifas de autorretención a diferentes sectores económicos.

El balance total del GNC estimado para 2025 en el MFMP-25 implicaría un deterioro de 2,0 pp del PIB con respecto al Plan Financiero (PF-25) presentado a inicios del año. Frente al escenario planteado en la actualización del PF-25, el déficit fiscal sería superior en 2,0 pp a lo inicialmente estimado (5,1% del PIB). Este aumento se explica por una revisión a la baja de 1,3 pp del PIB en los ingresos tributarios, así como por una mayor expectativa de gasto en 0,7 pp del PIB. Según el MFMP-25, el ajuste a la baja del ingreso proyectado resulta de una menor expectativa de recaudo por parte de la DIAN y de una menor eficacia en los esfuerzos de gestión y evasión, los cuales no logran ser compensados por los mayores recursos esperados derivados del Decreto 572 sobre autorretenciones.

En línea con lo proyectado para el GNC se espera una ampliación del déficit fiscal del GG entre 2024 y 2025. Para 2025 se proyecta que el GG registre un déficit fiscal del 6,5% del PIB, lo que representa un incremento de 0,7 pp frente al nivel observado en 2024. El deterioro del balance del GG frente al año anterior se explicaría, principalmente, por un mayor déficit del Gobierno Central (incluye el GNC y otras entidades y fondos, como el FEPC) en 0,9 pp del PIB y una caída en el balance de regionales y locales de 0,4 pp. Esto se compensaría, parcialmente, por un aumento en 0,7 pp del superávit en seguridad social. Es importante anotar que las proyecciones incluidas en el MFMP-25 incorporan los ingresos y gastos derivados de la reforma pensional (Ley 2381 de 2024) y contabilizan los recursos del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo (FAPC) dentro del subsector de pensiones. Estos mayores ingresos derivados de la reforma pensional, que se destinarían tanto a Colpensiones como al FAPC, explicarían en gran medida el mayor superávit fiscal del subsector de pensiones y seguridad social entre 2024 y 2025³⁰.

El MFMP-25 proyecta una reducción del déficit fiscal y primario para 2026 que se explica, principalmente, por un crecimiento esperado de los ingresos totales de 1,2 pp del PIB, de los cuales 1,0 pp del PIB provendrían de una reforma tributaria. Según lo proyectado por el Gobierno, el déficit fiscal del GNC en 2026 se ubicaría en un 6,2% del PIB, lo que representa una reducción de 0,9 pp frente al déficit estimado para 2025. Este resultado se sustentaría, principalmente, por un incremento

30 Las proyecciones presentadas en el MFMP-25 suponen la entrada en vigencia de la reforma pensional el 1 de julio de 2025. La elaboración y publicación del MFMP-25 se hizo con anterioridad al fallo de la Corte Constitucional que suspendió la aplicación de la Reforma Pensional y devolvió la discusión a su cuarto debate por vicio de procedimiento.

anual de los ingresos tributarios de la Nación del 14,3% (1,2 pp del PIB), los cuales dependerán, en gran medida, de la aprobación e implementación de una reforma tributaria que genere un recaudo adicional por COP 19,6 b (1,0 pp del PIB) durante dicha vigencia. En cuanto al gasto, se prevé que este aumente en un 7,2% en términos anuales, equivalente a un incremento de 0,2 pp del PIB, explicado por el crecimiento del gasto primario, el cual se vería impulsado por dinámicas inerciales asociadas con componentes inflexibles del gasto público (véase el Recuadro 2).

El elevado déficit fiscal proyectado para 2025 y 2026 llevaría a un aumento gradual en la deuda neta del GNC, pasando del 59,3% del PIB en 2024 al 63,0% del PIB en 2026. Luego de alcanzar el 53,4% del PIB en 2023, la deuda neta aumentaría gradualmente hasta llegar al 63,0% del PIB en 2026, según cifras del MFMP-25. Este incremento en la deuda pública se explicaría por los altos y persistentes déficit primarios, el elevado costo de financiamiento, que superaría el crecimiento real de la economía, así como por la mayor tasa de cambio promedio con la que se valora la deuda externa al cierre de cada vigencia. Dado lo anterior, la deuda neta del GNC alcanzaría un máximo histórico del 63,0% del PIB en 2026, nivel superior al observado durante 2020 (60,7% del PIB).

El Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) estableció la activación de la cláusula de escape que permite realizar un desvío temporal del cumplimiento de las metas fiscales fijadas en la regla fiscal entre 2025 y 2027. Al respecto, el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) dio concepto desfavorable (no vinculante), señalando que la cláusula de escape está diseñada para eventos extraordinarios y no para desequilibrios fiscales estructurales³¹. El MHCP justificó su decisión como la alternativa viable para garantizar el funcionamiento y los pagos del servicio de la deuda en el corto plazo, evitando así un ajuste abrupto de las finanzas públicas que podría afectar la actividad productiva o llevar a un desequilibrio macroeconómico. El MHCP argumenta, también, que la alta inflexibilidad del gasto y la limitada capacidad de generar ingresos suficientes en el corto plazo generaron la situación fiscal actual y la necesidad de postergar el cumplimiento de las metas paramétricas de la regla fiscal. En concepto del CARF, la cláusula de escape no está contemplada para este tipo de situaciones, y de acuerdo con el marco normativo, esta solo puede invocarse en presencia de eventos extraordinarios o que comprometan la estabilidad macroeconómica. El CARF no encuentra en la solicitud del MHCP una explicación suficiente sobre la pertinencia de la cláusula en la situación fiscal actual, y menciona que el principal desbalance macroeconómico en la actualidad es precisamente el desequilibrio fiscal.

De acuerdo con el MFMP-25, la senda de retorno del déficit fiscal hacia niveles del 3,0% del PIB en el mediano plazo dependerá tanto de una eventual reforma tributaria que entraría en vigor en 2026, así como por eventuales reformas estructurales que llevarían a ajustar el gasto inflexible. Finalizado el periodo de activación de la cláusula de escape, se prevé que el déficit total del GNC alcance el 3,1% del PIB en 2028 y el 2,8% del PIB en promedio entre 2029 y 2036. Alcanzar esta senda de retorno requerirá un ajuste estructural de las finanzas públicas, distribuido de manera conjunta a partir de reformas y medidas que incrementen los ingresos y reduzcan los gastos. En comparación con el nivel proyectado para 2025, por el lado de los ingresos en el MFMP-25 se proyecta un incremento promedio en el mediano plazo (2028-2036) de 2,3 pp del PIB. De estos, 1,4 pp provendrían de la reforma tributaria que entraría en vigor a partir de 2026, y los 0,9 pp restantes serían resultado del plan de reducción de la evasión, elusión y modernización de la DIAN, así como de la respuesta a los supuestos macroeconómicos, incluyendo la evolución de los precios del petróleo. En cuanto a los gastos, la senda proyectada en el MFMP-25 supone una corrección estructural del gasto primario que asciende, en promedio, a 2,3 pp del PIB durante el periodo 2028-2036, asociada con los efectos permanentes de las reformas al gasto

31 Revítese el Comunicado 17: Concepto previo CARF, así como los mensajes iniciales en el MFMP-2025 del 13 de junio de 2025, y el Comunicado 18.

público previstas entre 2025 y 2027. Con todo ello, el nivel de deuda neta proyectado en el MFMP-25 para el año 2036 es del 61,3% del PIB. Al respecto, el CARF advierte que la estrategia fiscal aprobada por el Confis resulta insuficiente para llevar la deuda al nivel ancla o prudencial del 55% del PIB en el mediano plazo y no permite apuntalar la credibilidad. En ese sentido, la estabilización de las finanzas públicas y la convergencia de la deuda a su nivel prudente requerirá esfuerzos más allá de lo contemplado actualmente en el MFMP-25. Por último, es importante anotar que el MFMP-25 supone que la reforma al SGP mediante el Acto Legislativo 03 de 2024, que incluye la promulgación de la Ley de Competencias, no representa presiones fiscales para el Presupuesto General de la Nación (PGN) en el mediano plazo. No obstante, si dicha reforma no resulta fiscalmente neutra, podría generar una presión adicional al gasto público, afectando la senda fiscal proyectada.

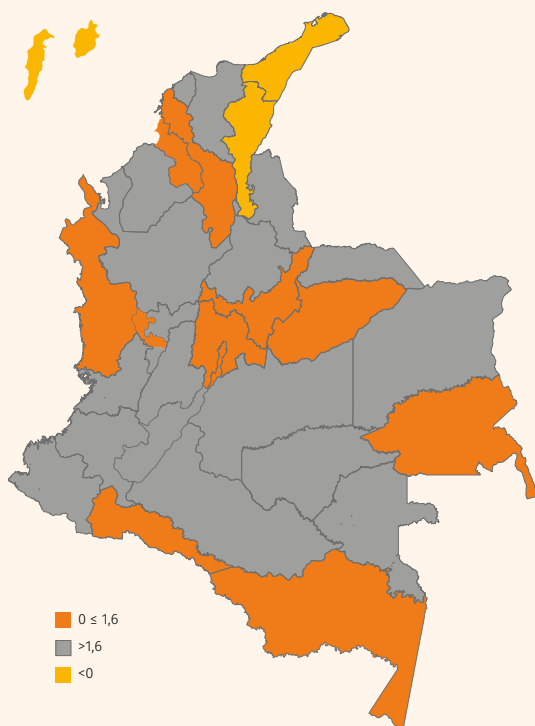
Las decisiones de la política fiscal desempeñan un papel fundamental en la estabilidad macroeconómica, ya que su interacción con la política monetaria influye directamente en las tasas de interés y en la percepción de riesgo del país. Déficit fiscales elevados y persistentes incrementan la demanda de recursos en los mercados financieros, elevando las tasas de interés y reduciendo el espacio para que las decisiones del Banco de la República se transmitan eficazmente al resto de la economía. Además, un mayor riesgo fiscal podría elevar la prima de riesgo país, afectando el acceso al crédito y presionando al alza las tasas de interés requeridas por los inversionistas. Si bien la tasa de interés neutral está determinada por factores estructurales, un entorno fiscal más sólido tiende a moderar estas presiones, facilitando una postura monetaria más alineada con el objetivo de estabilidad de precios que propenda por un crecimiento sostenible. No obstante, un deterioro fiscal prolongado puede aumentar la tasa de interés neutral al generar distorsiones estructurales en la economía. Como se ha mencionado en la literatura, la política monetaria puede enfrentar mayores limitaciones para controlar la inflación cuando se tiene un nivel elevado de deuda pública y persistentes déficits fiscales³². En el caso colombiano, estas interacciones adquieren particular relevancia en un contexto de alta sensibilidad a los flujos de capital y a las condiciones financieras internacionales. La prima de riesgo para Colombia se mantiene en niveles superiores a los observados en economías con fundamentales macroeconómicos comparables. En este contexto, preservar la sostenibilidad fiscal contribuye no solo a mantener condiciones favorables de financiamiento, sino también a reforzar la eficacia de la política monetaria en el cumplimiento de sus objetivos.

Los elevados niveles de deuda y déficit fiscal actuales, sumados a mayores presiones de gasto, originadas, en gran medida, por su inflexibilidad, hacen imprescindible un ajuste ordenado que garantice la sostenibilidad fiscal y que contribuya a la estabilidad económica. La reducción gradual y oportuna del déficit fiscal y la deuda es importante para disminuir el riesgo país y evitar un sobreajuste que recaiga sobre el sector privado. Para lograrlo, resulta esencial la aprobación de reformas estructurales que aumenten los ingresos de manera permanente y ajusten el gasto primario. En este sentido, resulta esencial avanzar en la correcta definición y distribución de competencias entre los distintos niveles territoriales, así como en la posterior reasignación de recursos y aprobación de la ley, en el marco del Acto Legislativo 03 de 2024, que modificó el SGP. Sumado a ello, el plan de ajuste fiscal del Gobierno debería ir acompañado de una clara definición, presentación y gestión ante el Congreso de la República de las reformas legales que permitan reducir los gastos e incrementar los ingresos estructurales, con el fin de asegurar un retorno creíble a la senda de la regla fiscal y a la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo.

32 Lozano-Espitia, L. E.; Herrera, M. (2008). "Dominancia fiscal versus dominancia monetaria: evidencia para Colombia, 1990-2007", Borradores de Economía, núm. 485, Banco de la República. Sargent, T. J.; Wallace, N. (1981). "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Quarterly Review*, vol. 5, pp. 1-17, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Sombreado 1 Economía regional

Diagrama S1.1
PIB real departamental, 2024
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

1. Panorama de las economías departamentales en 2024

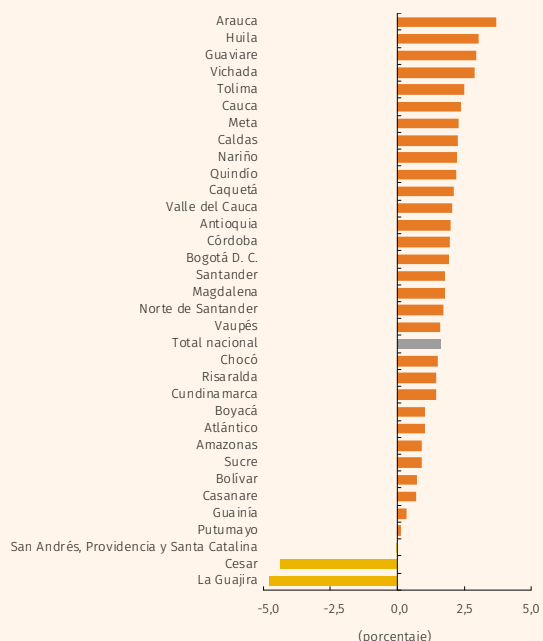
Según el PIB departamental de 2024, diecinueve de los treinta y tres territorios crecieron anualmente por encima del resultado nacional, mientras que tres registraron reducciones frente al año anterior (Diagrama S1.1). La mayoría de las economías departamentales se vieron impulsadas por la recuperación de la demanda interna, en tanto que las zonas que registraron descensos en su actividad económica estuvieron afectadas por el deterioro del sector minero. El dinamismo de la demanda interna estuvo relacionado, principalmente, con la expansión del consumo privado de bienes y servicios, lo cual se reflejó en el crecimiento de la actividad agropecuaria, el comercio interno y los servicios asociados con el entretenimiento, sectores que jalonaron el buen desempeño departamental. Por el contrario, las economías de La Guajira y Cesar se contrajeron por la reducción de la extracción de carbón.

Los departamentos con el mayor crecimiento económico fueron Arauca, Huila, Guaviare, Vichada y Tolima (Gráfico S1.1). El sector agropecuario fue la actividad que impulsó, en mayor medida, el buen desempeño de estas economías, lo que en el caso de Arauca estuvo también acompañado por el aporte de la extracción petrolera. Adicionalmente, con excepción de San Andrés, la rama agropecuaria contribuyó a la variación positiva de todos los departamentos, comportamiento que estaría asociado con el mayor consumo de bienes perecederos y con la demanda externa. Dentro de la actividad agrícola, el aumento de la producción de café favoreció el buen desempeño de las zonas con vocación cafetera, tales como Antioquia, la región Central Cafetera (Huila, Tolima, Caldas, Risaralda, Quindío), Cauca y Santander, tras superar los efectos del fenómeno de El Niño en el primer trimestre del año, lo que además estuvo estimulado por precios internacionales en ascenso.

Las condiciones climáticas favorables permitieron incrementos en cultivos permanentes como aguacate hass, caña de azúcar y cacao, en Antioquia, Valle del Cauca y Santander, respectivamente. En cuanto a frutas y cítricos, se destacó una mejor oferta en Antioquia, Cundinamarca, Valle del Cauca y Santander, para cubrir el consumo nacional y las exportaciones, en especial hacia Estados Unidos, Reino Unido y la Unión Europea. Por su parte, el segmento pecuario creció en territorios con vocación ganadera como Suroriental (Vichada, Casanare, Meta, Guaviare) y Caribe (La Guajira, Magdalena, Cesar, Córdoba, Bolívar); porcina, como Antioquia, Valle de Cauca y Cundinamarca, y avícola en Santander. Esta dinámica estuvo explicada por el aumento en el consumo per cápita de estas proteínas.

La gran rama de comercio, transporte, alojamiento y servicios de comida mostró recuperación en todos los departamentos. Igualmente, las actividades artísticas y de entretenimiento contribuyeron de manera generalizada al crecimiento de las economías departamentales. Estos resultados estuvieron impulsados por el incremento del consumo privado de bienes y servicios, en un

Gráfico S1.1
Variación anual del PIB real departamental, 2024



Fuente: DANE.

contexto de descensos en la tasa de interés, reducción de la inflación y hogares con mayor ingreso disponible. El mejor comportamiento del comercio respondió al incremento del consumo de alimentos y bebidas en establecimientos especializados y no especializados en Antioquia, Atlántico, Bogotá, Cundinamarca, Santander y Valle del Cauca, luego del deterioro observado un año atrás. El consumo de bienes durables también contribuyó al desempeño del sector en todos los departamentos. El incremento de la venta de vehículos nuevos predominó en Bogotá, Llanos Orientales y en el Suroccidente del país, siendo Bogotá líder en la matrícula de híbridos y eléctricos. En tanto, la comercialización de equipos de informática y enseres domésticos presentó el mayor crecimiento en Cundinamarca, Antioquia y Santander. En otros bienes, el consumo de productos farmacéuticos, perfumería y cosméticos aumentó en Antioquia, Bogotá, Cundinamarca y Valle del Cauca, mientras que las prendas de vestir y textiles cayeron en todos los departamentos.

Por su lado, tres cuartas partes de la variación nacional de las actividades artísticas y de entretenimiento registrada el año anterior se atribuyó a Bogotá, Antioquia, Valle del Cauca, Atlántico, Santander y Cundinamarca, territorios donde se realizaron la mayor cantidad de conciertos, festivales y actividades culturales. Eventos masivos no recurrentes como la COP16 en Cali y la Copa Mundial Femenina de Fútbol Sub-20 en Bogotá, Medellín y Cali también aportaron a esta buena dinámica. Además, durante 2024 continuó el auge de los juegos de azar y apuestas en línea, jalonados por la mayor realización de competencias deportivas nacionales e internacionales, y la entrada de nuevas empresas al mercado. Los ingresos por juegos operados por internet y apuestas deportivas crecieron en todos los departamentos y continuaron concentrándose en Bogotá y Antioquia (35%). Guainía, Vichada y Putumayo registraron los mayores crecimientos reales por este concepto (superiores al 50% anual); entre tanto, Bogotá registró una variación del 20%.

En minas y canteras, la actividad se contrajo en casi todos los departamentos, excepto en Meta, Arauca y Magdalena. Meta representó un tercio de la producción extractiva en el país, mientras que Arauca ocupó el sexto lugar. El crecimiento en Meta y Arauca se explicó por el aumento en la producción de petróleo, a diferencia de Casanare, Santander, Putumayo y Huila, donde finalizó la ejecución de proyectos y contratos. En Cesar y La Guajira la caída de esta actividad estuvo explicada por la fuerte contracción en la producción de carbón, en un ambiente de menor demanda externa, precios internacionales bajos y dificultades logísticas. En Antioquia y Chocó el descenso se explicó por la disminución en la explotación de oro.

La industria manufacturera descendió en todos los departamentos, excepto en Arauca y Nariño, donde se observaron crecimientos mínimos (0,1%). En todos los territorios se presentó una disminución en la producción de alimentos y bebidas. La reducción en la elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería, así como en productos de molinería, aceites y grasas, estaría relacionada con un menor consumo de estos productos por la implementación de los impuestos a los alimentos ultraprocesados. La menor rotación de inventarios impactó la producción de bebidas, tanto alcohólicas como no alcohólicas en Atlántico, Bogotá, Cundinamarca y Santander. En estos mismos departamentos, junto con Antioquia y Bolívar, se registró una menor

producción de sustancias químicas y productos farmacéuticos, esto debido a la caída en pedidos institucionales y a la escasez de materia prima. Esta situación fue parcialmente compensada por un aumento en la demanda de productos de cuidado personal, tanto para el mercado interno como externo.

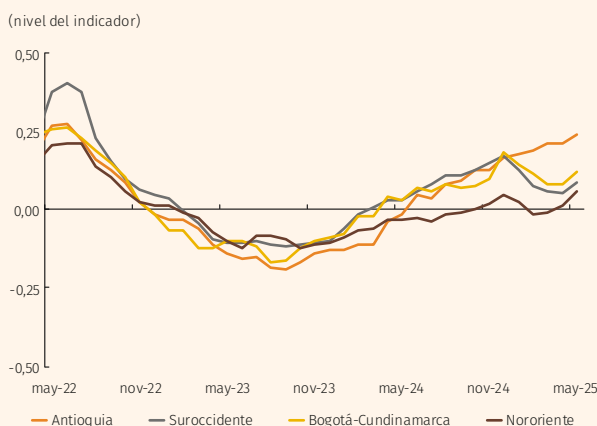
Por su parte, en Antioquia, Bogotá, Bolívar y Valle del Cauca, la fabricación de vehículos automotores disminuyó, aunque al cierre del año se observó una recuperación impulsada por el aumento en la demanda de motos por parte de concesionarios y distribuidores. En cuanto a la fabricación de productos derivados de la refinación de petróleo, se registró una contracción en Bolívar y Santander, específicamente en las refinerías de Cartagena y Barrancabermeja, respectivamente. La reducción en la fabricación de productos minerales no metálicos en la mayoría de los departamentos se explicó por la menor demanda de materiales para la construcción.

En la actividad constructora, los departamentos que crecieron lo hicieron por avances en obras civiles, mientras que el descenso en la construcción de edificaciones limitó el resultado del sector en todos los territorios. Los mayores aumentos en esta rama se dieron en Antioquia, Bogotá y en el suroriente (Casanare y Meta). El buen desempeño en estas zonas se explicó por el avance de obras de infraestructura como la primera línea del metro en la ciudad capital, el intercambiador vial del aeropuerto José María Córdova y el Túnel del Toyo en el caso antioqueño, y el mejoramiento de la infraestructura vial en los Llanos Orientales. Por el contrario, en el Eje Cafetero, Nariño, San Andrés, Guainía, Sucre y Cundinamarca hubo una importante contracción derivada de la menor ejecución de edificaciones, en especial residenciales, ante la menor demanda de vivienda y un alto inventario disponible.

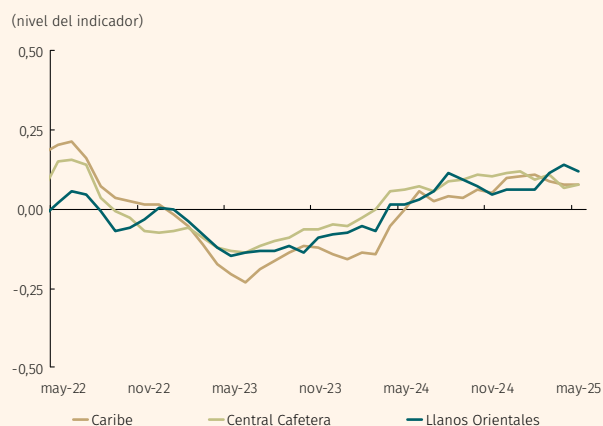
2. Evolución de la economía regional durante 2025

Las economías regionales habrían crecido en lo corrido de enero a mayo de 2025, según los indicadores del pulso económico regional (PER) del Banco de la República (Gráfico S1.2). Se destaca la tendencia al alza que estaría teniendo la economía de Antioquia, y la recuperación de las regiones de Bogotá, Suroccidente, Nororiente y Llanos Orientales, tras un lento inicio de año. Las zonas del Caribe y Central Cafetera conservaron resultados positivos similares a los registrados a finales de 2024. El

Gráfico S1.2
Pulso Económico Regional
Promedio trimestre móvil
A.



B.



Nota: el Pulso Económico Regional se construye a partir de sondeos mensuales a empresarios y directivos que comparten sus percepciones sobre el desempeño anual de la empresa que representan y las principales causas del comportamiento referido. Los niveles del indicador fluctúan entre -1 y 1, donde valores superiores a cero representan crecimiento anual y por debajo caídas, no corresponde a variaciones porcentuales. El indicador hace seguimiento a seis actividades económicas: agropecuario, industria, comercio, transporte, financiero y vivienda. Las regiones de seguimiento son: Antioquia (Antioquia), Bogotá (Bogotá y Cundinamarca), Caribe (Bolívar, Atlántico, Córdoba, Cesar, Magdalena, La Guajira, Sucre y San Andrés y Providencia), Central Cafetera (Caldas, Quindío, Risaralda, Tolima, Huila y Caquetá), Llanos Orientales (Meta y Casanare), Nororiente (Santander, Norte de Santander y Boyacá) y Suroccidente (Valle del Cauca, Cauca y Nariño). Mayor información sobre la metodológica y las series disponibles: https://suameca.banrep.gov.co/estadisticas-economicas/informacionSerie/500031/economia_regional_pulso_economico_regional_por_regiones
Fuente: Banco de la República.

crecimiento de todos los territorios habría estado impulsado por el consumo privado, caracterizado por una mayor demanda de bienes durables, tales como vehículos, motocicletas y materiales para remodelación de obras residenciales, y semidurables, como prendas de vestir, en un contexto de política monetaria menos restrictiva, descenso de la inflación y mayor ingreso disponible de los hogares. En el caso específico de Nororiente, las situaciones de orden público habrían afectado de forma negativa su economía en los primeros meses del año.

Según las fuentes del PER, las ventas del comercio interno habrían crecido en todas las regiones del país, impulsadas por las permanentes ofertas y estrategias comerciales que estimularon el flujo de compradores. Antioquia, Bogotá y Llanos Orientales registraron los crecimientos más altos en el nivel del indicador, explicados por la continuidad en los incentivos al gasto de los hogares, como promociones y campañas de mercadeo. Por su parte, Suroccidente y Nororiente mostraron señales de desaceleración, afectadas por las dificultades en sus zonas de frontera con Ecuador y Venezuela, respectivamente. En el Caribe, los eventos asociados con el Carnaval de Barranquilla y los conciertos habrían desplazado el gasto de los hogares hacia servicios de entretenimiento, lo cual impidió un mejor resultado para el comercio. Pese a esto último, en esta región, al igual que en Bogotá y Antioquia, la realización de espectáculos masivos habría impulsado las ventas de prendas de vestir, alimentos y bebidas. Los productos farmacéuticos y de cuidado personal habrían crecido por la apertura de nuevos establecimientos y campañas comerciales, y los materiales de construcción habría tenido un buen desempeño, en especial para remodelaciones y obras de pequeña escala. A su vez, la comercialización de vehículos y motocicletas nuevas continuó con un destacable resultado, particularmente en Bogotá, la región Central Cafetera y los Llanos Orientales, estimulada por menores costos de financiación, nuevos lanzamientos, mejoras en la disponibilidad de inventarios y estrategias comerciales efectivas. El comportamiento de las ventas al por menor habría estado acompañado por el crecimiento de la colocación de créditos de consumo en todas las regiones, favorecido por la reducción gradual de las tasas de interés y la gestión comercial de los establecimientos de crédito.

La celebración de eventos artísticos, culturales, deportivos y conciertos habría impulsado los servicios de alojamiento en Antioquia, Caribe y Bogotá, mientras que la disminución en la realización de eventos corporativos ralentizó la ocupación hotelera en todas las regiones. A esto último se sumaron los cierres viales en Suroccidente y los problemas de orden público en Nororiente, que habrían limitado unos mejores resultados de la actividad hotelera.

La mayoría de las regiones mostraron señales de recuperación de su producción manufacturera, con indicadores ligeramente positivos en Suroccidente, Caribe y Central Cafetera, y moderados en Antioquia. Los incrementos habrían estado asociados con una mayor demanda interna y externa, estrategias de expansión y mejora en las expectativas de ventas. Sin embargo, la dinámica se habría moderado por un entorno de incertidumbre generalizada. La industria antioqueña habría reportado el mayor crecimiento y con una tendencia ascendente a lo largo del año, mientras que los Llanos Orientales habría presentado el descenso más pronunciado. La elaboración de alimentos habría crecido en zonas líderes (Antioquia y Suroccidente), donde sobresale el incremento en lácteos, conservas y concentrados para animales. Según las fuentes del PER, este comportamiento estuvo relacionado con una mayor demanda interna, estrategias comerciales y mejor disponibilidad de materias primas.

En contraste, la elaboración de productos alimenticios en Nororiente enfrentó problemas fitosanitarios en los insumos clave para su producción, y en los Llanos Orientales la molinería de arroz tuvo dificultades en la rotación del producto. De acuerdo con el PER, las industrias de Antioquia y Eje Cafetero se habrían destacado por el buen desempeño del ensamble de vehículos y motocicletas, impulsado por la recuperación del consumo, menores tasas de interés y reposición de inventarios. Las agrupaciones de textiles y confecciones del indicador crecieron ante nuevos contratos, expectativas de ventas y mejoras operativas. En particular, Antioquia se destacó en este rubro por la expansión de clientes, y Bogotá por mayor demanda

interna. A su vez, el crecimiento de la fabricación de sustancias químicas del PER estuvo jalonado por las regiones Caribe, Antioquia y Suroccidente, donde la disponibilidad de insumos y la demanda externa estimularon esta actividad. Por el contrario, la transformación de minerales no metálicos en el indicador se ubicó en terreno negativo debido a la pausada ejecución de obras civiles, aunque en Bogotá y Nororiente se observaron mejoras por el inicio de nuevos proyectos residenciales.

Por su parte, los resultados del PER sugieren que el sector agropecuario habría crecido en la mayoría de las regiones, aunque con señales de desaceleración principalmente en Nororiente y Central Cafetera. De acuerdo con el indicador, en la actividad agrícola, Antioquia y Suroccidente fueron las únicas zonas que reportaron aumento. El crecimiento en Antioquia se explicaría por mejoras productivas, condiciones climáticas favorables y mayores áreas sembradas, lo que se habría reflejado en una mayor producción de aguacate, banano y flores, favorecidos también por una buena dinámica exportadora. A su vez, el resultado agrícola en Suroccidente habría estado impulsado por una mayor productividad de la caña de azúcar, los frutales y el café. Por el contrario, el Caribe habría mostrado reducciones en la producción de algodón, por unas menores siembras a causa de la baja rentabilidad y por el verano en los primeros meses del año, lo que también habría afectado la producción de yuca y plátano. Esta condición climática también habría impactado negativamente al sector agrícola en los Llanos Orientales. Por su parte, en Nororiente y la Central Cafetera el exceso de lluvias habría afectado los cultivos y habría generado problemas fitosanitarios. Por otro lado, la recolección de café en la región Central Cafetera cayó, debido al aumento de la pluviosidad que afectó la maduración de los cafetales, generando retrasos en las cosechas. Los resultados negativos en Nororiente se atribuyeron a la baja oferta de caña panelera y palma de aceite, compensados parcialmente por un buen comportamiento en la producción de café.

En el rubro pecuario del PER, todas las regiones reportaron crecimiento, excepto Nororiente, que presentó estabilidad. Los Llanos Orientales y la Central Cafetera lideraron el resultado gracias al buen desempeño que habría registrado el sacrificio bovino y porcino, estimulado por un buen comportamiento de la demanda interna. La producción láctea sobresalió en Antioquia y Suroccidente, la cual habría estado favorecida por las lluvias que mejoraron las pasturas. Caribe y Nororiente presentaron los menores resultados en el indicador. La primera reportó un leve aumento en la producción avícola y bovina, compensada parcialmente por el descenso en la oferta láctea, y la segunda enfrentó dificultades fitosanitarias, afectando su principal rubro pecuario, la actividad avícola.

La actividad del transporte, según el PER, mostró una notoria desaceleración en todas las regiones del país, atribuida principalmente a la pérdida de dinamismo del segmento aéreo. Antioquia fue el único territorio donde aumentó la movilización aérea (pasajeros y carga). El transporte aéreo de carga creció en Antioquia por las mayores exportaciones de flores, aspecto que también favoreció a Bogotá, aunque no compensó la reducción del transporte de pasajeros en la ciudad capital. En las demás áreas geográficas se presentó una disminución en la salida de pasajeros por las terminales aéreas, lo que determinó el resultado del sector, siendo Nororiente el territorio con la contracción más pronunciada del indicador debido a una menor frecuencia de vuelos. En la modalidad terrestre, Antioquia y Suroccidente presentaron aumentos ligeros, similares a registros previos. En Antioquia sobresalió el despacho de alimentos, bebidas y carbón, y Suroccidente se benefició por la normalización vial que facilitó el transporte de abonos, fertilizantes y azúcar. Las demás regiones reportaron variaciones anuales mínimas del transporte terrestre según los datos disponibles del PER.

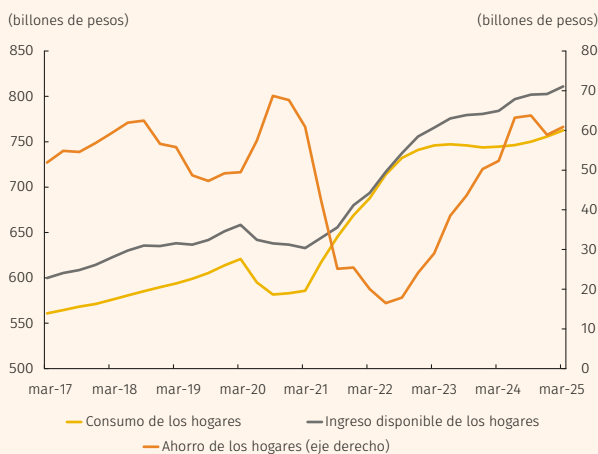
Recuadro 1

Posibles impulsores del consumo privado

Como se ha señalado en recientes informes de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso, durante los últimos trimestres buena parte de la fortaleza de la actividad económica, particularmente de la demanda interna, ha descansado sobre el consumo de los hogares, cuyo sobresaliente desempeño se ha caracterizado por crecimientos superiores a los del PIB desde el tercer trimestre de 2024, y niveles que, según las cifras más recientes, son muy superiores a los sugeridos por su tendencia prepandemia¹. Algunos de los factores que podrían estar incidiendo en este favorable comportamiento del consumo privado pueden separarse en tres grandes grupos: 1) los aumentos en el ingreso disponible de los hogares; 2) una dinámica algo más favorable del crédito, y 3) una recuperación gradual en la confianza de los consumidores.

En primer lugar, el ingreso disponible de los hogares ha mostrado recientemente aumentos significativos. En términos reales, utilizando el deflactor del consumo privado, dicho agregado creció un 2,8% en 2024 y un 4,4% anual en el primer trimestre de 2025 (Gráfico R1.1). Son varios los componentes que han contribuido a este aumento. Uno de ellos es la remuneración a los asalariados, cuyo crecimiento real (del 4,4% en 2024 y del 2,9% anual en el primer trimestre) ha obedecido, entre otros, a los mejores resultados en materia de empleo durante el último año², y al aumento acumulado del salario mínimo real en años recientes (de alrededor del 16% entre 2023 y 2025³), del que se benefician los trabajadores que lo devengan y los que reciben una pensión equivalente⁴. No obstante, estos aumentos acumulados del salario mínimo, que han superado ampliamente a la inflación observada más los incrementos en la productividad del país, tendrían un efecto transitorio sobre el consumo, debido a que las presiones alcistas que han generado sobre la inflación estarían deteriorado el ingreso disponible de los hogares. En efecto, parte de los aumentos significativos del salario mínimo se han transmitido a varios grupos importantes del IPC como, por ejemplo, a las comidas fuera del hogar, a la administración de edificios, a los servicios de peluquería, entre otros. También han presionado al alza los costos salariales en sectores de la economía que son intensivos en mano de obra no calificada (v. g.: agricultura) y han afectado las expectativas de inflación de los formadores de precios. Estos hechos, que han contribuido a tener una inflación elevada y a ralentizar su convergencia a la meta del 3%, irían en detrimento del ingreso disponible futuro de los hogares.

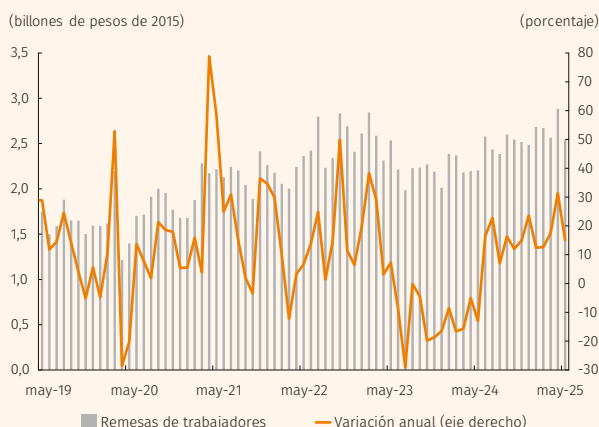
Gráfico R1.1
Consumo privado, ingreso disponible y ahorro de los hogares^{a/}
(acumulado 4 trimestres)



a/ Series deflactadas utilizando el deflactor del consumo privado.
Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

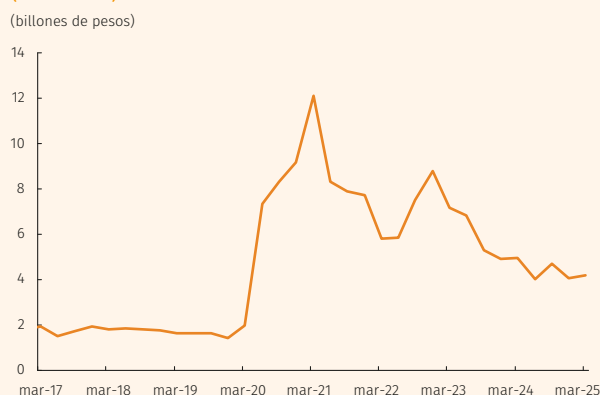
- 1 Calculada entre 2015 y 2019.
- 2 Con cifras desestacionalizadas a mayo, la tasa de desempleo se ubicó en el 9,0% en el total nacional, lo que representó una disminución de 1,3 puntos porcentuales (pp) frente al mismo mes de 2024.
- 3 Corresponde al incremento real del salario mínimo, incluyendo el subsidio de transporte, tomando como deflactor la inflación total observada al final del año. Para 2025 se utiliza el pronóstico de inflación total del equipo técnico en su *Informe de Política Monetaria* de abril de 2025.
- 4 Algunos cálculos, basados en la GEIH, sugieren que el 10,3% del total de los ocupados (aproximadamente 2,3 millones de personas) devengaron entre 0,9 y 1,1 salarios mínimos. Asimismo, cifras de Colpensiones sugieren que 1,7 millones de pensionados reciben una pensión equivalente a un salario mínimo.

Gráfico R1.2
Remesas de trabajadores hacia Colombia, en pesos reales^{a/}
(mensual y variación anual)



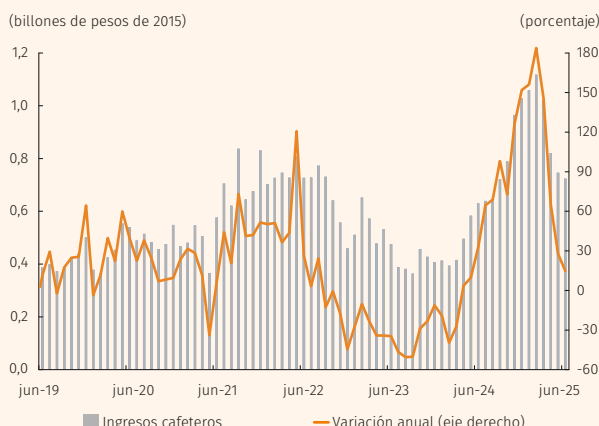
a/ Serie deflactada con el IPC, desestacionalizada y corregida por efectos calendario. Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

Gráfico R1.3
Transferencias del GNC a los hogares, acumuladas
4 trimestres^{a/}
(trimestral)



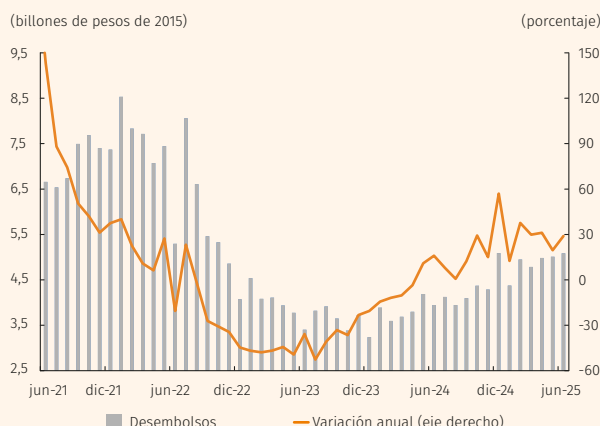
a/ Serie deflactada con el IPC. Fuente: Ministerio de Hacienda; cálculos Banco de la República.

Gráfico R1.4
Ingresos cafeteros, calculados con precio interno
de referencia, en pesos reales^{a/}
(mensual y variación anual)



a/ Serie deflactada con el IPC, desestacionalizada y corregida por efectos calendario. Fuente: Federación Nacional de Cafeteros; cálculos Banco de la República.

Gráfico R1.5
Desembolsos de crédito de consumo, en pesos reales^{a/ b/}
(mensual y variación anual)



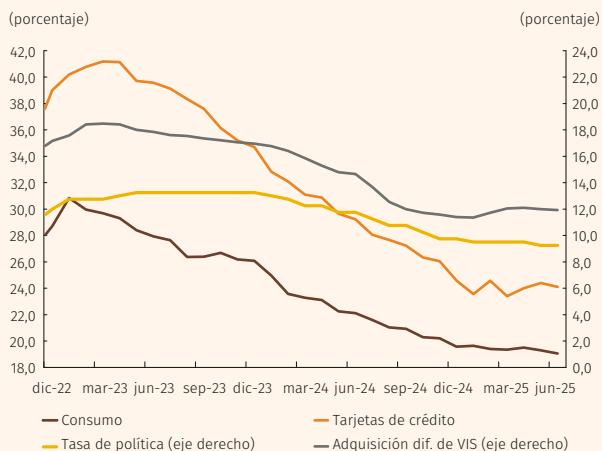
a/ La información de desembolsos incluye crédito rotativo, libre inversión, libranza, vehículo y sobregiros de cuenta corriente a personas naturales. No incluye tarjeta de crédito.
b/ Serie deflactada con el IPC, desestacionalizada y corregida por efectos calendario. Fuente: Superintendencia Financiera; cálculos Banco de la República.

Otro factor que ha contribuido al aumento del ingreso disponible de los hogares son las transferencias provenientes de otros sectores institucionales. Dentro de este grupo se incluyen, por ejemplo, los ingresos por remesas de trabajadores, que en el bimestre abril-mayo se ubicaron en niveles históricos, creciendo a una tasa anual superior al 20% en términos reales, después de haberse expandido un 16,6% en 2024 (Gráfico R1.2). También se incluyen bajo este renglón las transferencias monetarias del Gobierno a los hogares —el Gráfico R1.3 muestra la evolución de estas transferencias, provenientes del Gobierno Nacional Central (GNC)—. Aunque en 2023 y 2024 estas decrecieron, coincidiendo con la finalización del periodo más crítico de la pandemia y la posterior agrupación de distintos programas del Gobierno en el programa Renta Solidaria, actualmente las transferencias del GNC representan alrededor del 0,5% del ingreso disponible de los hogares.

Un elemento adicional es el aumento del ingreso de las familias cultivadoras de café, las cuales, según la Federación Nacional de Cafeteros, son alrededor de 557.000. Esta misma fuente reporta la producción cafetera y el precio interno de referencia, utilizados para estimar el ingreso obtenido por esta actividad. Algunos cálculos indican que este ingreso representó el 1,0% del ingreso disponible de los hogares en 2024. En febrero de 2025, el ingreso cafetero alcanzó su máximo histórico de COP 1,1 billones (Gráfico R1.4). A pesar de la disminución reciente en el precio interno del café y en la producción, que hicieron que

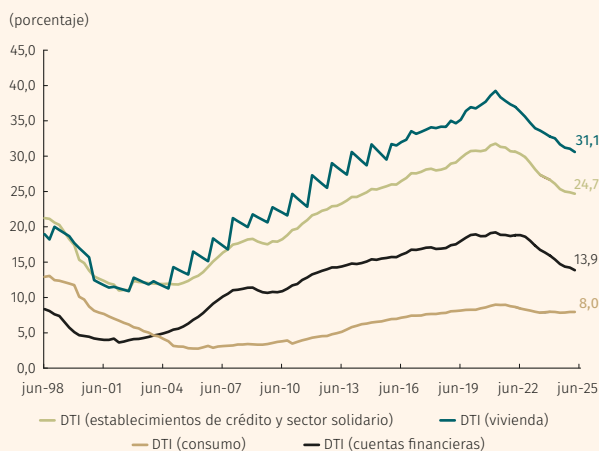
Gráfico R1.6
Condiciones financieras de los hogares

A. Tasas de interés de hogares



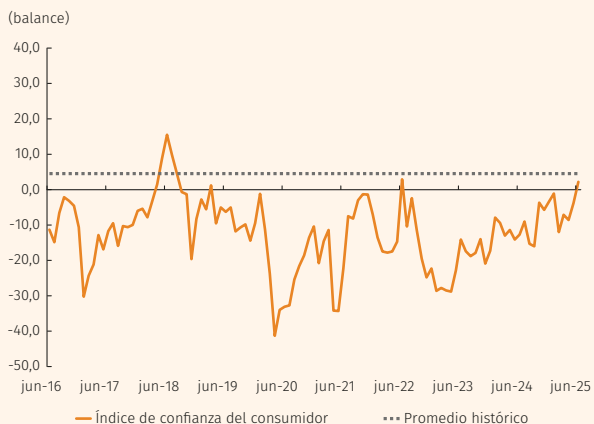
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 414); cálculos del Banco de la República.

B. Deuda a ingreso disponible (DTI) de los hogares



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.7
Índice de confianza del consumidor



Fuente: Fedesarrollo.

el ingreso cafetero retrocediera en los últimos meses, el crecimiento anual de este ingreso sigue siendo positivo e importante (14,8% en junio).

Un segundo aspecto que merece consideración tiene que ver con la recuperación gradual del crédito de consumo en los últimos meses. El Gráfico R1.5 muestra la evolución de los desembolsos de crédito de consumo en términos reales, también deflactados con el IPC. Estos niveles de desembolsos, aunque se ubican por debajo de los altos niveles que registraron en 2021 y parte de 2022, muestran una recuperación reciente en un contexto de tasas de interés de crédito menores y de reducción de la carga financiera de los hogares (Gráfico R1.6). Este comportamiento permite anticipar que continúe la recuperación de la cartera de consumo, la cual, a pesar del buen desempeño de los desembolsos, continúa registrando escasos crecimientos anuales. Algunos análisis del equipo técnico del Banco de la República muestran que estos desembolsos presentan una correlación positiva y significativa con el consumo privado, especialmente el de bienes durables y semidurables.

El tercer aspecto que podría estar contribuyendo al buen desempeño del consumo de los hogares es la recuperación de la confianza de los consumidores. Las cifras de la *Encuesta de opinión del consumidor* de Fedesarrollo, presentadas en el Gráfico R1.7, revelan aumentos graduales de la confianza desde comienzos de 2023, sobre todo explicadas por la recuperación del componente de percepción de condiciones económicas de los hogares. Aunque la correlación de este indicador con el consumo privado no es elevada, en todo caso es positiva y, en el periodo reciente, su mejora coincide con la fortaleza del consumo.

Finalmente, es importante notar que, como lo muestra el Gráfico R1.1, con cifras reales acumuladas a cuatro trimestres, durante 2023 y 2024 el crecimiento del ingreso disponible superó al del consumo privado en términos reales. Lo anterior se tradujo en aumentos del ahorro de los hogares en ambos años, tendencia que parecería extenderse al primer trimestre. Este hecho permite prever que existe una disponibilidad de recursos que podría soportar el consumo privado durante lo que resta del año y posiblemente durante parte de 2026.

Recuadro 2

Inflexibilidad del gasto público en Colombia: análisis de la composición y evolución del Presupuesto General de la Nación, 2000-2024

La inflexibilidad del gasto es una característica estructural del Presupuesto General de la Nación (PGN) en Colombia. Esta condición refleja la existencia de rentas con destinación específica, el establecimiento de compromisos de gasto mediante la Constitución y la ley, y las obligaciones permanentes del Estado por concepto de pensiones y servicio de la deuda. Un presupuesto rígido limita de forma significativa la capacidad del Gobierno para reasignar el gasto, enfrentar emergencias y realizar ajustes en la política fiscal con el fin de alcanzar objetivos de estabilización económica, crecimiento o mejora en la distribución del ingreso.

La Constitución Política de 1991 fortaleció el proceso de descentralización en Colombia, asignando un porcentaje creciente de los ingresos corrientes de la Nación (ICN) a las regiones. Estos compromisos llegaron a representar cerca del 45% de los ICN al finalizar la década de los noventa, inflexibilizando de manera importante el PGN e introduciendo un factor de inestabilidad en las finanzas del Gobierno Central, lo que llevó a una reforma constitucional en 2001.

Reformas constitucionales

El Acto Legislativo 01 de 2001 estableció el Sistema General de Participaciones (SGP), mecanismo mediante el cual la Nación debería transferir recursos a las entidades territoriales, cuyo monto anual debía calcularse con el promedio de crecimiento de los ICN de los últimos cuatro años. No obstante, de manera transitoria, la reforma dispuso que la partida del SGP aumentara inicialmente con base en el IPC observado, más algunos puntos porcentuales reales, y que en 2008 debería recuperar el nivel de participación en los ICN que las transferencias territoriales tenían en 2001. Frente al riesgo fiscal que implicaba este incremento del SGP, en 2007 se aprobó otra reforma constitucional que extendió hasta 2016 la fórmula de ajuste anual basada en el IPC observado más un incremento real. De acuerdo con dicha reforma, a partir de 2017 empezó a operar nuevamente la fórmula original: con el crecimiento promedio de los ICN de los últimos cuatro años.

A finales de 2024, el Congreso de la República aprobó otro acto legislativo para modificar de nuevo la fórmula de cálculo del SGP. Según esta reforma, a partir de 2027 el SGP debe aumentar gradualmente hasta alcanzar el 39,5% de los ICN. Para implementar esta medida será necesaria la expedición de una ley que determine las competencias de cada nivel de gobierno en materia de educación, salud, agua potable y saneamiento básico, principalmente.

Rigidez del gasto público

El *Marco Fiscal de Mediano Plazo* de 2025 (MFMP-2025) señala que el 86,4% del gasto primario del Gobierno Nacional Central (GNC) en 2024 es inflexible. Al incluir los intereses de la deuda, este porcentaje asciende al 89,1%. No obstante, esta marcada rigidez del PGN no es nueva. Un estudio realizado por Echeverry, Fergusson y Querubín (2004)¹ advertía que cerca del 96% de las apropiaciones presupuestales ya estaba predeterminada en 2003, y que la creciente expansión del gasto social, junto con el peso de los pagos por pensiones y el servicio de la deuda, limitaban seriamente la flexibilidad presupuestal del Estado.

1 Echeverry, J. C.; Fergusson, L.; Querubín, P. (2004). "La batalla política por el presupuesto de la Nación: inflexibilidades o supervivencia fiscal", documento CEDE, núm. 2004-01, Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico (CEDE), Universidad de los Andes.

Los componentes más rígidos del gasto público son el SGP y otras asignaciones legales a los territorios; el servicio de la deuda —especialmente los intereses, que no admiten ajustes—; los pagos por pensiones, y los gastos en salud. Los salarios también presentan un alto grado de inflexibilidad, ya que están protegidos por normas laborales y contractuales. Paradójicamente, el rubro de inversión, que debería ser el motor del desarrollo y el principal instrumento para impulsar la productividad y el crecimiento económico, resulta ser el más flexible y, por tanto, el primero en sacrificarse durante los periodos de restricción fiscal. Este hallazgo es respaldado por Vallejo y Zapata (2019)², quienes evidencian que los gastos de inversión en Colombia mantuvieron una sincronización positiva con el PIB entre 2001 y 2018, reflejando un comportamiento marcadamente procíclico. A diferencia de los gastos de funcionamiento, los de inversión estaban más sincronizados con las fluctuaciones del ciclo económico.

Comparación internacional

Desde una perspectiva internacional, Colombia presenta un nivel de rigidez presupuestal superior al promedio de América Latina. Un estudio de Moody's (2017)³ analizó la inflexibilidad del gasto público en 16 países latinoamericanos y examinó su capacidad de ajuste fiscal. Utilizando un índice de flexibilidad del gasto, dicho estudio destacó que Brasil y Colombia se encontraban entre los países con menor flexibilidad, con más del 85% de sus presupuestos comprometidos en gastos obligatorios (salarios, transferencias e intereses). En contraste, Ecuador mostró la mayor flexibilidad, con solo un 49% de gasto obligatorio, seguido por países como Perú y Panamá, que también exhibieron estructuras presupuestales más adaptables. Solo Guatemala, Panamá y El Salvador lograron reducir el gasto público como proporción del PIB entre 2010 y 2016, lo que evidencia los retos que enfrentan muchos gobiernos de la región para consolidar sus finanzas públicas cuando existe un alto nivel de gastos rígidos.

Para evaluar la inflexibilidad del gasto público en Colombia, para este recuadro se construyó un índice de flexibilidad presupuestal siguiendo la metodología desarrollada por Moody's, a partir de la información del PGN entre 2000 y 2024. El ejercicio recopiló los datos detallados de más de 180.000 rubros presupuestales. Inicialmente, el gasto público se clasificó en cuatro grandes categorías: 1) gastos operativos, que incluyen sueldos y salarios, así como adquisiciones de bienes y servicios; 2) transferencias corrientes, como pensiones, salud y partidas giradas a los entes territoriales; 3) gastos de capital del PGN, y 4) servicio de la deuda (pago de intereses y amortizaciones). Posteriormente, para cada categoría se examinó su grado de rigidez, considerando como gastos flexibles aquellos que pueden ajustarse con mayor facilidad en el corto plazo (por ejemplo, los gastos de capital y la fracción de gastos operativos no asociada con salarios ni con obligaciones tributarias). Bajo este criterio, la mayoría de los gastos inflexibles corresponden a salarios del sector público, ciertas transferencias corrientes (de carácter obligatorio), y al pago de intereses y amortizaciones de la deuda.

Antes de iniciar con el análisis de la inflexibilidad del PGN, vale la pena señalar que existe una diferencia entre las apropiaciones presupuestales⁴ —que es la variable utilizada en este Recuadro— y los gastos del GNC presentados en el MFMP-25 y descritos en la sección 2.3 de este Informe. Las apropiaciones corresponden al monto máximo de gasto autorizado por el Congreso para una vigencia fiscal, mientras que los gastos del GNC reflejan los pagos efectivamente realizados, las obligaciones causadas y otros registros contables durante ese periodo. En otras palabras, el presupuesto define lo que se puede gastar, pero en la práctica no todo se ejecuta ni se paga en el mismo año: parte de los recursos pueden quedar como reservas presupuestales (compromisos no obligados) o como cuentas por pagar (obligaciones no saldadas). Adicionalmente, los gastos del GNC incluyen operaciones como la causación de intereses, así como otros ajustes que no necesariamente se ejecutan a través del flujo de caja de la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional ni están

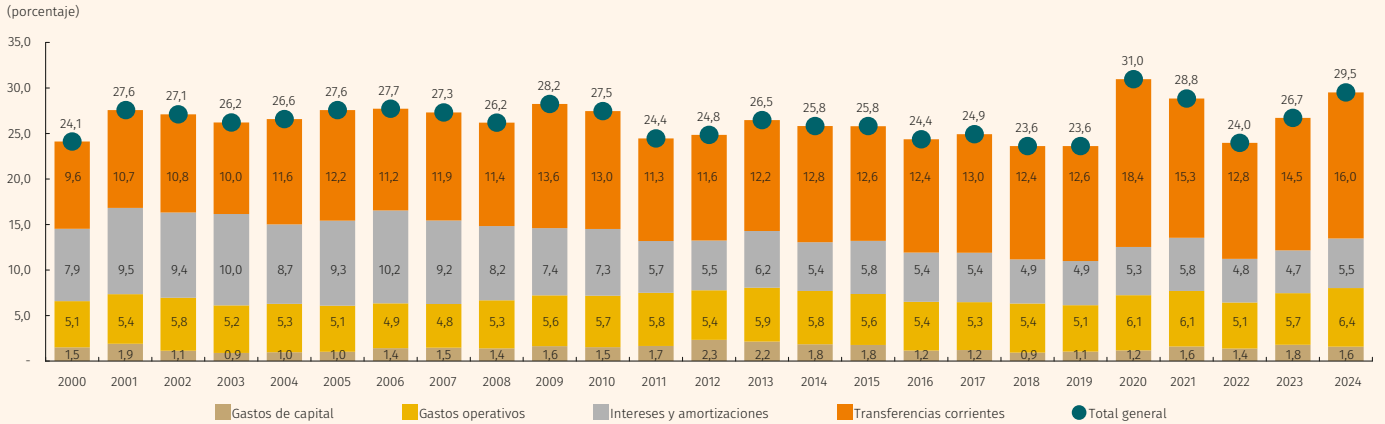
2 Zapata-Álvarez, S.; Vallejo-Rubiano, F. P. (2019). "Prociclicidad sectorial del gasto y el PIB en Colombia", Notas Fiscales, núm. 28, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

3 Moody's Investors Service (2017, 18 de octubre). "High Compulsory Spending Levels to Impede Fiscal Consolidation, Especially in Brazil".

4 Las apropiaciones presupuestales son el monto máximo de gasto que el Congreso de la República autoriza al Gobierno Nacional para ejecutar durante una vigencia fiscal, a través de la Ley Anual de Presupuesto. Estas apropiaciones establecen los techos legales para comprometer y ejecutar recursos públicos en diferentes conceptos, como funcionamiento, inversión y servicio de la deuda, y constituyen el punto de partida del proceso de ejecución presupuestal.

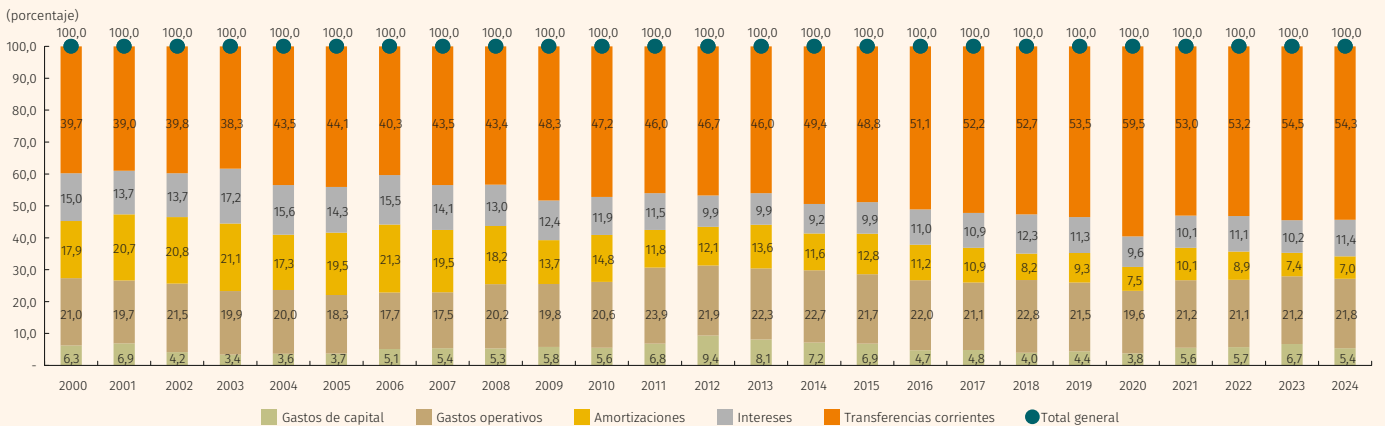
Gráfico R2.1
Apropiación presupuestal siguiendo la clasificación de Moody's (2000 – 2024)^{a/}

A. Porcentaje del PIB



a/ Corresponde a la apropiación vigente del PGN a diciembre de cada año. Para 2024 corresponde a la apropiación vigente a noviembre. Estos datos son preliminares. Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público; cálculos propios.

B. Porcentaje del PGN



a/ Corresponde a la apropiación vigente del PGN a diciembre de cada año. Para 2024 corresponde a la apropiación vigente a noviembre. Estos datos son preliminares. Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público; cálculos propios.

contemplados explícitamente en el presupuesto aprobado. No obstante, excluyen las amortizaciones de la deuda y los pagos realizados con recursos propios de los establecimientos públicos del orden nacional, entre otros⁵.

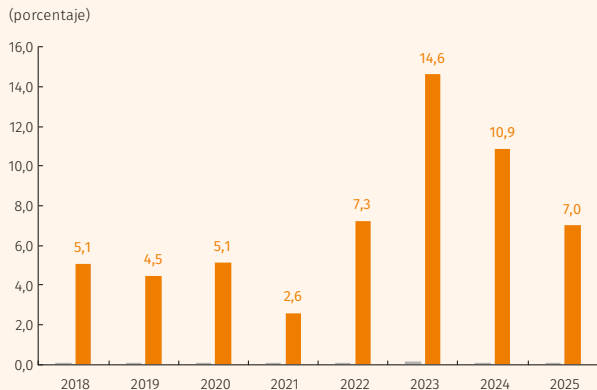
Como se muestra en el Gráfico R2.1, las transferencias corrientes han sido el componente del gasto público de mayor crecimiento en los últimos veinte años, pasando del 9,6% del PIB (39,7% del PGN) en 2000 al 16% del PIB (54,3% del PGN) en 2024. Dentro de este rubro, un 33% en promedio corresponde a las partidas a favor de los gobiernos subnacionales y un 31% a los compromisos del Gobierno Nacional en materia de pensiones. Cabe destacar el incremento de las transferencias al sector salud, cuya participación dentro del total de las transferencias corrientes aumentó del 5,9% al 16,4% entre 2000 y 2024. Este cambio refleja el impacto de la Ley 1607 de 2012, que eliminó la obligación de las empresas de pagar el aporte en salud por los trabajadores con ingresos de hasta diez salarios mínimos, trasladando esa responsabilidad al Estado.

Al examinar los gastos operativos, se observa que su componente más representativo es el de salarios, el cual ha representado, en promedio, el 53% del total de este rubro durante

5 La diferencia entre las apropiaciones del PGN y los gastos del GNC se analiza en detalle en el estudio de Rincón-Castro, H.; Zapata-Álvarez, S. (2025). "Presupuesto de la Nación y el balance fiscal del gobierno central: ¿cómo se relacionan y qué los diferencia?", por publicarse en la serie Borradores de Economía del Banco de la República.

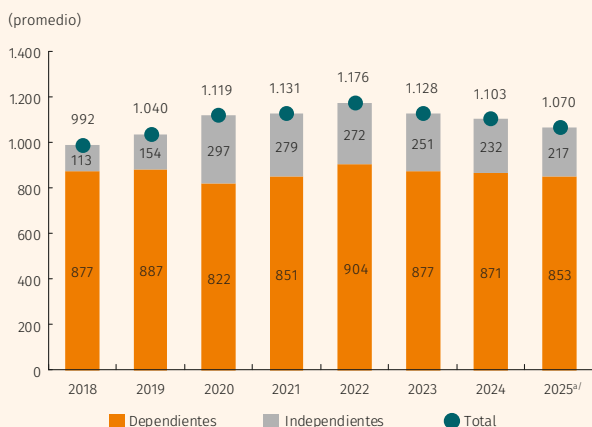
Gráfico R2.2
Incrementos salariales y evolución del número de cotizantes del sector público entre 2018 y 2025

A. Incremento salarial – empleados públicos de la rama ejecutiva (%)



Fuente: Decretos anuales de incremento salarial.

B. Promedio anual cotizantes administración pública y defensa^{a/}



a/ Número de cotizantes a marzo.

Fuente: Tablero de control para el seguimiento de los aportes al Sistema de la Seguridad Social (UGPP).

el periodo analizado. Al analizar estos gastos con mayor detalle, se encuentra que, en promedio, los gastos de personal han representado el 2,9% del PIB entre 2000 y 2024, lo que equivale a cerca del 11% de las apropiaciones presupuestales. Aunque este rubro ha sido relativamente estable como proporción del PIB, en términos reales y nominales ha venido aumentando. Entre el año 2000 y 2024 este rubro pasó de ser cerca de COP20 billones (b) a más de COP50 b a precios constantes, y de COP6 b a COP50 b en términos corrientes. En los últimos años, este crecimiento obedece, principalmente, a los incrementos salariales y, en menor medida, al aumento en el número de empleados.

Para ilustrar esta tendencia, el Gráfico R2.2 presenta los incrementos salariales y la evolución del número de cotizantes del sector público entre 2018 y 2025⁶. Durante este periodo, los salarios de los empleados de la rama ejecutiva crecieron en promedio un 7,1% anual, con aumentos más marcados en torno al 9,9% anual entre 2022 y 2025. En cuanto al número de cotizantes en el sector de administración pública y defensa, se observa un aumento neto de 78.000 personas entre 2018 y 2025, aunque con una caída entre 2022 y 2025, atribuible principalmente a la reducción de cotizantes independientes (mayoritariamente contratistas). De igual manera, vale la pena recalcar que, según el documento de análisis técnico sobre el MFMP-2025 del Comité Autónomo de la Regla Fiscal, el gasto en contratos por prestación de servicios y su volumen se mantienen por debajo del promedio histórico (2018-2024). A junio de 2025 se han ejecutado COP14,1 b y 394.600 contratos, ambos por debajo de los promedios de COP17,6 b y 486.500 contratos, respectivamente. Esto indica una menor dinámica en el uso de esta modalidad contractual.

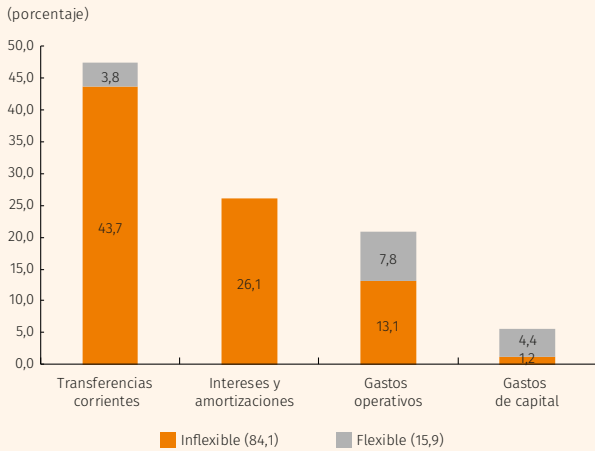
Dentro de los gastos de capital, la inversión en infraestructura vial, fluvial, férrea y aeroportuaria fue el componente principal, con una participación del 40% sobre el total de este rubro. En promedio, este tipo de inversión representó el 0,6% del PIB durante el periodo analizado. Allí También se incluyen los subsidios de vivienda, que concentraron alrededor del 11% de los gastos de capital, y los sistemas de transporte masivo, con una participación cercana al 6%. Estos conceptos han mantenido una presencia constante dentro de la composición de los gastos de capital en el periodo de estudio.

La inflexibilidad presupuestal estimada, siguiendo el índice de Moody's, alcanzó, en promedio, el 84,1% del total del gasto público entre 2000 y 2024. Al excluir los pagos de intereses y las amortizaciones de la deuda, esta proporción se reduce al 78,6%. Como se observa en el Gráfico R2.3, la mayor parte del gasto inflexible corresponde a las transferencias corrientes, que en promedio representaron el 43,7% del PGN en el periodo analizado. Es importante anotar que la aprobación de diferentes leyes que han establecido obligaciones de gasto permanentes ha reforzado esta rigidez presupuestal (Melo, Ramos y Gómez, 2020)⁷. Por su parte, las transferencias corrientes flexibles —aquellas susceptibles de ajuste— solo constituyen en promedio el 3,8% del PGN. Entre estas, las más importantes son las denominadas “transferencias previo concepto” en el sector Hacienda, las cuales no son de libre destinación, ya que su ejecución está supeditada a obtener un concepto favorable por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. De hecho, en el recorte del PGN de 2024, que ascendió a COP28 b, se ajustaron cerca de COP9 b

6 El total de cotizantes del sector de administración pública y defensa incluye a todos sus trabajadores. No obstante, los educadores públicos se encuentran agrupados dentro del sector educación, y no es posible distinguirlos de los educadores del sector privado en la información disponible.

7 Melo-Becerra, L. A.; Ramos-Forero, J. E.; Gómez, C. (2020). “El Presupuesto General de la Nación: una aproximación a las partidas de transferencias e inversión”, Borradores de Economía, núm. 1136, Banco de la República.

Gráfico R2.3
Composición promedio del gasto público según flexibilidad presupuestal en el PGN de Colombia (2000-2024)^{a/}



a/ Estos datos son preliminares.
 Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público; cálculos propios.

correspondientes a este rubro. Por su parte, en el aplazamiento presupuestal del PGN 2025, por un total de COP12 b, se incluyeron COP1,1 b también asociados con dicho concepto.

De esta forma, es claro que el gasto del Gobierno presenta una marcada rigidez bajo el marco constitucional y legal vigente. Ante esta situación, en el MFMP-25 se propone un “pacto fiscal” que posibilite tramitar en el Congreso reformas estructurales para reducir las inflexibilidades del gasto. El objetivo de estas reformas sería garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y restablecer la regla fiscal a partir de 2028, devolviendo al Estado mayor maniobrabilidad presupuestal para atender sus objetivos de desarrollo económico y social.

3. Inflación y decisiones de política monetaria

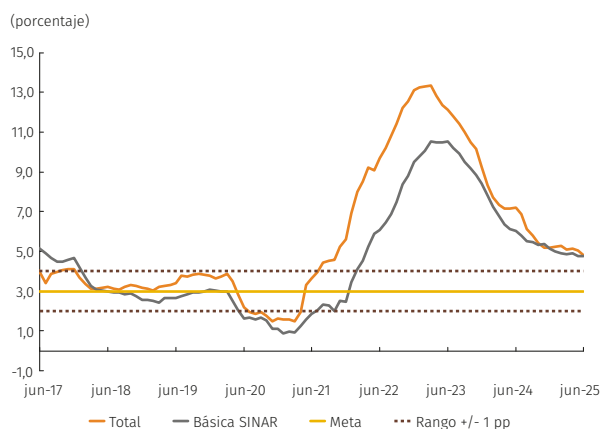
3.1 Evolución y perspectivas de inflación

La inflación anual al consumidor se redujo en la primera mitad del año, debido, en parte, a los efectos acumulados de la política monetaria, los cuales limitaron algunas presiones alcistas sobre los precios al consumidor. Sin embargo, el descenso fue menor que el observado en los dos años anteriores y que lo esperado tanto por el Banco como por el mercado.

En junio de este año, la inflación anual se situó en el 4,82%, por debajo de lo registrado a finales de 2024 (5,2%) (Gráfico 3.1). De esta manera, la inflación completa algo más de dos años en descenso, consecuencia, en parte, de los efectos acumulados de la política monetaria, que moderaron las presiones de demanda y las expectativas de inflación, permitiendo mantener una convergencia de la inflación a su meta del 3%. A esto se sumó un comportamiento relativamente favorable de la tasa de cambio a lo largo del primer semestre de 2025, lo que evitó mayores presiones inflacionarias. Pese a lo anterior, el ritmo de reducción de la inflación se moderó frente al que traía el año pasado y esto, en parte, se explicó por presiones alcistas que se observaron en los precios de los alimentos y de los regulados. De igual manera, la inflación se mantuvo en niveles superiores a la meta, en buena medida por la inercia que aún exhiben los precios de algunos bienes y servicios. Cabe señalar que el comportamiento de la inflación en el año corrido también se dio en medio de riesgos alcistas importantes tanto en los frentes externo como interno y vino acompañado de un aumento en las expectativas de inflación para finales de este año y del próximo, sugiriendo una convergencia más lenta de la inflación a la meta en los próximos dos años.

La inflación básica también se redujo en lo corrido de 2025, aunque siguió presentando tasas significativamente más altas a la meta, dados los importantes ajustes en la subcanasta de servicios. La inflación básica anual, medida como la variación anual del IPC sin alimentos ni regulados, se ubicó al cierre del primer semestre de 2025 en el 4,8% (Gráfico 3.1), cifra inferior a la del cierre de 2024 (5,2%) y a la registrada un año atrás (6,0%). Esta reducción habría sido resultado de varios de los factores mencionados, en donde se destaca la presencia de los excesos de capacidad productiva y su efecto desinflacionario en las canastas de bienes y servicios. Por el lado del IPC de bienes, los ajustes de precios se mantuvieron significativamente por debajo del 3,0% durante este periodo, en un contexto de pocas presiones cambiarias, y a pesar del dinamismo reciente del consumo privado. No obstante, las variaciones anuales de esta subcanasta han presentado aumentos en lo corrido de 2025, lo cual podría estar asociado con mayores presiones internas de costos de transporte (aumento en el precio del ACPM), y con aumentos de precios internacionales. Respecto al IPC de servicios, su variación anual se redujo desde valores cercanos al 7,0% a finales de 2024, al 6,0% en junio de 2025 (Cuadro 3.1). Este descenso estuvo liderado por

Gráfico 3.1
IPC e IPC sin alimentos ni regulados
Inflación anual total y básica
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 3.1
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
A junio de 2025

Descripción	Ponderaciones nuevo IPC	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25
Total	100	5,20	5,22	5,28	5,09	5,16	5,05	4,82
Sin alimentos	84,95	5,65	5,39	5,44	5,19	5,29	5,13	4,94
Bienes	18,78	0,62	0,56	0,67	0,93	1,11	1,45	1,58
Servicios	48,85	6,97	6,80	6,57	6,38	6,37	6,06	6,00
Arriendos	25,16	7,40	7,04	6,87	6,69	6,20	6,04	5,89
Comidas fuera del hogar	8,79	8,01	8,26	7,91	7,52	7,89	7,55	7,60
Resto	14,91	5,38	5,19	4,97	4,92	5,42	4,87	4,88
Regulados	17,32	7,31	6,64	7,21	6,30	6,58	6,31	5,49
Servicios públicos	6,69	5,21	4,38	5,34	4,76	5,40	4,84	2,90
Combustible	2,91	6,77	3,33	2,90	2,52	2,64	2,57	2,54
Transporte	5,21	8,40	9,63	11,82	9,51	9,52	9,44	9,41
Educación	2,38	12,63	12,63	9,73	9,74	9,70	9,68	9,67
Resto	0,13	10,03	6,78	5,14	5,14	5,14	5,14	5,14
Alimentos	15,05	3,31	4,49	4,56	4,67	4,61	4,71	4,31
Perecederos	3,15	5,07	7,82	6,52	4,59	2,68	2,49	1,00
Procesados	11,90	2,80	3,53	3,99	4,70	5,22	5,42	5,37
Indicadores de inflación básica								
Sin Alimentos		5,65	5,39	5,44	5,19	5,29	5,13	4,94
Núcleo 15 (p08)		5,45	5,49	5,42	5,30	5,34	5,25	5,12
Inflación sin alimentos ni regulados		5,15	5,02	4,90	4,84	4,90	4,77	4,77
Promedio indicadores inflación básica		5,42	5,30	5,25	5,11	5,18	5,05	4,94

Resto servicios: lavado y planchado de ropa; servicios relacionados con la copropiedad; servicios domésticos; salud; transporte otros (mantenimiento y reparaciones, transporte escolar, en avión, intermunicipal e internacional); información y comunicaciones; recreación y cultura; alojamiento, bares y discotecas; educación (educación superior, diplomados y cursos de educación no formal); otros servicios diversos (cuidado personal, seguros, cuidado de niños).

Resto regulados: cuotas moderadas EPS; certificados, documentos administrativos y pago de honorarios.

Fuente: DANE; cálculos realizados por el Banco de la República (BR) con clasificaciones provisionales.

el comportamiento de los precios de los arriendos, que retrocedieron del 7,4 % en diciembre de 2024 al 5,9 % en junio del presente año. No obstante, el ajuste anual del rubro de arriendos sigue siendo elevado, como reflejo de un importante componente de indexación a la inflación pasada y de posibles problemas de oferta derivados del mal desempeño del sector de vivienda. Otro factor relevante en los servicios fueron las comidas fuera del hogar, que también registraron una disminución entre diciembre de 2024 (8,0 %) y junio (7,6 %). A pesar de la desaceleración en los precios de los servicios, sus ajustes anuales siguen siendo elevados, en parte, por el alto componente indexado de esta subcanasta.

Los precios de los alimentos se aceleraron con incrementos superiores a los estimados, debido a diversos factores de oferta, incluidos mayores costos e incrementos en los precios internacionales, entre otros. Contrario a lo esperado por el equipo técnico del Banco de la República, la variación anual del IPC de alimentos aumentó del 3,3 % en diciembre de 2024 al 4,3 % en junio de este año. Este incremento se concentró en los alimentos procesados, que enfrentaron choques más fuertes que los previstos por cuenta de aumentos en precios internacionales en algunas materias primas agrícolas (principalmente café y aceites) y por un mayor efecto que el estimado del impuesto saludable sobre las bebidas azucaradas y los alimentos ultraprocesados. Además, por mayores presiones provenientes de los costos de transporte. En el caso de los alimentos perecederos, hubo un descenso

en la variación anual, pero mucho menor que el previsto y que puede ser atribuido, aparte de los factores mencionados, a cambios en el ciclo de producción agropecuaria. No obstante, cabe señalar que se ha observado una oferta abundante de alimentos perecederos que ha llevado a caídas recientes en los precios de muchos de estos productos.

En lo corrido de 2025 a junio, la variación anual de los regulados continuó presentando una tendencia a la baja, aunque más lenta de lo esperado, exhibiendo tasas aún muy altas por ajustes en algunos servicios públicos, incluidos el gas domiciliario y el transporte urbano. En el primer semestre del año, la variación anual del IPC de regulados presentó la mayor reducción entre los principales componentes de la canasta familiar, al pasar del 7,3% al 5,5%. Este comportamiento se explicó, principalmente, por la moderación en los ajustes de las tarifas de servicios públicos, cuyo crecimiento anual se redujo del 5,2% en marzo al 2,9% en junio de este año. La principal causa de esta tendencia bajista fue la disminución en los incrementos tarifarios del servicio de energía eléctrica, gracias a la sustitución de la generación térmica (más costosa) por hidráulica, como resultado de la normalización de las precipitaciones y la recuperación del nivel de los embalses. Este favorable comportamiento de las tarifas de energía eléctrica contrarrestó los fuertes incrementos en las del gas domiciliario (del 9,4% en diciembre de 2024 al 19,5% en junio) que estarían relacionados con mayores necesidades de importación del sector. También se registraron incrementos anuales en el rubro de transporte regulado. Por el contrario, en combustibles y educación regulada hubo descensos en sus ajustes anuales. Cabe señalar que la mayoría de los rubros de la subcanasta de regulados mantienen ajustes anuales muy por encima de la meta de inflación y esto obedece, en parte, a que están altamente indexados a la inflación pasada.

Para lo que resta del año, se espera que las medidas de inflación total y básica continúen disminuyendo, aunque lentamente y sin alcanzar la meta de inflación, en un contexto de presiones alcistas que aún subsisten en alimentos y regulados, así como a la persistencia de ajustes altos en varios ítems de la canasta de los servicios, principalmente. El descenso gradual de la inflación en lo que resta del año seguiría siendo posible por la presencia de excesos de capacidad productiva, lo que se refleja en una brecha de producto que se mantendría negativa, y un comportamiento relativamente favorable de la tasa de cambio. Esa tendencia a la baja de la inflación también se verá favorecida en la medida en que no se esperan aumentos en los precios internacionales de materias primas y bienes importados, y que factores como el descenso en el precio internacional del petróleo deberían mantener contenidos los aumentos en los costos de transporte tanto externos como internos. Esto permitiría una disminución en la inflación anual sin alimentos ni regulados en una magnitud algo superior a la que se observó en la primera mitad del año. Sin embargo, esta se mantendría en niveles relativamente altos frente a la meta, debido a los ajustes todavía altos en el IPC de servicios y a la aceleración de los precios de los bienes, influenciados por la indexación. En el caso de la inflación total, el descenso en lo que resta del año sería menos marcado por el papel que estarían desempeñando las presiones alcistas en los precios de los alimentos y de los regulados (principalmente en el gas). Aunque estos rubros están rodeados de una alta incertidumbre, se espera que la inflación total se sitúe alrededor del 4,7% a finales de este año y que hacia 2026 continúe su tendencia decreciente, convergiendo a valores cercanos a la meta a finales de dicho año.

La convergencia de la inflación a la meta continúa enfrentando riesgos importantes asociados con el comportamiento futuro de la tasa de cambio, los precios internacionales y los ajustes en las tarifas de energía y gas, principalmente. El incierto panorama comercial y financiero global, junto con los problemas derivados del desequilibrio fiscal interno podrían presionar al alza los precios internos, sobre todo en bienes, alimentos, combustibles y algunos servicios. Esto retrasaría aún más la convergencia de la inflación a la meta. Los riesgos geopolíticos pueden llevar a un aumento no previsto en los precios del petróleo, lo que incrementaría

los costos de transporte tanto externos como internos, así como en rubros como la energía eléctrica y el gas. En este último caso existe un riesgo importante de un faltante de oferta interna de gas que puede llevar a un aumento de las importaciones (más costosas) y que podrían repercutir en alzas importantes en las tarifas de este ítem.

3.2 Decisiones de política monetaria

Las acciones realizadas por el Banco de la República responden al mandato constitucional de “velar por mantener el poder adquisitivo del peso, en coordinación con la política económica general”. Para cumplir con lo anterior, desde hace más de dos décadas, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) implementó un esquema de inflación objetivo con régimen de tasa de cambio flexible, en el cual las acciones de política monetaria están encaminadas a que la inflación converja a la meta del 3%¹ y a alcanzar el nivel máximo sostenible del producto y el empleo. En este esquema, las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la actividad económica, así como en la evaluación de la inflación y sus expectativas frente a la meta. Por ejemplo, si este análisis indica que la inflación puede desviarse persistentemente del 3% debido a excesos o defectos de gasto frente a la capacidad productiva de la economía, la tasa de interés de política monetaria (TPM) se modifica al alza o a la baja para que la inflación retorne hacia la meta. Si las desviaciones obedecen a factores transitorios (v. g.: un fenómeno climático que afecte los precios de los alimentos por algunos meses o choques temporales de oferta) y las expectativas de inflación se mantienen ancladas en la meta, la TPM no se modifica. Por el contrario, si las desviaciones consideradas en principio transitorias se acentúan debido a una inflación más persistente, o en presencia de procesos de indexación no deseados, la TPM se modifica con el propósito de anclar las expectativas y contribuir a que la inflación retorne a la meta. Este proceso de transmisión de la política monetaria es más efectivo y menos costoso si existe credibilidad en la política monetaria.

En el primer semestre de 2025, la tasa de interés de política monetaria se redujo, aunque en una magnitud menor a la de 2024, lo cual fue compatible con la lenta convergencia de la inflación a la meta, y con la recuperación de la actividad económica hacia niveles sostenibles. En la primera mitad de 2025, los cambios en el contexto macroeconómico indicaron unas condiciones de financiamiento externas más restrictivas para el país, un nivel de producto más cercano a su valor sostenible de largo plazo y una convergencia más lenta de la inflación a la meta del 3%. En ese periodo, los conflictos geopolíticos y la política arancelaria de Estados Unidos originaron una elevada incertidumbre sobre la economía global, y la tasa de interés de la Fed resultó más alta frente a lo estimado por el mercado y por el equipo técnico a comienzos de año. Lo anterior, junto con el mayor deterioro fiscal observado para Colombia al cierre de 2024, y el cual se espera que se amplíe durante 2025, restringieron las condiciones de financiamiento externo del país. Por su parte, el crecimiento económico observado del primer trimestre y la estimación más reciente para el segundo reflejaron una dinámica de la demanda interna más fuerte y unos excesos de capacidad productiva menores frente a las proyecciones realizadas en enero por el equipo técnico del Banco. Lo anterior pudo obedecer parcialmente a los efectos expansivos sobre la demanda interna del incremento del déficit fiscal mencionado. En materia de precios, la inflación disminuyó, pero

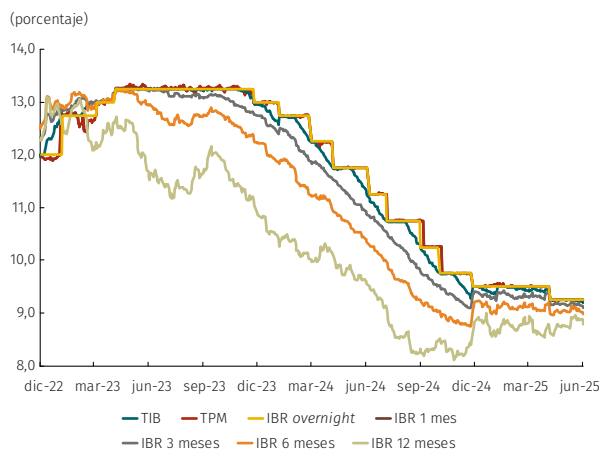
1 Entre 1991 y 2001 la JDBR estableció metas puntuales de inflación anual. En noviembre de 2001 la JDBR informó que la meta de largo plazo de la inflación era del 3% y explicó que mantener ese objetivo era equivalente a propender por una estabilidad de precios en el país. A partir de 2002 comenzó a anunciar un rango aceptable alrededor de la meta puntual para el año siguiente, siendo esta última el punto medio de dicho rango. A mediados de 2009 la inflación se situó alrededor del 3%, y a partir de 2010 la meta de inflación ha estado centrada en la meta de largo plazo (3%). Véase <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/junta-directiva/meta-inflacion-2025>

a un ritmo menor frente a lo observado en 2024 y a lo proyectado a finales del año anterior por el equipo técnico del Banco y por los analistas del mercado. Así mismo, el sendero de expectativas de inflación de los agentes económicos sugiere una convergencia más lenta de la inflación a la meta del 3%. Con lo anterior, tras haber reducido la tasa de interés en 50 pb en la mayor parte de las sesiones de 2024, desde diciembre de ese año la JDBR decidió disminuir el ritmo de descensos de la tasa de interés de política, con solo dos reducciones de 25 pb en sus reuniones de diciembre y abril, para situarla en el 9,25% a junio de 2025. Esta postura cautelosa de la política monetaria reconoce los riesgos sobre la convergencia de la inflación a la meta.

La elevada incertidumbre del entorno externo, los importantes retos fiscales que enfrenta el país y los riesgos que se ciñen sobre la convergencia de la inflación a la meta hacen mantener una política monetaria cautelosa. La reducción de la inflación y su proceso de convergencia hacia el 3% se ha logrado con una política monetaria que, a pesar de ser aún restrictiva, ha permitido la recuperación de la actividad económica con una tasa de desempleo históricamente baja. Hacia adelante, los cambios y la mayor incertidumbre en el contexto macroeconómico sugieren mantener cautela en las decisiones de política monetaria. Las condiciones financieras externas siguen restrictivas, en un entorno de elevadas tensiones geopolíticas mundiales y de una lenta normalización esperada de la política monetaria en Estados Unidos. A lo anterior se suma una inflación observada y sus expectativas que continúan por encima de la meta, con riesgos que, si se materializan, pueden ralentizar su convergencia hacia el 3%. Entre estos riesgos están el comportamiento futuro de la tasa de cambio en un entorno de elevada incertidumbre global y fiscal del país; aumentos no anticipados pero necesarios en algunos precios regulados, y una indexación de los precios en 2026 a una inflación que, frente a pronósticos pasados, se estima más alta para finales de 2025, entre otros. En este contexto, la magnitud y velocidad a la que puede relajarse la política monetaria dependerá de la información disponible y su evaluación en los próximos meses.

4. Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito

Gráfico 4.1
Tasa de interés de política monetaria, tasa interbancaria e IBR (plazos *overnight*, 1, 3, 6 y 12 meses)



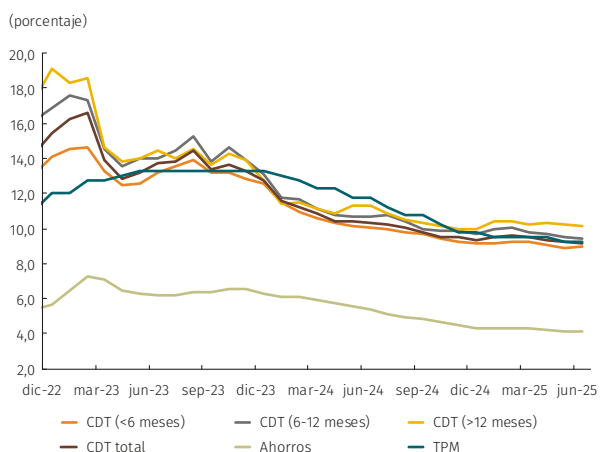
Fuente: Banco de la República, cálculos con información del formato 441 de la Superintendencia Financiera y del Banco de la República.

4.1 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito

Durante el primer semestre de 2025 las tasas de interés del mercado monetario reflejaron los movimientos de la tasa de interés de política monetaria (TPM). El indicador bancario de referencia (IBR) *overnight* y la tasa de interés interbancaria (TIB) a un día son indicadores del costo de fondeo de las entidades financieras a ese plazo. Estas tasas permanecieron alineadas frente a la TPM, ubicándose, en promedio, 0,8 pb y 0,5 pb por encima, respectivamente. Las tasas IBR a plazos más largos (uno, tres, seis y doce meses) son indicadores de las expectativas de la TPM al plazo correspondiente. Desde el primer semestre de 2023 estas tasas anticipaban el ciclo de recortes en la TPM que efectivamente inició a finales de ese año, y hasta diciembre de 2024 se ubicaron varios puntos porcentuales por debajo de la TPM, señalando expectativas de futuras disminuciones significativas en la tasa del Banrep. Sin embargo, tras la reunión de diciembre de 2024, cuando el recorte de la TPM fue menor al anticipado por el mercado, las tasas IBR a plazos distintos al *overnight* se incrementaron. Desde entonces su brecha frente a la TPM fue menor que la observada en 2023 y 2024, en especial desde abril. Esto sugiere que, en lo corrido de 2025, las expectativas de futuros recortes en la tasa de política monetaria han sido más moderadas que en los dos años anteriores¹ (Gráfico 4.1).

Las tasas de interés de captación a través de certificados de depósito a término permanecieron relativamente estables, mientras que las de los depósitos de ahorro continuaron descendiendo. Durante el primer semestre de 2025 la tasa agregada de CDT bajó 16 pb (frente al nivel promedio de diciembre). Esta disminución fue menos pronunciada que la observada en 2023 y 2024, y es resultado de reducciones en las tasas de corto plazo y aumentos en la de captaciones a más de un año². La tasa de interés de los depósitos de ahorro (ordinarios activos), que usualmente es más estable que la de CDT, en esta ocasión descendió un poco más (24 pb), explicado por el comportamiento de las tasas de las cuentas de todos los segmentos de clientes³ (Gráfico 4.2).

Gráfico 4.2
Tasas de interés de los CDT y de los depósitos de ahorro

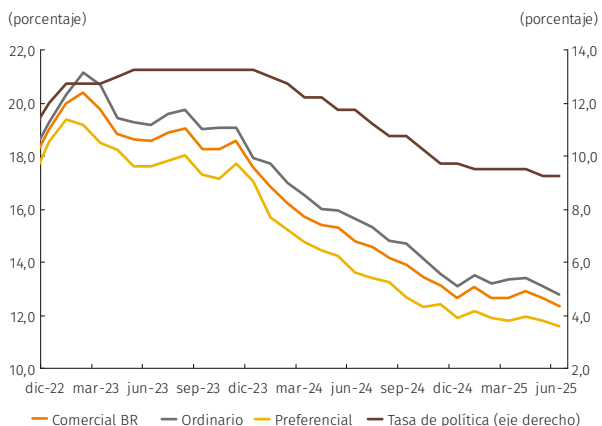


Nota: la tasa de política (TPM) corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; las demás tasas corresponden al promedio del mes (ponderado por monto).
Fuente: Banco de la República, cálculo con información del formato 441 de la Superintendencia Financiera de Colombia

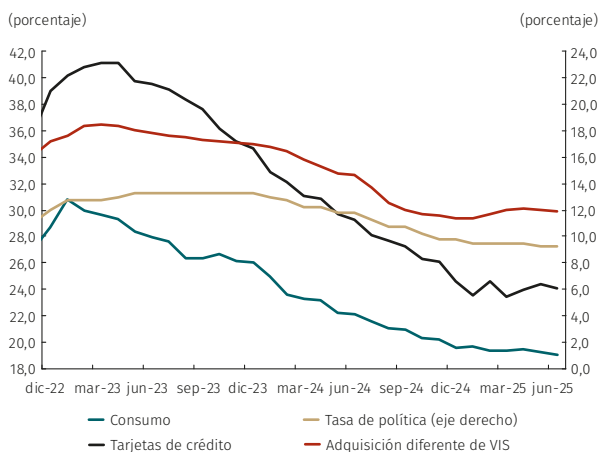
- 1 La brecha entre el IBR a un mes y la TPM pasó de 17,3 pb en promedio en 2024 a 4,9 pb entre enero y abril, y a 0,6 pb entre mayo y junio; la de tres meses pasó de 52 pb a 17 pb, y a 8,4 pb en los mismos periodos; la de seis meses de 106,2 pb a 38,5 pb, y a 21,4 pb; y la de doce meses de 203,4 pb a 75,4 pb, y a 46,9 pb.
- 2 Frente al nivel promedio de diciembre de 2024, a junio de 2025 las tasas de CDT menores a seis meses y la de entre 6 y 12 meses se redujeron 26 pb, mientras la de mayores a un año aumentó 20 pb. La participación de los CDT mayores a un año paso de 11,6% en promedio durante 2024 a 13,3% en promedio durante el primer semestre de 2025.
- 3 En lo corrido de 2025 a junio, la tasa promedio mensual de las cuentas de depósitos activos de personas jurídicas bajó 29 pb, la de entidades oficiales 53 pb y la de personas naturales 7 pb. La participación de las entidades que ofrecen tasas superiores al 5% se ha mantenido relativamente estable alrededor del 8% en el año.

Gráfico 4.3
Tasas de interés de los créditos

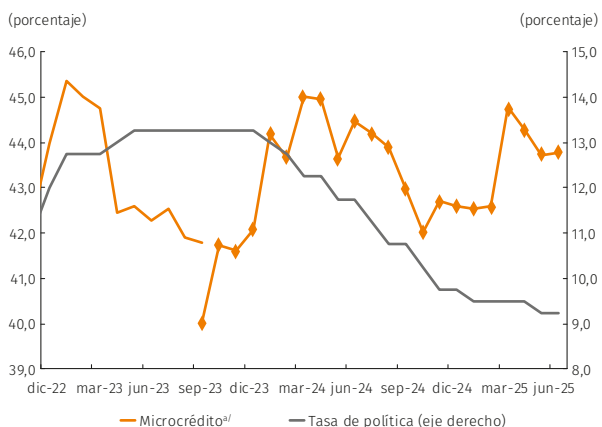
A. Crédito comercial



B. Consumo, tarjeta de crédito y vivienda



C. Microcrédito



a/ Mediante Decreto 455 de marzo de 2023 se crearon 5 submodalidades de créditos productivos: productivos populares rural y urbano (hasta 6 smmlv), productivos rural y urbano (entre 6 y 25 smmlv) y productos de mayor monto (superior a 25 smmlv). Para cada una de las submodalidades la Superintendencia Financiera de Colombia calcula y publica mensualmente una tasa de usura con información de las cuatro semanas anteriores a la certificación. Debido a esto el nivel de la serie agregada de microcrédito no coincide con el nivel de tasa agregada de los nuevos créditos productivos.

Nota: La tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; las demás tasas corresponden al promedio del mes (ponderado por monto).

Fuente: Banco de la República, cálculos con información del formato 414 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

En el caso de la tasa de los depósitos de ahorro de personas naturales, se revirtió parte del incremento observado en el segundo semestre del año anterior, debido a que la participación de las entidades que ofrecen tasas más altas se ha estabilizado, al tiempo que varias de ellas han reducido la remuneración que pagan a sus clientes sobre este producto⁴. Esto, en un contexto en que los agentes esperan menores reducciones en la inflación y un menor ritmo en los recortes en la TPM, en comparación con los dos años anteriores.

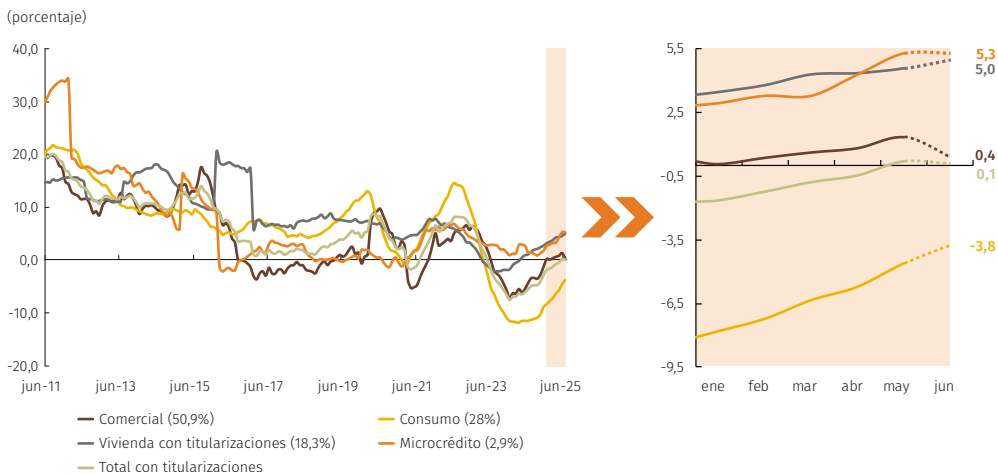
Las tasas de interés de los créditos disminuyeron, aunque más lentamente que lo observado en 2024, con excepción de la tasa de interés de los créditos de vivienda, la cual se incrementó. Las tasas de interés de créditos comerciales, de consumo y de tarjeta de crédito (a personas naturales) se redujeron 35 pb, 51 pb y 48 pb, respectivamente, en lo corrido de 2025⁵. Al igual que lo observado para las tasas de interés de captación a través de CDT y las de los depósitos de ahorro, estas disminuciones fueron menos pronunciadas que las observadas en los años inmediatamente anteriores. Por el contrario, las tasas de adquisición de vivienda aumentaron (12 pb para vivienda VIS y 54 pb para las diferentes de VIS), lo que se explica, en parte, por las demoras en la implementación de los cambios en el programa Mi Casa Ya, que para 2025 abrió cupos desde finales de abril. Para microcrédito, cuya tasa frecuentemente tiene un comportamiento distinto del de los demás tipos de préstamos, las tasas también se incrementaron, tanto si se incluyen como si se excluyen los créditos otorgados a través de redescuento⁶ (Gráfico 4.3).

4 En el segundo semestre de 2024 algunas entidades ofrecieron tasas para los depósitos de ahorro de personas naturales sustancialmente más altas que las de los bancos tradicionales, y ganaron participación. La participación en el saldo de los depósitos de ahorros activos de las entidades que ofrecen tasa superior al 5,0% pasó del 4,5% en promedio en el segundo semestre de 2024 a un promedio del 7,9% en el primer semestre de 2025.

5 La tasa de créditos comerciales ordinarios bajó 34 pb y los preferenciales, 32 pb. La participación de los créditos preferenciales aumentó (pasó del 35,9% en diciembre de 2024 al 37,6% en junio de 2025). Para consumo, la tasa de libranzas aumentó 14 pb, mientras que la de distintos de libranza bajó 35 pb, con un aumento en la participación de los desembolsos de libranzas (del 35,5% en diciembre de 2024 al 37,7% en junio de 2025).

6 Para los microcréditos (créditos productivos), al incluir la totalidad de los desembolsos (con y sin redescuento), en lo corrido del año (frente al nivel promedio de diciembre de 2024) la tasa de interés se incrementó 205 pb, y sin considerar los créditos de redescuento, 119 pb. Los créditos de redescuento redujeron su participación en los desembolsos de microcréditos (créditos productivos) del 29% en diciembre de 2024 al 23% en junio de 2025.

Gráfico 4.5
Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito



Nota 1: las líneas punteadas se construyen empleando datos semanales a junio de 2025 reportados en el formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia, que cuenta con información semanal de las principales cuentas de balance de los establecimientos de crédito. Por lo anterior, el dato que se presenta puede variar levemente con respecto al reportado en los balances de los establecimientos de crédito.

Nota 2: el saldo de la cartera de vivienda incluye al Fondo Nacional del Ahorro, que representa el 10,5%.

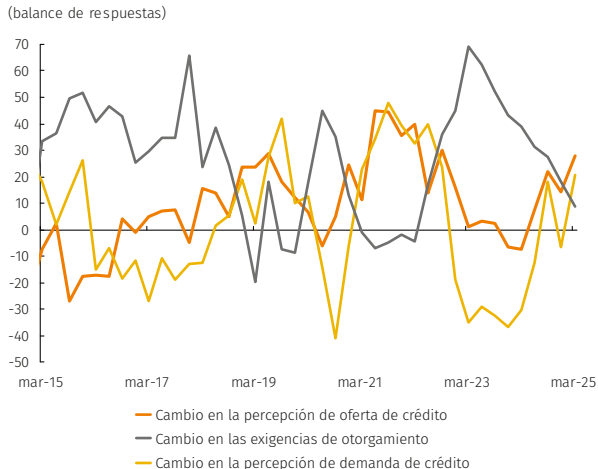
Nota 3: los crecimientos reales se calcularon utilizando el índice de precios al consumidor sin alimentos.

Nota 4: en paréntesis se presenta la participación de las modalidades de crédito en la cartera total.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.6
Percepción de los establecimientos de crédito

A. Establecimientos de crédito



Nota: el balance de respuestas se define como la suma de la percepción alta menos la percepción baja (alta - baja).

Fuente: Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia, marzo de 2025 y Encuesta trimestral de expectativas económicas, abril de 2025; cálculos del Banco de la República.

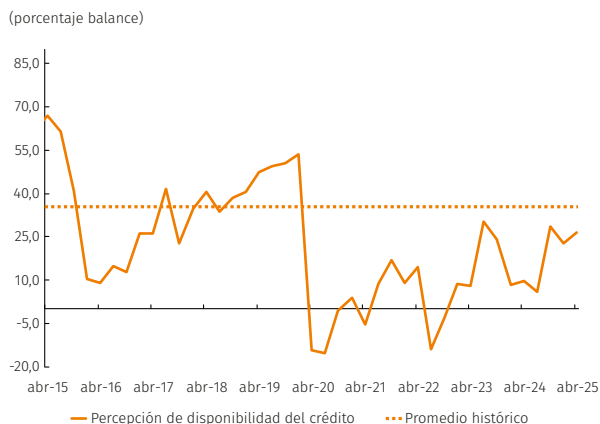
registrando decrecimientos anuales en términos reales, aunque su ritmo de contracción es menor al observado en 2024 e inicios de 2025.

El comportamiento reciente de los desembolsos, junto con indicadores del mercado de crédito, permiten anticipar un crecimiento positivo de la cartera bruta a partir de mediados de 2025. Los desembolsos (promedio semanal) de todas las modalidades de cartera han mostrado incrementos desde mitad de 2024 y, en promedio, en lo corrido de 2025 sus niveles han sido superiores a los del año anterior, destacándose los casos de vivienda, consumo, microcrédito y tarjeta de crédito⁹. En este contexto, los resultados más recientes del *Reporte de la Situación de Crédito en Colombia*¹⁰ del Banco de la República muestran señales positivas: para marzo de 2025, las entidades reportaron una mejora en la percepción tanto de la oferta como de la demanda de crédito, junto con menores incrementos en las restricciones para otorgar nuevos préstamos (Gráfico 4.6, panel A). Adicionalmente, la percepción sobre la disponibilidad de crédito para el sector productivo se mantuvo en terreno positivo (Gráfico 4.6, panel B). De mantenerse estas tendencias, se esperaría que el mercado crediticio continuara su proceso de recuperación y que la cartera registrara tasas de crecimiento positivas en términos reales en los próximos meses.

9 En particular, en lo corrido de 2025 los desembolsos de vivienda fueron superiores a su promedio de 2024 en el 29,9% en términos reales, los de consumo el 21,6%, los de microcrédito el 13,7% y lo de tarjeta de crédito (personas naturales) el 7,2%. Para comercial el incremento fue más moderado, del 2,5%.

10 Para mayor detalle del reporte, véase: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-situacion-credito-colombia>

B. Empresas del sector productivo

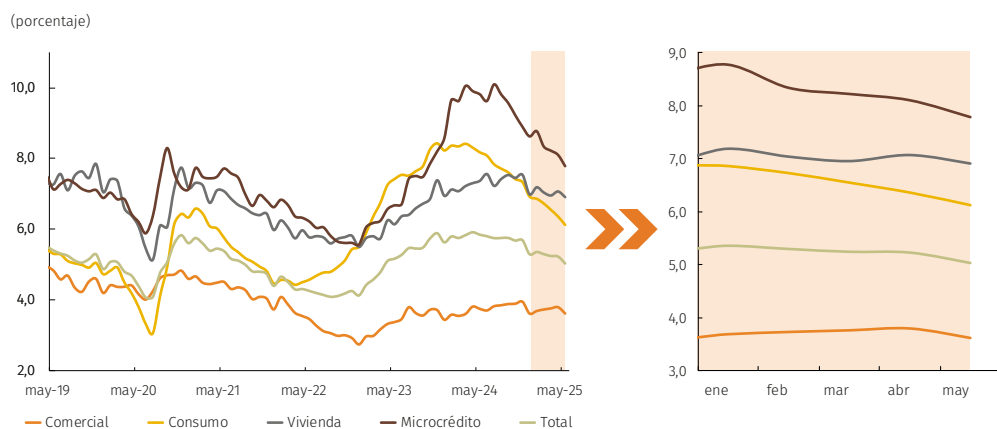


Nota 1: las empresas del sector productivo comprenden aquellas en los sectores de industria manufacturera y minería, grandes cadenas de almacenes, y transporte y comunicaciones.
 Nota 2: el balance de respuestas se define como la suma de la percepción alta menos la percepción baja.
 Fuente: Encuesta trimestral de expectativas económicas, abril de 2025; cálculos del Banco de la República.

La morosidad de la cartera, medida a través del indicador de calidad por mora (ICM) de la cartera total, continuó reduciéndose en lo corrido de 2025; no obstante, el indicador se mantiene en niveles elevados frente al promedio de los últimos años. Entre enero y mayo de 2025, el ICM total disminuyó 33 puntos básicos (pb), lo que sugiere que el deterioro de la cartera total continuó con la tendencia de reducción gradual iniciada en el tercer trimestre de 2024 (Gráfico 4.7). Por modalidad, los indicadores de la cartera de microcrédito, vivienda y consumo se redujeron 99 pb, 28 pb y 74 pb, en su orden. Para la cartera de consumo, el deterioro continúa en niveles elevados respecto a su historia. El ICM de la modalidad comercial se mantuvo estable debido a que, a diferencia de las demás modalidades, su cartera vencida creció a un mayor ritmo que su cartera bruta. Hacia adelante, en un entorno de menores tasas de colocación, la morosidad de las carteras de hogares (vivienda y consumo) y de empresas (comercial y microcrédito) podría continuar disminuyendo. No obstante, persisten riesgos asociados con la evolución de la economía local en un contexto de alta incertidumbre¹¹, lo que podría limitar una mejora sostenida en los ICM.

En cuanto al fondeo de los EC, se ha incrementado el ritmo de crecimiento tanto de los depósitos a la vista como de los CDT. Los saldos de los depósitos a la vista¹² así como los de plazo (que incluyen los CDT y los bonos emitidos por los EC) han tenido un mayor crecimiento en lo corrido de 2025 en comparación con el año anterior, registrando una variación anual promedio del 2,6% y 0,9% en términos reales, respectivamente, frente al -1,5% y 0,3%

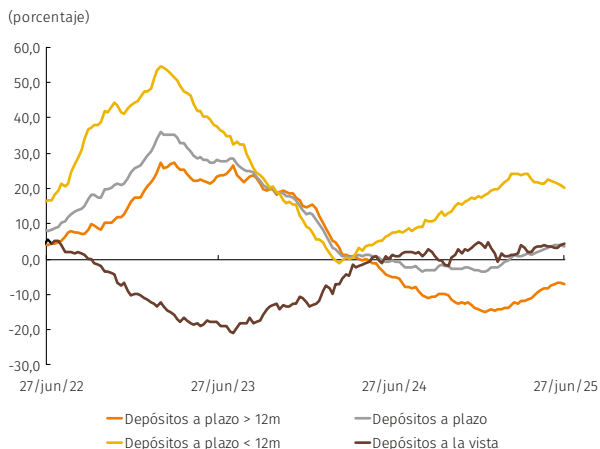
Gráfico 4.7
 Indicador de calidad por mora e indicador de calidad por mora + castigos de los establecimientos de crédito



Nota 1: el indicador de calidad por mora se calcula como la razón entre la cartera vencida y la cartera bruta total (la cartera vencida incluye el saldo de los créditos que se han dejado de pagar por un periodo mayor a treinta días).
 Nota 2: el indicador de calidad por mora de vivienda difiere con el que usualmente reporta la SFC debido a que esta entidad utiliza como cartera vencida de vivienda las cuotas vencidas para los plazos de mora de uno a cuatro meses, mientras que en este reporte se incluye, además, el total del capital del crédito. Adicionalmente, se incluye al Fondo Nacional del Ahorro.
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

11 Para mayor detalle, véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2025.
 12 Es decir, aquellos que están disponibles inmediatamente y pueden ser utilizados para hacer pagos, como las cuentas de ahorro y las cuentas corrientes.

Gráfico 4.8
Crecimiento real anual de los depósitos a la vista y a plazo

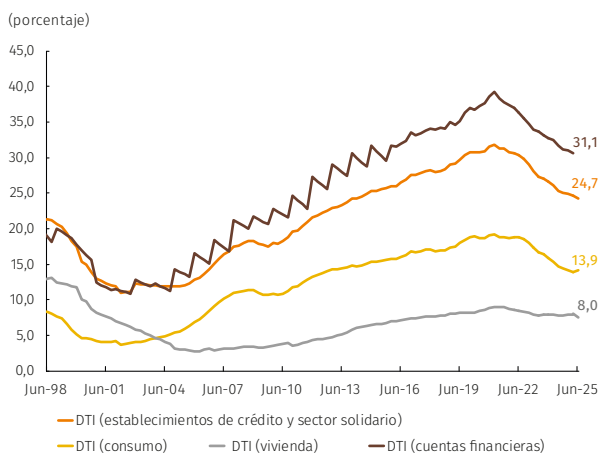


* No incluye los CDT en poder del Banco de la República
Fuentes: Banco de la República, cálculos con información del Formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

en promedio observado durante 2024 (Gráfico 4.8). Los depósitos a la vista han presentado un incremento en su dinamismo desde mediados del año pasado, resultado del comportamiento de los ahorros y tras casi dos años de caídas en términos reales. Con respecto a los CDT y bonos emitidos por los EC, los de largo plazo registran caídas anuales (aunque cada vez menores), mientras que los de plazo menor a un año presentan crecimientos anuales altos (superiores al 20% en términos reales). El incremento en la demanda por depósitos a la vista y por CDT (con alguna preferencia por los plazos cortos), se da en un entorno de mejor desempeño de la actividad económica, disminución en las tasas de interés y menor inflación.

Se prevé que el mercado de CDT mantenga su tendencia creciente en los próximos meses, en línea con la necesidad de mayor fondeo estable en un contexto de expectativas de mayor dinamismo de la cartera. Se anticipa un crecimiento en el fondeo de los EC, es decir, en los recursos destinados a respaldar sus operaciones activas, en línea con la dinámica favorable prevista para la cartera. Ante estas mayores necesidades de fondeo, los EC deberán mantener una gestión rigurosa de su estructura del pasivo, priorizando fuentes estables¹³ que cumplan con la normativa vigente y con los principios del coeficiente de fondeo estable neto (CFEN). En consecuencia, se espera que el mercado de CDT mantenga una tendencia al alza en los próximos meses, considerando que estos instrumentos representan una fuente de fondeo generalmente estable, dadas sus características contractuales de vencimiento.

Gráfico 4.9
Deuda a ingreso disponible (DTI) de los hogares



Nota: los gráficos presentan el indicador de deuda a ingreso (DTI, por su sigla en inglés). Para ello se utiliza el ingreso disponible ajustado bruto de los hogares proveniente de las cuentas nacionales por sector institucional. En el gráfico se presentan cuatro medidas de endeudamiento:
-Línea roja: deuda de los hogares con los establecimientos de crédito supervisados por la Superintendencia Financiera de Colombia, las cooperativas de ahorro y crédito, los fondos de empleados y la Titularizadora Colombiana.
-Línea naranja: deuda de los hogares proveniente de los saldos de las cuentas financieras publicadas por el Banco de la República. Adicional a lo incluido en la línea roja, se incluyen los microcréditos y los créditos comerciales a cargo de personas naturales, además de obligaciones con otras instituciones financieras.
-Línea amarilla: créditos de consumo con establecimientos de crédito.
-Línea gris: créditos de vivienda con establecimientos de crédito.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE. Cálculos Banco de la República

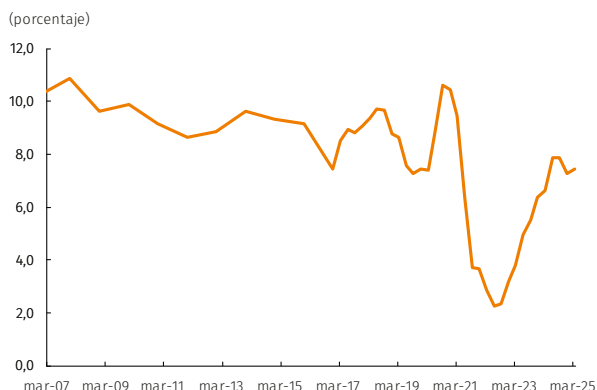
A marzo de 2025 la razón de deuda a ingreso de los hogares continuó reduciéndose y se espera que esta dinámica persista durante el primer semestre del año. El endeudamiento de los hogares como porcentaje de su ingreso disponible¹⁴ (DTI, por su sigla en inglés) completó más de dos años con tendencia decreciente, después de haber registrado niveles históricamente altos (Gráfico 4.9). Este comportamiento está en línea con la dinámica de la cartera destinada a los hogares (consumo y vivienda), la cual continúa contrayéndose en términos reales (-2,0%, alcanzando COP 358,4 b¹⁵ a abril de 2025). Se espera que el DTI continúe reduciéndose durante el primer semestre de 2025, pero en menor magnitud debido a la recuperación de la cartera (Gráfico 4.9, líneas punteadas).

Durante el primer trimestre de 2025 el ahorro bruto de los hogares como porcentaje del ingreso disponible se recuperó

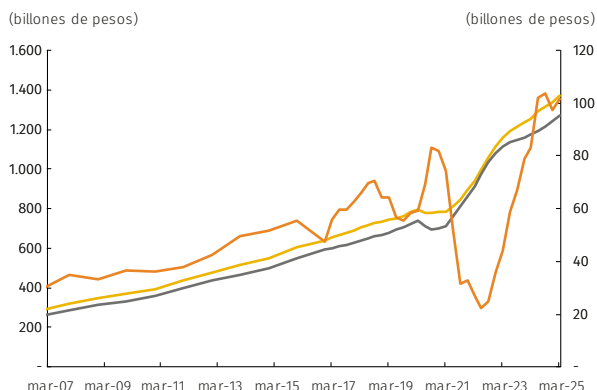
- 13 De acuerdo con la regulación del CFEN, la estabilidad de una fuente de fondeo depende del plazo al vencimiento contractual del pasivo y de la propensión al retiro por parte de los proveedores de financiación. De esta forma, un pasivo con un plazo de vencimiento más alto (más bajo) y una menor (mayor) propensión de retiro, es considerado más (menos) estable.
- 14 Para esta medida se utiliza como denominador el ingreso disponible ajustado bruto, que hace referencia al ingreso primario bruto incluyendo transferencias sociales corrientes y descontando impuestos, contribuciones sociales y otras transferencias corrientes. Para estos efectos, el ingreso primario bruto corresponde a la remuneración de los hogares por salarios, renta de la propiedad neta, excedentes brutos de capital e ingreso mixto. El valor anual corresponde a la suma de los cuatro trimestres.
- 15 Además de los créditos de vivienda y consumo otorgados por los EC, incluye las obligaciones de los hogares con las cooperativas de ahorro y crédito, el Fondo Nacional del Ahorro y los fondos de empleados.

Gráfico 4.10
Ahorro de los hogares

A. Ahorro como porcentaje del ingreso disponible

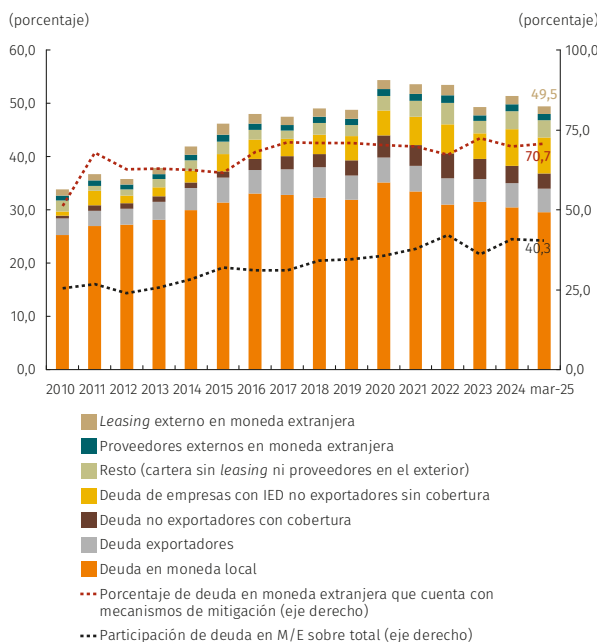


B. Componentes del ahorro



Fuentes: DANE y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.11
Crecimiento real anual de los depósitos a la vista y a plazo



Nota: la deuda en moneda extranjera de proveedores y leasing con entidades del exterior no se tiene disponible por NIT y, por tanto, no se puede identificar si esta deuda pertenece a empresas con cobertura.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

marginalmente respecto a las reducciones observadas al cierre de 2024. Aunque este ahorro¹⁶ continúa por debajo de su promedio prepandemia, se ha recuperado respecto a los mínimos históricos observados en junio de 2022 (Gráfico 4.10, panel A). Este comportamiento se da en un contexto de recuperación del ingreso de los hogares, el cual ha crecido más que el gasto durante los últimos dos años. A marzo de 2025, el ingreso mostró un mayor crecimiento anual en comparación con 2024 (Gráfico 4.10, panel B). De esta forma, factores que afecten negativamente al ingreso podrían repercutir negativamente en la recuperación del ahorro y, a su vez, en la salud financiera de los hogares, ya que contarían con una menor reserva de liquidez para atender sus obligaciones. Dentro de estos factores se resalta la importancia de las remesas, que a marzo de 2025 representaban el 3,7% del ingreso disponible bruto de los hogares y han ganado representatividad durante los últimos cinco años. Asimismo, la salud financiera de los hogares se verá afectada por la fortaleza del mercado laboral y la continuidad de sus resultados positivos.

El endeudamiento del sector corporativo como proporción del PIB disminuyó durante el primer trimestre de 2025, en un contexto de apreciación del peso colombiano y recuperación de la actividad económica. A marzo de 2025 la deuda del sector corporativo privado representó el 49,5% del PIB anual, valor inferior al observado al cierre de 2024 (51,5%) y levemente superior al de finales de 2023 (Gráfico 4.11). Esta disminución se explica, principalmente, por la reducción de la deuda contratada con instituciones financieras del exterior y con la casa matriz de las empresas, en un contexto de apreciación de la moneda local. La deuda en moneda extranjera representa el 40,3% del total de la deuda del sector corporativo privado y la mayoría (70,7%) se encuentra cubierta con algún mecanismo de mitigación del riesgo cambiario (firmas exportadoras, firmas con operaciones de cobertura financiera, o empresas con IED).

Los EC podrían enfrentar un deterioro en la calidad de la cartera debido a la exposición de las firmas exportadoras a los impactos de las políticas arancelarias impuestas por Estados Unidos y el aumento de la incertidumbre sobre la demanda externa. Sin embargo, en conjunto, los EC serían resilientes al contar con capital suficiente para afrontar un choque de este tipo. En el marco de la International Emergency Economic Powers Act (Ieepa), el gobierno de Estados Unidos anunció la imposición de aranceles a las exportaciones provenientes de un amplio grupo de jurisdicciones, incluyendo Colombia, que quedó con un arancel del 10%, similar a la mayoría de los países en América Latina. Para explorar los potenciales efectos adversos de esta medida sobre la economía colombiana y en general del contexto de incertidumbre de la demanda externa, en el Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2025 se elaboró un ejercicio de simulación estático con supuestos restrictivos que buscaba cuantificar el impacto potencial sobre la salud financiera de los EC que tendría el incumplimiento crediticio de las firmas exportadoras ante la reducción de sus ingresos. De acuerdo con los resultados, un grupo

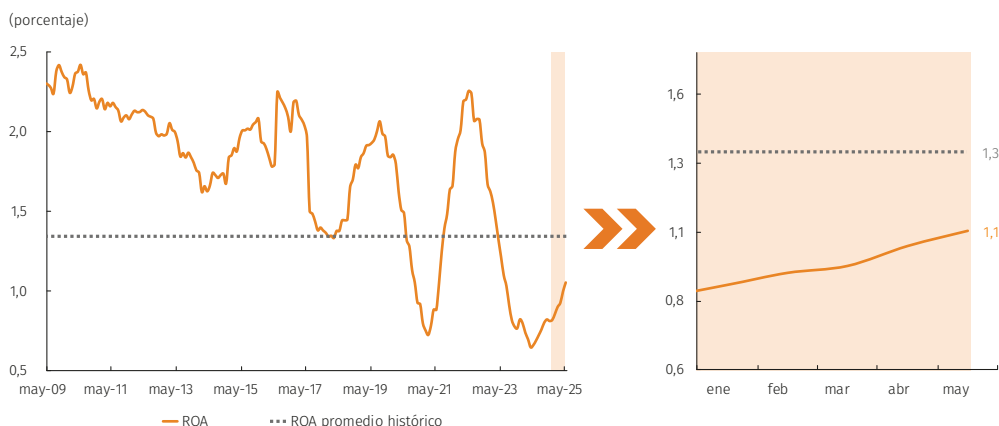
16 Este indicador de ingreso disponible ajustado bruto ampliado, reportado en las cuentas nacionales trimestrales discriminadas por sector institucional, incluye un ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en los fondos de pensiones.

de firmas exportadoras que representan el 1,9% de la cartera comercial podría presentar dificultades para cumplir con sus obligaciones financieras con EC locales, siendo los sectores más afectados los de manufactura, comercio y agropecuario. Sin embargo, de acuerdo con el ejercicio de sensibilidad presentado en el *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2025, teniendo en cuenta los efectos sobre la solvencia del impacto crediticio de las firmas exportadoras identificadas, los EC tendrían en agregado la capacidad patrimonial para hacer frente a un escenario de elevada incertidumbre por cuenta de tensiones comerciales.

En lo corrido de 2025 la rentabilidad de los EC continuó recuperándose, consolidando la tendencia que traía en 2024. A mayo de 2025 la rentabilidad del activo (ROA) de los EC se ubicó en el 1,1%, tras aumentar 24 pb desde diciembre de 2024 (Gráfico 4.12, panel A). Esta leve recuperación fue impulsada por un menor gasto en provisiones y mayores ingresos por valoración de inversiones (Gráfico 4.12, panel B). El comportamiento de las provisiones se relaciona principalmente con la recuperación gradual de la calidad de la cartera. No obstante, el ROA se ubica 29 pb por debajo del promedio histórico, debido, principalmente, a que la cartera de créditos aún crece a niveles bajos y persiste cierto deterioro, lo que impacta negativamente los ingresos por intereses. En la medida en que los indicadores de riesgo de crédito conserven su tendencia de mejora y el crecimiento de la cartera mejore, se espera que en 2025 continúe la recuperación en la rentabilidad de los EC, debido a mayores ingresos por intereses.

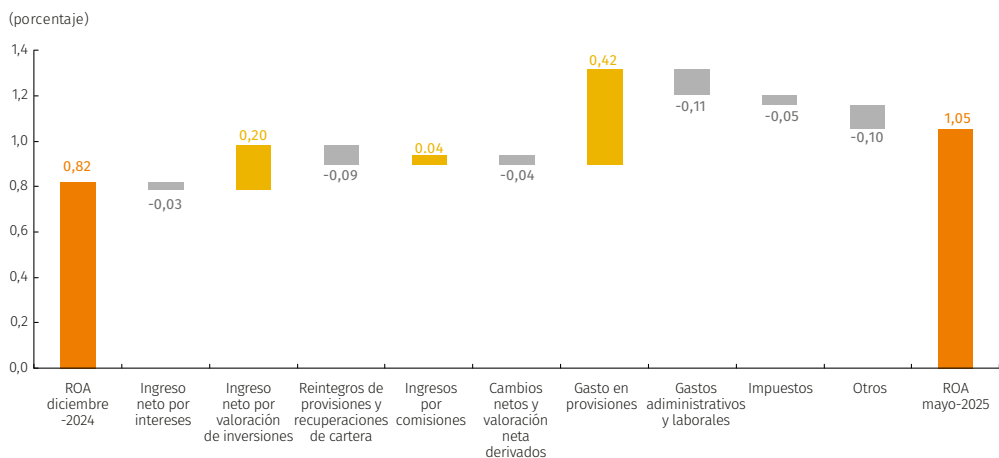
Gráfico 4.12
Rentabilidad del activo agregado de los EC

A. Evolución histórica



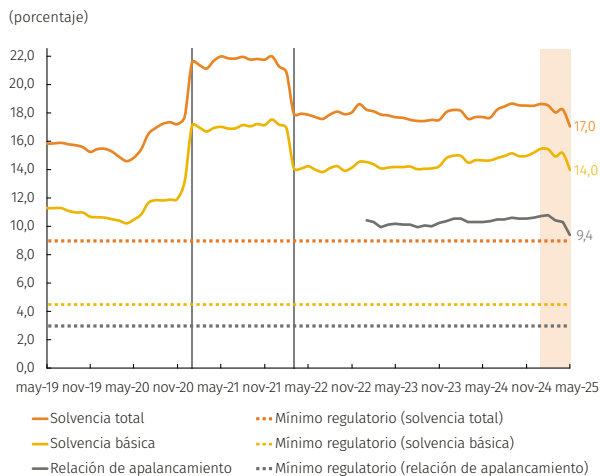
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

B. Descomposición de la variación del ROA



Nota 1: las tonalidades grises (amarillas) indican un aporte negativo (positivo) al ROA.
 Nota 2: el rubro "Otros" incluye ingresos netos por operaciones en el mercado monetario y por participaciones de capital.
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.13
Indicadores de solvencia a nivel agregado



Nota 1: la solvencia total se define como la razón entre el patrimonio técnico calculado y el valor de los activos ponderados por nivel de riesgo crediticio, de mercado y operacional. La solvencia básica como la razón entre el patrimonio básico ordinario neto de deducciones y el valor de los activos ponderados por nivel de los riesgos crediticio, de mercado y operacional.

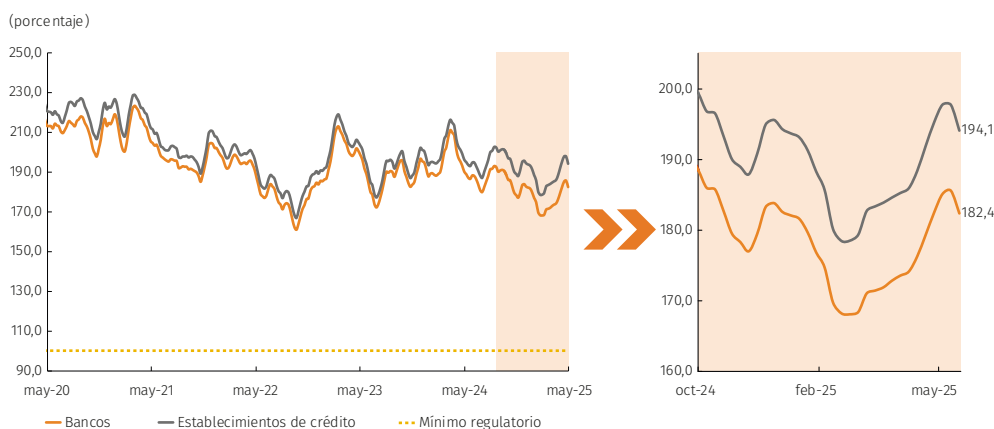
Nota 2: a partir de 2024 los límites que incluyen el colchón de conservación son 10,5%, 7,5% y 6,0% para la solvencia total, básica adicional y básica, en su orden. Para las entidades sistémicamente importantes se requieren 75 pb adicionales. En la práctica, el incumplimiento de los colchones de capital no constituye una situación de insolvencia.

Nota 3: desde enero de 2021 los EC deben cumplir con el requerimiento regulatorio de la relación de apalancamiento, que se define como la suma del valor del patrimonio básico ordinario neto de deducciones y el patrimonio básico adicional, dividida por el valor de apalancamiento.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Los EC mantienen niveles de capital y liquidez adecuados y superiores a los mínimos regulatorios, incluso cuando estos se evalúan en un escenario estresado. Las relaciones de solvencia de los EC se ubicaron ampliamente por encima de los mínimos regulatorios (Gráfico 4.13). Sin embargo, entre diciembre de 2024 y mayo de 2025, el indicador de solvencia total y el de solvencia básica disminuyeron 1,5 pp y 1,2 pp, en su orden, debido a un menor crecimiento del capital destinado a cubrir potenciales pérdidas¹⁷. En términos de liquidez, los EC mantuvieron una posición sólida en lo corrido de 2025, lo que se reflejó en los niveles holgados de los indicadores de riesgo de liquidez de corto plazo (IRL; Gráfico 4.14) y de liquidez estructural (CFEN; Gráfico 4.15). Ante el crecimiento esperado de la cartera y la entrada en vigor de los cambios regulatorios sobre el CFEN en septiembre de 2025¹⁸, los EC deberán continuar gestionando su fondeo, migrando hacia fuentes más estables. Como se evalúa semestralmente en el *Reporte de Estabilidad Financiera* del Banco de la República, en escenarios hipotéticos de estrés, caracterizados por entornos macroeconómicos adversos y de baja probabilidad de ocurrencia, los EC contarían con suficiente capacidad patrimonial para absorber las pérdidas potenciales.

Gráfico 4.14
Indicador de riesgo de liquidez promedio simple a treinta días de los establecimientos de crédito

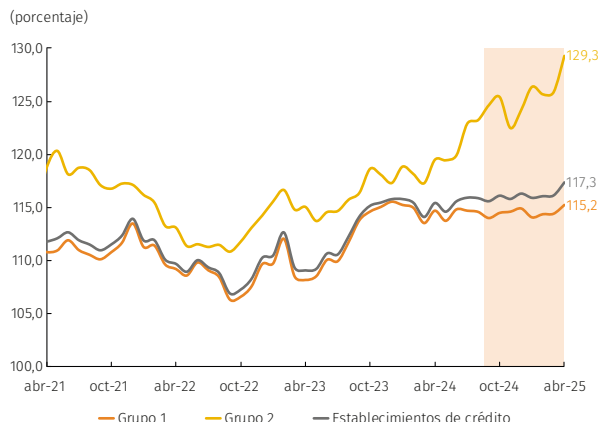


Nota: el IRL presentado en el informe se calcula como la razón entre el promedio de las últimas cuatro semanas del mes de los activos líquidos ajustados por liquidez de mercado y riesgo cambiario (ALM) con respecto al promedio de las últimas cuatro semanas del mes de los requerimientos de liquidez (RNL).

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

- 17 En mayo de 2025 se registró un decrecimiento significativo en el capital disponible de los EC para cubrir pérdidas, debido a la transformación de Bancolombia en el Grupo Cibest. Esta operación implicó la transferencia de parte del patrimonio de Bancolombia, proveniente de las cuentas de reservas y superávit o déficit, al Grupo Cibest.
- 18 La SFC estableció que los EC y las instituciones oficiales especiales (IOE) para las que aplica la regulación deben diferenciar, desde septiembre de 2025, los depósitos a la vista de clientes mayoristas del sector real, Ficaspp y entidades financieras vigiladas por la SFC, entre depósitos operativos y no operativos, de acuerdo con una metodología interna de clasificación.

Gráfico 4.15
Coeficiente de fondeo estable neto (CFEN)
de los establecimientos de crédito



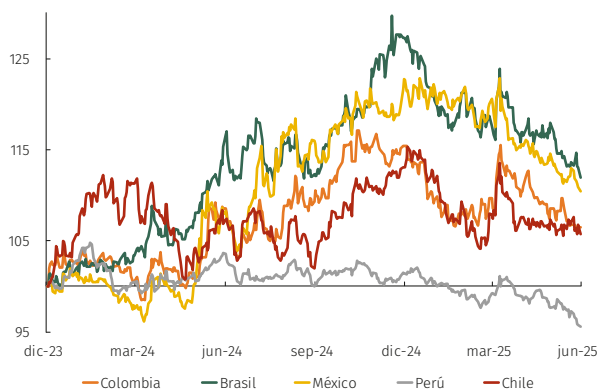
Nota 1: la serie del indicador se presenta únicamente para los grupos 1 y 2 debido a que las entidades que componen el grupo 3 no deben cumplir con un límite regulatorio del CFEN. El mínimo requerido desde marzo de 2022 para el grupo 1 es 100% (línea punteada roja) y para el grupo 2 es 80%.

Nota 2: las entidades del grupo 1 se componen por los bancos cuyo activo representa al menos el 2% del activo total de los bancos con corte al 31 de diciembre del año inmediatamente anterior. En el grupo 2 se incluyen los EC que no hacen parte del grupo 1 y para los cuales la cartera de créditos y las operaciones de leasing correspondan a un activo significativo. En el grupo 3 se incluyen los EC que no hacen parte de los grupos anteriores y que tienen como activo significativo las inversiones y las operaciones con derivados.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.16
Tasa de cambio nominal para algunas economías de la región

(índice, 31 de diciembre de 2023 = 100)



Fuente: Bloomberg, Data License.

4.2 Mercados financieros locales

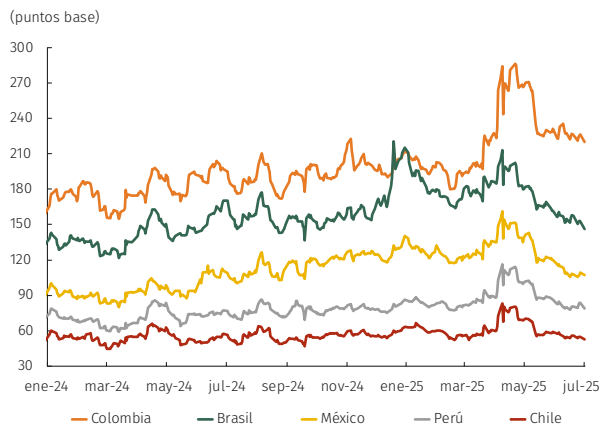
4.2.1. Mercado cambiario

Para mantener una tasa de inflación baja y estable, y además alcanzar el máximo nivel sostenible del producto y el empleo, el Banco de la República sigue un esquema de inflación objetivo¹⁹ con un régimen de tasa de cambio flexible. La flexibilidad cambiaria es considerada un elemento fundamental para el logro de estos objetivos, debido a que: 1) ante choques externos, gran parte del ajuste lo realiza la tasa de cambio²⁰; 2) las autoridades en una economía pequeña y abierta con tasa de cambio flexible tienen mayor autonomía en su política monetaria, lo cual les facilita alcanzar sus propias metas de inflación y reaccionar de forma contracíclica a los ciclos económicos²¹; 3) reduce los incentivos para la toma de un riesgo cambiario excesivo²², y 4) la volatilidad propia de la flotación estimula el desarrollo del mercado de coberturas, lo cual es importante para mantener la estabilidad financiera y promover el desarrollo de los mercados²³.

En el primer semestre de 2025, el peso colombiano (COP) registró una apreciación, en línea con el debilitamiento global del dólar, pero en menor magnitud frente al fortalecimiento de algunos de sus pares regionales (peso mexicano y real brasileño)²⁴ (Gráfico 4.16). El COP se apreció 7,7% (al 27 de junio), comportamiento que también estuvo influenciado por factores idiosincrásicos, como los atractivos diferenciales de tasas de interés, que favorecen ciertas estrategias de inversión²⁵, y una mayor oferta de divisas por parte de algunos agentes, particularmente al inicio del año. No obstante, algunos factores podrían haber limitado el fortalecimiento del COP, destacándose el incremento en las preocupaciones fiscales a nivel local y las recientes rebajas en la calificación

- 19 En este marco, la política monetaria busca alinear la inflación futura con la meta establecida en el horizonte de política.
- 20 Un régimen de tipo de cambio flexible tiende a generar mayor estabilidad en la tasa de interés que uno de tipo fijo.
- 21 En caso contrario, cuando se tiene una tasa de cambio fija frente a la moneda de un país desarrollado, la política monetaria está supeditada a las decisiones de la autoridad monetaria externa. De esta forma, si los ciclos económicos no están sincronizados, las acciones monetarias del país desarrollado podrían generar efectos adversos sobre el producto y el empleo del país emergente.
- 22 Los descalces cambiarios ocurren cuando un agente tiene ingresos en moneda local y pasivos en moneda extranjera sin cobertura. En un régimen flexible, la volatilidad cambiaria incentiva a los agentes a limitar su exposición al riesgo cambiario. Si bien en Colombia existe una regulación robusta sobre los descalces cambiarios de los intermediarios financieros, la volatilidad de la tasa de cambio genera incentivos para que los agentes del sector real adelanten acciones que les permitan mitigar su exposición a dicho riesgo.
- 23 Estos instrumentos facilitan la cobertura cambiaria a costos competitivos para los agentes.
- 24 Entre el 30 de diciembre de 2024 y el 27 de junio de 2025, el real brasileño, el peso mexicano, el peso colombiano, el sol peruano y el peso chileno se fortalecieron un 11,2%, 8,8%, 7,7%, 5,6% y 5,6%, respectivamente.
- 25 El *carry trade* de monedas es una estrategia en la que se toma deuda en una moneda de baja tasa de interés para invertir en otra con mayor rentabilidad.

Gráfico 4.17
Prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región

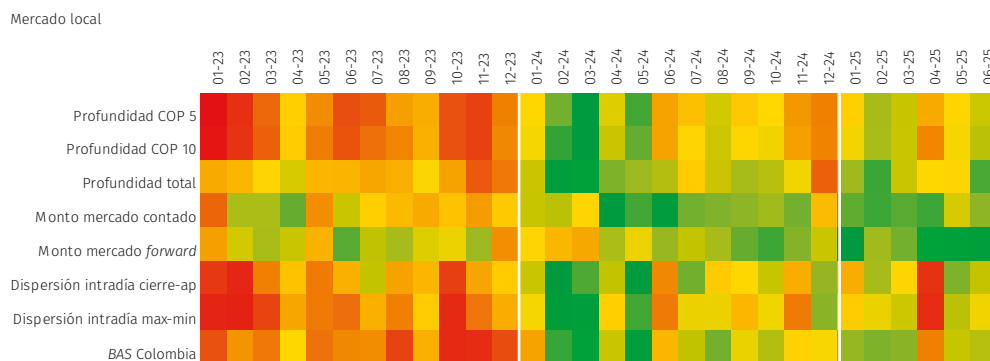


Fuente: Bloomberg, Data License.

soberana del país por parte de Moody's y S&P Ratings²⁶. En este contexto, el indicador de riesgo país, medido a través del *credit default swap* (CDS) a cinco años, aumentó levemente en el primer semestre del año frente al cierre de 2024, mientras que en los demás países analizados de la región disminuyó (Gráfico 4.17). Cabe resaltar que, a comienzos de julio, las monedas de la región se apreciaron significativamente como respuesta a un fuerte debilitamiento del dólar, motivado por la incertidumbre en torno a la aprobación del paquete fiscal estadounidense. En este episodio, el COP ha venido registrando una apreciación más pronunciada que la de algunos de sus pares, posiblemente soportada por expectativas de mayores flujos de divisas en el mediano plazo hacia el mercado local, derivadas de operaciones de financiamiento por parte del Gobierno, ventas puntuales de divisas por parte de algunos agentes, y por el repunte en los precios del petróleo durante algunas jornadas de los primeros días del mes.

En este contexto, se ha evidenciado un deterioro en las condiciones de liquidez²⁷ en el mercado cambiario y un aumento de la volatilidad promedio de la divisa. En particular, el *bid-ask spread* (BAS) y las medidas de dispersión aumentaron, mientras que la profundidad del mercado se redujo frente al promedio del primer semestre de 2024. En contraste, los montos transados en los mercados de contado y *forward* peso-dólar aumentaron. Los mayores montos negociados en el mercado *forward* pudieron estar asociados con un entorno de elevada volatilidad, que ha incentivado una mayor demanda por coberturas cambiarias, especialmente por parte de agentes del exterior (Gráfico 4.18).

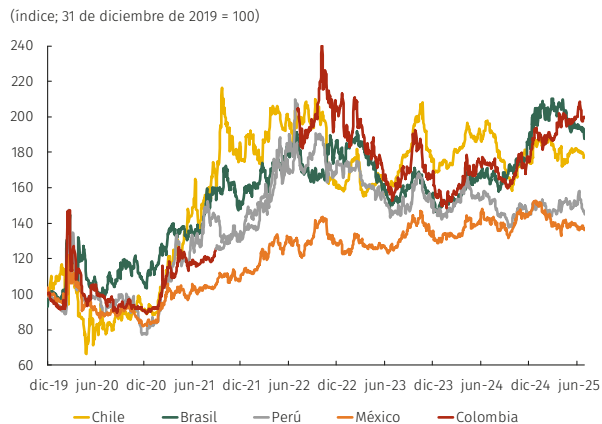
Gráfico 4.18
Mapa de calor de medidas del mercado cambiario mensual



Nota: Cada cuadro corresponde al percentil del promedio mensual de la medida de liquidez, teniendo en cuenta la ventana de tiempo desde enero de 2019 hasta julio de 2025. Una celda roja (verde) indica un menor (mayor) nivel de liquidez.
Fuente: Bloomberg, Banco de la República.

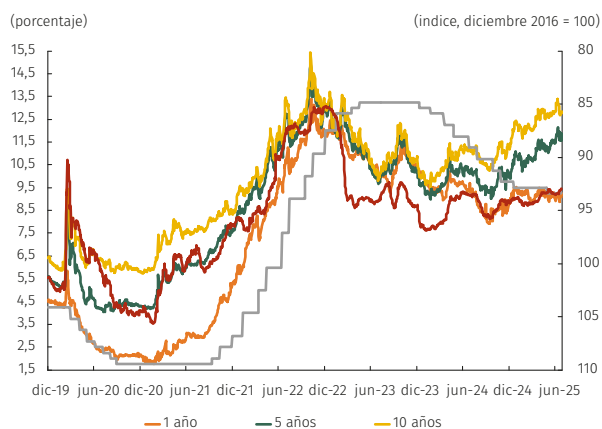
- 26 El 26 de junio, Moody's y S&P rebajaron la calificación crediticia de Colombia, citando preocupaciones sobre el deterioro fiscal, el aumento de la deuda pública y mayores costos de financiamiento. Moody's la redujo de Baa2 a Baa3 (perspectiva estable) y S&P de BB+ a BB (perspectiva *negativa*).
- 27 La liquidez del mercado cambiario se evalúa mediante el *bid-ask spread* (BAS) y las medidas de profundidad. El BAS refleja la diferencia promedio entre las mejores cotizaciones de compra y venta, como proporción de la tasa promedio diaria de Set-FX; un mayor BAS indica menor liquidez. La profundidad corresponde al promedio del monto agregado de las mejores cotizaciones de compra y venta del peso/dólar (en intervalos de cinco minutos) dentro de rangos de ± 5 , ± 10 y del total del mercado. En el primer semestre de 2024 el BAS promedio fue del 0,045% y en el primero de 2025 del 0,048%. La profundidad promedio a ± 5 , ± 10 y total pasó de USD 10,2 millones (m), USD 19,5 m y USD 52,5 m en el primer semestre del año pasado a USD 8,5 m, USD 16,3 m y USD 49,7 m en el primero de 2025, respectivamente.

Gráfico 4.19
Índice de tasas de interés en algunas economías de la región



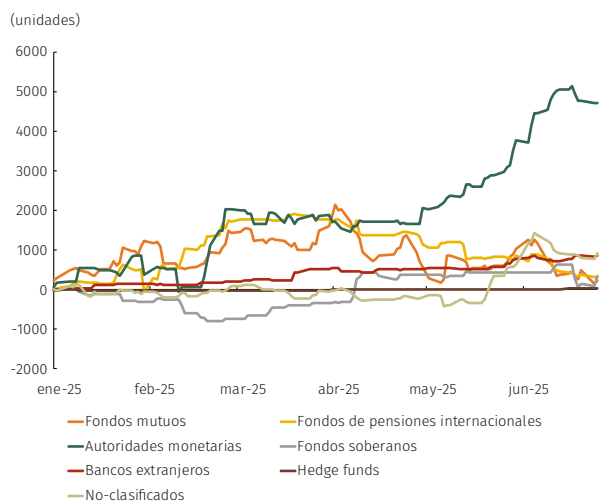
Fuentes: Bloomberg, SEN y MasterTrader; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.20
Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria



Fuentes: SEN y Master Trader; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.21
Compras netas acumuladas por tipo de inversionista extranjero en el mercado al contado de TES (miles de millones)



Fuente: Depósito Central de Valores. Cálculos: Banco de la República.

4.2.2 Mercados de deuda y accionario

Durante lo corrido de 2025, los títulos de deuda pública local (TES) se han desvalorizado, contrario a lo observado en la deuda de sus pares regionales. Esto puede estar asociado con la mayor incertidumbre en el frente fiscal local, lo que llevó a recortes de la calificación soberana de Colombia y, en consecuencia, la de los TES, perdiendo a finales de junio la categoría de grado de inversión²⁸. Mientras los títulos de corto plazo de otros países de la región se valorizaron en más de 100 pb durante el primer semestre de 2025 (y más de 60 pb en el caso de los títulos de largo plazo, Gráfico 4.19), los TES se desvalorizaron en más de 100 pb a lo largo de toda la curva. La mayoría de los analistas atribuyen este desempeño adverso principalmente a la mayor incertidumbre fiscal, lo que terminó por materializarse en las rebajas de calificación por parte de las calificadoras Moody's y S&P (Gráfico 4.20).

En ese contexto, los inversionistas extranjeros²⁹ revirtieron parcialmente la posición vendedora que tomaron durante 2023 y 2024. Este comportamiento pudo estar relacionado con los altos rendimientos ofrecidos por los TES y está en línea con los flujos de compra hacia activos de economías emergentes. No obstante, estos agentes realizaron ventas importantes en junio y los primeros días de julio, después de que los TES perdieran el grado de inversión. Durante el primer semestre de 2025, los inversionistas extranjeros realizaron compras netas de TES en pesos y UVR por COP 4,8 billones (b), concentradas principalmente en referencias del tramo largo de la curva (COP 5,0 b). Como resultado, al cierre del primer semestre, estos agentes se ubicaron como el tercer mayor tenedor de TES, después de los bancos y los FPC. Por tipo de inversionista extranjero, se observó una recomposición de sus flujos, con un papel destacado de las autoridades monetarias, que lideraron las compras netas de TES (COP 4,4 b, Gráfico 4.21). No obstante, es importante destacar que, pese a que en el semestre estos agentes realizaron compras netas de TES, en el mes de junio y a principios de julio (hasta el 7 de julio), los inversionistas extranjeros realizaron ventas netas por COP 5,8 billones, lo que coincidió con el deterioro de la calificación crediticia del país (Gráfico 4.22).

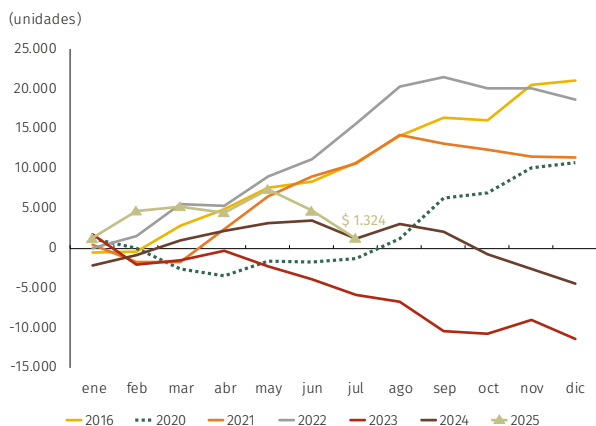
Por su parte, los bancos comerciales han sido los principales demandantes de TES durante 2025, mientras que los fondos de pensiones locales (FPC) moderaron sus compras frente a la tendencia presentada desde 2023. Durante 2025, los bancos comerciales han realizado compras netas de TES en pesos y UVR por COP 14,4 b, concentradas principalmente en referencias del tramo medio de la curva (COP 16,8 b, Gráfico 4.23)³⁰. Por su parte, los FPC han comprado en neto COP 10,8 b durante

28 Los títulos en moneda extranjera ya habían perdido el grado de inversión en 2021.

29 Para un análisis detallado sobre el comportamiento de estos agentes en el mercado de deuda pública, véase el Recuadro 3 del *Reporte de Mercados Financieros* del tercer trimestre de 2023.

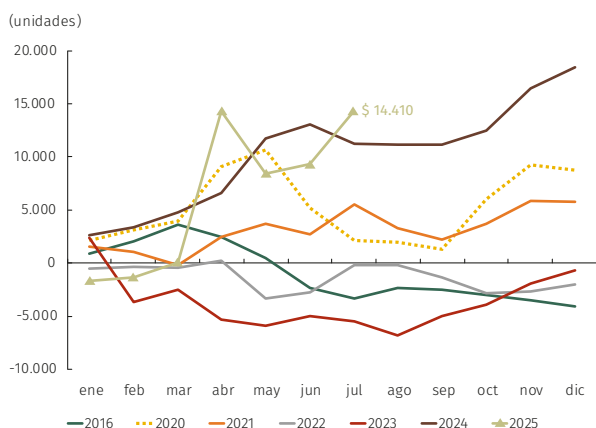
30 En los tramos largo y corto han presentado flujos netos por COP 8,5 b y -COP 16,9 b, respectivamente.

Gráfico 4.22
Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES (miles de millones)



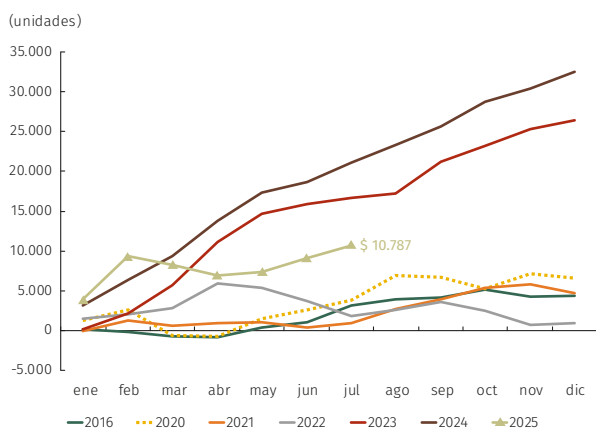
Fuente: Depósito Central de Valores. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 4.23
Compras netas acumuladas por año de los bancos comerciales en el mercado al contado de TES (miles de millones)



Fuente: Depósito Central de Valores. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 4.24
Compras netas acumuladas por año de los fondos de pensiones y cesantías en el mercado al contado de TES (miles de millones)



Fuente: Depósito Central de Valores. Cálculos: Banco de la República.

el mismo periodo, concentrados en el tramo largo de la curva (COP 19,3 b, Gráfico 4.24)³¹.

Con la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2025, la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) presentó un conjunto de estrategias orientadas a optimizar el perfil de vencimientos de la deuda pública y atender las necesidades de caja del Gobierno durante 2025.

Entre estas medidas se incluyen: 1) operaciones de canje de deuda con entidades del programa de creadores de mercado; 2) una mayor emisión de títulos con vencimiento en el corto y mediano plazo (al tiempo que se reducen las colocaciones de más largo plazo), y 3) la realización de operaciones TRS³² con bancos extranjeros, con el objetivo de conformar una reserva de liquidez. En particular, las operaciones de canje buscan reducir el monto de los vencimientos próximos mediante la recompra de títulos cercanos a su madurez, sustituyéndolos por referencias del tramo medio y largo de la curva. Asimismo, se han incrementado significativamente las emisiones de títulos de corto plazo (TCO)³³. En cuanto a las colocaciones de TES, estas se concentran en referencias con vencimiento en 2029, en un esfuerzo por asegurar condiciones de financiamiento más favorables en términos de tasas de interés. Adicionalmente, la DGCPTN planea ejecutar operaciones TRS con bancos extranjeros a plazos inferiores a un año, entregando títulos de deuda pública local como colateral y recibiendo recursos en moneda extranjera, con el fin de constituir una reserva de liquidez que aumente la disponibilidad de caja del Gobierno.

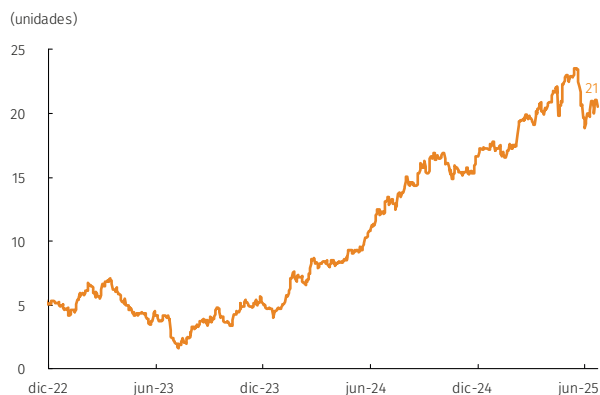
Si bien estas medidas ofrecen mayor flexibilidad para atender las necesidades inmediatas de financiamiento, también conllevan riesgos relevantes de refinanciamiento y liquidez, al incrementar la exposición a vencimientos en el corto plazo, así como la exposición a variaciones de la tasa de cambio y de las tasas de interés en los mercados internacionales. Por un lado, las operaciones TRS con entidades del exterior proporcionan recursos en divisas que deben ser convertidos a COP en el mercado local para cubrir las necesidades internas del Gobierno. Sin embargo, al vencimiento de estas operaciones, los recursos deben devolverse en divisas, lo que constituye un riesgo derivado de eventuales depreciaciones del tipo de cambio. A esta exposición se suma el riesgo de tasa de interés, dado que el costo de estas operaciones podría aumentar en caso de un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. Adicionalmente, la mayor concentración de emisiones de deuda en moneda local en títulos con vencimientos en el corto y mediano plazo incrementa el volumen de obligaciones por

31 En los tramos corto y medio han presentado flujos netos por -COP 3,1 b y -COP 5,8 b, respectivamente.

32 Un *total return swap* (TRS) es una transacción mediante la cual una entidad obtiene liquidez a corto plazo entregando títulos como colateral, con el compromiso de devolver los recursos en una fecha futura y recibir el colateral de vuelta. En la práctica, funciona como un préstamo garantizado, donde el título sirve como respaldo para reducir el riesgo de la operación. En este caso, la DGCPTN entregaría títulos de deuda pública como colateral.

33 El saldo en circulación de estos títulos pasó de COP 17 billones en diciembre de 2024 a COP 30 billones en junio de 2025.

Gráfico 4.25
Posición compradora de inversionistas extranjeros en NDF de TES (billones)



Fuente: Banco de la República.

atender en un horizonte próximo, lo que podría generar mayores presiones de liquidez para el Gobierno y limitar su capacidad de reacción ante eventuales choques financieros o fiscales.

En el mercado de TES a futuro³⁴, los inversionistas extranjeros continuaron ampliando su posición compradora durante el primer semestre de 2025, manteniendo la tendencia iniciada en 2023. Sin embargo, a partir de junio adoptaron una postura vendedora significativa, en línea con la desvalorización de los TES y la mayor incertidumbre fiscal local. De acuerdo con agentes del mercado, los participantes en este segmento son, en su mayoría, inversionistas con estrategias de corto plazo, a diferencia de los perfiles observados en el mercado de contado³⁵. En lo corrido del año, los inversionistas extranjeros han presentado un incremento en su posición compradora en NDF de TES por COP 2,9 b, principalmente en referencias del tramo medio de la curva (COP 2,5 b). Sin embargo, esta tendencia se revirtió en junio, cuando realizaron ventas netas por COP 3,7 b, lo que posiblemente refleja una revisión a la baja en las expectativas de valorización de los TES, ante el incremento de las preocupaciones fiscales (Gráfico 4.25).

Durante 2025 el financiamiento mediante la colocación de títulos de deuda corporativa disminuyó con respecto a lo observado en el mismo periodo de 2024. En lo corrido del año, las colocaciones a través de la Bolsa de Valores de Colombia alcanzaron COP 474 mm, ubicándose por debajo de lo observado en el mismo periodo de 2024 (COP 1,4 b). Esta disminución obedeció, en gran medida, a una reducción del 97% en las colocaciones del sector corporativo no financiero.

En lo corrido del año el índice MSCI Colcap³⁶ registró una valorización similar a la de los demás índices de la región³⁷ y presentó un mayor volumen de negociación comparado con el registrado en 2024. Sin embargo, aunque la liquidez se ha recuperado, aún se encuentra por debajo del promedio observado antes de la pandemia y en comparación con otros países de la región. Durante 2025, la mayoría de las acciones que comprenden el índice se han valorizado, destacándose especialmente las del sector financiero y de materias primas. Este comportamiento ha estado impulsado por resultados corporativos favorables y por el aumento en los precios de ciertas materias primas, como el oro. Adicionalmente, el fortalecimiento de iniciativas orien-

34 Los instrumentos negociados son NDF de TES que comprometen a las partes a comprar o vender TES en una fecha futura a un precio acordado al momento de la negociación. Usualmente se celebran entre una contraparte local y una extranjera.

35 A junio de 2025, la participación de los extranjeros en TES se distribuyó así: fondos mutuos (40%), fondos de pensiones internacionales (23%), autoridades monetarias (17%), fondos soberanos (7%), bancos extranjeros (3%), aseguradoras internacionales (2%) y otros (8%).

36 El índice MSCI Colcap, principal referencia del mercado accionario colombiano, es calculado por el MSCI e incluye las veintitrés acciones más líquidas de veinte emisores, ponderadas por capitalización bursátil ajustada sin límite de participación.

37 En el primer semestre de 2025 el MSCI Colcap se valorizó 20,9%, superando el desempeño promedio (16,8%) de los principales índices bursátiles de México, Perú, Brasil y Chile.

tadas a mejorar la liquidez del mercado, tales como los programas de formadores de liquidez³⁸, podrían haber contribuido a dinamizar el mercado y a incrementar los volúmenes diarios negociados durante el año³⁹.

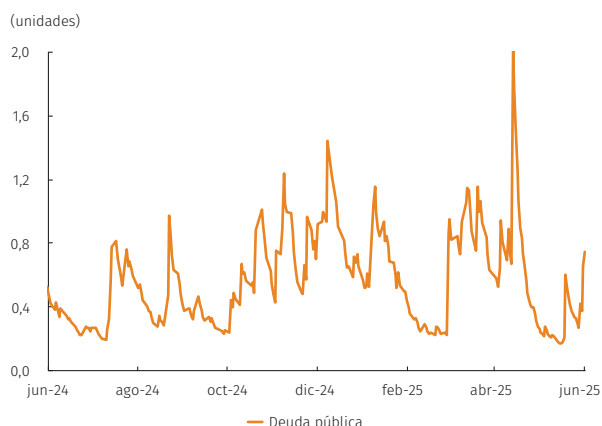
Se anticipa que 2025 continúe siendo un año desafiante para los activos financieros colombianos debido a los riesgos asociados con un entorno externo caracterizado por unas condiciones financieras posiblemente más restrictivas y mayores tensiones geopolíticas, así como a la elevada incertidumbre fiscal a nivel local.

4.3 Exposición al riesgo de mercado del sistema financiero y evolución del portafolio de las instituciones financieras no bancarias

La desvalorización de los TES ha impactado negativamente la utilidad de las entidades financieras, en un contexto de volatilidad e incertidumbre a nivel local e internacional que ha incrementado su riesgo de mercado. Durante marzo y abril de 2025, la volatilidad del mercado de deuda pública aumentó debido a las tensiones geopolíticas derivadas de las medidas proteccionistas de Estados Unidos, acentuada por la incertidumbre sobre las finanzas públicas locales (Gráfico 4.26). En un ejercicio de valoración de pérdidas a un horizonte de una semana, en donde se supone una desvalorización de las deudas pública y privada, así como una caída del mercado accionario⁴⁰ (véase el capítulo 2.3 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2025), los intermediarios podrían enfrentar pérdidas por COP 15,1 b, de los cuales COP 5,3 b provendrían de desvalorizaciones del mercado de deuda pública. Estas pérdidas potenciales, a su vez, equivaldrían al 2,8% del patrimonio de las entidades del sistema financiero, un impacto relativamente bajo que muestra la resiliencia del sector frente a panoramas adversos.

El debilitamiento de las finanzas públicas constituye actualmente el mayor catalizador de posibles eventos de riesgo de mercado para los intermediarios financieros. Los riesgos fiscales asociados con los mayores niveles de endeudamiento y de déficit fiscal generaron impactos negativos en la calificación soberana⁴¹, lo que puede incrementar la percepción del riesgo

Gráfico 4.26
Volatilidad en el mercado de deuda pública

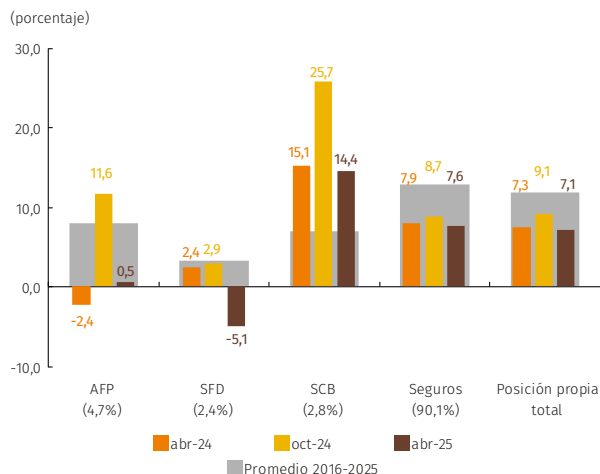


Nota: la volatilidad se calcula a partir de un modelo Garch (1,1) sobre las tasas de interés de los títulos TES. Información al 20 de junio de 2025.
Fuente: Depósito Central de Valores; cálculos del Banco de la República.

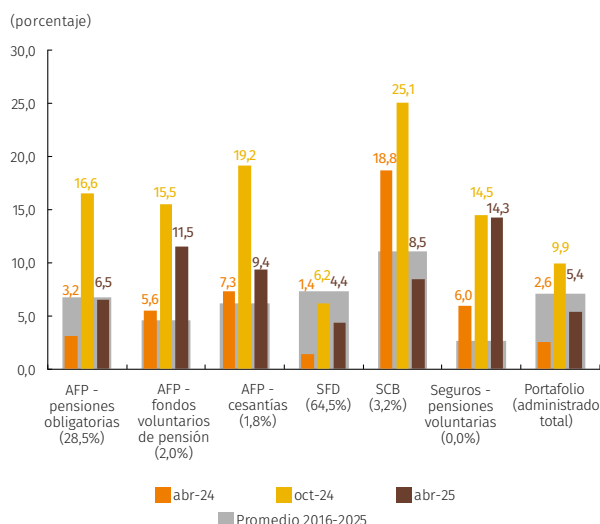
- 38 Los programas de formadores de liquidez son iniciativas mediante las cuales las sociedades comisionistas de bolsa formulan posturas de compra y venta en firme en las pantallas de la Bolsa de Valores de Colombia para determinadas acciones del mercado local, con el objetivo de aumentar la negociación y reducir los diferenciales de precios.
- 39 En 2025, el volumen promedio diario negociado (VPDN) en el mercado local alcanzó COP 104 mm, frente a COP 64,8 mm en 2024.
- 40 Este ejercicio de sensibilidad toma los choques calculados por el Fondo Monetario Internacional en su reporte *Global Financial Stability Report* (abril de 2025). En dicho reporte, el FMI estima el impacto promedio que podrían sufrir las economías emergentes, producto de la guerra comercial y la incertidumbre internacional.
- 41 El 26 de junio de 2025, las agencias calificadoras Moody's y Standard & Poor's redujeron la calificación de la deuda soberana de Colombia, argumentando el nuevo deterioro proyectado en los indicadores de deuda del Gobierno y su débil posición externa. Lo anterior, a raíz de la publicación del *Marco Fiscal de Mediano Plazo*. Con estas decisiones, Colombia

Gráfico 4.27
Crecimiento real anual del activo de las instituciones financieras no bancarias

A. Posición propia



B. Posición administrada



Nota: el gráfico incluye la información de las administradoras de fondos de pensiones (AFP); sociedades comisionistas de bolsa (SCB), sociedades fiduciarias (SFD) y compañías de seguros (Seguros). Las series se deflactan empleando el IPC sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

país y llevar a una caída adicional en el valor de los títulos de deuda. Al 20 de junio de 2025, el 93,8% (COP 528,4 b) de los títulos de deuda pública en manos de los intermediarios financieros se encuentran valorados a precios de mercado, por lo que mayores desvalorizaciones, producto de un desempeño desfavorable de la deuda pública dada por condiciones financieras más restrictivas o mayores tensiones geopolíticas, podrían incrementar los costos de fondeo para los intermediarios, e impactar negativamente sus márgenes y su riesgo de liquidez.

Las instituciones financieras no bancarias (IFNB) registraron, con corte a abril de 2025, crecimientos reales por debajo de su promedio histórico, tanto en sus portafolios en cuenta propia como en los administrados. En particular, los activos en posición propia crecieron un 7,1%, frente al promedio histórico del 11,8% (Gráfico 4.27, panel A), siendo las sociedades comisionistas de bolsa (SCB) la única excepción a esta tendencia. Este comportamiento estuvo principalmente determinado por las compañías de seguros, que concentran el 90,1% de los activos en posición propia de las IFNB. Por su parte, las sociedades fiduciarias (SFD) presentaron una contracción real anual del 5,1% en sus activos, explicada por la disminución en sus inversiones en TES y CDT. Las administradoras de fondos de pensiones y cesantías (AFPyC) registraron un leve crecimiento del 0,5%. Los portafolios administrados también mostraron una dinámica moderada, con un crecimiento real del 5,4%, inferior a su promedio histórico (Gráfico 4.27, panel B). Los portafolios gestionados por las SFD, las SCB y las AFPyC en pensiones obligatorias —que en conjunto representan el 96,2% de los recursos administrados— crecieron 4,4%, 8,5% y 6,5%, respectivamente, todos por debajo de sus tendencias históricas.

Posterior a la reducción en la rentabilidad de la mayoría de las IFNB en el último trimestre de 2024, se ha observado una tendencia hacia la recuperación o estabilización de los ingresos de estas entidades. En el corrido de 2025 la rentabilidad de las IFNB ha mostrado un comportamiento favorable, con resultados superiores al promedio de los últimos cinco años en todos los segmentos de negocio. En particular, las compañías de seguros generales han consolidado una tendencia de recuperación que ya completa tres años, mientras que las aseguradoras de vida han mantenido una relativa estabilidad (Gráfico 4.28, panel A). Para las demás IFNB, la rentabilidad se ha mantenido estable en los últimos meses (Gráfico 4.28, panel B): las SFD conservan niveles relativamente altos frente a su historia, las AFPyC mantienen una tendencia estable, a pesar del descenso observado hacia finales de 2024, y las SCB han consolidado el crecimiento en la rentabilidad que presentan desde hace un año.

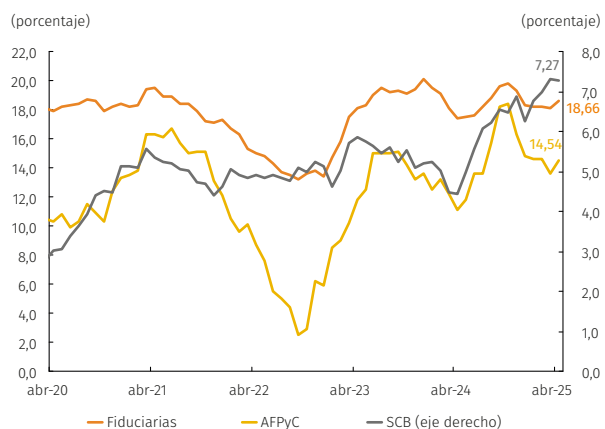
apenas alcanza el grado de inversión para la calificadora Moody's (Baa3), y se encuentra dos niveles por debajo del grado de inversión para la calificadora S&P (BB). A su vez, se destaca que la decisión de S&P representa la pérdida del grado de inversión en moneda local por parte de esta calificadora.

Gráfico 4.28
ROA de las instituciones financieras no bancarias

A. Aseguradoras

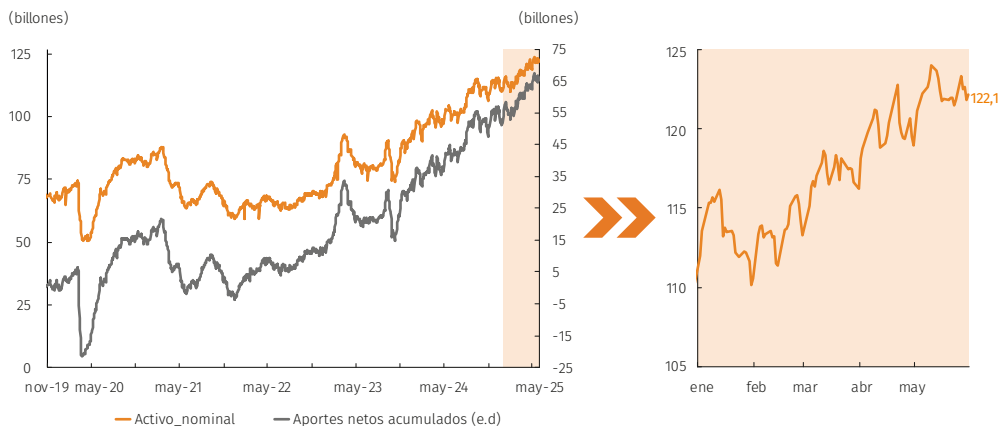


B. Otras IFNB



Nota: el gráfico incluye la información de las administradoras de fondos de pensiones (AFP); sociedades comisionistas de bolsa (SCB), sociedades fiduciarias (SFD) y compañías de seguros (Seguros).
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (SFC); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4.29
Activo total y aportes netos de los Fondos de Inversión Colectiva Abiertos sin pacto de permanencia

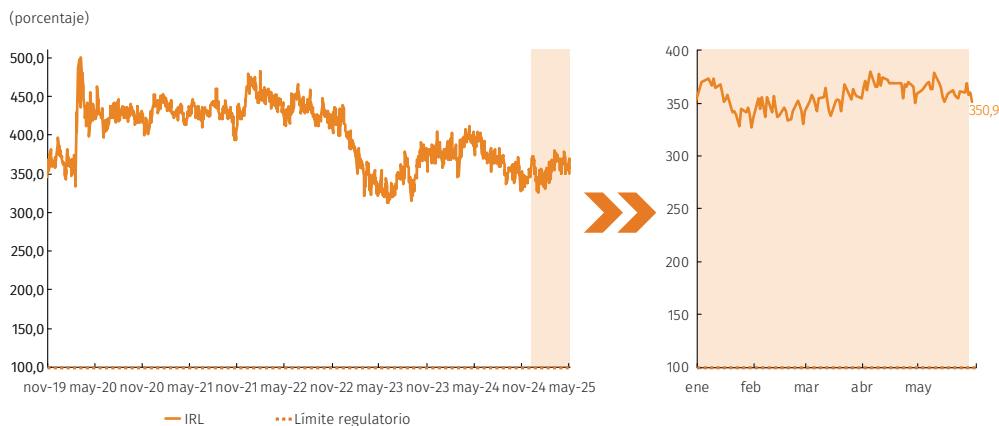


Nota 1: los aportes netos acumulados se calculan desde septiembre de 2019.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (SFC); cálculos del Banco de la República.

El activo total de los fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia (Ficaspp) creció de manera acelerada, impulsado por mayores aportes netos, principalmente debido a un aumento en los aportes de capital. En lo corrido del año 2025, el activo total de los Ficaspp ha aumentado un 10,7%, alcanzando un nivel máximo de COP 124 b (Gráfico 4.29). Este crecimiento se explica, principalmente, por el comportamiento positivo de los aportes netos de retiros, que sumaron COP 13,7 b en el mismo periodo. Este desempeño se ha dado en un contexto de expectativas de reducción en las tasas de interés de los CDT por parte del mercado, lo que ha fortalecido el atractivo de los Ficaspp para los inversionistas, al ofrecer una mayor liquidez, rentabilidad futura esperada y diversificación.

La liquidez de los Ficaspp se mantuvo holgada frente a los mínimos regulatorios, con una tendencia general de estabilidad. Durante el periodo de análisis, el IRL de los Ficaspp⁴² se mantuvo estable y muy por encima del límite regulatorio del 100 % (Gráfico 4.30). Dicha estabilidad obedeció al crecimiento sostenido y consistente tanto de los activos de alta calidad (ALAC) como del valor neto de los fondos a lo largo de 2025⁴³.

Gráfico 4.30
Indicador de riesgo de liquidez (IRL) de los Ficaspp



Nota: la línea punteada corresponde al límite regulatorio del indicador de riesgo de liquidez para los Ficaspp.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (SFC); cálculos del Banco de la República.

42 El IRL corresponde a la razón entre los activos líquidos de alta calidad (ALAC) y el valor neto del FIC multiplicado por el máximo retiro neto probable.

43 Para mayor detalle sobre los Ficaspp, véase la sección 2.1.3.1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2025.

Sombreado 2

Base monetaria y M3

Durante el primer semestre de 2025 los agregados monetarios presentaron crecimientos anuales superiores a los observados desde mediados de 2023, donde se destaca el dinamismo del efectivo en poder del público y de los CDT de corto plazo. Esto ocurrió en un entorno de mayor actividad económica, y menores tasas de interés y de inflación con respecto a las observadas en los dos años anteriores.

Para la base monetaria el crecimiento anual promedio durante el semestre fue del 13,9%, el más alto desde mediados de 2022. Esto fue resultado del fuerte incremento del efectivo en poder del público (21% anual en promedio), su principal componente¹, que más que compensó la caída en la reserva bancaria (-6,2% anual en promedio). Cabe recordar que el choque de la pandemia provocó un incremento significativo en la demanda de dinero, especialmente efectivo, la cual posteriormente se corrigió de forma muy pronunciada en 2022 y 2023, en un entorno de altas tasas de interés, las cuales constituyen un costo de oportunidad para los activos financieros más líquidos. El fuerte crecimiento del efectivo en 2025 puede entenderse en ese contexto como un proceso de retorno a su tendencia de largo plazo. Cabe señalar que, desde la pandemia, el comportamiento de la demanda de efectivo en Colombia ha sido similar al observado a nivel internacional. Para la reserva bancaria, su caída fue producto de la reducción en el requerimiento de reserva establecido por la JDBR en agosto de 2024, la cual entró en vigor a partir de mediados de septiembre² (Gráfico S2.1).

Desde el punto de vista de las fuentes, en lo corrido del año a junio, el Banco de la República suministró liquidez primaria mediante operaciones de liquidez transitorias, de forma que no se presentaran presiones en el mercado monetario³. En este periodo el Banco no hizo intervenciones en el mercado cambiario ni realizó compras o ventas de TES.

Uno de los factores que usualmente genera cambios en la oferta de la base monetaria es el saldo de los depósitos del Gobierno en el Banco de la República. Este permaneció en niveles bajos, ligeramente superiores a los observados en el primer semestre de 2024⁴. En cuanto a las operaciones de liquidez transitoria, la

1 El efectivo en poder del público representa entre el 75% y el 79% del saldo de la base monetaria.

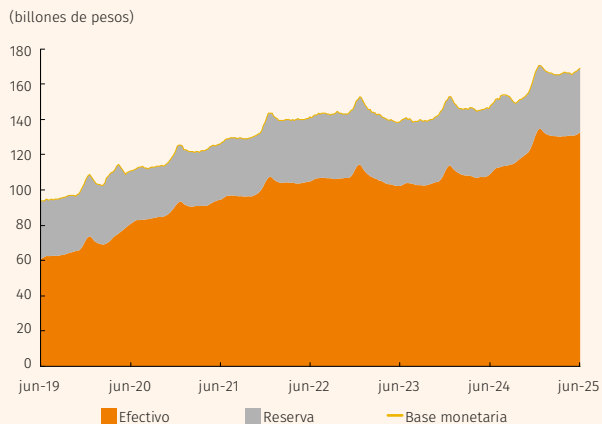
2 A partir de la bisemana de cumplimiento del encaje que inició el 11 de septiembre de 2024 entró en vigor la reducción del requisito establecido por la Junta Directiva el 30 de agosto de 2024 (el encaje de los depósitos a la vista pasó del 8% al 7% y el de los CDT a plazo menor a 18 meses del 3,5% al 2,5%) (véase <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/banco-republica-redujo-requerimiento-encaje-sobre-depositos-establecimientos-credito>).

3 En promedio, el IBR *overnight* se ubicó 0,8 puntos base (pb) por encima de la tasa de política monetaria.

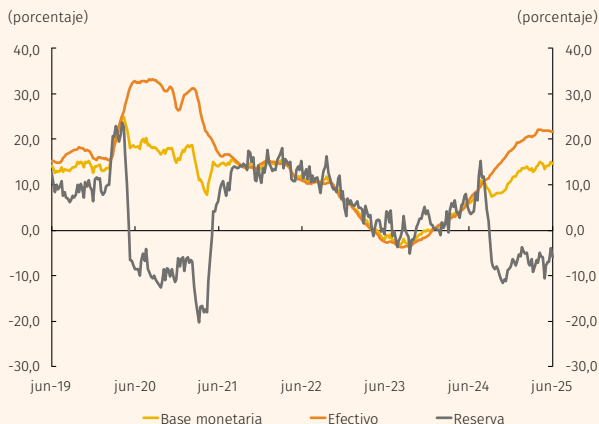
4 El saldo promedio de los depósitos del Gobierno en el Banrep durante el primer semestre de 2025 fue de COP12.971 miles de millones (mm)

Gráfico S2.1
Base monetaria, efectivo y reserva bancaria
(saldo y variación porcentual anual, promedio móvil de 4 semanas: datos a viernes)

A. Saldo



B. Variación porcentual anual



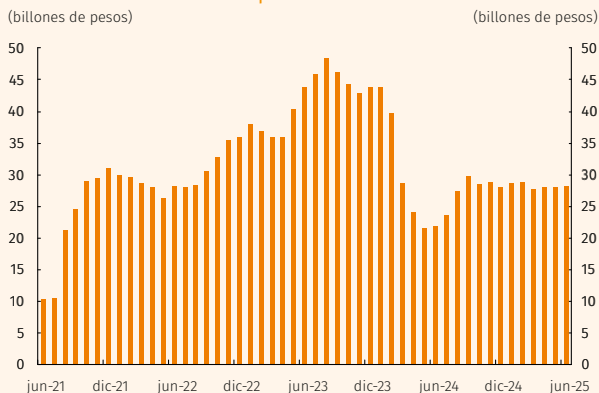
Fuente: Banco de la República.

Gráfico S2.2
Principales factores de la oferta de base monetaria

A. Depósitos del Gobierno en el BanRep



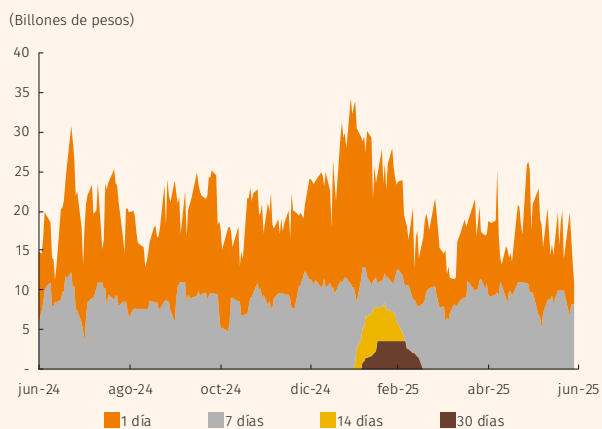
B. Saldo de TES del BanRep



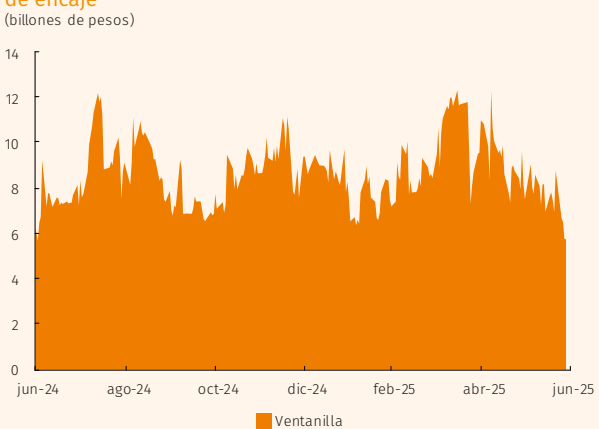
Nota: Incluye los depósitos remunerados y los no remunerados de la TGN en el BanRep. Incluye intereses.
Fuente: Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

C. Saldo de repos de expansión^{a/}



D. Saldo de depósitos remunerados no constitutivos de encaje^{a/}



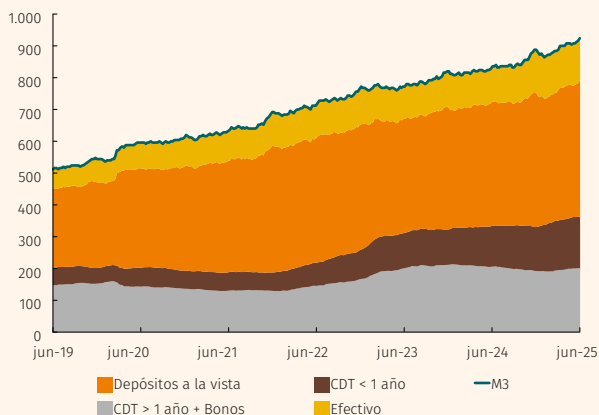
a/ Incluye subasta, ventanilla y los repos para el normal funcionamiento del sistema de pagos.
Fuente: Banco de la República.

a/ La ventanilla es a plazo *overnight*.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico S2.3
M3 y sus componentes
(saldo y variación porcentual anual, promedio de 4 semanas: datos a viernes)

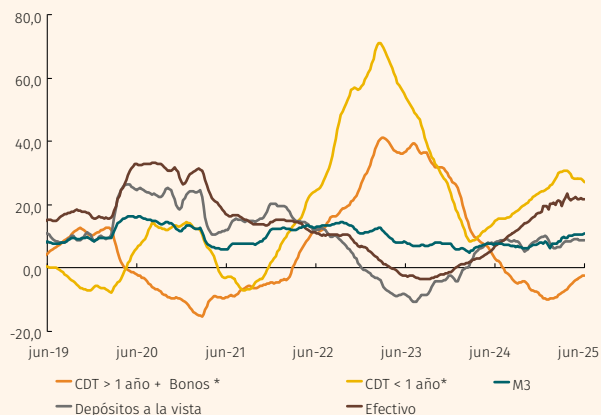
A. Saldos nominales

(billones de pesos)



B. Variación nominales

(porcentaje)



Fuente: Banco de la República, cálculos con información del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia

mayor parte del periodo el Banco realizó diariamente subastas de repos a los plazos usuales de siete días y *overnight* (excepto durante algunos días de febrero en los que se ofrecieron repos a catorce y treinta días), y recibió depósitos de contracción mediante la ventanilla⁵ (Gráfico S2.2).

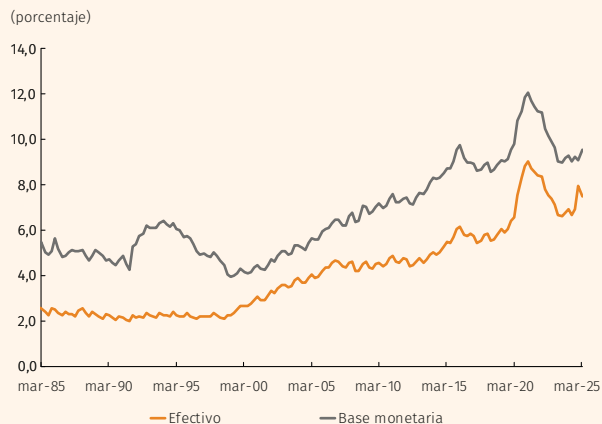
En lo que se refiere al agregado monetario amplio, M3, en el primer semestre de 2025 también se presentaron crecimientos anuales más altos (9% en promedio) que los observados en los dos años anteriores. Este agregado monetario comprende el efectivo en poder del público y los activos emitidos por los establecimientos de crédito que cumplen las funciones de dinero. Estos activos pueden utilizarse para realizar pagos en moneda legal (como lo son las cuentas corrientes o las cuentas de ahorro), o para ahorrar (depósito de valor) en instrumentos que ofrezcan cierta certeza sobre su valor nominal y que puedan convertirse en medios de pago líquidos (como los CDT)⁶. El mayor ritmo de crecimiento del M3 se explica tanto por el comportamiento del efectivo como por incrementos en el saldo de los depósitos a la vista y de los

(vs. COP 12.189 mm en el mismo periodo en 2024). Este saldo ya incorpora el monto abonado en marzo por concepto del traslado de las utilidades del Banco de la República correspondientes a la vigencia 2024 (COP 10.031 mm) (véase <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/banrep-obtuvo-utilidad-2024>).

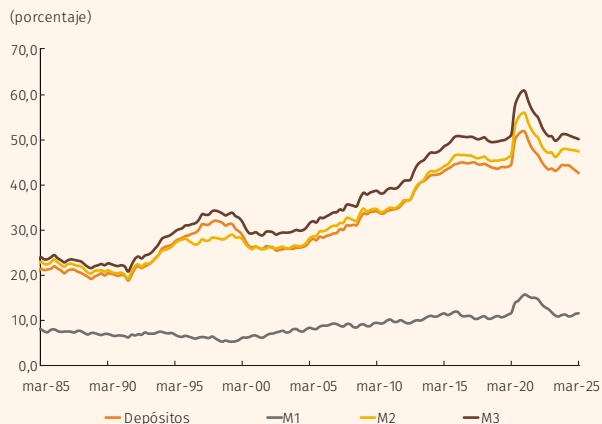
- 5 La ventanilla de contracción permite que las entidades financieras (agentes colocadores de OMA) puedan realizar depósitos remunerados no constitutivos de encaje al final del día en el Banco de la República a una tasa de interés menor en 100 pb que la tasa de política. De forma similar, la ventanilla de expansión (que también funciona diariamente) permite que las entidades financieras (agentes colocadores de OMA) puedan obtener liquidez mediante repos con el Banco al final del día a una tasa de interés superior en 100 pb que la tasa de política, la cual se toma como referencia para los repos ofrecidos mediante subasta.
- 6 En particular, en Colombia el M1 incluye el efectivo en poder del público y las cuentas corrientes; el M2 incluye el M1, las cuentas de ahorro y los CDT, y el M3, el M2 más los bonos, los depósitos fiduciarios (servicios de recaudo) y otros depósitos a la vista

Gráfico S2.4
Agregados monetarios y sus principales componentes como porcentaje del PIB

A. Base monetaria y efectivo en poder del público



B. Depósitos y agregados monetarios M1, M2 y M3



Fuentes: DANE y Superintendencia Financiera (Formato 281); cálculos del Banco de la República.

CDT. Para estos últimos, tanto los de corto como los de largo plazo han presentado aumentos en su saldo frente a los niveles observados al cierre de 2024. No obstante, en términos anuales, los de corto plazo presentaron crecimientos superiores al 25% anual, mientras que los de plazo mayor a un año continúan registrando caídas, aunque cada vez menores (Gráfico S2.3).

Con relación al PIB, con información a marzo, los distintos agregados monetarios permanecieron en niveles similares a los registrados un año atrás (los cuales, a su vez, son cercanos a los registrados en 2019, previo a la pandemia), con excepción del efectivo (Gráfico S2.4).

Recuadro 3

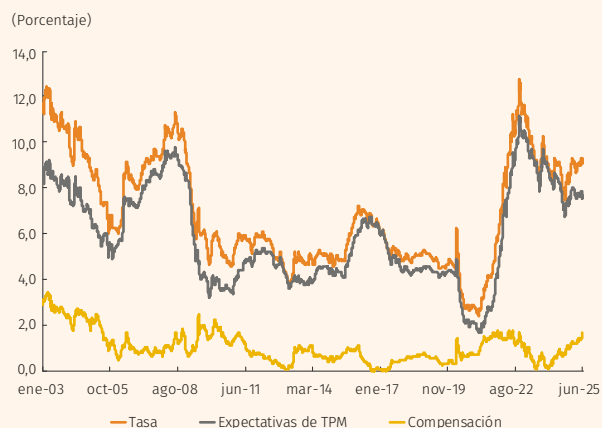
Determinantes de las tasas de interés de la deuda soberana a diferentes plazos

Gráfico R3.1
Expectativas de política monetaria a dos años provenientes de mercados financieros



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R3.2
Descomposición de la tasa de los TES a dos años



Fuente: Banco de la República.

Las tasas de interés de la deuda pública suelen responder a distintos determinantes, dependiendo del plazo. Desde 2024 las tasas de interés de corto plazo de la deuda pública colombiana en pesos (TES) han disminuido en línea con los recortes de la tasa de interés de política monetaria (TPM) del Banco de la República. Por el contrario, las tasas de interés de largo plazo han aumentado, impulsadas por otros factores estructurales. En este contexto, el presente recuadro tiene como objetivo identificar los principales factores que han impulsado dicho aumento durante el último año y medio. La evidencia sugiere que el incremento en las tasas de interés de largo plazo obedece, principalmente, al deterioro del panorama fiscal del país¹.

En general, las tasas de interés de corto plazo están influenciadas, en especial, por la TPM y por las expectativas del mercado sobre su trayectoria futura. En Colombia, esta relación puede analizarse descomponiendo las tasas de interés de los TES de corto plazo en dos factores: las expectativas del mercado sobre el rumbo futuro de la política monetaria y una compensación por invertir a un plazo más largo². Estas expectativas de política monetaria se pueden extraer principalmente de encuestas, del mercado de TES o del mercado de instrumentos financieros derivados (*swaps*)³, siendo estas dos últimas fuentes muy similares entre sí (Gráfico R3.1). Además, el hecho de que la mayor parte de los movimientos de las tasas de interés de los títulos de corto plazo se explique por estas expectativas (Gráfico R3.2), sugiere que la política monetaria es el principal factor que determina su comportamiento (Espinosa, Melo y Moreno, 2014).

Por su parte, las tasas de interés de largo plazo están determinadas, en buena medida, por factores estructurales, así como por condiciones macroeconómicas y financieras. Al igual que las tasas de interés de corto plazo, pueden descomponerse en expectativas de inflación y una compensación adicional por invertir a más largo plazo. Esta última refleja la prima que los inversionistas exigen por mantener títulos a largo plazo en lugar de renovar periódicamente inversiones de corto plazo a lo largo del mismo horizonte (Kopp y Williams, 2018). En otras palabras, la prima por término refleja la compensación requerida por asumir el riesgo de posibles variaciones en las tasas de interés durante la vida del título (Adrian, Crump y Moench, 2014). En el caso colombiano, las tasas de interés de largo plazo suelen estar explicadas tanto por la evolución de las expectativas de inflación como por esa prima adicional. No obstante, durante el periodo analizado, el

1 Para ello se utiliza la aproximación presentada por Botero, Mateus y Ruiz (2023).

2 Elaborado a partir de la metodología propuesta por Espinosa, Melo y Moreno (2014), la cual se basa, a su vez, en la de Adrian, Crump y Moench (2013).

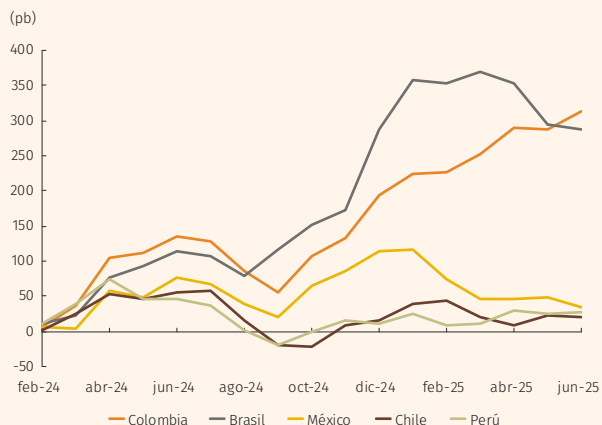
3 En Colombia, los *swaps* de tasas de interés son instrumentos derivados que reflejan las expectativas de política monetaria de los inversionistas, dado que el subyacente de estos activos es la IBR *overnight* compuesta durante el plazo de la operación.

Gráfico R3.3
Descomposición de la tasa de los TES a diez años



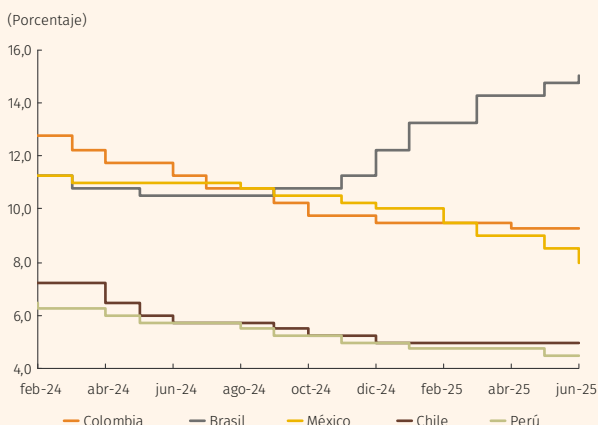
Fuente: Banco de la República.

Gráfico R3.4
Variación acumulada (pb) de la tasa a 10 años en moneda local desde enero de 2024



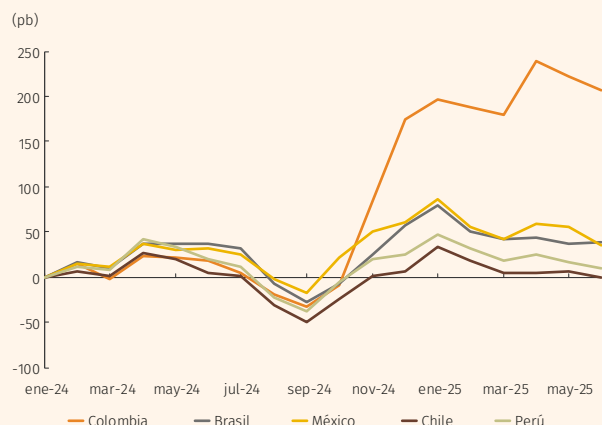
Fuente: Bloomberg.

Gráfico R3.5
Tasa de política monetaria de los Bancos Centrales de la región



Fuente: Bloomberg.

Gráfico R3.6
Variación acumulada (pb) de la tasa a 10 años en dólares desde enero de 2024



Fuente: Haver, Bloomberg.

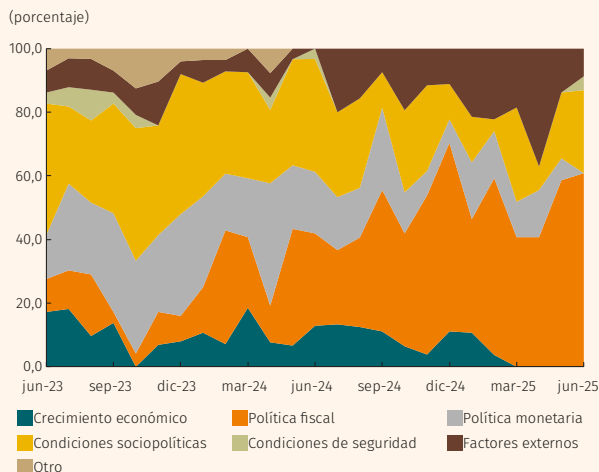
aumento observado de las tasas de interés de largo plazo se explica, principalmente, por el aumento de dicha compensación, mientras que las expectativas de política monetaria han presentado algunas reducciones (Gráfico R3.3).

El aumento de las tasas de interés se ha presentado tanto en moneda local como en dólares.

En el caso de las tasas de interés en moneda local (Gráfico R3.4), este repunte ha ocurrido al tiempo que el Banco de la República ha reducido su TPM en 375 puntos básicos (pb) durante este periodo, una reducción superior a la aplicada por los demás bancos centrales de la región. Esto contrasta con Brasil, donde el aumento de más de 300 pb en las tasas de interés en moneda local puede atribuirse, en gran medida, al incremento de 325 pb en la TPM durante el mismo periodo (Gráfico R3.5). En cuanto a las tasas de interés en dólares, los títulos colombianos han presentado aumentos superiores a los registrados para los demás países de la región (Gráfico R3.6).

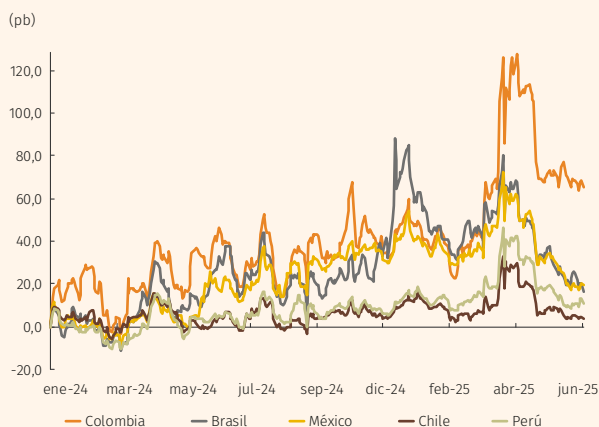
La descomposición de estas tasas de interés en expectativas de política monetaria y una compensación por invertir a plazos más largos indica que este último factor explica el incremento de los títulos colombianos de largo plazo durante 2024 y lo corrido de 2025. Con el fin de analizar los determinantes de esta compensación, Botero, Mateus y Ruíz (2023) analizan el caso colombiano y encuentran que históricamente ha estado explicada por cinco factores: 1) la mayor

Gráfico R3.7
Factores más relevantes a la hora de tomar decisiones de inversión



Fuente: Encuesta de opinión financiera (EOF).

Gráfico R3.8
Variación acumulada (pb) del CDS a cinco años desde enero de 2024



Fuente: Bloomberg.

Gráfico R3.9
Incertidumbre respecto a la inflación



Nota: medida como la desviación estándar de las expectativas de inflación a un año tomada de la encuesta mensual de expectativas del Banco de la República.
Fuente: Banco de la República.

incertidumbre sobre la inflación futura⁴; 2) el déficit fiscal (como proporción del PIB); 3) el apetito por riesgo en economías emergentes⁵; 4) la menor liquidez⁶ y, 5) en menor medida, el riesgo sociopolítico, medido mediante la *Encuesta de opinión financiera*⁷ (EOF).

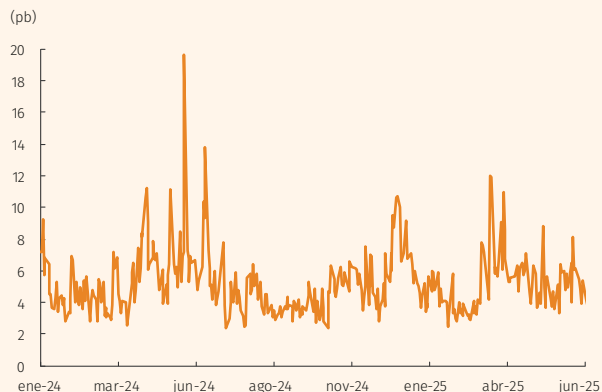
El deterioro del panorama fiscal del país constituye un factor que podría explicar el incremento en las tasas de interés de largo plazo observado desde 2024. Por un lado, el déficit fiscal aumentó del 4,2% del PIB en 2023 al 6,7% en 2024. Además, el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP) publicado en junio por el Ministerio de Hacienda activó la cláusula de escape de la regla fiscal por tres años, previendo un déficit del 7,1% del PIB en 2025 y del 6,2% en 2026, niveles muy superiores al 2,5% registrado en 2019, antes de la pandemia del covid-19. Lo anterior contribuyó a la reciente rebaja en la calificación crediticia soberana por parte de *S&P* y *Moody's*, anunciada a finales de junio, que implicó que los TES perdieran el grado de inversión⁸ (los bonos en moneda externa ya lo habían perdido en 2021).

Este panorama retador para las finanzas públicas también se ve reflejado en la percepción de analistas y del mercado. La EOF muestra que durante los últimos dos años ha aumentado significativamente el número de agentes que señalan el frente fiscal como el principal riesgo para el mercado local (Gráfico R3.7). A su vez, la prima de riesgo del país, medida por el CDS a cinco años, ha aumentado considerablemente durante este mismo periodo, por encima de otros países de la región (Gráfico R3.8).

Por su parte, los otros factores que contribuyen a explicar la compensación que se paga por mantener los títulos soberanos de largo plazo han mostrado un comportamiento favorable recientemente, por lo que no explicarían el repunte observado desde 2024. En particular, las medidas de incertidumbre sobre la inflación (Gráfico R3.9) y de iliquidez del mercado (Gráfico R3.10) han mostrado una tendencia a la baja, aunque aún se ubican en niveles superiores a sus promedios históricos. Asimismo, la relevancia de las condiciones sociopolíticas ha disminuido, aunque sigue siendo el segundo factor más relevante para los agentes a la hora de tomar decisiones de inversión (Gráfico R3.7). Si bien estos tres factores han presentado un comportamiento favorable durante este periodo, sus niveles aún elevados podrían contribuir a que las tasas de interés de largo plazo permanezcan altas frente a sus promedios históricos. Por último, el apetito por riesgo hacia economías emergentes ha repuntado durante 2025, en consonancia con el desempeño favorable de los títulos de deuda pública en la mayoría de los países de la región (Gráfico R3.11).

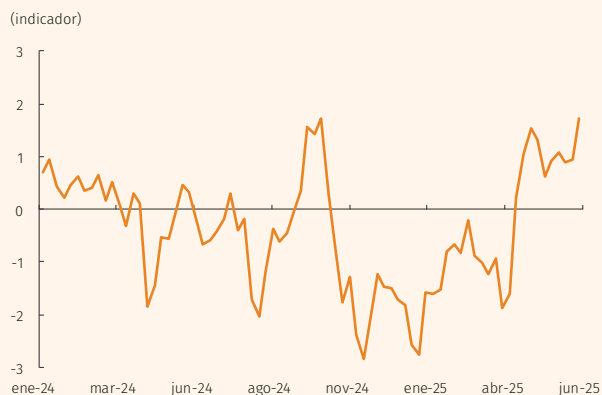
- 4 Medida como la desviación estándar de las expectativas de inflación a un año tomada de la encuesta mensual de expectativas del Banco de la República. Estudios como el de Ceballos, Naudon y Romero (2016) usan esta variable para medir la compensación por riesgo inflacionario.
- 5 Medido con la variable de apetito por riesgo cambiario hacia países emergentes calculada por JP Morgan.
- 6 Medida con el *bid-ask spread* (BAS) de los TES. Un menor nivel de esta variable implica una mayor liquidez del mercado de TES.
- 7 Mensualmente, Fedesarrollo y la BVC publican la EOF, en donde una de las preguntas que hacen a analistas e inversionistas de portafolio es sobre los factores más relevantes a la hora de tomar sus decisiones de inversión. Una de las posibles respuestas son las condiciones sociopolíticas.
- 8 El 26 de junio *Moody's* rebajó la calificación crediticia del Gobierno de Baa2 a Baa3 (perspectiva estable), aún se mantiene un nodo por encima del grado de inversión. Ese mismo día *S&P Global Ratings* también rebajó la calificación en moneda externa de BB+ a BB, y en moneda local de BBB- a BB+ (ambas con perspectiva negativa). La decisión de *S&P* implica que los TES (deuda en moneda local) hayan perdido su grado de inversión al tener dos de tres calificaciones por debajo del grado de inversión (*Fitch Ratings* ya le había quitado el grado de inversión a Colombia, en moneda local y externa, en 2021).

Gráfico R3.10
BAS^{a/} de TES
(medida de iliquidez)



a/ El Bid-Ask Spread (BAS) se calcula como la mediana de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos TES en pesos que se encuentran en el mercado.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico R3.11
Apetito por riesgo cambiario hacia economías emergentes



Nota: valores positivos de esta variable indican apetito hacia economías emergentes; valores negativos indican aversión hacia estas economías.
Fuente: JP Morgan.

En conclusión, el incremento de las tasas de interés de largo plazo de la deuda pública colombiana se explica, principalmente, por un aumento en la compensación por invertir a mayores plazos, la cual estaría asociada, en particular, con el deterioro del panorama fiscal del país.

Referencias

- Adrian, T.; Crump, R. K.; Moench, E. (2013). "Pricing the term Structure with Linear Regressions", *Journal of Financial Economics*.
- Botero, Ó.; Mateus, J.; Ruíz, C. (2023). "Factores que pueden incidir en la resistencia de la curva de rendimientos en Colombia a invertirse", *Reporte de Mercados Financieros 2T23*.
- Espinosa, J. A.; Melo-Velandia, L. F.; Moreno, J. F. (2014). "Estimación de la prima por vencimiento de los TES en pesos del gobierno colombiano", Borradores de Economía.
- Kopp, E.; Williams, P. D. (2018). "A Macroeconomic Approach to the Term Premium", IMF Working Papers.

5. Balance externo y reservas internacionales

5.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia

El déficit de la cuenta corriente se amplió al 2,2% del PIB en el primer trimestre, resultado del incremento del déficit de la balanza comercial y compensado parcialmente por los mayores ingresos netos por transferencias corrientes y los menores egresos netos por renta de los factores (Cuadro 5.1). En el primer trimestre del año la cuenta corriente registró un déficit de USD 2.290 millones (m), equivalente al 2,2% del PIB y superior al 1,9% del PIB observado un año atrás. La ampliación de este desbalance estuvo explicada por una ampliación del déficit del balance comercial de bienes en USD 983 m frente al mismo periodo de 2024 y una reducción en el superávit de servicios en USD 30 m. Este comportamiento se compensó, parcialmente, por las mayores transferencias corrientes (USD 518 m) y por la reducción del déficit de renta de los factores (USD 149 m) frente al año anterior. Esto ocurrió en un entorno de una demanda interna que continuó recuperándose y que creció a una tasa anual superior a la del PIB, de unos menores precios de algunos bienes exportados, como el petróleo y el carbón, de un buen comportamiento del turismo extranjero y de niveles aún altos de remesas de trabajadores.

El incremento en el balance deficitario de la balanza comercial fue resultado del mayor crecimiento de las compras externas de bienes frente al de las ventas al exterior, y de un balance menos positivo en la canasta de servicios (Cuadro 5.1). Las ventas externas de bienes totalizaron USD 12.163 m en el primer trimestre del año, con incrementos en productos como el café (USD 724 m), los productos industriales (USD 416 m), el oro no monetario (USD 240 m), y disminuciones en las de carbón (USD 772 m) y petróleo (USD 190 m) frente al mismo periodo del año anterior. Por su parte, las importaciones sumaron USD 15.251 m, impulsadas por mayores compras de insumos y bienes de capital para la industria, bienes de consumo y combustibles. En el comercio de servicios, las exportaciones crecieron USD 419 m frente al año anterior, impulsadas principalmente por los mayores ingresos por viajes de turistas extranjeros (USD 252 m), mientras que las importaciones, por su parte, aumentaron USD 449 m, debido a mayores egresos en viajes y transporte de carga.

En el primer trimestre del año los mayores ingresos netos por transferencias corrientes limitaron una mayor ampliación del déficit corriente, gracias a unas mayores remesas recibidas del exterior y a la disminución de los egresos por transferencias. En este periodo las remesas de trabajadores alcanzaron un valor de USD 3.131 m, con un incremento de USD 410 m frente al mismo periodo del año anterior (15,1% anual), representando el 2,9% del PIB trimestral. Este resultado estuvo asociado con el buen desempeño del empleo en Estados Unidos y España, países de donde proviene la mayor parte de estos recursos. A su vez, los egresos por transferencias corrientes distintas a remesas cayeron USD 42 m frente al mismo periodo de 2024, favoreciendo el saldo de ingresos netos de este componente de la cuenta corriente.

Los menores egresos netos por renta factorial también compensaron parcialmente el mayor déficit corriente, y se explican por la reducción en los pagos de intereses de créditos externos y por el aumento de los ingresos de las inversiones de Colombia en el exterior. La reducción en el pago de intereses de créditos externos (USD 138 m) provino tanto de los créditos del sector público (USD 95 m) como del sector privado (USD 43 m). A su vez, se registró un aumento de los ingresos por las inversiones de Colombia en el exterior (USD 101 m), explicado, en mayor medida, por el incremento de los intereses recibidos por los préstamos otorgados al exterior por parte

Cuadro 5.1
Cuenta corriente de Colombia

Cuenta corriente (millones de dólares)	2024 (p) ene-mar	2025 (p) ene-mar	Variación (dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	-1.945	-2.290	-346
Porcentaje del PIB	-1,9%	-2,2%	
Ingresos	22.237	23.628	1.391
Egresos	24.182	25.918	1.736
A. Bienes y servicios	-1.931	-2.943	-1.013
1. Bienes	-2.105	-3.088	-983
Exportaciones FOB	11.764	12.163	399
Importaciones FOB	13.869	15.251	1.382
2. Servicios	175	145	-30
Exportaciones	4.343	4.762	419
Importaciones	4.168	4.617	449
B. Renta de los factores	-3.345	-3.196	150
1. Ingresos	2.398	2.499	101
2. Egresos	5.743	5.695	-49
I. Intereses	3.364	3.226	-138
Público	2.121	2.027	-95
Privado	1.243	1.200	-43
II. Renta de las inversiones extranjeras en Colombia	2.369	2.463	94
Directa	2.319	2.409	90
Portafolio	50	54	4
III. Remuneración de empleados	10	5	-5
C. Transferencias corrientes	3.331	3.849	518
Ingresos	3.732	4.204	472
Egresos	401	355	-46

p: preliminar.
Fuente: Banco de la República.

del sector privado colombiano (USD83 m). Por otro lado, se registró un aumento de las utilidades remitidas al exterior de las firmas con inversión extranjera directa (IED) (USD90 m), resultado de mayores ganancias estimadas para las actividades financieras y de servicios empresariales, comercio, hoteles e industrias manufactureras (USD33 m). No obstante, este mayor egreso por utilidades se compensó parcialmente con las menores ganancias calculadas para las firmas que operan en las actividades de petróleo, minas y cantera, en un contexto de menores precios de algunos bienes, como el petróleo y el carbón, y una menor producción local en ese sector.

Durante el primer trimestre de 2025 la IED continuó siendo la principal fuente de financiamiento externo. La cuenta financiera registró entradas netas de capital por USD1.835 m (1,7% del PIB a marzo), superiores en USD234 m frente al primer trimestre de 2024 (Cuadro 5.2). Se destacan los recursos recibidos por IED (USD3.142 m), los ingresos por inversiones extranjeras de cartera (USD1.207 m), y los desembolsos de préstamos y otros créditos externos (USD416 m). Dentro de estas entradas, los recursos recibidos por IED se redujeron en el periodo de referencia en USD540 m frente a lo recibido un año atrás. Esta dinámica de la IED se explica, principalmente, por la reducción en las inversiones recibidas en las actividades de comercio y hoteles (USD445 m), servicios financieros y empresariales (USD349 m) y minería (USD171 m),

Cuadro 5.2
Cuenta financiera de Colombia

Cuenta financiera (millones de dólares)	2024 (p) ene-mar	2025 (p) ene-mar	Variación (dólares)
Cuenta financiera (II+III+IV-I)	-1.601	-1.835	-234
Porcentaje del PIB	-1,6%	-1,7%	
I. Pasivos (ingresos de capital extranjero) (A+B)	3.797	4.765	968
A. Inversión extranjera directa	3.683	3.142	-540
B. Otras inversiones en Colombia (i+ii)	114	1.622	1.508
i. Sector público (a+b)	754	92	-662
a. Inversión extranjera de cartera	749	1.026	277
Mercados internacionales (bonos)	641	-10	-651
Mercado local (TES)	108	1.036	928
b. Créditos externos y otros pasivos	6	-934	-939
Préstamos	6	-934	-939
ii. Sector privado (a+b)	-640	1.530	2.170
a. Inversión extranjera de cartera	-166	181	346
Mercados internacionales	-170	0	170
Mercado local	4	181	176
b. Créditos externos y otros pasivos	-474	1.349	1.824
Préstamos	-381	1.039	1.420
Otro/a/	-93	310	403
II. Activos (salidas de capital colombiano) (A+B)	1.820	2.789	969
A. Inversión directa en el exterior	1.156	689	-467
B. Otras inversiones en el exterior (i+ii)	664	2.100	1.436
i. Sector público	-590	-2.095	-1.504
ii. Sector privado	1.255	4.195	2.940
III. Instrumentos financieros derivados (A-B)	-575	-422	153
IV. Activos de reserva	951	564	-388

p: preliminar.

a/ Incluye: i) moneda y depósitos, y ii) créditos y anticipos comerciales.

Nota: El endeudamiento público corresponde a la suma entre la inversión extranjera de cartera y los préstamos.

Fuente: Banco de la República.

lo cual fue compensado parcialmente por el aumento de la IED en la industria manufacturera (USD 123 m) y en la actividad de electricidad, gas y agua (USD 105 m).

La financiación del déficit externo también estuvo soportada por los ingresos netos provenientes de inversiones de cartera y, en menor medida, por los créditos externos (Cuadro 5.2). Durante el primer trimestre de 2025, el endeudamiento externo del sector público registró ingresos por USD 92 m, resultado de la resta de los ingresos netos por títulos de deuda (USD 1.026 m) contra las amortizaciones netas por préstamos (USD 934 m). En cuanto al sector privado, recibió ingresos por concepto de préstamos (USD 1.349 m) y por inversiones de portafolio en el mercado local (USD 181 m). Por su parte, las salidas de capital colombiano se estimaron en USD 2.789 m, concentradas en inversiones financieras de cartera en el exterior, especialmente de origen privado (USD 4.470 m).

Para 2025 el equipo técnico del Banrep proyecta un déficit de la cuenta corriente cercano al 2,5% del PIB. La ampliación frente al déficit del 1,7% de 2024 sería resultado de una demanda interna más dinámica, la continuación en la moderación de los precios internacionales de algunos bienes mineros exportados por el

país y un entorno de incertidumbre frente a las políticas comerciales externas. El mayor desbalance externo se explicaría por el deterioro de la balanza comercial de bienes y servicios, debido al incremento esperado de las importaciones y a los menores ingresos por exportaciones petroleras y mineras. Sin embargo, una ampliación mayor del déficit comercial se vería limitada por unos ingresos más altos por ventas de café, oro y productos no tradicionales, y por el dinamismo de las exportaciones por servicios turísticos. El menor déficit de renta factorial, asociado con menores utilidades remitidas al exterior por parte de empresas mineras y petroleras con IED, así como el mayor superávit de transferencias corrientes, liderado por los mayores ingresos por remesas de trabajadores, también contribuirían a limitar una ampliación mayor del desbalance externo.

El país mantendría acceso al financiamiento externo en un entorno de tasas de interés estadounidenses que se mantendrían por encima de sus niveles previos a la pandemia y de una prima de riesgo de Colombia que continuaría por encima de su promedio histórico. La IED se posicionaría como la principal fuente de recursos, las menores inversiones destinadas a petróleo y minería serían parcialmente compensadas con mayores inversiones al resto de sectores, ante una perspectiva de una demanda interna y crecimiento económico local más dinámico. Por su parte, los flujos de capital del sector público contribuirían al financiamiento externo en mayor medida que en años anteriores, en línea con la ampliación esperada del déficit fiscal para 2025.

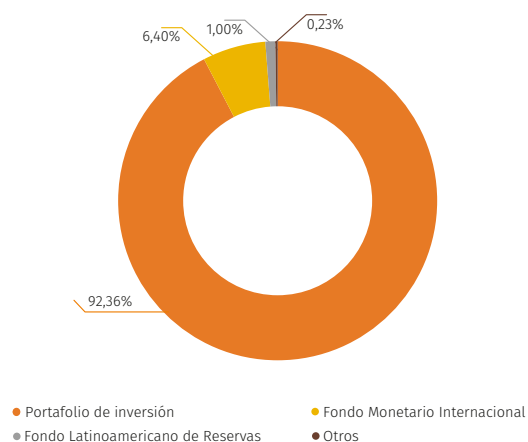
5.2 Reservas internacionales

De acuerdo con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. Consecuentemente, la ley define que la inversión de los activos de reserva se sujetará a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. El criterio de seguridad con el que se gestionan las reservas internacionales en Colombia implica controlar adecuadamente los riesgos a los que se exponen las inversiones. Con el fin de manejarlos dentro de los parámetros y niveles aceptables, el Comité de Reservas Internacionales del Banco de la República¹ define límites estrictos para las exposiciones a cada uno de los diferentes riesgos que enfrentan las reservas. Para cumplir con el criterio de liquidez, el Banco invierte las reservas internacionales en activos financieros fáciles de liquidar, en caso de ser necesario, o en activos que vencen en los próximos meses, y define tramos de inversión en función de los objetivos de liquidez y rentabilidad. Una vez definidos los criterios para que el portafolio de las reservas internacionales se invierta con un riesgo bajo, la política de administración busca propender por una rentabilidad adecuada, ya que este criterio es parte del mandato entregado por ley al Banco de la República. En el Anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión de las reservas y algunas definiciones relevantes.

El principal objetivo de las reservas internacionales es proteger al país de choques externos que pueden afectar tanto a los flujos comerciales como a los financieros y, dependiendo de su magnitud, pueden poner en riesgo la estabilidad macroeconómica. Los flujos comerciales se pueden ver afectados, por ejemplo, por una reducción drástica de las exportaciones o un aumento inusitado de las importaciones que estreche la situación de liquidez externa; a su vez, los flujos financieros podrían afectarse debido a dificultades para acceder al financiamiento externo, tales como un menor acceso a créditos internacionales, o mayores egresos de capital tanto de inversionistas extranjeros como de residentes. Las reservas internacionales de un país también son un factor determinante en la percepción de la capacidad de pago de los prestatarios nacionales, en la medida en que las

¹ El Comité de Reservas Internacionales está compuesto por el ministro de Hacienda y Crédito Público o su delegado, los miembros de dedicación exclusiva de la Junta Directiva y el gerente general.

Gráfico 5.1
Composición de las reservas internacionales
(información al 30 de junio de 2025)



Nota: el oro se incluye dentro del portafolio de inversión. El rubro otros incluye convenios internacionales, efectivo en caja y depósitos a la orden.
Fuente: Banco de la República.

agencias calificadoras de riesgo y los prestamistas externos consideran que un nivel adecuado de reservas permitiría que los residentes puedan atender las obligaciones en moneda extranjera, tales como el pago de importaciones y el servicio de la deuda externa, en eventualidades en las que el país enfrente dificultades de acceso al financiamiento externo. De esta manera, un nivel adecuado de reservas contribuye a mejorar la percepción de riesgo del país y sus residentes, facilitando el acceso del Gobierno y del sector privado a los mercados internacionales de capitales.

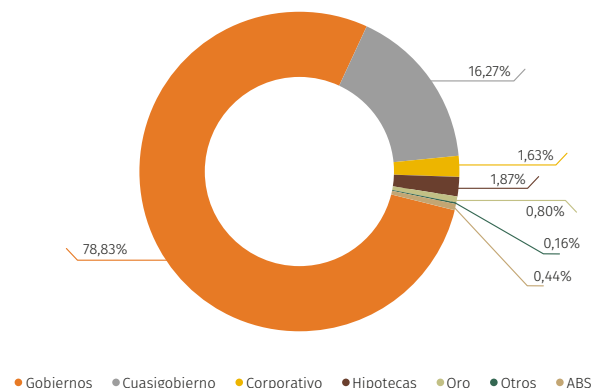
El Banco de la República mantiene colchones de liquidez externa en cuantías que considera suficientes para cumplir con el objetivo mencionado. En esa medida, se reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez en moneda extranjera para prevenir y enfrentar los choques externos teniendo en cuenta diferentes métricas internacionales. Por ejemplo, es deseable que el nivel de liquidez externa que administra el Banco de la República sea mayor a la suma del déficit de la cuenta corriente y los pagos proyectados de la deuda externa.

Durante 2025 se ha presentado un aumento en el nivel de las reservas internacionales, explicado por la rentabilidad positiva obtenida en lo corrido del año. Al 30 de junio de 2025 las reservas internacionales netas² totalizaron USD 65.163 millones (m), lo que significa un aumento de USD 2.682 m durante lo corrido de 2025. El rendimiento de las reservas internacionales en lo corrido del año, que sin incluir el componente cambiario se ubicó en el 2,90% (USD 1.851 m), fue un factor fundamental para explicar el incremento en el nivel de las reservas. Este resultado se dio, principalmente, por los mayores niveles en las tasas de interés, las cuales tuvieron un impacto positivo en la rentabilidad de las reservas internacionales a través de mayores intereses recibidos de las inversiones. Adicionalmente, el rendimiento de las reservas internacionales se vio favorecido por la valorización de las inversiones, debido a la disminución en los niveles de las tasas de interés de corto plazo en los principales mercados en los que se invierten las reservas. Finalmente, el aumento en el nivel de reservas internacionales se vio soportado por la apreciación de otras monedas de reserva frente al dólar estadounidense, generando un efecto cambiario positivo en la valoración de las reservas (USD 862 m).

El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión. Este corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y al oro físico certificado (91,61% y 0,75% de las reservas, respectivamente). Adicionalmente, las reservas internacionales incluyen los aportes del país al Fondo Monetario Internacional y al Fondo Latinoamericano de Reservas. En el Gráfico 5.1 se presenta la composición de las reservas internacionales al cierre del primer semestre de 2025.

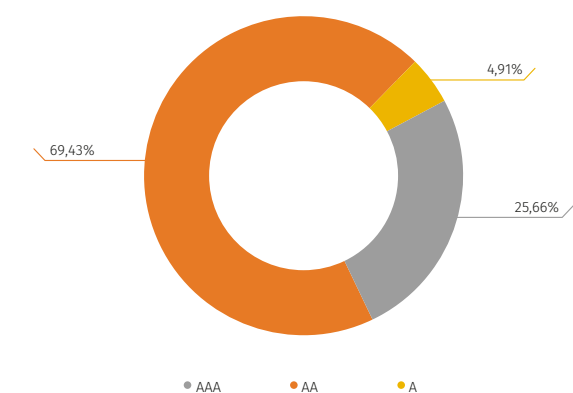
2 Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD 65.188 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 25 m.

Gráfico 5.2
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 30 de junio de 2025)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.3
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(información al 30 de junio de 2025)



Fuente: Banco de la República.

5.2.1 Indicadores de reservas

Las diferentes métricas sobre las reservas internacionales continúan indicando que Colombia mantiene un nivel adecuado, pero sin exceder lo necesario para satisfacer las necesidades externas del país y proporcionar un respaldo sólido frente a posibles choques externos. Este diagnóstico se mantiene incluso tras la suspensión del acceso de Colombia a la línea de crédito flexible (LCF) del Fondo Monetario Internacional (FMI). Un indicador ampliamente utilizado internacionalmente para evaluar la suficiencia de las reservas es el propuesto por la metodología *assessing reserve adequacy* (ARA) del FMI. Esta métrica establece que las reservas internacionales deben ser suficientes para cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos durante episodios de presión en el mercado cambiario. Este indicador busca brindar protección frente a los riesgos asociados con la pérdida de acceso al financiamiento externo, la pérdida de confianza en la moneda local, la reversión de los flujos de capital, y una posible contracción de la demanda externa. Según el estándar del FMI, se considera que una economía mantiene un nivel adecuado de reservas si la razón entre estas y su nivel adecuado (según la metodología ARA) se encuentra en el rango de 1,0 a 1,5. Con la información más reciente disponible, correspondiente a mayo de 2025, esta razón para Colombia se ubica en 1,30.

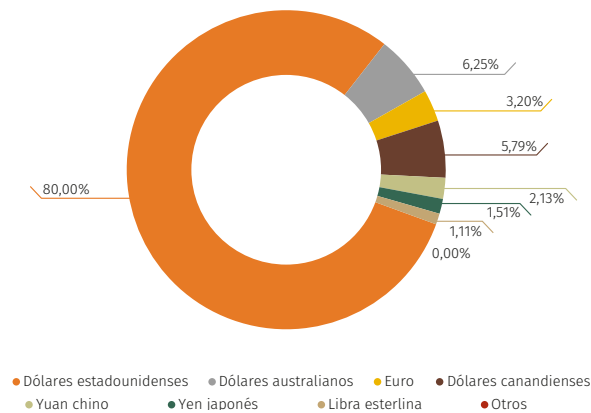
5.2.2 Composición del portafolio de inversión

El portafolio de inversión está constituido principalmente por títulos emitidos por gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos. En el Gráfico 5.2 se observa la composición del portafolio de inversión al 30 de junio de 2025, cuando alrededor del 95,10 % estaba invertido en emisiones de dichas entidades.

La composición del portafolio por calificación evidencia la alta calidad crediticia de los activos en que se invierte el portafolio. El Gráfico 5.3 muestra que el 25,66% del portafolio se encontraba invertido en instrumentos con calificación AAA y el 69,43% en AA. El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). Además de las calificaciones crediticias, el Banco incorpora el seguimiento de factores de riesgo ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por su sigla en inglés) en su proceso de gestión de riesgos de las reservas internacionales.

El portafolio de inversión está compuesto por monedas que se caracterizan por contar con elevados volúmenes diarios de negociación y pertenecer a países con altas calificaciones crediticias, siendo el dólar estadounidense la moneda con mayor participación. El Gráfico 5.4 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 30 de junio de 2025. Teniendo en cuenta que uno de los objetivos de las reservas internacionales es poder atender los pagos externos del país en momentos de reducción de las fuentes de financiamiento externo, la composición cambiaria de las reservas internacionales de Colombia busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país. De esta manera, las reservas intentan cubrir la volatilidad de los pagos del país

Gráfico 5.4
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 30 de junio de 2024)



Fuente: Banco de la República.

en el exterior derivada de los movimientos de las tasas de cambio entre divisas extranjeras. El dólar estadounidense tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que la mayor parte de las transacciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólares canadiense, australiano y neozelandés, la corona sueca, la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el yuan, el yen, la corona noruega, el renminbi, los dólares hongkonés y singaporense, y el won coreano.

5.2.3 Rentabilidad de las reservas

La rentabilidad de las reservas depende, principalmente, de dos factores: el de intereses y el de valorización. El primero corresponde a los intereses recibidos de los instrumentos en los cuales se invierten las reservas internacionales, y el factor de valorización, al cambio en los precios de los títulos por movimientos en la tasa de interés. Este segundo factor se da porque existe una relación inversa entre el precio de los bonos y las tasas de interés, es decir, el precio de los bonos se reduce a medida que las tasas de interés aumentan, y viceversa.

Al 30 de junio de 2025 las reservas internacionales presentaron una rentabilidad positiva debido a los intereses recibidos en las inversiones del portafolio de inversión (factor intereses) y a la valorización del portafolio por la reducción en las tasas de interés (factor valorización). Las reservas internacionales han registrado una rentabilidad del 2,90 %³ en lo corrido del año. Las tasas de interés de los principales mercados en los que se invierten las reservas internacionales se han mantenido en niveles altos frente a los observados históricamente, lo cual ha contribuido a un efecto de causalidad positivo (factor intereses) en lo corrido del año. Adicionalmente, debido a las decisiones de política monetaria de la mayoría de los bancos centrales de las economías desarrolladas, las tasas de interés de corto plazo de las curvas de bonos de deuda soberana se han reducido, generando una valorización de las inversiones de menor vencimiento (factor valorización).

Las perspectivas en torno a la rentabilidad de las reservas internacionales para 2025 continúan siendo favorables tanto para la generación de intereses como para la valorización de las inversiones. Con unas tasas de interés en los mercados internacionales en niveles relativamente altos frente a los observados en los últimos años, se espera que las inversiones de las reservas continúen generando elevados intereses (factor intereses) durante el año. Adicionalmente, en la medida en que los niveles de inflación global continúen disminuyendo, las tasas de interés de los títulos de deuda soberana tenderían a reducirse, generando valorizaciones de las inversiones. Las perspectivas en torno a la rentabilidad de las reservas internacionales son favorables dado el mayor nivel de intereses que reciben los activos del portafolio. Adicionalmente, es posible que en los próximos meses se presenten

3 Esta rentabilidad se obtiene al dividir la rentabilidad observada por el promedio del valor de las reservas netas el 31 de diciembre de 2024 y el 30 de junio de 2025. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario de la rentabilidad de las reservas.

recortes de las tasas de interés en varios países avanzados, teniendo en cuenta las proyecciones disponibles para 2025. En el mediano plazo, las tasas de interés de los títulos de deuda soberana presentarían reducciones adicionales, lo cual generaría valorizaciones de las inversiones, pero menor causación de intereses.

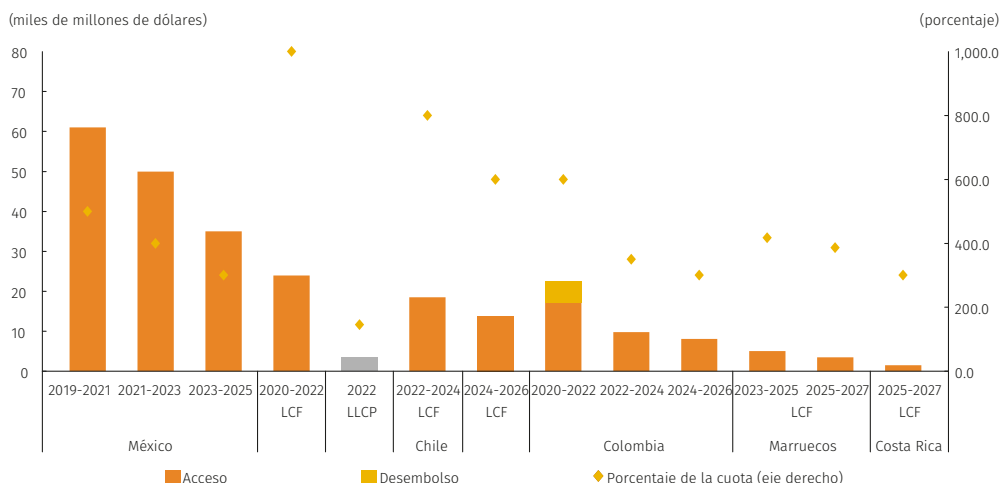
5.2.4 Medidas para fortalecer la liquidez internacional

El 26 de abril de 2024, el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó un nuevo acuerdo de la línea de crédito flexible (LCF) por dos años y por un monto de USD 8.100 m, equivalentes al 300% de la cuota del país. Este acuerdo reemplazó al anterior, aprobado en 2022, y es considerado por las autoridades colombianas como un instrumento de carácter precautorio para enfrentar riesgos externos.

La línea de crédito es un instrumento creado por el FMI y diseñado para proveer financiamiento anticipado y flexible a países con marcos institucionales de política económica sólidos y fundamentos económicos fuertes. Esta línea complementa la disponibilidad de liquidez externa de los países beneficiarios, constituye un seguro contra riesgos externos, preserva la confianza de los agentes en las economías y facilita su acceso a los mercados financieros en condiciones favorables. Actualmente, cinco países tienen acuerdos vigentes de la LCF: México, Chile, Colombia, Marruecos y Costa Rica (Gráfico 5.5).

Los acuerdos de la LCF, que se aprueban por periodos de dos años, están sujetos a una revisión intermedia al finalizar el primer año, en la cual se evalúa si el país miembro continúa cumpliendo con los criterios de acceso al instrumento. Estos criterios son: 1) una posición externa sostenible; 2) una cuenta de capitales que debe ser financiada mayoritariamente por flujos privados; 3) un historial constante de acceso a los mercados de capitales en condiciones favorables; 4) una posición adecuada de reservas internacionales; 5) unas finanzas públicas sólidas, incluyendo una posición sostenible de la deuda pública; 6) una inflación baja y estable, en un marco robusto de política monetaria y cambiaria; 7) un sistema financiero sólido sin problemas de solvencia bancaria que supongan una amenaza a la estabilidad sistémica; 8) una supervisión efectiva del sector financiero, y 9) transparencia e integridad de la información. Asimismo, la revisión intermedia requiere de una evaluación favorable de las políticas del país miembro, en el marco de la consulta del artículo IV más reciente, como parte de la evaluación de los criterios de calificación. Si transcurrido un año desde la fecha de aprobación del acuerdo vigente no se ha completado la revisión de término medio (para los acuerdos aprobados por dos años), el acceso a los recursos

Gráfico 5.5
Acuerdos recientes de la línea de crédito flexible



Fuentes: FMI, Banco de la República.

del instrumento por parte del país miembro quedará suspendido y no podrá efectuarse ningún desembolso hasta la finalización de la evaluación mencionada.

Colombia ha venido realizando los ajustes necesarios para corregir los principales desequilibrios macroeconómicos derivados de las perturbaciones de los últimos años. Así, después de transcurrido más de un año de la renovación más reciente de la LCF, el país ha mantenido fundamentales económicos y marcos de política fuertes en la mayoría de los frentes. Sin embargo, a pesar de estas perspectivas favorables, la situación fiscal se ha deteriorado, dada una estructura de gasto muy inflexible y unos ingresos que resultaron inferiores a los proyectados. En este contexto, marcado por una alta incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros debido a los cambios en la política económica de Estados Unidos y las tensiones geopolíticas globales, la misión del FMI que visitó el país a principios del año decidió aplazar la terminación de la consulta del artículo IV.

El organismo informó que la evaluación respecto de la calificación de Colombia para acceder a los recursos del instrumento se encuentra sujeta a la finalización de la consulta del artículo IV y a la revisión intermedia, por lo que el acceso a los recursos de la línea se encuentra suspendido desde el 26 de abril de este año. El FMI continúa comprometido con las autoridades colombianas en un diálogo constructivo alrededor de las acciones pertinentes y las políticas necesarias para hacer frente a los retos actuales que enfrenta el país. El proceso del artículo IV sigue en curso mientras el equipo del FMI termina su evaluación.

Por otra parte, el Banco de la República también tiene acceso a la facilidad de repos con la Reserva Federal (FIMA), que corresponde a un instrumento que facilita el acceso a liquidez inmediata en caso de ser requerida bajo circunstancias extremas. En estas transacciones los titulares de cuentas FIMA (bancos centrales y otras autoridades monetarias internacionales con cuentas en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York) intercambian sus bonos del tesoro de Estados Unidos custodiados en la Fed por dólares estadounidenses, con el compromiso de volver a comprar los títulos al día siguiente, junto con unos intereses. El principal beneficio que el Banco de la República tiene para acceder a la facilidad FIMA es poder disponer de liquidez en dólares estadounidenses sin tener que vender definitivamente los activos de los portafolios de las reservas internacionales, lo cual mitiga el riesgo de liquidez y de mercado. El Banco de la República usaría esta facilidad solamente en el caso poco probable de que, habiendo decidido vender dólares en el mercado de contado, el mercado de compra y venta de títulos del Tesoro estadounidense presentara en ese momento una muy baja liquidez.

Finalmente, el Banco de la República cuenta con acceso a facilidades de liquidez del Banco de Pagos Internacionales (BPI), las cuales complementan la disponibilidad de liquidez externa de las reservas internacionales. Bajo estas facilidades, las inversiones que tienen los bancos centrales con dicha institución sirven de garantía para el suministro de liquidez por parte del BIS. En ese sentido, el Banco de la República podría disponer de liquidez contingente e inmediata, sin tener que vender los activos de los portafolios de las reservas internacionales invertidos en instrumentos del BIS, lo cual podría ser útil, especialmente en circunstancias extremas de baja liquidez en los mercados globales de renta fija o episodios de alta aversión al riesgo. En particular, en el primer semestre de 2025 el BIS renovó al Banco de la República estas facilidades por un monto total de USD 2.000 m, que solo se utilizarían de forma excepcional ante situaciones extremas en los mercados⁴. En ese sentido, el Banco de la República considera estas facilidades como líneas de carácter precautorio que complementan la disponibilidad de liquidez externa de las reservas internacionales.

4 Dicha entidad se reserva el derecho de aprobar o denegar las solicitudes para acceder al instrumento y para desembolsar la facilidad. El BPI estudia la solicitud de cada banco central para el acceso a la línea y ante la eventualidad de solicitar su desembolso.

Sombreado 3

Evolución de la balanza de pagos de Colombia en el periodo 2000-2024

Una de las principales características de las cuentas externas de la economía colombiana consiste, en términos generales, en su continuo déficit corriente y, por consiguiente, su demanda por financiamiento externo. Esto se revela en un balance negativo de la cuenta corriente, que ha estado entre el 1,3% y el 6% como proporción del PIB en lo corrido del presente siglo. Cabe resaltar que, más recientemente, el déficit en la cuenta corriente registró un fuerte deterioro en los primeros años de la presente década, a raíz de los desbalances generados durante los años posteriores a la pandemia, situación que se ha corregido en los años más recientes, como parte del ajuste macroeconómico observado en la economía colombiana. A lo largo del tiempo, el persistente desbalance externo del país ha estado explicado por los resultados deficitarios en la balanza comercial de bienes y servicios, y en la renta factorial, compensados parcialmente por los ingresos netos en las transferencias corrientes (Cuadro S3.1).

En primer lugar, el principal determinante de la dinámica de la cuenta corriente es el comportamiento de las exportaciones y las importaciones, que representan, en promedio, el 62% del total de los ingresos y egresos corrientes del periodo 2000-2024. En este componente las ventas externas alcanzaron su participación más alta en el periodo 2009-2015 (75,2%), mientras que las compras externas lo hicieron en 2020 (66,8%). En cuanto al comercio exterior de servicios, las ventas y compras al exterior han registrado un repunte notable en su importancia relativa desde 2016. En particular, durante 2023 y 2024 el crecimiento de los ingresos por viajes fue especialmente relevante, mientras que en los años previos a la pandemia lo hicieron los egresos en viajes y transporte de carga. Por otro lado, los ingresos netos por transferencias corrientes han presentado una tendencia creciente, sobresaliendo el periodo más reciente, resultado de mayores ingresos de divisas por remesas, rubro que ha alcanzado niveles históricamente altos en los últimos dos años. Este resultado estuvo asociado con el incremento de la población colombiana residente en el exterior y con el buen desempeño del empleo en Estados Unidos y España, países que aportan cerca del 70% de estos recursos.

Desde el año 2000 los ingresos y egresos por renta de los factores han mostrado un crecimiento sustancial, con excepción de 2020. En los años recientes estos han alcanzado sus niveles más altos (Cuadro S3.1). En el caso de los ingresos, este resultado se debe a las mayores ganancias y rendimientos generados por las inversiones efectuadas por colombianos en el exterior. En contraste, el aumento de los egresos se explica tanto por el comportamiento de las utilidades de las firmas con inversión extranjera directa (IED), especialmente elevadas en los periodos de auge de precios de los bienes *commodities*, como por el incremento en el pago de intereses de la deuda externa, particularmente durante la pandemia, y en los años más recientes han estado caracterizados por mayores tasas de interés internacionales. En el caso de los intereses pagados al exterior, durante el periodo de análisis se observa que los pagos por créditos externos efectuados por el sector público son superiores frente a los del sector privado, aunque con un crecimiento inferior en sus niveles después de 2022, a raíz de los mayores créditos contratados por las firmas privadas (Cuadro S3.1). Cabe señalar que, siendo la IED y los créditos externos las principales fuentes de financiación de un balance en la cuenta corriente persistentemente deficitario, el incremento del saldo de dichos pasivos también explica, en parte, el aumento de los egresos externos por renta factorial en el país.

En línea con el persistente déficit de la cuenta corriente, Colombia ha acudido al financiamiento externo durante el periodo de referencia, registrando entradas netas de capital entre el 1,3% y el 5,9% del PIB, alcanzando sus niveles más altos entre 2021

Cuadro S3.1
Cuenta corriente de Colombia

Cuenta corriente (millones de dólares)	2000- 2008 ^{a/}	2009- 2015 ^{a/}	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cuenta corriente (A + B + C)	-2.306	-12.182	-12.587	-9.924	-14.041	-14.809	-9.267	-17.949	-20.879	-8.296	-7.225
Porcentaje del PIB	-1,3%	-3,7%	-4,4%	-3,2%	-4,2%	-4,6%	-3,4%	-5,6%	-6,0%	-2,2%	-1,7%
Ingresos	28.785	66.517	54.748	62.655	68.800	68.318	52.420	68.783	94.174	92.055	95.818
Egresos	31.091	78.700	67.334	72.579	82.841	83.127	61.687	86.732	115.052	100.351	103.043
A. Bienes y servicios	-1.206	-5.511	-13.451	-8.762	-10.556	-14.148	-13.105	-20.001	-16.094	-7.786	-9.473
1. Bienes	890	151	-9.176	-4.285	-6.394	-9.863	-8.870	-13.984	-12.178	-6.808	-9.156
Exportaciones FOB	20.652	50.051	34.063	39.786	42.993	40.656	32.309	42.736	59.473	52.642	51.091
Importaciones FOB	19.763	49.900	43.239	44.070	49.387	50.518	41.179	56.719	71.652	59.449	60.246
2. Servicios	-2.096	-5.662	-4.275	-4.477	-4.162	-4.285	-4.235	-6.017	-3.916	-978	-317
Exportaciones	3.023	7.245	8.706	9.536	10.731	10.668	5.915	8.178	14.044	16.031	17.910
Importaciones	5.120	12.907	12.981	14.013	14.893	14.954	10.150	14.195	17.960	17.010	18.227
B. Renta de los factores	-4.780	-11.580	-5.312	-8.046	-11.442	-9.716	-4.950	-8.723	-17.086	-13.432	-13.260
1. Ingresos	1.125	3.336	4.994	5.577	6.177	6.977	4.543	5.932	6.975	8.970	9.691
2. Egresos	5.905	14.916	10.306	13.623	17.619	16.693	9.492	14.656	24.061	22.402	22.951
I. Intereses	2.549	3.363	5.330	6.021	6.768	7.192	6.014	6.496	8.320	11.305	13.002
Público	1.783	2.571	3.907	4.705	5.089	5.202	4.804	5.205	5.605	7.138	8.205
Privado	766	792	1.423	1.316	1.678	1.989	1.210	1.291	2.716	4.167	4.797
II. Renta de las inversiones extranjeras en Colombia	3.338	11.476	4.927	7.539	10.790	9.442	3.434	8.114	15.707	11.068	9.922
Directa	3.310	11.056	4.795	7.346	10.576	9.228	3.257	8.010	15.583	10.876	9.735
Portafolio	27	421	132	193	214	214	177	104	124	192	187
III. Remuneración de empleados	18	65	22	23	22	22	5	7	34	29	26
C. Transferencias corrientes	3.680	4.909	6.177	6.883	7.957	9.055	8.788	10.775	12.301	12.922	15.507
Ingresos	3.984	5.885	6.985	7.757	8.899	10.017	9.654	11.937	13.681	14.413	17.126
Egresos	304	976	808	873	941	962	866	1.162	1.380	1.490	1.619

pr: preliminar.

a/ Corresponde al promedio simple del periodo referenciado.

Fuente: Banco de la República

Cuadro S3.2
Cuenta Financiera de Colombia

Cuenta financiera (millones de dólares)	2000- 2008 ^{a/}	2009- 2015 ^{a/}	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cuenta financiera (II+III+IV-I)	-2.228	-11.952	-12.339	-9.625	-12.954	-13.298	-8.113	-16.693	-20.466	-7.849	-5.839
Porcentaje del PIB	-1,3%	-3,6%	-4,4%	-3,1%	-3,9%	-4,1%	-3,0%	-5,3%	-5,9%	-2,1%	-1,4%
I. Pasivos (ingresos de capital extranjero) (A+B)	6.501	24.935	24.414	19.973	20.710	16.708	22.894	27.415	32.635	22.107	19.433
A. Inversión extranjera directa	5.376	12.593	13.858	13.701	11.299	13.989	7.459	9.561	17.182	16.794	14.269
B. Otras inversiones en Colombia (i+ii)	1.125	12.342	10.556	6.272	9.411	2.719	15.436	17.854	15.452	5.313	5.164
i. Sector público (a+b)	1.021	7.771	12.332	4.007	5.479	727	18.447	17.083	8.578	4.290	1.263
a. Inversión extranjera de cartera	705	6.046	9.292	6.695	2.016	850	9.274	8.958	4.852	2.117	3.144
Mercados internacionales (bonos)	641	3.498	1.910	2.914	-1.514	1.069	6.182	5.825	542	4.371	4.073
Mercado local (TES)	64	2.548	7.382	3.781	3.529	-219	3.092	3.133	4.311	-2.253	-929
b. Créditos externos y otros pasivos	315	1.725	3.039	-2.687	3.463	-123	9.173	8.126	3.726	2.173	-1.881
Préstamos	338	1.590	3.041	-2.687	3.463	-123	9.173	5.339	3.773	2.173	-2.181
ii. Sector privado (a+b)	104	4.570	-1.776	2.265	3.932	1.992	-3.011	770	6.874	1.023	3.901
a. Inversión extranjera de cartera	66	2.703	737	1.117	-1.667	-559	-1.759	-611	-1.973	-1.000	-206
Mercados internacionales	-26	1.036	1.100	645	-844	673	-1.305	578	-1.422	-1.020	-744
Mercado local	92	1.667	-363	472	-823	-1.232	-454	-1.189	-551	20	538
b. Créditos Externos y otros pasivos	38	1.867	-2.513	1.147	5.599	2.551	-1.253	1.382	8.847	2.023	4.107
Préstamos	-155	1.622	-1.497	1.098	5.436	2.014	-1.147	998	7.637	1.499	3.932
Otros ^{b/}	193	245	-1.016	49	163	537	-105	384	1.209	524	175
II. Activos (salidas de capital colombiano) (A+B)	2.694	9.126	12.530	9.438	6.548	-7	10.966	9.703	10.775	15.115	10.057
A. Inversión directa en el exterior	1.417	4.653	4.517	3.690	5.126	3.153	1.733	3.181	3.384	1.269	4.576
B. Otras inversiones en el exterior (i+ii)	1.276	4.473	8.013	5.748	1.422	-3.161	9.232	6.522	7.391	13.846	5.481
i. Sector público	836	334	3.690	-1.276	1.484	-2.103	958	-2.576	1.724	3.123	-406
ii. Sector privado	441	4.139	4.323	7.024	-62	-1.058	8.274	9.099	5.667	10.723	5.887
III. Instrumentos financieros derivados (A-B)	76	208	-621	365	21	84	-513	365	823	-2.575	-57
IV. Activos de reserva	1.504	3.649	165	545	1.187	3.333	4.328	654	571	1.718	3.593

pr: preliminar.

a/ Corresponde al promedio simple del periodo referenciado.

b/ Incluye: i) moneda y depósitos, y ii) créditos y anticipos comerciales.

Fuente: Banco de la República.

y 2022 (Cuadro S3.2)¹. La principal fuente de financiamiento externo ha sido la IED, al representar en promedio el 71,2% del monto total recibido del exterior, seguida por las inversiones de cartera (21,0%), y los recursos por concepto de créditos externos y otros pasivos (7,8%). El buen comportamiento de la IED se debe al desempeño del mercado interno colombiano, los precios internacionales de los *commodities* y la rentabilidad asociada con dichas inversiones. De tal forma, a pesar de los choques internos y externos, la IED ha mantenido niveles superiores a los demás flujos de capital y una tendencia creciente durante el periodo de análisis, aunque con una reducción en 2024 (Cuadro S3.2).

Por otra parte, la financiación del déficit corriente también se ha soportado en los recursos provenientes de los créditos externos y de las inversiones de cartera. En este sentido, el sector público ha desempeñado un papel importante en el comportamiento de estos flujos financieros, debido al monto de sus transacciones tanto en el flujo de títulos de deuda como en los desembolsos y amortizaciones de sus préstamos externos (Cuadro S3.2). Exceptuando 2017, 2019 y 2024, en el periodo de análisis el sector público demandó recurrentemente financiamiento externo, obteniendo ingresos por concepto de inversiones de cartera y de préstamos (Cuadro S3.2). Por su parte, el sector privado también ha registrado contratación de endeudamiento externo, el cual se ha elevado notablemente desde 2022, resultado, principalmente, de la mayor demanda de recursos por parte de las empresas para financiar sus proyectos productivos en Colombia y su expansión en el mercado regional.

En cuanto a las inversiones realizadas por colombianos en el exterior, los préstamos y otros activos son los instrumentos financieros más utilizados por los inversionistas nacionales (59,1% en promedio), en particular los realizados por el sector privado. También es notable la dinámica de la inversión directa de Colombia en el exterior (IDCE), la cual exhibe un comportamiento más estable, en contraste con los demás flujos de capitales hacia el exterior (Cuadro S3.2).

1 Información más detallada de la cuenta financiera se encuentra disponible en el siguiente enlace: https://suameca.banrep.gov.co/estadisticas-economicas-back/reporte-oac.html?path=%2Festadisticas_Banco_de_la_Republica%2F4_Sector_Externo_tasas_de_cambio_y_derivados%2F2_Sector_Externo%2F4_Balanza_de_pagos%2F2_Balanza_de_pagos_Maximo_nivel_de_detalle

Sombreado 4

Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales

En cumplimiento de la Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011, que autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BPI)¹, en este sombreado se presenta el informe de las actividades más relevantes realizadas con esa entidad durante los últimos meses. De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BPI por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a USD 100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG de acuerdo con el rubro de aportes en organismos y entidades internacionales.

Este año, en la Asamblea General Anual del BPI, se tomó la decisión de pagar un dividendo de DEG 380 por acción, el cual comprende un dividendo ordinario de DEG 305 por acción y un dividendo complementario de DEG 75 por acción. Este dividendo se distribuye entre los miembros como resultado del aumento excepcional en los ingresos totales del organismo durante el periodo 2024-2025. De esta manera, tras el pago de dividendos, las utilidades correspondientes al periodo causado se destinaron al Fondo General de Reserva, al Fondo Especial de Reserva de Dividendos y al Fondo Libre de Reserva del organismo².

En los últimos meses, como es usual, las directivas del Banco de la República han participado en las reuniones periódicas que organiza el organismo, en las cuales se examinan los acontecimientos recientes y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. Las discusiones más recientes de las reuniones de gobernadores de países miembros del BPI se han enfocado en los ciclos de política monetaria, las dinámicas recientes de la inversión, la integración regional en medio de la fragmentación global, las perspectivas de los hogares tras los aumentos de la inflación en los últimos años, el comportamiento de las condiciones financieras globales, y los desafíos del uso de la inteligencia artificial en el ámbito laboral en los bancos centrales.

Asimismo, en el marco de los grupos consultivos del BPI que realizan investigación y análisis en áreas como la estabilidad financiera y las operaciones bancarias, se destaca la participación periódica del Banco de la República en las reuniones del Grupo Consultivo de Directores de Estabilidad Financiera (CGDFS, por su sigla en inglés), en las que se han discutido los riesgos de los intermediarios financieros no bancarios en la región, la provisión de liquidez en periodos de crisis y el plan de trabajo para 2025, que en esta oportunidad se enfocará en los riesgos de la inteligencia artificial sobre la estabilidad financiera. También se resalta la participación en la reunión del Grupo Consultivo de Directores de Operaciones (CGDO, por su sigla en inglés), en la cual se discutió sobre la evolución reciente de los mercados financieros, el comportamiento de los mercados en Estados Unidos y la sostenibilidad fiscal de los países de la región.

1 Esta institución internacional fue creada en 1930 y reúne actualmente a 63 bancos centrales. Su misión consiste en apoyar a la banca central en su búsqueda por la estabilidad monetaria y financiera, fomentando la cooperación internacional en esas áreas, así como servir como banco de los bancos centrales miembros. Su sede principal se encuentra en Basilea (Suiza), y cuenta con dos oficinas de representación, una en Hong Kong y otra en Ciudad de México.

2 De acuerdo con los estatutos, tras descontar el pago por dividendos, el 5% de la utilidad neta del periodo 2024-2025 se transfirió al Fondo General de Reserva y el monto restante se repartió entre el Fondo Especial de Reserva de Dividendos y el Fondo Libre de Reserva.

Por último, se destaca la 24.^a Conferencia Anual del BPI³, que se realizó a finales de junio de este año en Basilea, Suiza. En esta ocasión, las discusiones se enfocaron en la innovación financiera, la liquidez e intervención de los bancos centrales, la interacción de las políticas monetaria y fiscal en un ambiente de altos niveles de deuda, las perspectivas sobre la formulación de políticas y los desafíos de los bancos centrales en un mundo cambiante. Adicionalmente, en el marco de la Asamblea General Anual del BPI, el organismo realizó la presentación del *Informe Económico Anual, 2024*⁴, el cual está dividido en tres capítulos que se enfocan en la importancia de mantener la estabilidad económica en medio de la incertidumbre y la fragmentación del comercio global; las implicaciones de un sistema financiero cambiante sobre la política monetaria y las condiciones financieras y, finalmente, en la posibilidad de desarrollar un sistema monetario fundamentado en la tokenización.

3 Las presentaciones de la vigésimo cuarta conferencia anual del organismo están disponibles en el siguiente enlace: <https://www.bis.org/events/conf250627/overview.htm>

4 El informe está disponible en el siguiente enlace: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2025e.htm>

6. Situación financiera del Banco de la República

6.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general)¹

Al 30 de junio de 2025 los activos del Banco de la República (Banco) ascendieron a COP 322.008 miles de millones (mm), los pasivos a COP 207.508 mm y el patrimonio a COP 114.499 mm. Los activos del Banco disminuyeron con respecto al cierre de 2024 debido a la reducción del valor en pesos de las reservas internacionales y del saldo de las operaciones repo. El saldo de los pasivos disminuyó, producto del menor valor de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje y de la base monetaria. Por último, el patrimonio se redujo, principalmente, por el comportamiento de la cuenta de ajuste de cambio (Cuadro 6.1).

En el primer semestre del año el activo disminuyó en COP 20.699 mm (-6,0%) frente al cierre del año anterior, producto del menor valor en pesos de las reservas internacionales netas y de un menor saldo de las operaciones repo. Entre enero y junio de 2025, el saldo en dólares de las reservas internacionales, principal componente del activo del Banco, se incrementó en USD 2.682 millones (m), debido a su rendimiento (USD 1.851 m) y al diferencial cambiario positivo originado en la depreciación del dólar frente a las demás monedas de reserva (USD 862 m). No obstante, al considerar el valor en pesos de las reservas internacionales, su saldo se redujo en COP 10.296 mm (-3,7%), producto, principalmente, de la apreciación del peso colombiano frente al dólar estadounidense². Adicionalmente, el saldo de las operaciones repo de expansión disminuyó en COP 12.199 mm (-50,7%) frente al observado al cierre del año anterior. Para las demás cuentas del activo, los cambios fueron de menor magnitud. En particular, el saldo del portafolio de TES en poder del Banco aumentó en COP 40 mm (0,1%)³.

Al cierre del primer semestre de 2025 el pasivo presentó una disminución de COP 1.935 mm (-0,9%) frente al cierre del año anterior, debido, en especial, a un menor saldo de la base monetaria y de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje. El saldo de la base monetaria disminuyó en COP 1.758 mm (-1,0%) frente al cierre de 2024, debido a la estacionalidad en el comportamiento de la demanda de efectivo por parte del público. Por su lado, para el mismo periodo el saldo de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje presentó una reducción de COP 3.629 mm (-38,7%). Lo anterior fue compensado, parcialmente, por el aumento de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco por COP 2.919 mm (80,7%).

Finalmente, frente al cierre de 2024, el patrimonio presentó una disminución de COP 18.764 mm (-14,1%), debido a una variación negativa en la cuenta de ajuste de cambio. La variación del patrimonio obedeció a la disminución del superávit por ajuste de cambio por COP 17.356 mm (-13,5%), contrapartida, principalmente, del

1 En esta sección se muestran las partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: 1) los activos descuentan el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas internacionales sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); 2) en los activos y pasivos de esta sección se incluye la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte de la información contable del estado de situación financiera del Banco, y 3) otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, los valores del activo y del pasivo presentados en este informe (COP 322.008 mm y COP 207.508 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los estados financieros al 30 de junio de 2025 (COP 324.979 mm y COP 210.479 mm).

2 En lo corrido de 2025 a junio, el peso colombiano se apreció en un 7,7% frente al dólar estadounidense. Cabe resaltar que aproximadamente el 77% del portafolio de las reservas internacionales se encuentra invertido en esta moneda.

3 En lo corrido del año, el Banco no realizó compras ni ventas de TES.

Cuadro 6.1

Estado de Situación Financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre, 2024		Junio, 2025		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	342.706	100,0	322.008	100,0	-20.699	-6,0
Reservas Internacionales netas	275.489	80,4	265.193	82,4	-10.296	-3,7
Participación en organismos y entidades internacionales	8.289	2,4	9.191	2,9	903	10,9
Inversiones en TES en poder del Banco	28.063	8,2	28.102	8,7	40	0,1
Operaciones repo	24.043	7,0	11.844	3,7	-12.199	-50,7
Otros activos netos	6.823	2,0	7.677	2,4	854	12,5
Pasivos y patrimonio	342.706	100,0	322.008	100,0	-20.699	-6,0
Pasivos	209.443	61,1	207.508	64,4	-1.935	-0,9
Base monetaria	172.800	50,4	171.042	53,1	-1.758	-1,0
Efectivo	136.645	39,9	134.485	41,8	-2.160	-1,6
Reserva	36.156	10,6	36.557	11,4	401	1,1
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	9.372	2,7	5.742	1,8	-3.629	-38,7
Depósitos del Gobierno Nacional	3.619	1,1	6.539	2,0	2.919	80,7
Obligaciones organismos internacionales	23.521	6,9	24.010	7,5	489	2,1
Otros depósitos	130	0,0	175	0,1	45	34,7
Patrimonio	133.264	38,9	114.499	35,6	-18.764	-14,1
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	744	0,2	744	0,2	0	0,0
Superávit	127.144	37,1	109.798	34,1	-17.346	-13,6
Ajuste de cambio ^{a/}	128.185	37,4	110.829	34,4	-17.356	-13,5
Cuenta especial de cambios (CEC)	453	0,1	453	0,1	0	0,0
Inversión en activos para actividad cultural	382	0,1	392	0,1	10	2,5
Transferencia organismos internacionales	-1.943	-0,6	-1.943	-0,6	0	0,0
Efecto acumulado cambio contable - Decreto 2386 de diciembre de 2015	67	0,0	67	0,0	0	0,0
Otros resultados integrales (ORI)	-4.679	-1,4	-3.808	-1,2	871	-18,6
Resultados del ejercicio	10.041	2,9	7.751	2,4	-2.290	-22,8

a/ Incluye el ajuste de cambio de las reservas internacionales netas, de los pasivos con el FMI (asignaciones de DEGs) y de los pasivos con el FLAR (pesos andinos).

Nota: en este cuadro se presentan las partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: i) los activos descuentan el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas internacionales sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); ii) en los activos y pasivos de esta sección se incluye la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte de la información contable del Estado de Situación Financiera del Banco; y iii) otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, los valores del activo y del pasivo presentados en este Informe (COP 322.008 mm y COP 207.508 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los Estados Financieros al 30 de junio de 2025 (COP 324.979 mm y COP 210.479 mm).

Fuente: Banco de la República.

efecto del fortalecimiento del peso colombiano frente al dólar estadounidense⁴. El patrimonio del Banco también se redujo por la transferencia de utilidades de la vigencia 2024 al Gobierno Nacional por COP10.031 mm⁵. Finalmente, el resultado del ejercicio del primer semestre de 2025 ascendió a COP7.751 mm.

6.2 Estado de resultados (PyG)

6.2.1 Cierre a junio de 2025

En lo corrido de 2025 a junio, la utilidad del Banco ascendió a COP7.751 mm, producto de ingresos por COP9.405 mm y de egresos por COP1.654 mm (Cuadro 6.2).

Al desagregar sus principales componentes, la utilidad se explica por los ingresos monetarios netos de COP8.182 mm, que fueron superiores a los egresos netos de la emisión y puesta en circulación de billetes y monedas de COP65 mm, y a los gastos corporativos netos de COP365 mm⁶. Frente al mismo periodo de 2024, la utilidad fue superior en COP3.663 mm.

Durante el primer semestre de 2025, los ingresos se originaron, mayoritariamente, en el rendimiento de las reservas internacionales. Para este periodo, los ingresos monetarios ascendieron a COP9.158 mm, superiores en COP3.420 mm (59,6%) frente al primer semestre de 2024, debido principalmente a: 1) el rendimiento de las reservas internacionales registrado en el PyG⁷ por COP6.798 mm⁸, con un incremento anual de COP3.029 mm (80,3%); 2) el rendimiento de los TES en poder del Banco que ascendió a COP1.448 mm, con un aumento anual de COP138 mm (10,6%) debido a que, aunque el saldo y la tasa de interés promedio en este último año fueron inferiores, no se realizaron pérdidas registradas previamente en el ORI por liquidaciones del portafolio⁹, lo cual sí afectó el rendimiento del año anterior; 3) el ingreso de intereses por operaciones repo de expansión por COP903 mm, con un aumento anual de COP287 mm (46,6%), originado en el mayor saldo promedio, cuyo efecto sobre los ingresos superó el impacto de la reducción de la tasa de interés de remuneración¹⁰, la cual estuvo determinada por la senda de la tasa de interés de política monetaria definida por la Junta Directiva del Banco de la República, y 4) las diferencias en cambio que ascendieron a COP2 mm, inferiores en COP20 mm (-91,0%) frente a igual periodo del

4 La cuenta de ajuste de cambio incluye el efecto sobre el valor en pesos de las reservas internacionales de fluctuaciones de la tasa de cambio del peso frente a las monedas en que se encuentran invertidas estas reservas, y las diferencias en cambio de los pasivos con el FMI (asignaciones de DEG) y con el FLAR (pesos andinos).

5 Véase: <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/banrep-obtuvo-utilidad-2024>.

6 El concepto de gastos corporativos en este *Informe* incluye el gasto de pensionados.

7 Los rendimientos no realizados, producto de variaciones en los precios de mercado de los títulos del portafolio bajo el mandato de administración pasiva (portafolio pasivo), se registran en la cuenta ORI en el patrimonio del Banco, sin impacto en el PyG. Cuando se realizan, estos rendimientos (utilidades o pérdidas) se trasladan del ORI al PyG. Adicionalmente, en el PyG no se registra el ajuste de cambio resultado de variaciones de las tasas de cambio del peso frente a las monedas en las que se encuentran invertidas las reservas internacionales. Este efecto se registra en la cuenta superávit por ajuste de cambio en el patrimonio del Banco.

8 El rendimiento total de las reservas internacionales observado entre enero y junio de 2025 ascendió a COP7.625 mm. El rendimiento de las reservas internacionales que se contabiliza en el PyG por COP6.798 mm se obtuvo de: 1) descontar del rendimiento total los trasladados al ORI producto de ganancias netas no realizadas durante este periodo por COP933 mm, y 2) incluir la realización de utilidades acumuladas de periodos anteriores, reconocidas previamente en el ORI, por COP106 mm.

9 Las pérdidas realizadas en el primer semestre de 2024 ascendieron a COP214 mm y estuvieron asociadas con las ventas en el mercado y la entrega de títulos al Gobierno Nacional, esto último como parte de la distribución de los resultados de 2023.

10 Durante el primer semestre de 2025, la tasa de interés de remuneración y el volumen diario de los repos de expansión fueron, en promedio, 9,45% y COP20.161 mm, en comparación con 12,41% y COP10.507 mm en igual periodo de 2024.

Cuadro 6.2
Estado de resultados (PyG) del Banco de la República, enero a junio
 (miles de millones de pesos)

	Observado a junio		Variaciones anuales	
	2024	2025	Absoluta	Porcentual
I. Total ingresos (A + B + C)	5.903	9.405	3.503	59,3
A. Monetarios	5.738	9.158	3.420	59,6
Intereses y rendimientos	5.696	9.150	3.454	60,6
Reservas internacionales	3.770	6.798	3.029	80,3
TES en poder del Banco	1.310	1.448	138	10,6
Repos de expansión	616	903	287	46,6
Diferencias en cambio	22	2	-20	-91,0
Otros ingresos monetarios	21	6	-14	-69,3
B. Valor facial de moneda metálica puesta en circulación	57	126	69	122,3
C. Corporativos	108	122	13	12,5
Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	88	100	12	13,2
Otros ingresos corporativos	20	22	2	9,0
II. Total gastos (A + B + C + D)	1.815	1.654	-161	-8,9
A. Monetarios	1.219	976	-243	-19,9
Intereses y rendimientos	1.135	900	-236	-20,8
Depósitos del Gobierno Nacional	683	550	-133	-19,5
Depósitos de contracción monetaria	452	350	-103	-22,7
Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	29	33	5	16,0
Comisión de compromiso Línea de Crédito Flexible (FMI)	50	32	-17	-35,0
Diferencias en cambio	5	10	6	129,1
Otros gastos monetarios	1	1	0	9,8
B. Emisión y puesta en circulación de billetes y monedas	140	191	51	36,8
C. Corporativos	456	487	31	6,7
Gastos de personal	290	300	9	3,2
Gastos generales	90	112	22	24,7
Otros gastos corporativos	76	75	-1	-1,1
D. Pensionados	0	0	-0	-86,9
III. Resultado del ejercicio (I - II)	4.088	7.751	3.663	89,6

Nota: las partidas de ingresos o egresos presentadas en este cuadro pueden diferir de los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación debido a la reclasificación entre ingresos y gastos de algunas partidas menores.
 Fuente: Banco de la República.

año anterior, debido a la apreciación del 7,7% del peso frente al dólar en lo corrido de 2025 a junio, en comparación con la depreciación observada en el primer semestre de 2024. Por su parte, los ingresos por el valor facial de la moneda metálica puesta en circulación y por la actividad corporativa del Banco sumaron COP126 mm y COP122 mm, respectivamente, con variaciones anuales de COP69 mm (122,3%) y COP13 mm (12,5%).

Entre enero y junio de 2025, los egresos se explicaron, principalmente, por la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco y de los depósitos de contracción. Para este periodo, los egresos monetarios ascendieron a COP976 mm, inferiores en COP243 mm (-19,9%) frente al primer semestre de 2024, debido principalmente a: 1) la remuneración de los depósitos del Gobierno, que ascendió a COP550 mm, con una disminución anual de COP133 mm (-19,5%), originada por la menor tasa de interés promedio, cuyo efecto sobre los egresos excedió el impacto del mayor saldo promedio observado durante el periodo¹¹, y 2) la remuneración de los depósitos de contracción, que sumó COP350 mm, con una reducción anual de COP103 mm (-22,7%) porque, aunque su saldo promedio fue superior, dominó el efecto de la menor tasa de interés promedio¹². Por su parte, los gastos corporativos ascendieron a COP487 mm, con un incremento anual de COP31 mm (6,7%), dentro de los cuales los gastos de personal totalizaron COP300 mm, los generales COP112 mm y otros corporativos COP75 mm. Frente al primer semestre de 2024, el aumento de los gastos corporativos se explica, en su mayoría, por el incremento de los gastos generales, entre los que se encuentran los asociados con proyectos y servicios de tecnología, y los de personal, que incluyeron el ajuste salarial determinado por la Convención Colectiva de Trabajo (6,2%). Por último, los gastos por emisión y puesta en circulación de especies monetarias sumaron COP191 mm, lo que implicó un incremento de COP51 mm (36,8%) explicado, en gran medida, por la mayor producción y puesta en circulación de billetes de alta denominación.

6.2.2 Proyección para 2025

Para 2025 se proyecta una utilidad de COP12.571 mm, superior en COP2.530 mm a la observada en 2024 (Cuadro 6.3). Los ingresos monetarios netos, que reflejan los resultados de la política monetaria, cambiaria y crediticia, de la administración de las reservas internacionales, y de la función del Banco como banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito, sumarían COP13.806 mm en el año. A su vez, se presentarían egresos netos provenientes de los resultados corporativos y de los de banco de emisión por COP1.000 mm y COP235 mm, respectivamente. Cabe recordar que los resultados corporativos se originan en la gestión administrativa del Banco, mientras que los derivados de la función de banco de emisión son producto de la diferencia entre los ingresos por el valor facial de la moneda metálica puesta en circulación menos los gastos de emitir y poner en circulación las especies monetarias. Bajo esta desagregación, frente a 2024, las mayores utilidades esperadas para 2025 se explicarían por el incremento de los ingresos monetarios netos por COP2.809 mm, que superarían el aumento de los gastos netos corporativos por COP229 mm y de los de banco de emisión por COP50 mm.

Cabe advertir que el resultado estimado tiene un alto grado de incertidumbre asociado principalmente con la evolución del rendimiento de las reservas internacionales y, en menor medida, con el crecimiento y las fuentes de expansión de la base monetaria. En particular, cambios en las sendas y en las expectativas de las tasas de interés externas podrían tener un efecto significativo en la proyección del rendimiento de las reservas internacionales, al tiempo que un cambio no previsto

11 En el primer semestre de 2025 el saldo promedio diario de estos depósitos fue de COP12.288 mm, remunerados a una tasa del 9,44%. En igual periodo de 2024, estos valores fueron COP11.700 mm y 12,42%, respectivamente.

12 La tasa de interés de remuneración se redujo del 11,64% en el primer semestre de 2024 al 8,43% en igual periodo de 2025. Por el contrario, para estos mismos periodos el volumen promedio diario de los depósitos de contracción aumentó de COP8.223 mm a COP8.716 mm.

Cuadro 6.3
Estado de resultados (PyG) del Banco de la República
 (miles de millones de pesos)

	Observado	Proyección	Variaciones anuales	
	2024	2025	Absolutas	Porcentuales
I. Total ingresos (A + B + C)	13.948	16.329	2.381	17,1
A. Monetarios	13.490	15.752	2.262	16,8
Intereses y rendimientos	13.419	15.719	2.300	17,1
Reservas internacionales	9.340	10.931	1.591	17,0
TES en poder del Banco	2.480	2.716	235	9,5
Repos de expansión	1.599	2.072	473	29,6
Diferencias en cambio	42	28	-13	-31,9
Otros ingresos monetarios	29	5	-24	-82,4
B. Valor facial de moneda metálica puesta en circulación	228	291	64	28,1
C. Corporativos	231	285	54	23,6
Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	188	206	18	9,7
Otros ingresos corporativos	43	79	36	83,9
II. Total gastos (A + B + C + D)	3.907	3.757	-149	-3,8
A. Monetarios	2.493	1.946	-547	-21,9
Intereses y rendimientos	2.337	1.779	-559	-23,9
Depósitos del Gobierno Nacional	1.501	1.099	-402	-26,8
Depósitos de contracción monetaria	837	680	-157	-18,8
Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	60	78	17	28,6
Comisión de compromiso Línea de Crédito Flexible (FMI)	86	68	-19	-21,5
Diferencias en cambio	8	19	12	152,8
Otros gastos monetarios	1	2	1	192,2
B. Emisión y puesta en circulación de billetes y monedas	412	526	114	27,6
C. Corporativos	1.001	1.279	278	27,8
Gastos de personal	573	688	115	20,0
Gastos generales	215	286	71	33,1
Otros gastos corporativos	212	299	86	40,6
Disponibilidad presupuestal flexible	0	6	6	n.a.
D. Pensionados	1	7	5	476,2
III. Resultado del ejercicio (I - II)	10.041	12.571	2.530	25,2

Fuente: Banco de la República.

en el crecimiento o en las fuentes de expansión de la base monetaria modificaría el ingreso neto de política monetaria¹³. Por ejemplo, en el primer semestre de 2025 las tasas de interés en los mercados de deuda externa, particularmente en Estados Unidos, y el comportamiento de la tasa de cambio del peso frente a las monedas de reserva han mostrado una alta volatilidad, lo que ha incrementado la incertidumbre en las proyecciones de los rendimientos en pesos de las reservas internacionales. Además, la base monetaria ha presentado un crecimiento más acelerado de lo previsto al iniciar 2025, lo que implicó revisiones al alza en las estimaciones del ingreso neto de política monetaria. Estos dos hechos evidencian la incertidumbre en la definición de los supuestos para la proyección de las utilidades de 2025, e indican que estas estimaciones pueden cambiar en lo que resta del año¹⁴.

En 2025 los ingresos del Banco ascenderían a COP 16.329 mm, superiores a los registrados en 2024 producto, mayoritariamente, del aumento anual del rendimiento de las reservas internacionales. Dentro de los ingresos que se reconocen en el PyG del Banco, el rendimiento de las reservas internacionales ascendería a COP 10.931 mm, resultado, principalmente, de la causación de intereses, dados los altos niveles de las tasas de interés de los bonos soberanos externos en los que se encuentran invertidas¹⁵. Por otro lado, los rendimientos de los TES en poder del Banco y de los repos de expansión serían de COP 2.716 mm y de COP 2.072 mm, respectivamente, con incrementos anuales de COP 235 mm y COP 473 mm¹⁶. En el caso de los repos, en 2025 los mayores intereses serían el resultado del incremento de su saldo promedio, no obstante la reducción anual de la tasa de interés promedio esperada¹⁷. Finalmente, se estima que el valor facial de la moneda metálica puesta en circulación, COP 291 mm, y los ingresos corporativos, COP 285 mm, presenten un incremento anual de COP 64 mm y COP 54 mm, respectivamente.

Por otra parte, en 2025 se estima que los egresos asciendan a COP 3.757 mm, inferiores a los observados en 2024 resultado, principalmente, del menor valor esperado para la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco. En particular, esta remuneración ascendería a COP 1.099 mm, con una reducción anual de COP 402 mm por menores niveles en su saldo y tasa de interés promedio, esta última asociada con la disminución esperada de la tasa de interés de política monetaria¹⁸. Por su parte, la remuneración de los depósitos de contracción monetaria sumaría COP 680 mm en 2025 y presentaría una reducción anual de COP 157 mm, producto de la menor tasa de interés promedio esperada para el año. A su vez, en 2025 se prevén gastos de emisión y puesta en circulación de especies monetarias por COP 526 mm, superiores en COP 114 mm frente a 2024 debido al incremento previsto de la demanda de billetes y monedas. Finalmente, los gastos corporativos se estiman en COP 1.285 mm, lo cual implicaría un aumento anual de COP 284 mm debido al ajuste salarial, al incremento en el salario mínimo legal, al aumento de los gastos de los proyectos y servicios de tecnología, y a las provisiones establecidas por el Departamento Jurídico del Banco, entre otros.

13 El ingreso neto de política monetaria resulta de los ingresos por los rendimientos de los TES en poder del Banco y de los repos de expansión menos los egresos por la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco y de los de contracción monetaria.

14 Las utilidades estimadas para 2025 que se proyectaron en el presupuesto aprobado por la Junta Directiva a finales de 2024 (COP 10.512 mm) son inferiores a las proyectadas en este Informe.

15 Esta proyección no tiene supuestos sobre compras o ventas de divisas en el mercado cambiario por parte del Banco.

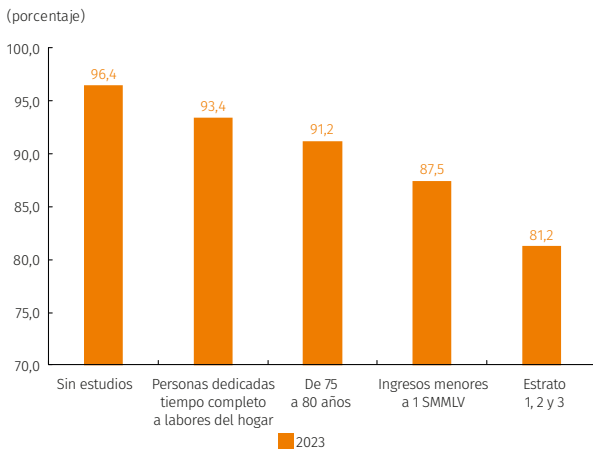
16 Esta proyección no tiene supuestos sobre compras o ventas de TES por parte del Banco en el mercado.

17 El supuesto de tasa de interés de política monetaria de esta proyección considera la mediana de la encuesta mensual de expectativas de analistas económicos aplicada por el Banco en junio de 2025, y no corresponde a la postura de la JDBR o de alguno de sus miembros.

18 Véase la nota 17.

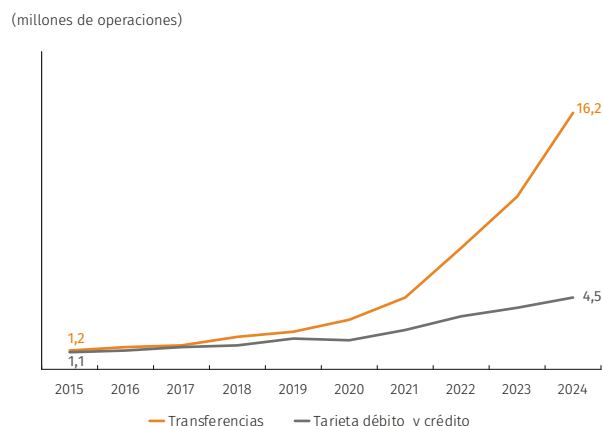
7. Los pagos en la economía colombiana

Gráfico 7.1
Grupos poblacionales que más utilizan el efectivo en sus pagos habituales



Fuente: Encuesta de provisión de billetes y monedas e instrumentos de pago (2023); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 7.2
Tendencias en el uso de los instrumentos de pago electrónicos (promedio diario)



Fuentes: Banco de la República, entidades financieras, ACH Colombia y Superintendencia Financiera.

7.1 Uso del efectivo y otros instrumentos de pago

Si bien el uso del efectivo ha disminuido en los últimos diez años, sigue siendo el instrumento preferido para los pagos habituales en el país. Con el fin de hacerle seguimiento a esta variable como instrumento de pago, el Banco de la República ha realizado durante los últimos diez años, en cinco ocasiones, la *Encuesta de percepción de billetes y monedas e instrumentos de pago*. Los resultados indican que la mayoría de los pagos habituales de alimentos, bebidas, vestuario, transporte, vivienda, servicios públicos, entre otros, se realizan en efectivo, al representar el 77,8 % de las transacciones y el 78,6 % del valor total. Sin embargo, durante los últimos diez años el uso del efectivo ha disminuido en 12,1 puntos porcentuales (pp) en número de transacciones y en 11,0 pp en valor (en 2014 la percepción de pagos en efectivo fue del 88,8 % en número y del 90,7 % en valor). Cabe resaltar que los colombianos que más usan el efectivo como principal medio de pago son aquellos sin estudios, dedicados a labores del hogar a tiempo completo, mayores de edad, de bajos ingresos y residentes de los estratos 1, 2 y 3 (Gráfico 7.1). Por su parte, la transferencia electrónica se percibe como el segundo instrumento de pago más utilizado, lo que se confirma con los datos transaccionales que se presentan más adelante.

El uso de los instrumentos electrónicos de pago, como las transferencias, y las tarjetas débito y crédito, aumentó en 2024. La transferencia inmediata se ha vuelto cada vez más utilizada. Con información transaccional de los sistemas de pago y de las entidades financieras, la transferencia electrónica es el instrumento de pago más representativo en el mercado al por menor. Este método se caracteriza por un alto número de operaciones entre personas naturales con montos pequeños y uno menor entre personas jurídicas, pero con montos de mayor valor. En la última década, en general, el número de pagos al por menor ha mostrado una tendencia ascendente en el uso de las transferencias y de las tarjetas débito y crédito (Gráfico 7.2). En 2024 las transferencias (inter e intrabancarias) alcanzaron un valor de pago promedio diario de COP26,4 billones (b), con 16,2 millones (m) de operaciones, lo que representó un crecimiento del 12,6 % (7,0 % real) frente al año anterior. Respecto a la tasa de adopción (número de operaciones per cápita), en Colombia la transferencia electrónica ha mostrado una tendencia creciente durante los últimos años: mientras que en 2015 se registraban, en promedio, siete transferencias por persona, en 2023 esta cifra aumentó a 51. En el mismo periodo, las tarjetas débito pasaron de cinco a veinte operaciones por persona, y las tarjetas crédito de cuatro a nueve operaciones por persona. Sin embargo, aún hay espacio para mejorar la posición del país respecto al número de transacciones por persona con respecto a otros países que presentan una mayor tasa de adopción. En cuanto a las

transferencias inmediatas, que se caracterizan por la disponibilidad instantánea de los fondos por parte del beneficiario del pago, cabe resaltar una mayor adopción entre los usuarios de diferentes entidades financieras. Los crecimientos respecto al año anterior se ubicaron alrededor del 350 % en número de transacciones y del 297 % para el valor de las operaciones.

7.2 Avances en la adopción de Bre-B: el nuevo sistema de pagos inmediatos interoperado de Colombia

El Banco de la República avanza en la implementación del nuevo sistema de pagos inmediatos interoperado, denominado Bre-B. Este permitirá realizar transferencias con abono de los recursos de manera inmediata, entre todas las cuentas del sistema financiero, a cualquier hora y día de la semana, y a bajo costo. Con Bre-B, Colombia se alinea con la tendencia internacional de contar con una infraestructura transaccional que soporte pagos instantáneos e interoperables, lo que representa mayor competitividad e innovación, y facilita los procesos de inclusión financiera y de formalización de la economía.

Bre-B busca superar la fragmentación del mercado originada por la existencia de múltiples sistemas de pagos y la masificación de monederos electrónicos concebidos inicialmente como esquemas cerrados, lo que ha llevado a que más del 80 % de sus operaciones sean intrabancarias. El desarrollo de los pagos inmediatos se ha caracterizado por un crecimiento significativo de los monederos electrónicos. Hacia 2018 los principales monederos alcanzaban los COP3,2 m de depósitos de bajo monto, mientras que en 2024 estos alcanzaron los COP68,5 m. Como consecuencia de esta cobertura, el 76,1% de la población adulta tuvo al menos un depósito de bajo monto. No obstante, el 59% (COP40,5 m) de estos depósitos fueron provistos por los dos principales emisores en el país, lo que ha llevado a que cerca del 80% de las operaciones de estos productos sean intrabancarias. En este sentido, Bre-B representa una solución a los retos de interoperabilidad, con lo que se espera agilizar la adopción de los pagos inmediatos.

El diseño y construcción de Bre-B ha seguido los estándares internacionales y ha contado con la participación de la industria. Mediante el Foro de Sistemas de Pago y el Comité para la Interoperabilidad de Pagos Inmediatos (CIPI), el Banco de la República ha mantenido un diálogo continuo con el sector privado para discutir las reglas y estándares operativos de Bre-B. A lo largo del proceso de diseño, construcción y regulación de Bre-B, el Banco de la República ha seguido una estrecha coordinación con la industria financiera y de pagos con la intención de acompañar el proceso de adaptación y ajuste de los sistemas de pago existentes, y de los que han surgido durante el transcurso de la iniciativa, y de facilitar el seguimiento, control y cumplimiento de los cronogramas establecidos. La institucionalidad creada en torno al proyecto ha permitido identificar oportunamente ajustes a la regulación y operación, los cuales han contribuido al buen desarrollo del proyecto.

En Bre-B las cámaras de pagos inmediatos se interconectan entre sí a través de una nueva infraestructura pública digital operada por el Banco de la República. Esta infraestructura incluye el directorio centralizado (DICE) y el mecanismo operativo para la liquidación (MOL). Además, el Banco de la República operará una cámara de pagos inmediatos (Drixi) con el fin de brindar acceso amplio y facilitar la innovación. El directorio centralizado servirá como repositorio de la totalidad de las llaves de los usuarios del sistema financiero, permitiendo identificar el receptor y la correspondiente entidad intermediaria dentro del ecosistema. A su vez, el mecanismo operativo para la liquidación es el componente que fortalece la eficiencia, seguridad e interoperabilidad de la industria, al permitir liquidar tanto las operaciones intra como intersistemas de pagos en dinero de banca central. Como parte final de esta arquitectura, la cámara de pagos inmediatos Drixi se interconectará con las demás redes privadas, siguiendo los mismos lineamientos previstos

para estas en la regulación. Con la operación de Drixi se espera ampliar el acceso al ecosistema, especialmente de entidades emergentes y de menor tamaño, así como complementar los esfuerzos del mercado con nuevos servicios y funcionalidades.

El Banco de la República definió lineamientos que buscan que la experiencia del usuario al enviar y recibir dinero sea sencilla y uniforme. Para recibir un pago o transferencia el usuario únicamente deberá tener una llave, que es el identificador asignado a la cuenta o depósito. La regulación dispone cuatro tipos de llaves para personas naturales: documento de identidad, número de celular, correo electrónico o identificador alfanumérico. Para el caso de comercios se dispone de una quinta opción, que es el identificador del establecimiento. El usuario es libre de escoger el tipo de llave que desea asociar a su cuenta y podrá tener varias llaves en una misma entidad financiera o en diferentes entidades, siempre que cada llave esté asociada con una única cuenta. El usuario podrá registrar, modificar, cancelar y, más adelante, portar la llave desde la zona Bre-B que cada entidad financiera deberá disponer en sus canales digitales, siguiendo la regulación del Banco de la República¹.

A partir del 14 de julio de 2025 el directorio centralizado está disponible para que las entidades financieras puedan ofrecer la zona Bre-B en sus canales digitales y desde allí permitirle a sus usuarios el registro de las llaves. Algunas entidades han lanzado pilotos y vienen familiarizando a sus clientes con el concepto de las llaves. De la mano de la industria financiera y de pagos se vienen adelantando campañas de información y educación para dar a conocer qué son las llaves y la manera como se podrán registrar o confirmar aquellas que hayan sido utilizadas antes de la puesta en marcha de Bre-B. La regulación ha dispuesto una serie de procesos operativos para facilitar el poblamiento del directorio centralizado que administrará el Banco de la República con las llaves de los usuarios de las entidades financieras.

Hacer pagos y transferencias a través de Bre-B será posible desde la cuarta semana de septiembre. El Banco de la República viene acompañando de cerca a las entidades financieras en su proceso de preparación para la entrada en operación del nuevo ecosistema y ha diseñado un esquema robusto para la continuidad del servicio de Bre-B. De acuerdo con el cronograma establecido, la transaccionalidad de Bre-B iniciará en la cuarta semana de septiembre, cuando el Banco de la República encienda el mecanismo operativo para la liquidación (MOL). El sistema cuenta con esquemas de continuidad tecnológica, operativa y de negocio por medio de los cuales se busca garantizar la continuidad y disponibilidad del servicio.

La seguridad e integridad de las transacciones ha sido un frente de trabajo de gran relevancia para el Banco y todos sus aliados en el proceso de construcción de Bre-B. Siguiendo recomendaciones del CIPI, el Banco de la República ha incluido lineamientos para facilitar la prevención y gestión del fraude por parte de las entidades financieras. La regulación de los pagos inmediatos incluye una serie de disposiciones que deben cumplir los sistemas de pagos y sus participantes para prevenir y gestionar potenciales fraudes transaccionales. Dentro de estos elementos se encuentra un límite por transacción de 1.000 unidades de valor básico (UVB)² y la posibilidad de establecer topes adicionales por volumen o número de operaciones. Igualmente, las entidades podrán limitar el número de llaves a ser registradas por los usuarios, así como bloquear o cancelar las inscritas cuando quiera que

1 Resolución 6 de 2023 de la Junta Directiva del Banco de la República y Circular Reglamentaria Externa 465-DSP del Banco de la República.

2 La UVB es una medida creada para simplificar el cálculo de tarifas, sanciones y multas, y para desvincular estos valores de la inflación y del salario mínimo. El valor de la UVB para 2025 es de COP 11.552, según el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. La UVB se ajusta anualmente con base en la variación del índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos ni regulados del mes de octubre del año anterior.

se identifiquen comportamientos sospechosos. En cualquier caso, los procesos relacionados con las llaves y con los servicios transaccionales de Bre-B requerirán, primero, la autenticación del usuario, quien se acogerá a las políticas de seguridad de las entidades financieras. El Banco de la República continuará monitoreando la evolución del mercado a través del CIPI con el fin de determinar la necesidad de adicionar otros aspectos en la regulación.

Bre-B iniciará su operación facilitando las transferencias entre personas y los pagos a comercios. En colaboración con la industria financiera y de pagos, el Banco de la República promoverá la llegada de nuevos servicios y funcionalidades, buscando que la mayor cantidad de pagos puedan ser procesados a través de este ecosistema. Para profundizar los pagos inmediatos en el país, el Banco de la República motivará el desarrollo de una agenda normativa para definir los estándares técnicos, operativos y de negocio requeridos para asegurar la interoperabilidad en un número amplio de servicios, funcionalidades y casos de uso en Bre-B. Entre otros, se espera poder habilitar los pagos de comercio electrónico, el recaudo de servicios públicos, pagos recurrentes y obligaciones con el gobierno, entre otros.

El Banco de la República monitoreará la adopción de Bre-B y las preferencias de los usuarios frente a los diferentes medios de pago con el objetivo de identificar tendencias y necesidades, así como brechas en la adopción de los pagos inmediatos y construir acciones que permitan reducirlas. A pesar de los esfuerzos privados, Colombia aún tiene una transaccionalidad digital limitada. Parte de este reto se refleja en la baja usabilidad de los depósitos de bajo monto. De los cerca de 60 millones de depósitos activos, en promedio se registran solo cuatro operaciones débito mensuales (retiros, pagos y transferencias) (Banca de las Oportunidades, 2025). Con la llegada de Bre-B, el Banco de la República analizará la evolución del ecosistema, el acceso de las entidades financieras y el nivel de adopción por parte de los usuarios, con el fin de determinar acciones necesarias en materia de operación o regulación, buscando facilitar su desarrollo.

7.3 Panorama global de las monedas digitales de banca central (CBDC)

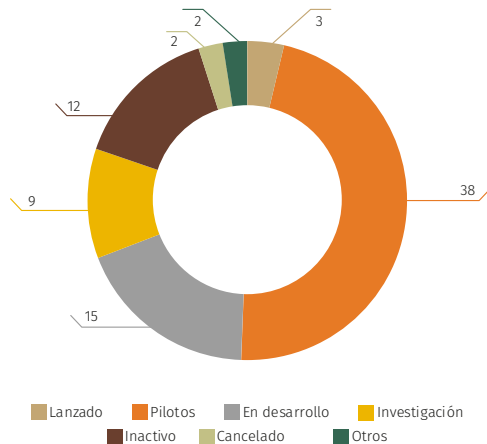
El Banco de la República ha concluido que no hay razones para la emisión de una moneda digital de banca central (MDBC) minorista y continúa con el monitoreo de los avances globales, centrándose en la experimentación con una MDBC mayorista. El análisis realizado señaló que los potenciales beneficios de una MDBC minorista, relacionados con el acceso a servicios de pago electrónicos, la eficiencia y la innovación, pueden lograrse a través de políticas alternativas, como el desarrollo del sistema de pagos inmediato Bre-B, que inicia operaciones en el segundo semestre de 2025³. La experimentación del Banco en la MDBC mayorista se centra en entender los beneficios que esta podría ofrecer al sistema financiero en los pagos nacionales y transfronterizos. Los avances en la experimentación con tecnología de registros distribuidos (DLT, por su sigla en inglés) han dado resultados prometedores en el desempeño transaccional por segundo, la resiliencia operacional, y en la implementación de contratos inteligentes para la emisión, negociación y gestión de activos digitales.

La agenda de experimentación del Banco se alinea con los avances globales en la exploración de la MDBC mayorista. En el contexto del proyecto Helvetia III, Suiza ha emitido al menos seis bonos digitales por un total de CHF 750 m liquidados (aprox. USD 842 m), utilizando la MDBC mayorista. Como parte de la experimentación del Banco Central Europeo con tecnología DLT para liquidación, el Banco de Francia ha realizado emisiones de bonos digitales, liquidando las operaciones en MDBC, como

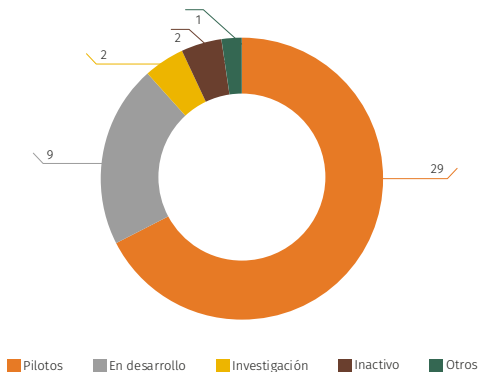
3 Véase: Banco de la República (2024). "Pertinencia y riesgos de emitir una moneda digital de banco central en Colombia", julio; disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/pertinencia-riesgos-emitir-moneda-digital-banrep>

Gráfico 7.3
Etapas de trabajo en MDBC
(número de países)

A. Minorista



B. Mayorista



Fuente: Atlantic Council (2025).

la de un bono digital de EUR100 m efectuada por el banco estatal francés Caisse des Depots.

El Innovation Hub del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés) continúa liderando proyectos multilaterales que exploran el potencial de la MDBC mayorista. El proyecto Agorá, una plataforma común de múltiples activos y en la que participan los bancos centrales de Japón, Corea del Sur, México, Suiza, Inglaterra y la Reserva Federal de Nueva York, ha consolidado la participación de más de cuarenta actores del sector privado. Se espera que este proyecto aporte lecciones para las infraestructuras financieras y de pagos del futuro⁴. Por otra parte, el proyecto Rialto está explorando una prueba de concepto para la interconexión de sistemas de pago inmediatos de distintas jurisdicciones, con liquidación en MDBC mayorista⁵.

El interés en la moneda digital de banco central (MDBC) sigue siendo relevante en el mundo, con 137 bancos centrales que trabajan activamente en este tema. Se destacan los avances en etapas piloto y de pruebas de concepto, aunque sin novedades en las emisiones. Información recopilada por el Atlantic Council (2025) resalta que, de 137 países, 81 están analizando activamente la MDBC minorista, con 53 economías que se encuentran en etapas de desarrollo más avanzadas (38 pilotos y 15 pruebas de concepto), y tres que la han emitido (Nigeria, Bahamas y Jamaica). Por otro lado, 43 países se encuentran en etapas de experimentación en la MDBC mayorista (29 en pilotos y 9 en pruebas de concepto) (Gráfico 7.3).

Existen distintas posturas frente a la concepción de la MDBC minorista en el mundo. Mientras que Estados Unidos ha desestimado su emisión, Europa y Asia continúan en su desarrollo. Estados Unidos ha descartado, por ahora, la emisión de una MDBC⁶, y ha optado por respaldar el uso de monedas estables ancladas al dólar para mantener su liderazgo en los pagos internacionales. Por su parte, el yuan digital de China y el euro digital siguen estando entre los proyectos de MDBC minorista más avanzados, encontrándose el primero en piloto y el segundo en etapa de desarrollo hasta finales de 2025.

4 BIS (2024). Proyect Agorá update, disponible en: <https://www.bis.org/about/bisih/topics/fmis/agora.htm>

5 BIS (2025). Proyect Rialto, disponible en: <https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/rialto.htm>

6 Casa Blanca (2025). Fact Sheet: Executive Order to Establish United States Leadership in Digital Financial Technology, disponible en: <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/01/fact-sheet-executive-order-to-establish-united-states-leadership-in-digital-financial-technology>

En la región se destacan las iniciativas de MDBC en Chile, Perú y Brasil. En el caso chileno, su banco central anunció el desarrollo de una prueba de concepto, no obstante, manifiesta retos relacionados con la adopción futura y el posible encarecimiento de la intermediación financiera⁷. Por otro lado, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) desarrolla un piloto, en asociación con una empresa de telefonía móvil, para explorar casos de uso con funcionalidades fuera de línea con el objetivo de impulsar la inclusión financiera, con énfasis en zonas rurales y con baja bancarización^{8,9}. Por su parte, el Banco Central de Brasil (BCB) implementa la segunda fase piloto de su proyecto Drex, en la que explora trece casos de uso en busca de mayor eficiencia en los pagos transfronterizos y locales con MDBC, reconociendo la necesidad de un mayor trabajo para que Drex garantice requerimientos de privacidad y seguridad, y resolver retos de escalabilidad y programabilidad¹⁰.

7 Banco Central de Chile (2024). *Emisión de moneda digital de banco central en Chile*, segundo informe: "Avances de la exploración conceptual", disponible en: <https://www.bcentral.cl/documents/33528/130503/Segundo-Informe-MDBC.pdf/1c506d66-1dbf-2434-54bd-3997ec84784b?t=1712352384816>

8 Banco de Reserva del Perú (2024). Nota informativa, octubre, disponible en: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Transparencia/Notas-Informativas/2024/nota-informativa-2024-10-14.pdf>

9 Banco de Reserva del Perú (2025). Nota informativa, marzo, disponible en: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Transparencia/Notas-Informativas/2025/nota-informativa-2025-03-18.pdf>

10 Banco Central de Brasil (2025). Nota de prensa, disponible en: <https://www.bcb.gov.br/en/pressdetail/2601/nota>

Anexo

Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales

De acuerdo con las recomendaciones de buenas prácticas, la administración de las reservas internacionales debe realizarse con base en criterios de liquidez, seguridad y rentabilidad. En ese sentido, se debe procurar: 1) contar con suficiente liquidez en moneda extranjera; 2) tener políticas estrictas para la gestión de los diferentes riesgos que enfrentan las operaciones, y 3) generar retornos razonables ajustados por riesgo, sujetos a la liquidez y a otras restricciones de riesgo. A continuación, se explica cómo se aplican estas reglas en la gestión de las reservas internacionales de Colombia.

1. Políticas de gestión de riesgo

El Banco de la República cuenta con un marco de administración de riesgo que identifica y valora los riesgos a los que están expuestas las operaciones, con el fin de mantenerlos en niveles bajos. Algunas de las principales políticas para la administración del riesgo son las siguientes:

Riesgo de liquidez: se invierte en activos financieros que cuentan con demanda permanente en el mercado secundario y se divide el portafolio en tramos. Esto, con el fin de tener la capacidad de convertir los activos de reserva en efectivo de una manera rápida y a bajo costo, y para que algunos de los tramos definidos se puedan liquidar más rápidamente.

Riesgo de mercado: se invierte en un limitado grupo de activos elegibles y con límites estrictos de inversión en su duración, duración de margen, composición cambiaria y composición por sectores del portafolio. Con esto se busca que el valor del portafolio tenga una sensibilidad moderada a movimientos de las tasas de interés en el mercado.

Riesgo crediticio: solamente se invierte en activos que cuenten con altas calificaciones crediticias, dado que estas inversiones tienen una baja probabilidad de incumplimiento en sus pagos. La calificación crediticia mínima para gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos es A-. Con respecto a los emisores privados la calificación mínima es A+ para exposiciones a emisores individuales, y BBB- (grado de inversión) cuando se invierte mediante fondos. Históricamente, el porcentaje de los emisores con estas calificaciones que ha experimentado incumplimientos de sus pagos en el año siguiente es cercano al 0%. Si la calificación de un emisor en el que se invierte directamente en el portafolio disminuye por debajo de la mínima permitida, se liquida la exposición en un plazo corto. Adicionalmente, se limitan las exposiciones máximas por sector y por emisor con el fin de acotar el impacto de eventos crediticios sobre el valor del portafolio.

Riesgo cambiario: el impacto del riesgo cambiario se mitiga con la cuenta patrimonial “ajuste de cambio” de que trata el numeral 4 del artículo 62 del Decreto 2520 de 1993 (Estatutos del Banco de la República). Esta cuenta aumenta en los años en los que las monedas de reserva se fortalecen frente al peso colombiano, y disminuye en los años en que se debilitan. Por tanto, las variaciones de las monedas no tienen impacto sobre el estado de resultado integral. El Banco de la República, así como la mayoría de los bancos centrales del mundo, tienen monedas diferentes al dólar estadounidense en su composición cambiaria con el fin de cubrir los pagos del país en el exterior, ya que estos se hacen en muchas monedas. Es importante tener en cuenta que las cotizaciones de las monedas son altamente volátiles y con frecuencia no tienen tendencias definidas en el largo plazo. Esto hace que sea muy difícil pronosticar confiablemente su comportamiento.

Riesgo de contraparte: para mitigar el riesgo de contraparte las operaciones se liquidan mediante mecanismos pago contra entrega, para lo cual se requiere que las contrapartes para la negociación de renta fija sean creadoras de mercado y que las contrapartes para la negociación de divisas cuenten con altas calificaciones crediticias. Los mecanismos pago contra entrega buscan que el intercambio de papeles por efectivo o el intercambio de pagos en una operación de divisas se hagan simultáneamente con el fin de eliminar la posibilidad

de que una de las partes del negocio incumpla. Las contrapartes de divisas deben tener una calificación crediticia mínima de A- si cuentan con un contrato marco ISDA¹. Si no se cuenta con dicho contrato, la calificación mínima es A+.

Riesgos asociados con factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por su sigla en inglés): los factores ESG son aquellos asociados con temas ambientales, sociales y de gobernanza que pueden afectar el entorno y la capacidad de un emisor para operar exitosamente. La consideración de estos factores en la inversión de las reservas internacionales resulta importante, ya que, si un emisor no los gestiona de forma adecuada, pueden afectar su capacidad para generar retornos en el largo plazo y/o manifestarse en riesgo de mercado, crédito, legales o reputacionales, entre otros. En esa medida, el Banco de la República incorpora factores ESG en sus procesos de inversión y monitoreo de riesgos de las reservas internacionales a través de estrategias compatibles con los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad definidos en el mandato legal asignado al Banco de la República para la administración de las reservas internacionales.

2. Tramos del portafolio de inversión

El portafolio de inversión está conformado por tres tramos: el de corto plazo, el de mediano plazo y el tramo de oro.

El tramo de corto plazo tiene como propósito cubrir las necesidades potenciales de liquidez de las reservas en doce meses. En la actualidad este tramo está conformado por el capital de trabajo y un portafolio pasivo. El capital de trabajo es el portafolio al cual ingresan los recursos que provienen de la intervención en el mercado cambiario y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares. Dado que el objetivo de este tramo es dar liquidez inmediata para propósitos de intervención en el mercado cambiario, el capital de trabajo está concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. Al 30 de junio de 2025, el valor del tramo de corto plazo era USD 37.246 m, de los cuales USD 1.199 m corresponden al capital de trabajo y USD 36.047 m al portafolio pasivo.

El portafolio pasivo es el principal componente del tramo de corto plazo. Este portafolio se caracteriza por tener un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo, una composición cambiaria que busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país y una rentabilidad similar a la de su índice de referencia². El portafolio pasivo está invertido en múltiples monedas y en instrumentos que son acordes con los de un índice de referencia que se define con las restricciones de que el rendimiento esperado del portafolio, excluyendo el componente cambiario, sea positivo en doce meses con un nivel de confianza del 95% y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1%.

El tramo de mediano plazo busca aumentar la rentabilidad esperada de las reservas internacionales en el largo plazo, preservando un portafolio conservador, con un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo y al de su índice de referencia. Su objetivo es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares estadounidenses, la moneda en la cual se valoran las reservas internacionales, para la porción del portafolio que se considera menos probable de utilizar en un plazo de doce meses. De esta forma, se busca el máximo retorno sujeto a las restricciones de que el rendimiento esperado en dólares estadounidenses de este tramo sea positivo con una probabilidad del 95% y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1% en un horizonte de tres años. Actualmente el tramo de mediano plazo está conformado, en su mayoría, por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia³. Al cierre del primer semestre de 2025, el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 22.573 m.

1 El contrato marco establecido por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) tiene como objetivo determinar los términos y condiciones que rigen para los derivados sobre el mostrador negociados entre entidades.

2 En la próxima sección se explica el concepto y la composición del índice de referencia.

3 En la sección Programa de administración externa se explica que uno de los siete portafolios activos es administrado directamente por el Banco de la República y el resto por administradores externos. Allí también se puede encontrar la explicación del funcionamiento de este programa.

El último tramo corresponde a las inversiones de las reservas internacionales en oro. Este metal permite diversificar el portafolio de inversión, ya que su precio se comporta de forma diferente al de los títulos en los cuales se invierten los tramos de corto y mediano plazos. A junio de 2025 el valor de mercado del tramo del oro en las reservas se ubicaba en USD 492,6 m.

3. Índices de referencia

Para administrar el portafolio de inversión de las reservas, el Banco de la República define portafolios teóricos o índices de referencia⁴ para los tramos de corto y mediano plazo. Se construyen índices diferentes para cada uno de estos tramos, con el fin de reflejar sus objetivos de inversión. Los índices sirven como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. A continuación, se explica la forma como se construyen los dos índices de referencia.

Para construir el índice del tramo de corto plazo⁵ se determina, en primer lugar, una composición cambiaria objetivo. Una vez definida la composición cambiaria, se busca el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo⁶ y que cumple con las restricciones de pérdida definidas para este tramo. La composición cambiaria de ese índice busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país⁷. Se busca que las monedas diferentes al dólar se aprecien en periodos en los que aumenta el valor en dólares de los pagos externos del país, lo cual implica que el valor de estas monedas puede reducirse frente al dólar en periodos en los que el valor en dólares de los pagos externos disminuye. A junio de 2025 la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era 82% dólares estadounidenses, 7% dólares australianos, 8% dólares canadienses y 3% euros. Las restricciones de pérdida definidas para el tramo de corto plazo son: 1) tener retornos positivos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario, y 2) que el valor esperado de una posible pérdida en un horizonte de doce meses no supere el 1% del valor del tramo.

Para la construcción del índice del tramo de mediano plazo se sigue un procedimiento similar con dos diferencias fundamentales: no se impone una restricción de composición cambiaria y las restricciones de pérdida se definen sobre un horizonte más largo. En primer lugar, no se impone una restricción de composición cambiaria, dado que el objetivo de este tramo es maximizar el retorno ajustado por riesgo en dólares estadounidenses. En segundo lugar, las restricciones de tener retornos positivos con un 95% de confianza y de que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1% del valor del tramo se definen sobre un horizonte de tres años, con el fin de reflejar la menor probabilidad de usar los recursos de este tramo en el corto plazo. Al construir el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares, se permiten inversiones en monedas diferentes al dólar.

A junio de 2025 los índices de referencia definidos para ambos tramos tenían un nivel moderado de riesgo de mercado, con una duración efectiva del índice del tramo de corto plazo de 2,75 y del tramo de mediano plazo de 3,14. El Gráfico A1.1 muestra los índices de referencia aprobados para los tramos de corto y mediano plazos⁸.

4 En los mercados de capitales un índice de referencia hace alusión a una canasta de activos con ponderaciones predeterminadas de acuerdo con ciertas reglas que definen su composición. En general, un índice intenta replicar de una manera amplia el comportamiento de un mercado de activos financieros y sirve como indicador del desempeño de otros portafolios de inversión en ese mismo mercado. Por ejemplo, algunos de los índices de referencia más conocidos en los mercados accionarios son el MSCI Colcap en Colombia, o el S&P500 y el Dow Jones en los Estados Unidos (el Banco utiliza índices de mercados de renta fija únicamente).

5 Este índice de referencia no aplica para el capital de trabajo, ya que no existen portafolios de referencia que permitan medir adecuadamente los instrumentos permitidos en este portafolio.

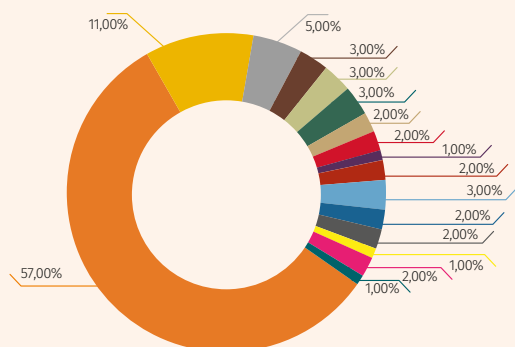
6 La descripción detallada de la metodología para la construcción del índice de referencia se encuentra en los recuadros “Explicación técnica de la metodología de construcción del índice de referencia” y “Restricciones de riesgo de mercado en el proceso de optimización” en los *Informes de Administración de las Reservas Internacionales* de 2013 y 2019.

7 Véase el Recuadro “Nueva composición cambiaria del portafolio de reservas internacionales” en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2012 para una explicación detallada de la metodología de composición cambiaria de las reservas.

8 Para los diferentes sectores que componen el índice de referencia se utilizan los índices publicados por ICE Data Indices.

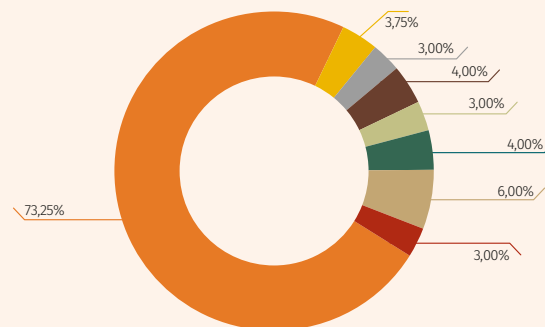
Gráfico A1.1
Composición de los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazo
(información al 30 de junio de 2025)

A. Tramo corto plazo



- Bonos del gobierno estadounidense (0-1 años)
- Bonos del gobierno estadounidense (1-5 años)
- Bonos del gobierno estadounidense (5-10 años)
- Bonos del gobierno estadounidense (+10 años)
- Bonos del gobierno estadounidense atados a inflación (1-10 años)
- Bonos del gobierno estadounidense atados a inflación (+10 años)
- Bonos del gobierno australiano (0-3 años)
- Bonos del gobierno australiano (3-5 años)
- Bonos del gobierno australiano (5-10 años)
- Bonos del gobierno australiano (+10 años)
- Bonos del gobierno canadiense (0-1 años)
- Bonos del gobierno canadiense (1-5 años)
- Bonos del gobierno canadiense (5-10 años)
- Bonos del gobierno canadiense (+10 años)
- Bonos del gobierno alemán (0-1 años)
- Bonos del gobierno alemán (1-5 años)

B. Tramo mediano plazo



- Bonos del gobierno estadounidense (0-3 años)
- Bonos del gobierno estadounidense (3-5 años)
- Bonos del gobierno estadounidense atados a inflación (+10 años)
- Bonos del gobierno de Alemania
- Bonos del gobierno de Reino Unido
- Bonos del gobierno de Japón
- Bonos del gobierno de Australia
- Bonos del gobierno Canadá

Fuente: Banco de la República.

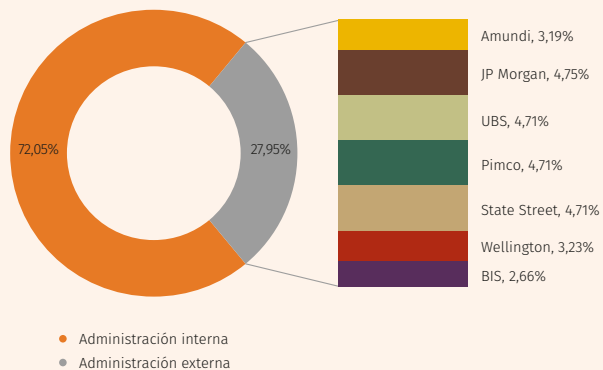
4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, una porción del tramo de mediano plazo y el tramo del oro. El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios. Al finalizar junio de 2025 la porción del portafolio de inversión administrada internamente correspondía a USD 43.454,5 m (72,05 % del portafolio de inversión), mientras que el programa de administración externa ascendía a USD 16.858,04 m (27,95 % del portafolio de inversión).

Los principales propósitos de utilizar administradores externos son generar retornos superiores a los del índice de referencia y mejorar la diversificación del portafolio. En ese sentido, las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que pueden ser aprovechadas para definir estrategias de inversión y para capacitar a los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales, siendo este último otro objetivo del programa de administración externa.

Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica el monto administrado o se revisa su continuidad en el programa. En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: Amundi Asset Management, JP Morgan Asset Management (UK) Limited, Pacific Investment Management Company LLC, State Street Global Advisors Trust Company, UBS Asset Management (Americas) Inc. y Wellington Management

Gráfico A1.2
Administración del portafolio de inversión
 (información al 30 de junio de 2025)



Fuente: Banco de la República.

Company LLP (Gráfico A1.2). Los recursos que manejan estas entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los contratos de los administradores se pueden cancelar cuando se considere necesario. Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, y tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre diferentes países⁹.

⁹ En la actualidad se invierte en un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 1.305,1 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 298,2 m).

Este *informe* fue coordinado, editado y diagramado por la Sección de Gestión de Publicaciones del Departamento de Servicios Administrativos, con caracteres Fira Sans de 10 puntos.

Impreso por Xpress estudio gráfico y digital S. A. S.
Agosto de 2025