
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ISSN - 2711 - 1164



07/
2025



Julio de 2025

INFORME DE **POLÍTICA MONETARIA**

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 31 de julio de 2025.

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

Actualización 11 de agosto de 2025

Esta nueva versión incorpora ajustes de texto que no alteran la información presentada anteriormente.



Gerencia Técnica

Hernando Vargas Herrera
Gerente

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica (*)

Juan José Ospina Tejeiro
Subgerente

Departamento de Programación e Inflación

Carlos Huertas Campos
Director

Sección de Inflación

Adolfo León Cobo Serna
Jefe

Édgar Caicedo García
Juan Pablo Cote Barón
Nicolás Martínez Cortés
Franky Galeano Ramírez
Karen Pulido Mahecha
Sergio Restrepo Ángel

Sección de Programación Macroeconómica

Viviana Alfonso Corredor
Jefe

Johanna Barbosa Buitrago
Marlon Salazar Silva
Darío Perdomo Sanchez
Jorge Daniel Guevara Acevedo

Sección de Gestión del Proceso de Pronóstico

Celina Gaitán Maldonado
Jefe

Tatiana Andrea Mora Arbeláez
Nicol Valeria Rodríguez Rodríguez
Nicolle Valentina Herrera Pinto

Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann Salcedo
Director

Sección de Pronóstico

Julián Pérez Amaya
Jefe

Jose Vicente Romero Chamorro
Jonathan Muñoz Martínez
Sebastián García Echeverry
Juan Camilo Laborde Vera
Cristian González Téllez
Cristian Camilo Quesada Paipa

Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

José David Pulido Pescador
Jefe

Sara Naranjo Saldarriaga
Anderson Grajales Olarte
Juan Andrés Rincón Galvis
Elkin Jose Navas Diago

(*) En la elaboración de este Informe también colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Deicy Cristiano y Jesús Sarmiento, profesionales de la Sección de Estadística; Jesús Bejarano, director del Departamento de Análisis Macroeconómico Aplicado; Andrés Herrera, David López, Steven Zapata y Manuela Quintero, profesionales del Grupo de Análisis Fiscal y Sectorial; Aarón Levi Garavito y Wilmer Osvaldo Martínez Rivera, investigadores de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica; Juliana García, Jair Vega, Juan David Duitama, Gabriel Peña, Estaban Andrés Pulido, Juan Esteban Moncada, Nicole Gallego y Daniel Agudelo, estudiantes en práctica.

Ciudad de edición: Bogotá D. C., Colombia.

Sugerencias y comentarios: +57 (1) 343 1011 / atencionalciudadano@banrep.gov.co



Política monetaria en Colombia

De acuerdo con el mandato constitucional, el Banco de la República debe “velar por mantener el poder adquisitivo de la moneda, en coordinación con la política económica general”¹. Para cumplir con este mandato, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) adoptó como estrategia un esquema flexible de inflación objetivo, en el cual las acciones de política monetaria (PM) buscan conducir la inflación a una meta puntual y alcanzar el nivel máximo sostenible del producto y del empleo.

La flexibilidad del esquema le permite a la JDBR mantener un balance apropiado entre el logro de la meta de inflación y el propósito de suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo alrededor de su senda sostenible. La JDBR estableció una meta de inflación del 3%, planteada sobre la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC). En el corto plazo la inflación puede ser afectada por factores que están fuera del control de la PM, como por ejemplo cambios en los precios de los alimentos debido a fenómenos climáticos. Para incorporar lo anterior, la JDBR anuncia, junto con la meta, un rango de ± 1 punto porcentual (3 ± 1 pp), el cual no es un objetivo de la PM, pero refleja el hecho de que la inflación puede fluctuar alrededor de la meta, sin pretender que sea siempre igual al 3%.

El principal instrumento que tiene la JDBR para el control de la inflación es la tasa de interés de política (tasa repo a un día o tasa de interés de referencia). Dado que las acciones de PM toman tiempo en tener un efecto completo sobre la economía y la inflación², para fijar su valor la JDBR evalúa el pronóstico y las expectativas de la inflación frente a la meta, así como el estado actual y las perspectivas sobre la evolución de la economía.

La JDBR se reúne una vez al mes, pero solo en ocho meses sesiona de forma ordinaria para tomar decisiones de PM (enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y diciembre). En los cuatro meses restantes (febrero, mayo, agosto y noviembre) no se toman, en principio, decisiones de este tipo³. Al finalizar las Juntas donde se toman decisiones de PM, se publica un comunicado y se hace una rueda de prensa a cargo del gerente general del Banco y el ministro de Hacienda. El tercer día hábil siguiente a la reunión se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, el segundo día hábil siguiente a la Junta, en enero, abril, julio y octubre, se publica el Informe de Política Monetaria (IPM)⁴ realizado por el equipo técnico del Banco. El cuarto día hábil siguiente a la Junta el gerente técnico del Banco presenta el IPM. Este esquema de comunicación busca entregar información relevante y actualizada que contribuya a la toma de mejores decisiones por parte de los agentes de la economía⁵.

1 Constitución Política de Colombia (1991), artículo 373 y Sentencia C-481/99 de la Corte Constitucional.

2 Para un mayor detalle véase M. Jalil y L. Mahadeva (2010). “Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Colombia”, Universidad Externado de Colombia, Facultad de Finanzas, Gobierno y Relaciones Internacionales, 1.ª ed., vol. 1, núm. 69, octubre.

3 Un miembro de la Junta puede solicitar en cualquier momento una reunión extraordinaria para tomar decisiones de política monetaria.

4 Antes conocido como *Informe sobre Inflación*.

5 El actual esquema de comunicación fue aprobado por la JDBR en la reunión de mayo de 2023.

Contenido

1. Resumen **9**
 - 1.1 Resumen macroeconómico **9**
 - 1.2 Decisión de política monetaria **12**

2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos **13**
 - 2.1 Contexto externo **13**
 - 2.2 Proyecciones macroeconómicas **18**
 - 2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico **27**

3. Situación económica actual **31**
 - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios **31**
 - 3.2 Crecimiento y demanda interna **34**
 - 3.3 Mercado laboral **36**
 - 3.4 Mercado financiero y monetario **38**

Recuadro 1: Recalibración del crecimiento de largo plazo de los modelos de pronóstico ante el cambio demográfico colombiano **41**

Anexo 1 Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros **47**

Anexo 2 Principales variables del pronóstico macroeconómico **49**

Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico **52**

Índice de gráficos

- Gráfico 1.1** Índice de precios al consumidor **9**
- Gráfico 1.2** IPC sin alimentos ni regulados **9**
- Gráfico 1.3** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **10**
- Gráfico 1.4** Brecha del producto **11**
- Gráfico 1.5** Tasa de interés de política, TIB e IBR **12**

- Gráfico 2.1** PIB real de los socios comerciales **13**
- Gráfico 2.2** Tasa de interés de política monetaria en algunos de los principales socios comerciales del país **14**
- Gráfico 2.3** Supuesto trimestral del precio del petróleo **15**
- Gráfico 2.4** Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país **15**
- Gráfico 2.5** Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos **16**
- Gráfico 2.6** Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) **17**
- Gráfico 2.7** Comportamiento de la prima de riesgo y de la tasa de cambio nominal para algunos países de América Latina **17**
- Gráfico 2.8** Brecha inflacionaria de la TCR trimestral **18**
- Gráfico 2.9** Índice de precios al consumidor **18**
- Gráfico 2.10** IPC sin alimentos ni regulados **19**
- Gráfico 2.11** IPC alimentos **20**
- Gráfico 2.12** IPC regulados **20**
- Gráfico 2.13** Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa **20**
- Gráfico 2.14** PIB trimestral **21**
- Gráfico 2.15** ISE total y por sectores de actividad **21**
- Gráfico 2.16** Importaciones totales de bienes (CIF) **23**
- Gráfico 2.17** Exportaciones totales de bienes (FOB) **23**
- Gráfico 2.18** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **24**
- Gráfico 2.19** Brecha del producto **24**
- Gráfico 2.20** Cuenta corriente anual **25**
- Gráfico 2.21** Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas **26**
- Gráfico 2.22** Índice de precios al consumidor, densidad predictiva **29**
- Gráfico 2.23** IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva **29**
- Gráfico 2.24** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva **30**
- Gráfico 2.25** Brecha del producto, densidad predictiva **30**

- Gráfico 3.1** IPC e indicadores de inflación básica **31**
- Gráfico 3.2** IPP por procedencia **31**
- Gráfico 3.3** IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados **32**
- Gráfico 3.4** IPC de servicios, sin alimentos ni regulados **32**
- Gráfico 3.5** IPC de regulados y sus componentes **33**
- Gráfico 3.6** IPC de alimentos y sus componentes **33**
- Gráfico 3.7** Producto interno bruto **34**
- Gráfico 3.8** Contribuciones a la variación anual del PIB trimestral **34**
- Gráfico 3.9** Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General **34**
- Gráfico 3.10** Formación bruta de capital fijo trimestral **35**
- Gráfico 3.11** Exportaciones, importaciones y balanza comercial **35**
- Gráfico 3.12** Niveles sectoriales de valor agregado del primer trimestre de 2025 relativos al cuarto trimestre de 2019 **36**
- Gráfico 3.13** Población ocupada por dominios geográficos **36**
- Gráfico 3.14** Empleo por posición ocupacional **36**
- Gráfico 3.15** Tasa global de participación por dominios geográficos **37**
- Gráfico 3.16** Tasa de desempleo por dominios geográficos **37**
- Gráfico 3.17** Curva de Beveridge para las siete ciudades principales **38**
- Gráfico 3.18** Cartera bruta en moneda nacional **38**
- Gráfico 3.19** Tasas reales de interés del crédito **40**
- Gráfico 3.20** Indicador de mora **40**

Gráfico R1.1 Crecimiento anual del PIB **41**
Gráfico R1.2 Componentes observados del crecimiento de estado estacionario **42**
Gráfico R1.3 Proyecciones de componentes de crecimiento de estado estacionario **44**
Gráfico R1.4 Crecimiento de estado estacionario **45**

Gráfico A3.1 Supuesto trimestral del crecimiento 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales **52**
Gráfico A3.2 Supuesto trimestral del precio del petróleo **52**
Gráfico A3.3 Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos **52**
Gráfico A3.4 Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) **52**
Gráfico A3.5 IPC de alimentos **53**
Gráfico A3.6 IPC de regulados **53**

Índice de cuadros

Cuadro 2.1 Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales **14**

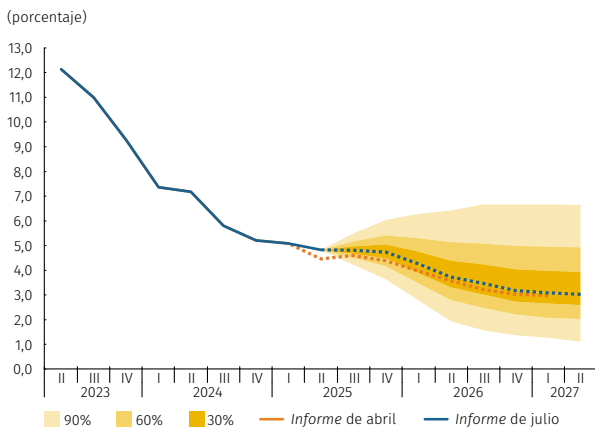
Cuadro 3.1 Tasas de interés **39**

1. Resumen

1.1 Resumen macroeconómico

En junio la inflación total (4,8%) se redujo, mientras que la inflación básica (sin alimentos ni regulados, 4,8%) se mantuvo estable, registrando, en ambos casos, tasas mayores que las proyectadas en el Informe de abril. El nuevo sendero de pronóstico indica una convergencia más lenta de la inflación a la meta del 3%. En el segundo trimestre, exceptuando el índice de precios al consumidor (IPC) de los regulados, las demás variaciones anuales de los grandes grupos del IPC sorprendieron al alza frente a lo estimado en el Informe de abril. En ese periodo el mayor error de pronóstico se registró en los alimentos perecederos, explicado por un ciclo de precios al alza más persistente, por aumentos no anticipados en los fertilizantes y por una mayor transmisión de los incrementos en los costos laborales a los precios de este grupo. En los regulados, el resultado algo menor que el estimado obedeció, principalmente, a ajustes más bajos que los previstos en los servicios de electricidad, debido a la mayor participación de las hidroeléctricas en la producción de energía. En bienes y servicios las sorpresas al alza fueron menores y se explicaron por un consumo privado más dinámico, un mayor traspaso de los costos laborales, una desaceleración algo más lenta de los arriendos y unos precios internacionales de los bienes que no descendieron como se esperaba. Al incorporar estas sorpresas al alza en los pronósticos, la convergencia de la inflación total y básica a la meta del 3% se hizo más lenta de lo estimado en abril. A finales de 2025 la inflación total terminaría en el 4,7% (antes 4,4%) y la básica en el 4,2% (antes 3,9%) (gráficos 1.1 y 1.2). Con esto, en 2026 varios grupos importantes del IPC (v. g.: arriendos) se indexarían a una tasa de inflación más alta proyectada para finales de 2025. No obstante, la inflación total y la básica continuarían reduciéndose en el horizonte de pronóstico, debido a los efectos acumulados de la política monetaria, que se reflejan en una brecha del producto que se mantendría negativa hasta finales de 2026 y que contribuiría a la convergencia de la inflación hacia la meta, y bajo el supuesto de aumentos en el salario mínimo para 2026 que no sean muy superiores a la inflación más el aumento de la productividad laboral. También, lo anterior se daría por la desaceleración esperada en los precios de los alimentos para 2026, por cuenta de una mayor base de comparación y de la disolución de los choques de oferta que los han afectado. Así, para finales de 2026 se proyecta una inflación total del 3,2% (antes 3,0%) y una inflación básica del 3,3% (antes 3,1%), respectivamente (gráficos 1.1 y 1.2). Estas proyecciones continúan enfrentando una incertidumbre elevada, asociada, principalmente, con los efectos del aumento del salario mínimo en lo que resta del año y en 2026, el comportamiento futuro de la tasa de cambio, los impactos de los aumentos de aranceles en el comercio global, los choques de oferta que afectan los precios internacionales y locales de los alimentos, la oferta interna de gas natural, y las disposiciones en materia de los ajustes en los precios de algunos bienes y servicios regulados.

Gráfico 1.1
Índice de precios al consumidor^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)

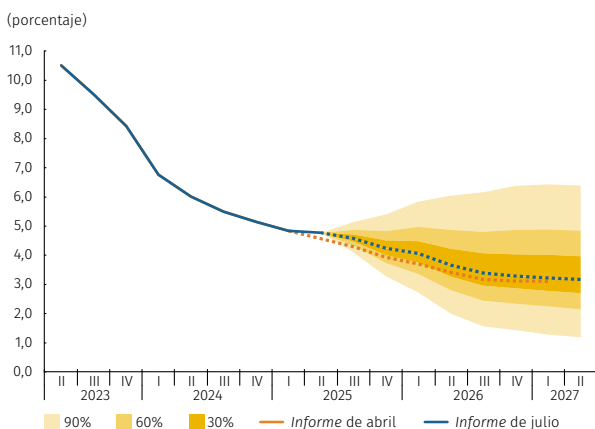


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 1.2
IPC sin alimentos ni regulados^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)

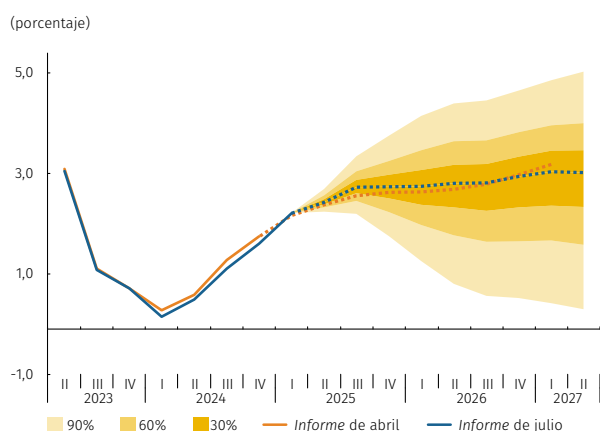


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 1.3
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres^{a/, b/, c/}
(variación anual)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.

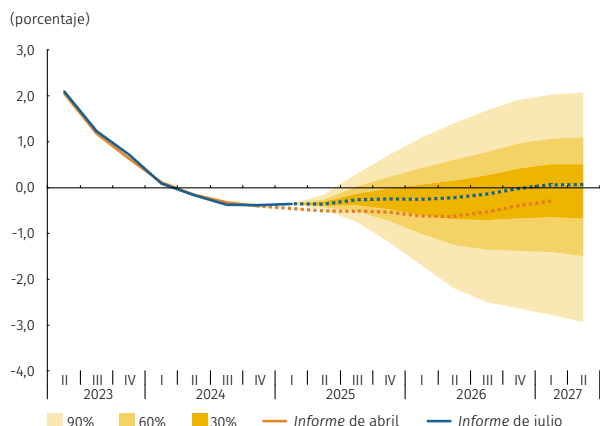
c/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Frente a lo proyectado en el *Informe de abril*, el crecimiento económico para 2025 aumentó al 2,7% (antes 2,6%) y el de 2026 se redujo al 2,9% (antes 3%), pronósticos que incorporan un consumo de los hogares más dinámico en el primer semestre de 2025 y un menor efecto negativo de los aumentos de los aranceles en los Estados Unidos sobre la economía colombiana. El crecimiento anual del producto interno bruto (PIB) para el primer trimestre de 2025 (2,7%) resultó mayor que el proyectado (2,5%) debido, en buena medida, a una revisión a la baja en los niveles del PIB calculados por el DANE para el mismo periodo del año anterior. Por componentes, el consumo privado registró una fuerte dinámica, con niveles y crecimientos trimestrales y anuales muy superiores a los estimados. Lo contrario ocurrió con la inversión fija, la cual registró un desempeño anual y trimestral muy por debajo de lo anticipado, debido al fuerte retroceso anual de la inversión en vivienda y otros edificios y estructuras. Por su parte, las exportaciones e importaciones aumentaron menos de lo proyectado. Las cifras disponibles de actividad económica para el segundo trimestre sugieren que la economía habría crecido a una tasa anual del 2,6% (similar a lo estimado en abril), con una demanda interna que lo habría hecho a una tasa del 4,1% y que completaría cuatro trimestres con aumentos anuales muy superiores a los del PIB. La fuerte dinámica del consumo privado (4,5%) habría continuado durante este periodo, el consumo público (0,7%) habría seguido desacelerándose, mientras que la inversión fija (3,0%) habría registrado una recuperación trimestral y anual. Las importaciones (9,0%) se habrían moderado, mientras que las exportaciones (2,3%) habrían continuado con un ritmo de expansión anual bajo, especialmente por la pobre dinámica de las de carbón y petróleo. En lo que resta del año, los altos precios de varios productos agrícolas (v. g.: café), los elevados niveles de las remesas del exterior, la fuerte dinámica del turismo extranjero y, en el corto plazo, el aumento del salario mínimo real, entre otros, seguirían estimulando el ingreso disponible de los hogares y su gasto. La recuperación esperada del crédito, en un entorno de menores tasas de interés reales de préstamos y de moderación del riesgo de crédito, también contribuirían al crecimiento del producto. Frente a lo estimado en abril, la política de aumento de los aranceles en los Estados Unidos y la incertidumbre al respecto se han moderado y se espera un impacto menos negativo sobre la demanda de los bienes que exporta Colombia. Con todo esto, el pronóstico de crecimiento económico para 2025 aumentó del 2,6% al 2,7% y para 2026 se redujo del 3,0% al 2,9% (Gráfico 1.3). La dinámica económica descrita se daría en el contexto de una política monetaria interna que se hace menos contractiva en el tiempo, pero compatible con la convergencia de la inflación a la meta del 3% en los siguientes dos años. Con lo anterior, en el horizonte de pronóstico los excesos de capacidad productiva serían algo menores que los estimados en el *Informe de abril* (Gráfico 1.4). Estas estimaciones continúan sujetas a un alto grado de incertidumbre por factores externos (tensiones políticas y comerciales globales y la respuesta de los mercados financieros y la política monetaria en los países avanzados) e internos (deterioro de las finanzas públicas).

Las condiciones de financiamiento externo del país se mantienen restrictivas, en un entorno de moderación de las tensiones comerciales globales, pero de elevada incertidumbre global

Gráfico 1.4
Brecha del producto^{a/, b/, c/}
(acumulado 4 trimestres)



a/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacón y el 4GM.

c/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

por los conflictos en varias regiones del mundo, de una lenta normalización esperada de la política monetaria en los Estados Unidos, y de presiones al alza sobre la prima de riesgo de Colombia. Frente a las estimaciones y juicios realizados en el Informe de abril, las negociaciones comerciales más recientes entre los Estados Unidos y otras economías (v. g.: China, Reino Unido, Unión Europea) se han reflejado en unos aranceles más bajos en ese país y en un efecto que se estima menos negativo sobre la demanda externa relevante para Colombia. En junio, la Reserva Federal (Fed) mantuvo la tasa de interés de política monetaria entre el 4,25% y 4,50%, en línea con lo esperado por el mercado y por el equipo técnico del Banco. Las nuevas medianas de las proyecciones del Comité del Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) indican, para finales de 2025 y 2026, una reducción del pronóstico de crecimiento económico y un incremento en la proyección de la inflación. Con esto, el FOMC continúa estimando dos reducciones de la tasa de interés en 2025 y solo un descenso en 2026 (antes dos), y señaló que no alcanzarían el nivel de tasa de interés de largo plazo a finales de 2027. La disyuntiva entre unas perspectivas de menor crecimiento y mayor inflación ha incrementado la volatilidad en los pronósticos de la tasa de interés de la Fed por parte del mercado. Con todo esto, en el presente Informe se supone que la tasa de interés de la Fed se reducirá de forma lenta, con dos descensos (antes tres) de 25 puntos básicos (pb) en 2025 y otros dos de la misma magnitud en 2026. Por su parte, en lo que resta de 2025 se espera que los términos de intercambio del país se sigan deteriorando, debido al descenso observado y esperado en la cotización internacional de algunas materias primas de exportación (petróleo, carbón y níquel). No obstante, los precios de otros bienes básicos, como el café y el oro, se mantendrán altos y compensarán parcialmente el desempeño de los precios mineroenergéticos. Las condiciones externas descritas, junto con el mayor deterioro fiscal interno observado y proyectado, han resultado en un aumento de la prima de riesgo para Colombia y su comportamiento tendencial. Se espera que dichos factores continúen presionando al alza la percepción de riesgo soberano en el horizonte de pronóstico, en el contexto de una creciente razón de deuda pública a PIB. La incertidumbre sobre los pronósticos externos y sobre su impacto en el país es elevada, dadas las tensiones en el comercio exterior, las medidas migratorias, arancelarias y fiscales en los Estados Unidos, los conflictos en varias regiones del mundo y los retos fiscales en Colombia, entre otros.

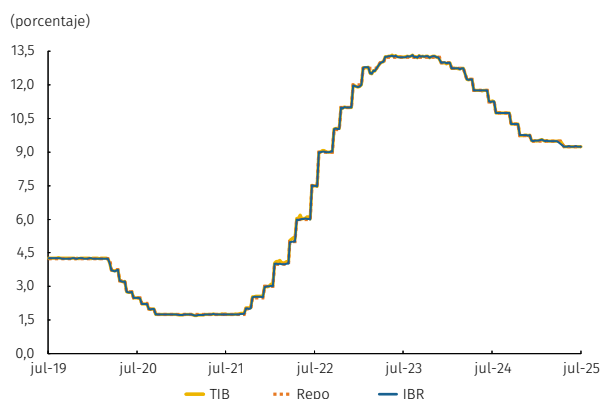
La postura restrictiva de la política monetaria sigue contribuyendo a la convergencia de la inflación hacia la meta; sin embargo, la inflación observada y la mayoría de las expectativas continúan por encima del 3%. Los indicadores de actividad económica para el segundo trimestre del año señalan que el producto completaría dos años con aumentos trimestrales y con una dinámica anual de la demanda interna muy superior a la del PIB. En el mercado laboral, la tasa de desempleo mantiene niveles que se pueden calificar como bajos respecto a su historia, el empleo muestra una tendencia creciente, y el aumento real del salario mínimo, muy superior al aumento de la productividad, se ha reflejado en incrementos de precios en varios grupos del IPC. Se estima, entonces, que, aunque la economía continúa con excesos de capacidad productiva que contribuyen a la reducción de la inflación, aquellos serían menores

en 2025 y 2026 a los proyectados en el *Informe* de abril. Por otro lado, el deterioro fiscal ha elevado la vulnerabilidad del país ante un choque negativo de financiamiento externo y ha presionado al alza la tasa de interés neutral de la economía. Por su parte, las expectativas de inflación para diciembre de 2025 y 2026 continúan apreciablemente por encima del 3%. Con todo esto, se espera que la inflación continúe disminuyendo y converja al 3%, pero a un ritmo más lento de lo pronosticado en el *Informe* de abril. La reducción más lenta de la inflación y los menores excesos estimados de capacidad productiva son compatibles con una postura de política monetaria que debe permanecer restrictiva en el horizonte de pronóstico para propender por la reducción de la inflación y su convergencia a la meta en los próximos dos años. La distancia aún grande de la inflación frente a la meta y un balance de los riesgos inflacionarios sesgados al alza aconsejan mantener cautelosa en la conducción de la política monetaria, especialmente en un entorno de un consumo privado y un mercado laboral dinámicos.

1.2 Decisión de política monetaria

En sus reuniones de junio y julio la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió, por mayoría, mantener inalterada la tasa de interés de política monetaria, ubicándola en el 9,25% (Gráfico 1.5).

Gráfico 1.5
Tasa de interés de política, TIB e IBR^{a/}
(datos semanales)



a/ TIB: tasa de interés interbancaria. IBR: indicador bancario de referencia. Repo: tasa de interés de política monetaria.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

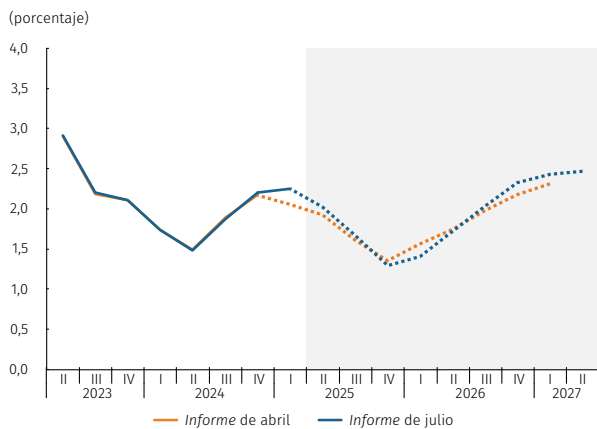
2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos¹

2.1 Contexto externo

2.1.1 Demanda externa

Para 2025 se estima que la demanda externa relevante para el país crecería a un ritmo similar al de 2024, lo que representa una revisión al alza frente al *Informe de abril*. Hacia 2026 se proyecta una leve recuperación en el crecimiento de la demanda externa (Gráfico 2.1). En sus reportes más recientes, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyectan una desaceleración del crecimiento global del 3,3% de 2024 al 2,9% y 3,0%, respectivamente, en 2025, en un contexto de agudas tensiones comerciales y elevada incertidumbre política, lo que ha deteriorado la confianza de las empresas y consumidores. En los Estados Unidos, en los tres primeros meses del año su economía se contrajo un 0,5% en términos trimestrales anualizados. La contracción se explica, principalmente, por una moderación en el consumo privado y un aumento significativo de las importaciones, que contrarrestaron la fuerte acumulación de inventarios. Lo anterior, en medio de una anticipación de las importaciones, como respuesta a los incrementos de aranceles anunciados en ese país². Los datos más recientes señalan una mejoría en la confianza de los consumidores, derivada de las negociaciones comerciales internacionales, pero que se mantiene en niveles bajos. En cuanto a otros socios comerciales, se destaca el mejor crecimiento económico en la zona del euro y Chile para el primer trimestre de 2025 frente a lo esperado. También, se destaca el crecimiento del 5,2% anual de la economía china en el segundo trimestre del año, cifra superior a la proyectada por el mercado, y que se explica por una política económica expansionista y un crecimiento importante de las exportaciones en medio de las negociaciones comerciales con los Estados Unidos. No obstante, todo lo anterior sería compensado, parcialmente, por una marcada desaceleración de la economía mexicana. La menor incertidumbre comercial global, producto de las negociaciones comerciales entre los Estados Unidos y otros países, junto con la moderación del incremento de la tasa arancelaria efectiva en ese país, explican la revisión al alza del crecimiento económico de los socios comerciales del país del 1,7% al 1,8% para 2025. Para 2026 el ritmo de crecimiento de la demanda externa relevante para Colombia aumentaría ligeramente y se ubicaría en un 1,9%, cifra similar a la contemplada en el *Informe* anterior. Ambos registros se mantendrían por debajo del promedio histórico

Gráfico 2.1
PIB real de los socios comerciales
(variación anual; proyecciones según
el supuesto de todo el año)



Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadísticas, bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

1 Las proyecciones presentadas en este capítulo fueron realizadas a partir de estimaciones de los modelos centrales de pronóstico Patacon y 4GM. Para mayor detalle de estos modelos véase <https://www.banrep.gov.co/es/node/149> y <https://www.banrep.gov.co/en/4gm-new-model-monetary-policy-analysis-colombia>

2 En la escritura del presente *Informe* se conoció que, según cifras preliminares, en el segundo trimestre del 2025 el PIB de los Estados Unidos creció a un ritmo del 3,0% en términos trimestrales anualizados, luego del -0,5% del trimestre anterior.

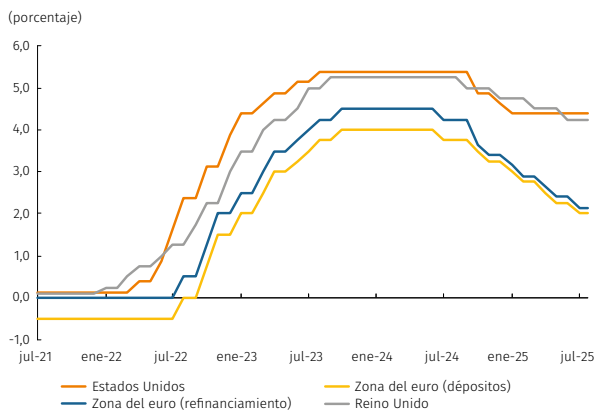
Cuadro 2.1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales^{a/}

Principales socios	2023 (pr)	2024 (proy)	2025 (proy)	2026 (proy)
Estados Unidos	2,9	2,8	1,5	1,4
Zona del euro	0,5	0,8	1,1	1,2
China	5,2	5,0	4,5	4,0
Ecuador	2,0	-2,0	1,4	1,6
Brasil	3,2	3,0	1,9	1,7
Perú	-0,4	3,2	3,0	2,7
México	3,4	1,2	0,1	1,1
Chile	0,6	2,4	2,2	2,2
Total socios comerciales^{a/}	2,5	1,8	1,8	1,9

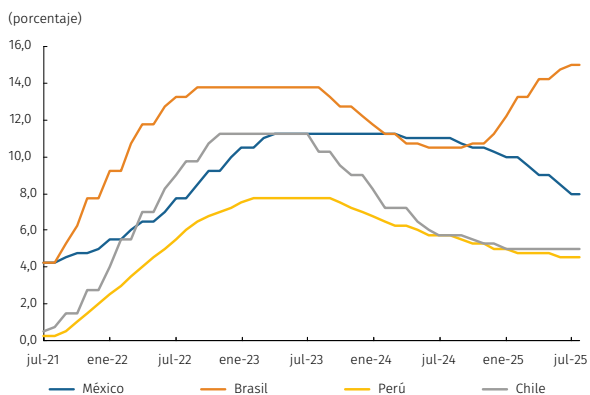
(pr): preliminar. (proy): proyectado.
a/ Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso de la participación en el comercio de bienes no tradicionales.
Fuentes: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales de los países (datos observados); Banco de la República (proyecciones y cálculos).

Gráfico 2.2
Tasa de interés de política monetaria en algunos de los principales socios comerciales del país

A. Economías avanzadas



B. América Latina



Nota: los datos de julio de 2025 son los observados al 23 de ese mes.
Fuente: Bloomberg.

del indicador³ (Cuadro 2.1). Se resalta la elevada incertidumbre sobre este supuesto, asociada con la trayectoria incierta y volátil de la política comercial estadounidense, un posible deterioro en la confianza de los consumidores y empresas a nivel mundial, y el impacto negativo que las barreras arancelarias tendrían sobre la inflación global, lo que podría ralentizar el ritmo de reducción de las tasas de interés de política monetaria en las principales economías (Gráfico 2.2).

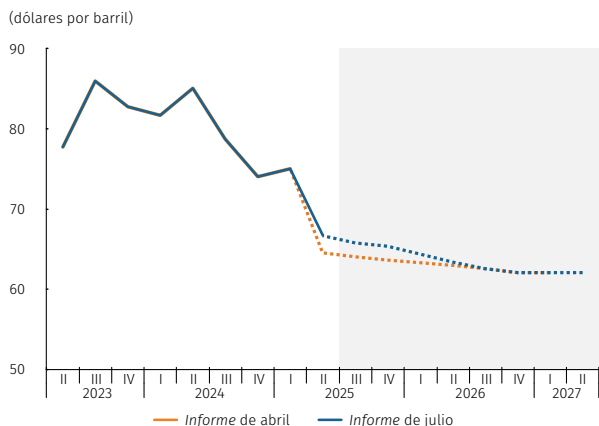
2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

El supuesto del precio del petróleo se revisó marginalmente al alza para 2025 en medio de una elevada incertidumbre por cuenta de las tensiones geopolíticas. No obstante, este continuaría con una tendencia decreciente, debido al aumento observado y esperado en la oferta mundial de petróleo (Gráfico 2.3). En el segundo trimestre del año el precio promedio del crudo para la referencia Brent fue cercano a USD 67 por barril (bl), cifra inferior al valor observado en el primer trimestre del año (USD 75 bl). La tendencia decreciente observada y esperada en los precios responde, en parte, a un aumento persistente en los niveles de producción de los países no pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+), liderados, principalmente, por los Estados Unidos, Guyana, Noruega y Brasil. A esto se suma el incremento en la extracción en la mayoría de los países miembros de la OPEP+, los cuales comunicaron su decisión de acelerar la eliminación de los recortes voluntarios sobre sus niveles de producción⁴. De igual forma, en la reducción esperada de los precios contribuye la tendencia creciente en la acumulación de los inventarios de petróleo y derivados, debido a una oferta que supera la demanda en los países miembros de la OCDE, así como los efectos adversos esperados sobre las perspectivas de crecimiento económico mundial dada la implementación de los cambios en la política comercial de los Estados Unidos, lo que disminuiría la demanda. A pesar de lo anterior, el descenso en el precio del crudo estaría limitado por un comportamiento estable en el consumo del petróleo y sus derivados en China, un aumento en la demanda de *jet fuel* y la reducción observada en la producción de petróleo en Irán y Rusia. Además, las tensiones geopolíticas en Medio Oriente continúan y siguen siendo un factor de riesgo que presionaría al alza los precios del petróleo. Con todo lo anterior, se supone un precio promedio para el Brent cercano a los USD 68 bl en 2025 (USD 67 bl en el Informe de abril) y de USD 63 bl para 2026. En general, la incertidumbre alrededor del precio del petróleo se mantiene alta debido a la persistencia en los conflictos geopolíticos, las decisiones futuras de la OPEP+ y las políticas comerciales de los Estados Unidos, que seguirían afectando su comportamiento.

3 El promedio histórico del crecimiento anual de los socios comerciales entre 2001 y 2024 es del 2,9%.

4 Además de los doce países miembros de la OPEP, sus aliados son: Azerbaiyán, Baréin, Brunéi, Kazajistán, Rusia, México, Malasia, Sudán del Sur, Sudán, Omán. En su reunión del 5 de julio de 2025, ocho países miembros de la OPEP+ decidieron continuar con la eliminación gradual de los recortes voluntarios, con un aumento cercano a 548.000 barriles diarios en agosto de 2025, cifra superior a lo esperado por el mercado. En sus anuncios, los países miembros señalan que esta decisión podrá pausarse o revertirse según la evolución de las condiciones del mercado.

Gráfico 2.3
Supuesto trimestral del precio del petróleo

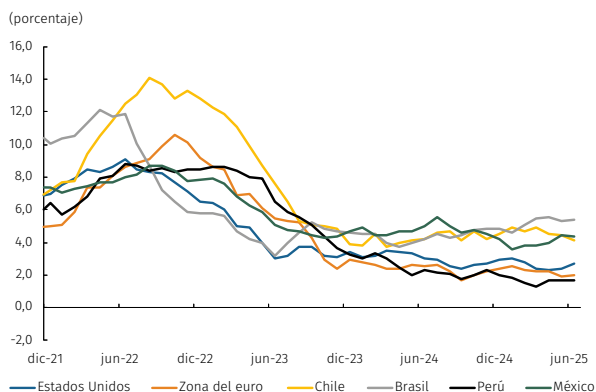


Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

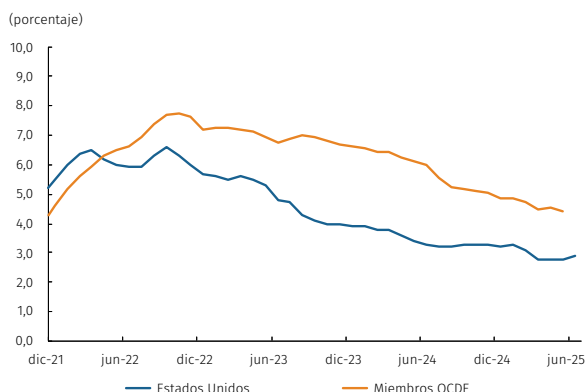
A lo largo del horizonte de pronóstico se espera una moderación de los términos de intercambio, en línea con la tendencia decreciente esperada en la cotización del petróleo y otros productos exportados. Para 2025 la reducción esperada de los términos de intercambio de Colombia estaría explicada por la tendencia decreciente proyectada para los precios internacionales del petróleo y la moderación en los precios del carbón y del ferróníquel, a lo que se suma un ligero aumento esperado de los precios en dólares de los bienes intermedios importados. Sin embargo, el descenso de los términos de intercambio sería menor a lo proyectado en el *Informe* anterior, debido a un mayor crecimiento esperado en los precios del oro y a la revisión marginal al alza en 2025 para la cotización del petróleo que se incluye en este *Informe*. En 2026 continuaría el descenso en los términos de intercambio del país, en línea con la reducción proyectada en los precios internacionales del petróleo, del carbón y del café.

Gráfico 2.4
Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país

A. Inflación total



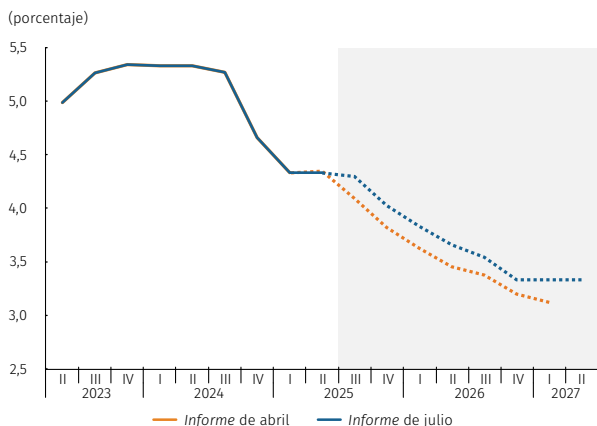
B. Inflación excluyendo alimentos y energía



Fuentes: Bloomberg y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Durante 2025 la inflación total en algunas economías continuaría por encima de la meta, en un contexto de mayores barreras comerciales y elevada incertidumbre, lo que podría incrementar las presiones de costos. En lo corrido de 2025 la inflación total a nivel mundial ha continuado moderándose, aunque con comportamientos dispares entre países. Según los datos más recientes de la OCDE, la inflación total anual para los países miembros se moderó al 4,0% en mayo, luego del 4,2% de abril, alcanzando su nivel más bajo desde junio de 2021. Por su parte, la inflación anual básica se ubicó en un 4,4% en mayo, cifra inferior al 4,6% registrado en abril. No obstante, esta moderación de la inflación incluye dinámicas regionales mixtas. Por un lado, en la zona del euro la inflación básica continuó reduciéndose, mientras que en algunos miembros del G7 se mantuvo estable. En los Estados Unidos, la inflación total anual aumentó al 2,7% en junio, luego del 2,4% observado en mayo, cifra que sorprendió al alza al mercado. El componente básico de la inflación también registró un ligero aumento, situándose en un 2,9% en junio, frente al 2,8% observado el mes anterior (Gráfico 2.4). Este aumento en la inflación total se debió, principalmente, a una menor caída anual de los precios de la energía y a un aumento en los ajustes anuales de los alimentos. Por su parte, los precios de los servicios registraron una variación anual nuevamente estable, mientras que la de bienes siguió presentando incrementos asociados con los aranceles. Para el resto de 2025 se espera que la inflación total de ese país se mantenga por encima del 2,0%, en un contexto de alta incertidumbre sobre los impactos de su política arancelaria, expectativas de inflación elevadas según las encuestas, efectos de base en el índice de precios que resultarían desfavorables y un crecimiento económico que sería más débil que en 2024. En este contexto, el Banco Mundial, en su reporte más reciente, señala que las perspectivas de precios se han vuelto más inciertas, por lo que revisó al alza su pronóstico de inflación mundial del 2,7% al 2,9% para 2025 y 2026, debido, en especial, al impacto de las barreras comerciales, el incremento en las expectativas de inflación basadas en encuestas, así como presiones inflacionarias persistentes. Por su parte, el FMI, en su más reciente reporte, prevé una inflación mundial del 4,2% para 2025 y del 3,6% en 2026.

Gráfico 2.5
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos



Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

2.1.3 Desarrollos financieros externos

El horizonte supuesto para la tasa de interés de política monetaria de los Estados Unidos se revisó al alza, en un entorno de reducción en la incertidumbre comercial y mejores perspectivas de crecimiento económico en ese país (Gráfico 2.5).

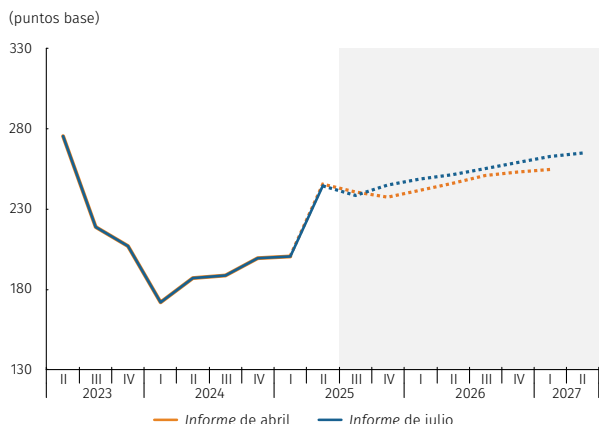
En sus reuniones de junio y julio de 2025, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) mantuvo estable su tasa de interés de política monetaria en un rango entre el 4,25% y 4,50%⁵, en línea con lo esperado por el mercado y por el equipo técnico del Banco. El FOMC señaló que espera que los aranceles se trasladen a los precios locales, aunque con una considerable incertidumbre acerca de su temporalidad, tamaño y persistencia, y que los riesgos al alza sobre el comportamiento de la inflación y sus expectativas son importantes. En este contexto, las medianas de las nuevas proyecciones del FOMC para los deflatores implícitos del consumo (PCE) total y básico fueron revisadas al alza para 2025 y 2026⁶. A su vez, las previsiones de crecimiento económico en el horizonte de pronóstico fueron revisadas a la baja, luego de conocerse el dato desfavorable de crecimiento del primer trimestre. Por su parte, la proyección mediana mantuvo estable la expectativa de la tasa de interés en el 3,9% para finales de 2025, pero la aumentó ligeramente para 2026 al 3,6%. En cuanto a los futuros asociados con la tasa de interés de política monetaria, estos se han mantenido relativamente estables en línea con la posición cautelosa de la Reserva Federal (Fed). Con esto, los futuros se encuentran en una posición similar a la sugerida por la Fed para 2025 y un poco menos contractiva para 2026⁷. Por todo lo anterior, en este *Informe* se revisó al alza el supuesto para la tasa de interés de política monetaria de Estados Unidos, tomando en cuenta, además, la postura cautelosa de la autoridad monetaria. Así, para 2025 se contemplan dos reducciones de 25 pb en la tasa de interés de la Fed, que situarían la tasa en un rango entre el 3,75% y 4,00% a finales del periodo. Hacia 2026 se darían otras dos reducciones adicionales de 25

5 En su reunión del 5 de junio de 2025 el Banco Central Europeo (BCE) redujo nuevamente en 25 pb su principal tasa de interés de política hasta un 2,0% y su tasa de interés de refinanciamiento al 2,15%. Posteriormente, en su reunión del 24 de julio, el BCE mantuvo sin cambios sus tasas de referencia. En su declaración posterior, el BCE destacó que la inflación ha vuelto a su meta (en junio la inflación total de la zona se ubicó en el 2,0%) y que las perspectivas económicas continúan nubladas en un contexto de alta incertidumbre por la política arancelaria de los Estados Unidos.

6 En el reporte de junio de 2025, la mediana de las proyecciones del FOMC mantuvo su estimación de tasa de interés para finales de 2025 en el 3,9%, pero señaló una reducción menor para 2026, con lo cual llegaría al 3,6% al cierre del año. Adicionalmente, la proyección mediana del PCE total pasó del 2,7% al 3,0% para 2025 y del 2,2% al 2,4% para 2026, mientras que para el PCE total la cifra esperada para 2025 pasó del 2,8% al 3,1% y para 2026 pasó del 2,2% al 2,4%, lo que representa una revisión al alza para ambas canastas. Por último, la proyección mediana sobre el crecimiento económico fue revisada a la baja, pasando del 1,7% al 1,4% para el último trimestre de 2025 y del 1,8% al 1,6% para el cierre de 2026.

7 Para finales de 2025 y 2026, y con cifras al 21 de julio de 2025, los futuros asociados con la tasa de interés de política monetaria de la Fed se ubicaron en un 3,93% y 3,13%, respectivamente (antes 3,43% y 3,10% tomados el 21 de abril).

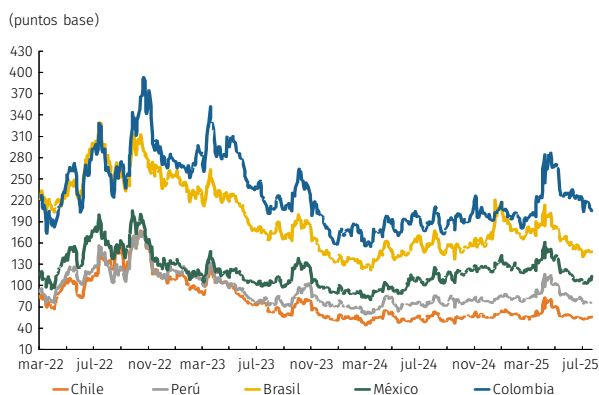
Gráfico 2.6
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)^{a/}



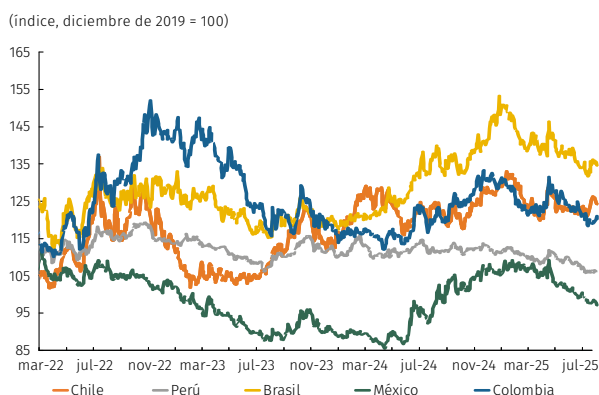
a/ Corresponde a los *credit default swap* a cinco años.
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.7
Comportamiento de la prima de riesgo y de la tasa de cambio nominal para algunos países de América Latina

A. Credit default swap a cinco años



B. Tasa de cambio nominal



Nota: cifras hasta el 23 de julio de 2025.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

pb, que ubicarían la tasa de interés en un rango entre el 3,25% y 3,50% a finales de año. Este supuesto está rodeado de elevada incertidumbre en lo referente a la evolución de los precios, las barreras comerciales, la sostenibilidad fiscal y el crecimiento económico de ese país.

Para el horizonte de pronóstico se supone una prima de riesgo para Colombia más elevada que la contemplada en el Informe de abril (Gráfico 2.6).

En el segundo trimestre del año, diversos factores tanto externos como internos impulsaron al alza este indicador. Uno de estos fue el aumento de la incertidumbre global, particularmente asociada con los anuncios sobre la política comercial de los Estados Unidos, que generó una fuerte volatilidad en los mercados financieros, mayor percepción de riesgo mundial y un endurecimiento en las condiciones financieras internacionales. Si bien esto generó inicialmente un aumento generalizado de la prima de riesgo en las economías emergentes, luego los acuerdos entre Estados Unidos y varios países moderaron las expectativas sobre el alcance de las disputas comerciales y redujeron considerablemente la percepción de riesgo. Esto se tradujo en que países de la región, como Brasil, Chile y México, registraran un descenso de sus primas de riesgo hacia niveles cercanos a los observados antes del choque de incertidumbre (Gráfico 2.7). Sin embargo, en el caso de Colombia, el *credit default swap* (CDS) a cinco años no se redujo hasta los niveles observados en la primera parte del año. Esto, en un contexto de rebajas en la calificación de la deuda colombiana y deterioro en la percepción de las cuentas fiscales, debido a la suspensión de la regla fiscal y las proyecciones presentadas en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP), donde se estima un aumento importante en el déficit fiscal para 2025 y 2026⁸, y un incremento persistente a mediano plazo de la senda de la deuda pública, aún con ajustes fiscales significativos. En consecuencia, se prevé una prima de riesgo de Colombia por encima de la proyectada en el *Informe* de abril, que responde a la compleja situación fiscal del país, la incertidumbre global y potenciales presiones fiscales en Estados Unidos⁹, que puedan mantener alto el costo del financiamiento global. Así, para 2025 se espera una prima de riesgo promedio de 232 pb, que aumentaría hasta los 255 pb en 2026¹⁰. Esta revisión al alza se traduce en una prima de riesgo tendencial marginalmente más alta en un entorno de gran incertidumbre de las condiciones de financiamiento externo para el país.

8 Según el MFMP presentado en junio, el déficit fiscal estimado para el Gobierno Nacional Central (GNC) en 2025 se elevaría del 5,1% al 7,1% del PIB, con respecto a las previsiones hechas para el *Plan Financiero*. Así mismo, el déficit fiscal estimado para el GNC en 2026 se elevó al 6,2% del PIB frente al 4,3% estimado en el MFMP presentado el año anterior.

9 La aprobación de una importante serie de medidas y recortes fiscales en Estados Unidos, consignadas en la ley informalmente conocida como *One Big Beautiful Bill*, potencialmente podría generar presiones sobre el costo del financiamiento del gobierno federal de ese país, lo que se traduciría en un encarecimiento generalizado de la deuda y unas condiciones financieras más estrechas a lo largo del horizonte de pronóstico.

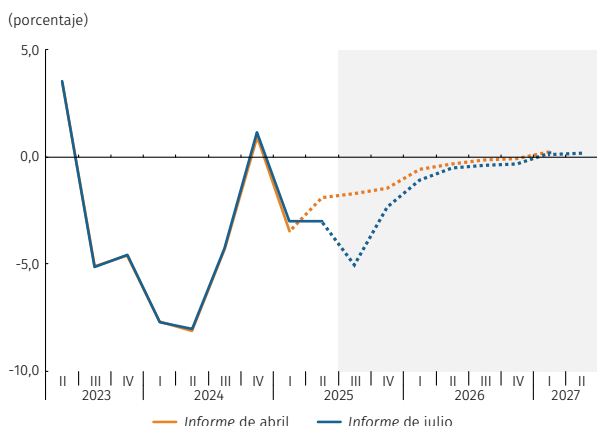
10 En el *Informe* de abril el supuesto para el CDS a cinco años de Colombia fue de 231 pb para 2025 y 248 para 2026.

2.2 Proyecciones macroeconómicas¹¹

2.2.1 Inflación

La inflación anual se mantendría estable durante 2025 y bajaría en 2026, aunque a un ritmo menor que el previsto, debido a choques de oferta y a una demanda interna más fuerte. En el segundo trimestre del año, la inflación total anual disminuyó en una cuantía menor que la esperada en el *Informe* de abril, situándose en junio en un 4,8% frente al 4,5% previsto (véase la sección 3.1 de este *Informe*). La anterior sorpresa, que se presentó de forma amplia en las subcanastas de alimentos, bienes y servicios, junto con una brecha del producto que se estima menos negativa (véase la sección 2.2.2 de este *Informe*), contribuyeron a la revisión al alza del pronóstico de inflación. A lo anterior se suman mayores presiones observadas en algunos costos de producción y transporte, incluidos los costos laborales, y algunas sorpresas en los precios internacionales. Varios de estos factores deberían seguir afectando la inflación anual durante parte del horizonte de pronóstico. La nueva senda de pronóstico también tiene en cuenta un menor ritmo de reducción en los ajustes anuales de algunos renglones importantes del IPC de servicios, debido al comportamiento observado en lo corrido del año que podría reflejar mayor persistencia. Dado lo anterior, en este *Informe* se prevé que la inflación anual se mantenga estable en lo que resta del año y retome una tendencia bajista en 2026, convergiendo a la meta del 3% a mediados de 2027, pero siguiendo una senda superior a la prevista en el *Informe* de abril. A la reducción de la inflación en el horizonte de pronóstico seguirían contribuyendo los efectos acumulados de la política monetaria y las presiones desinflacionarias de la tasa de cambio en parte del horizonte de pronóstico (Gráfico 2.8). Lo anterior, bajo el supuesto de aumentos en el salario mínimo para 2026 cercanos a la inflación, más el aumento de la productividad laboral. Este pronóstico supone unas condiciones climáticas favorables para la oferta de alimentos y ajustes moderados en las tarifas de energía eléctrica y gas. Como en el *Informe* anterior, esta proyección está sujeta a una incertidumbre importante y enfrenta riesgos principalmente al alza (véase sección la 2.3 de este *Informe*). Con todo esto, la inflación total anual se ubicaría en un 4,7% para finales de 2025 y en un 3,2% para diciembre de 2026 (Gráfico 2.9), cifras mayores al 4,4% y 3,0% esperados en el *Informe* de abril, respectivamente.

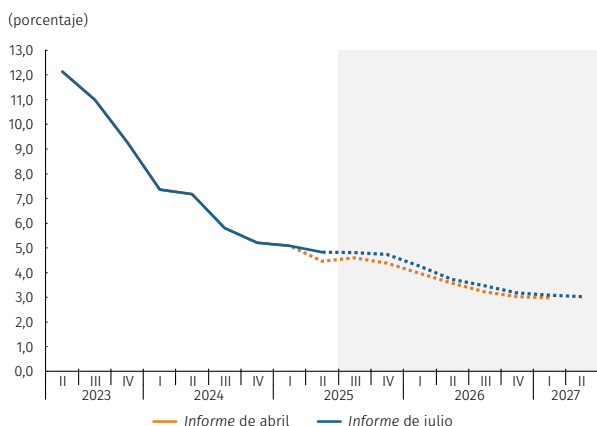
Gráfico 2.8
Brecha inflacionaria de la TCR trimestral^{a/}
(variación anual, fin de periodo)



a/ La brecha inflacionaria de la tasa de cambio real (TCR) captura las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio. Valores positivos de esta brecha implican presiones alcistas sobre la inflación provenientes del tipo de cambio. Esta brecha se calcula como la desviación de la tasa de cambio real frente a un componente tendencial no inflacionario estimado bajo la estructura económica del modelo 4GM.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.9
Índice de precios al consumidor
(variación anual, fin de periodo)



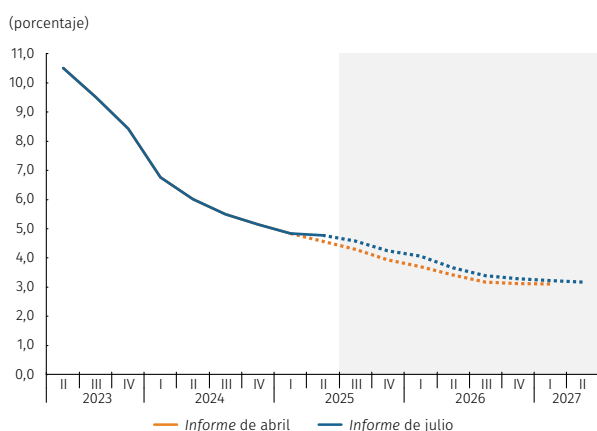
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Se prevé que la inflación básica siga bajando, aunque más lentamente de lo estimado en abril, debido a una demanda interna más fuerte, mayor persistencia en los precios de ciertos servicios y a presiones de costos. La menor reducción proyectada en la variación anual del IPC sin alimentos ni regulados se explica por unos menores excesos de capacidad productiva, por mayores efectos que los previstos de los costos laborales y por otros factores particulares para cada subcanasta. En el caso del IPC de bienes sin alimentos ni regulados, los precios internacionales han sido algo más altos de lo previsto y estarían afectando este

11 Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

grupo¹². Adicionalmente, en meses recientes se ha observado un aumento no anticipado de los precios del transporte internacional que, aunque transitorio, seguiría ejerciendo presiones alcistas sobre los precios internos de los bienes por un tiempo. Todo esto contrarrestó las presiones a la baja sobre los precios generadas por una brecha de la tasa de cambio real (TCR) más negativa que la estimada, y llevó a elevar los pronósticos de esta subcanasta. El pronóstico del IPC de servicios sin alimentos ni regulados también se incrementó, teniendo en cuenta, además de lo mencionado, un menor ritmo de reducción de los ajustes observados en arriendos, que se explican, en parte, por el débil desempeño de la oferta de vivienda. A lo anterior se suma una inflación para el cierre de 2025 que se estima más alta y que presiona al alza los precios de esta subcanasta en 2026 vía indexación. Con todo esto, en el presente *Informe* se sigue contemplando un descenso continuo en la inflación básica, aunque a un ritmo más lento que el proyectado en abril. Este pronóstico incorpora los efectos acumulados de una postura de política monetaria restrictiva (contribuyendo a presiones desinflacionarias provenientes de la TCR, a una brecha de producto negativa y a unas expectativas de inflación decrecientes) y mantiene los supuestos de algunas reducciones en los precios internacionales por cuenta de la reconfiguración del comercio global, así como la normalización de los fletes internacionales. Con lo anterior, se espera que la variación anual del IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) se mantenga por debajo del 3,0% durante todo el horizonte de pronóstico. La variación anual del IPC de servicios (sin alimentos ni regulados), por su parte, debería continuar reduciéndose paulatinamente, aunque manteniéndose por encima del 3,0% en los próximos dos años. Estos pronósticos de los precios de bienes y servicios (sin alimentos ni regulados) indican que la inflación básica anual se situaría en un 4,2% para diciembre de 2025 (antes 3,9%) y en un 3,3% a finales de 2026 (antes 3,1%) (Gráfico 2.10).

Gráfico 2.10
IPC sin alimentos ni regulados
(variación anual, fin de periodo)



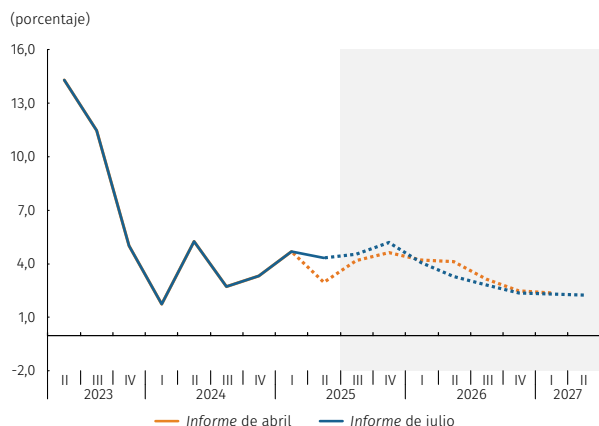
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

La variación anual del IPC de alimentos se mantendría en tasas relativamente altas en lo que resta del año y solo descendería a tasas más cercanas a la meta durante 2026. El pronóstico de esta subcanasta se revisó al alza para lo que resta de 2025 y algo a la baja en 2026. El cambio en el corto plazo se explica, principalmente, por los aumentos más altos observados en el IPC de los alimentos perecederos en el segundo trimestre, que sugieren una fase alcista del ciclo agrícola más prolongada que la anticipada¹³ y presiones de costos provenientes de mayores precios observados en los fertilizantes y otros insumos. Adicionalmente, esta subcanasta también estaría registrando presiones alcistas por cuenta de los costos laborales y de transporte internacional. Durante los próximos trimestres, la senda de pronóstico para los alimentos oscilaría en función del ciclo productivo de los alimentos perecederos, del cual se

12 En el *Informe* de abril se esperaban presiones a la baja en los precios de varios bienes que se importan desde China, Europa, y otros países, producto de posibles redireccionamientos del comercio debido a las políticas arancelarias de los Estados Unidos. Hasta el momento, esta mayor oferta de bienes no se ha dado y los precios internacionales han aumentado, contrario a las reducciones esperadas.

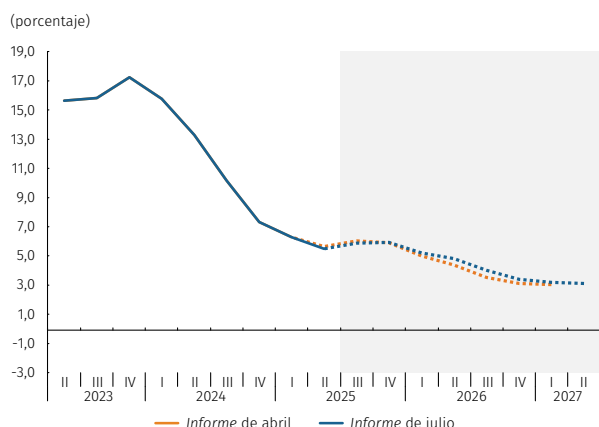
13 Este ciclo ha mostrado en los últimos años una periodicidad poco estable y diferente a la observada antes de la pandemia.

Gráfico 2.11
IPC alimentos
(variación anual, fin de periodo)



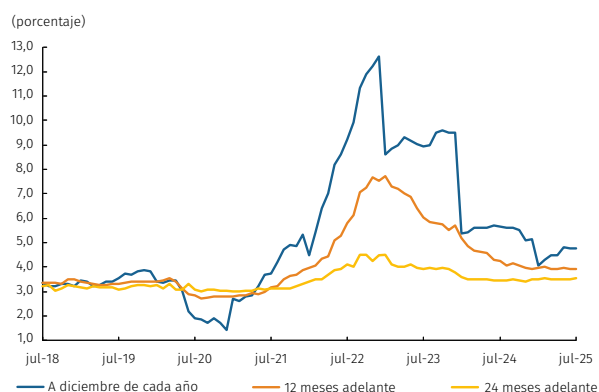
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.12
IPC regulados
(variación anual, fin de periodo)



Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.13
Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa^{a/}



^{a/} Corresponde a la mediana de las respuestas de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* del Banco de la República.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

espera que enfrente condiciones climáticas normales y una oferta agropecuaria que se mantendría en niveles relativamente altos. También tiene en cuenta unos costos de insumos y de transporte marítimo en descenso, como se mencionó, así como unas presiones desinflationarias de la tasa de cambio real. Esto último, junto con una mayor base de comparación, explican la reducción de la senda para 2026 (Gráfico 2.8). La proyección sigue contemplando para finales de 2025 un impacto alcista proveniente del aumento en los impuestos saludables, efecto que debe desaparecer en 2026. Con todo esto, para finales de 2025 y 2026 la variación anual del IPC de los alimentos sería del 5,2% (4,6% en el *Informe* anterior) y del 2,4% (2,5% en abril), respectivamente (Gráfico 2.11). La senda de pronóstico tiene asociada una alta incertidumbre ya que se sustenta, en parte, en el comportamiento de la producción y distribución de alimentos perecederos, grupo sujeto a una alta volatilidad y múltiples choques de oferta.

En lo que resta de 2025, el ajuste anual de los precios regulados también mantendría tasas elevadas, como consecuencia, principalmente, de los mecanismos de indexación en varios de sus componentes y de los incrementos observados en las tarifas de gas en los primeros meses del año. Frente al pronóstico realizado en el *Informe* de abril, la senda de los regulados se redujo levemente para el corto plazo debido, especialmente, a ajustes observados más bajos para la electricidad, los cuales estarían relacionados con buenas condiciones climáticas para la generación hidroeléctrica y algunas medidas regulatorias en el sector. Hacia adelante, los pronósticos consideran aumentos moderados en las tarifas de gas y energía. A partir de 2026 se revisó al alza el pronóstico debido a los efectos de la indexación derivada de la inflación total más alta esperada para el cierre de 2025. Estos pronósticos contemplan una senda de precios del petróleo descendente, aunque algo mayor que la proyectada en el *Informe* anterior, lo que implicaría bajas presiones en los precios internos de la gasolina. Cabe señalar que la incertidumbre sobre la evolución de los precios del gas sigue siendo elevada, en el contexto de un mercado caracterizado por una oferta local que podría ser insuficiente y que exigiría un mayor componente importado a un costo más alto que el del gas nacional. Dado todo lo anterior, la variación anual de regulados se mantendría relativamente elevada en lo que resta de 2025 y retomaría una tendencia decreciente en 2026 por cuenta, especialmente, de los efectos de una indexación a tasas de inflación cada vez menores. Con todo lo anterior, la variación anual del IPC de regulados se ubicaría en un 5,9% al cierre de 2025 (misma cifra del *Informe* anterior) y en un 3,4% para el cierre de 2026 (3,1% en abril) (Gráfico 2.12).

En comparación con lo registrado en abril, las expectativas de inflación obtenidas a partir de encuestas se incrementaron en el corto plazo y permanecen por encima del 3% a dos años. Sin embargo, estas expectativas continúan mostrando una tendencia de convergencia hacia la meta en horizontes mayores. Las expectativas de los analistas económicos (Gráfico 2.13), obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco de la República aplicada entre el 8 y el 10 de julio, arrojan una mediana para la inflación total y básica a finales de 2025 del 4,7% y el 4,4%, respectivamente, en ambos casos superior a lo esperado en la encuesta de abril (4,5% y 4,2%, en su orden). Para finales de

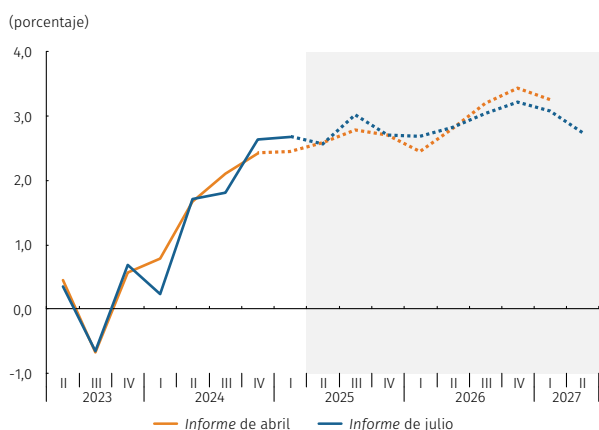
2026, estas medidas se sitúan, en su orden, en un 3,8% y 3,6% (similares a las de abril). A dos y cinco años las medianas de las expectativas para la inflación total continúan en el 3,5% y el 3,1%, respectivamente. Por su parte, con información al 24 de julio, las medidas estimadas con base en los bonos de deuda pública (*break even inflation*: BEI) y ajustadas por las primas de riesgo inflacionario y de liquidez, a un plazo de dos, tres y cinco años, no muestran cambios de las expectativas de inflación frente a abril, al mantenerse en el 3,5%, 3,5% y 3,6%, respectivamente¹⁴.

2.2.2 Actividad económica

La economía colombiana habría mantenido un ritmo de expansión en el segundo trimestre similar al del primer trimestre, con un notable dinamismo de la demanda interna. En este *Informe* se estima que durante el segundo trimestre de 2025 la economía colombiana se habría expandido a una tasa anual del 2,6%, cifra similar a la esperada en el *Informe* anterior, con un crecimiento trimestral anualizado del 2,8% en las series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario (Gráfico 2.14). Esta estimación tiene en cuenta el dinamismo en diversos indicadores líderes¹⁵ observados durante el segundo trimestre. En particular, el indicador de seguimiento a la economía (ISE) en abril y mayo reportó, en promedio, un crecimiento anual del 2,6% (Gráfico 2.15). Este resultado se explica, en mayor medida, por el desempeño de las ramas terciarias, las cuales mantuvieron expansiones anuales y mensuales debido al dinamismo observado en los servicios de comercio, transporte y alojamiento, de telecomunicaciones y las actividades artísticas y de entretenimiento. Las ramas primarias y secundarias también habrían contribuido positivamente, aunque a un ritmo más moderado, a raíz del buen desempeño que mantienen las actividades agropecuarias y a un repunte reciente en el crecimiento de la industria manufacturera. El crecimiento económico se está dando pese a la caída que habría seguido presentando el sector minero y la construcción. Por el lado del gasto, los indicadores sugieren que la demanda interna habría continuado creciendo a tasas superiores a las del PIB, jalonada por el consumo privado y a pesar del débil desempeño de la inversión. Por su parte, la demanda externa neta habría vuelto a contribuir negativamente, en términos contables, a la variación anual del PIB.

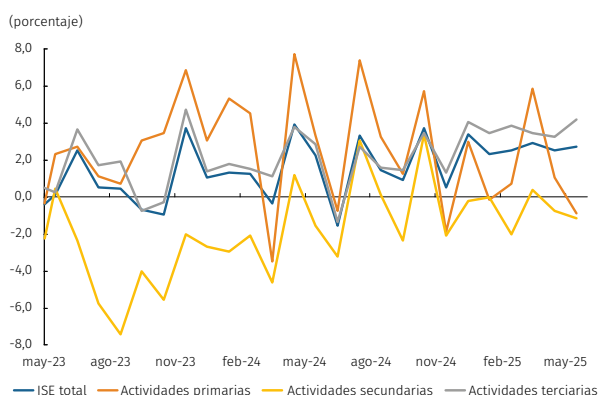
El consumo de los hogares habría sido nuevamente el componente más dinámico del gasto, con un crecimiento anual significativo, que habría resultado mayor que el previsto en el Informe anterior. El dinamismo del consumo privado se habría extendido al segundo trimestre, para el que se espera una tasa anual de expansión similar a la del primero. A esto apuntan

Gráfico 2.14
PIB trimestral^{a/}
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario. Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.15
ISE total y por sectores de actividad^{a/, b/}
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario. b/ Actividades primarias: agricultura, caza, silvicultura y pesca; y explotación de minas y canteras. Actividades secundarias: industrias manufactureras y construcción. Actividades terciarias: suministro de electricidad, gas y agua; comercio, reparación, transporte y alojamiento; información y comunicaciones; actividades financieras y de seguros; actividades inmobiliarias; actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades de servicios administrativos y de apoyo; administración pública y defensa, educación y salud; actividades artísticas y de entretenimiento. Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

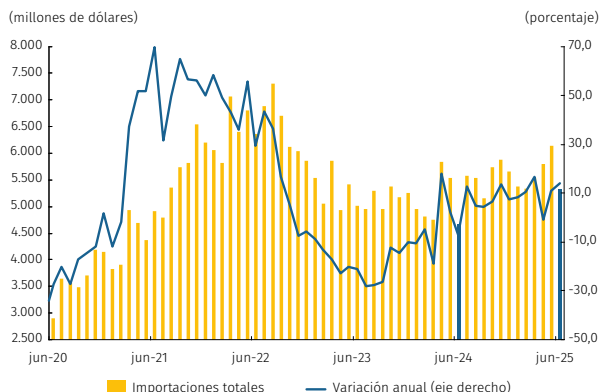
- 14 El comportamiento de estas medidas en los últimos meses pudo estar influenciada por algunas dinámicas del mercado de deuda pública, tales como las recientes subastas de títulos en UVR, la estacionalidad propia de estos instrumentos, y las compras de entidades públicas.
- 15 Entre los que se incluyen: la demanda de energía, el movimiento de carga por carretera, el pulso económico regional (PER), las matrículas de vehículos y motocicletas, las transacciones de bancos comerciales, entre otros.

diversos indicadores, como el ISE y las ventas al por menor a mayo, y otros más oportunos como las matrículas de vehículos y motocicletas, los desembolsos de crédito de consumo y las importaciones de bienes de consumo, según cifras preliminares de junio. Por componentes, se resalta el desempeño positivo que habrían tenido el consumo de bienes durables y semidurables, con aceleraciones en términos anuales y aumentos trimestrales importantes. También se espera que el consumo de servicios haya mantenido un nivel alto, con tasas de crecimiento anuales positivas. La fortaleza del consumo privado habría continuado favorecida por un entorno de recuperación del ingreso disponible de los hogares a través de distintas fuentes, como el ingreso de los asalariados, las remesas, el turismo y los ingresos de las familias cafeteras. A ello se suman condiciones crediticias algo más favorables, incluidas reducciones en las tasas de interés de consumo y de la carga financiera, y la recuperación gradual de la confianza de los consumidores, entre otros factores. En cuanto al consumo público, no se espera un aumento importante, ni en términos anuales ni trimestrales, según lo sugieren las cifras observadas a junio del Presupuesto General de la Nación (PGN). Dado todo lo anterior, en el segundo trimestre del año el consumo total habría registrado nuevamente un crecimiento trimestral sobre los niveles ya altos alcanzados a comienzos de año y un crecimiento anual también relativamente elevado y similar al del trimestre anterior.

La inversión en capital fijo habría crecido a un ritmo lento y sobre niveles históricamente bajos, debido a los problemas que enfrentan diversos segmentos de la construcción. En el segundo trimestre, la formación bruta de capital fijo habría presentado alguna recuperación en sus niveles y un crecimiento anual modesto. El desempeño de la inversión en capital fijo es resultado de un comportamiento heterogéneo de sus componentes. El más dinámico habría continuado siendo la inversión en maquinaria y equipo que, según lo sugieren las cifras preliminares de importaciones de bienes de capital a junio, mostraría un crecimiento trimestral significativo, lo que le permitiría expandirse a una tasa anual de doble dígito. Por el contrario, la inversión en construcción habría mantenido un desempeño débil, con niveles bajos y caídas en términos anuales. En el caso de la inversión en vivienda, las cifras del censo de edificaciones, de los desembolsos de crédito hipotecario y la oferta terminada, permiten prever un aumento trimestral modesto, pero un nuevo retroceso en términos anuales. Algo similar se espera para la inversión en otros edificios y estructuras, dentro de la cual se estima un comportamiento moderadamente favorable para las obras civiles, producto de proyectos en el ámbito local, como el metro de Bogotá, y del avance de obras viales a nivel nacional asociadas con el programa 5G, acompañado de alguna recuperación de las edificaciones no residenciales. Finalmente, se estima que la formación bruta de capital total se haya expandido tanto en términos anuales como trimestrales, bajo el supuesto de un crecimiento positivo del componente que incluye la discrepancia estadística y la variación de existencias, aunque por debajo de los que presentó en el primer trimestre. Pese a lo anterior, los niveles de este agregado continuarían por debajo de los valores promedio de la última década.

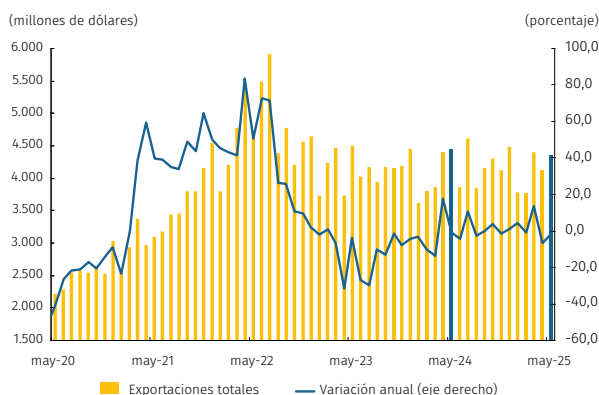
El dinamismo de la demanda interna habría seguido impulsando las importaciones y un aumento en el déficit comercial en pesos reales. El buen desempeño de las importaciones habría continuado en el segundo trimestre, con registros superiores a los niveles del trimestre anterior y con un crecimiento anual positivo. El mayor impulso habría provenido de las importaciones de bienes de consumo durable y de las de bienes de capital, según lo sugieren las cifras preliminares a junio (Gráfico 2.16). Por su parte, las exportaciones habrían crecido a un menor ritmo, tanto en términos anuales como trimestrales (Gráfico 2.17). Si bien las cifras en cantidades a mayo muestran aumentos anuales para las exportaciones de origen industrial y para bienes agrícolas como café, banano y otras frutas, también exhiben retrocesos para las de bienes mineros, como carbón y petróleo. En el caso de las exportaciones de servicios, aunque la información de pasajeros aéreos entrantes no permite esperar un aumento del turismo de extranjeros frente al primer trimestre, este agregado sí crecería en términos anuales, dada una base de comparación relativamente baja.

Gráfico 2.16
Importaciones totales de bienes (CIF)
(mensual)



Fuentes: DANE y DIAN (avances de comercio exterior); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.17
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



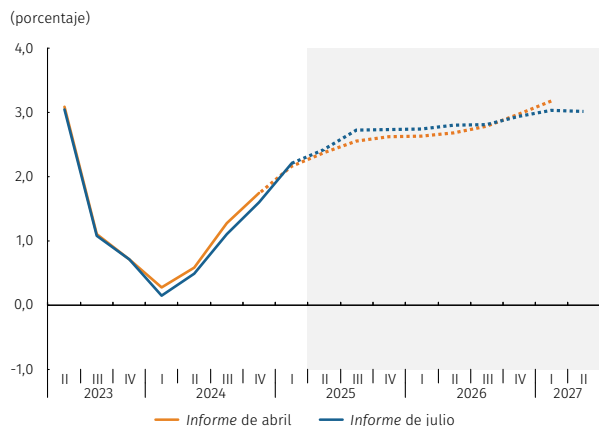
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con todo lo anterior, se prevé que el déficit comercial en pesos reales sería mayor que el del primer trimestre y que el del año anterior, con lo cual la demanda externa neta haría un aporte contable negativo a la variación anual del PIB.

En el segundo trimestre, la agricultura y los servicios habrían continuado impulsando el crecimiento y habrían compensado el pobre desempeño de la minería y la construcción. En este periodo, se espera un incremento tanto en términos anuales como trimestrales de las tres grandes ramas de la economía, aunque las actividades terciarias habrían seguido siendo las más dinámicas. Estas últimas habrían estado jalonadas por los servicios asociados con las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación, dado el impulso proveniente de la oferta de conciertos y eventos en las principales ciudades del país, así como el generado por las apuestas deportivas y juegos operados por internet. Los servicios de comercio interno y transporte también habrían contribuido positivamente al crecimiento de las ramas terciarias debido, principalmente, al aumento observado en las ventas reales de bienes durables, como las motocicletas, y a la mayor carga movilizada por carretera y avión. Todo esto habría más que compensado el bajo desempeño que continuarían registrando los servicios de alojamiento, restaurantes y bares. En este trimestre también se espera una contribución positiva por parte de las ramas primarias, impulsadas por el buen dinamismo que mantendría el sector agropecuario y, especialmente, las actividades relacionadas con productos para exportación y la ganadería. Por el contrario, el sector minero habría presentado nuevamente un decrecimiento, con caídas anuales en la producción de carbón, petróleo y algunos minerales metalíferos como el ferroníquel. Finalmente, las ramas secundarias habrían tenido un incremento anual y trimestral por la dinámica de la industria manufacturera y la construcción de obras civiles, ya que no se proyecta un avance importante en la construcción de edificaciones residenciales y no residenciales.

La economía colombiana seguiría expandiéndose en el resto de 2025 a una tasa similar a la observada en la primera mitad del año y en 2026 se espera alguna aceleración, siguiendo una senda similar a la prevista en el Informe anterior. En el presente Informe se sigue contemplando una reducción gradual de los costos de financiamiento interno y un financiamiento externo que se mantendría abierto para el país, aunque en condiciones algo más restrictivas. Como se explicó, a raíz de la disminución de los aranceles impuestos por los Estados Unidos frente a los anuncios iniciales y de la incertidumbre al respecto, se revisó ligeramente al alza el crecimiento de los socios comerciales, lo cual favorecería la demanda externa. En el frente interno, se espera que el consumo privado mantenga tasas de crecimiento anuales positivas, superiores a las contempladas en el Informe anterior, impulsado por la recuperación observada de la confianza de los consumidores, el descenso de la inflación, la reducción de la carga financiera de los hogares, y unos ingresos cafeteros y de remesas de trabajadores que continuarían altos. Para el consumo público no se espera un crecimiento importante, ya que estaría limitado por las necesidades de ajuste del gasto del Gobierno Central. No obstante, el impulso fiscal, medido como la variación del balance primario del Gobierno

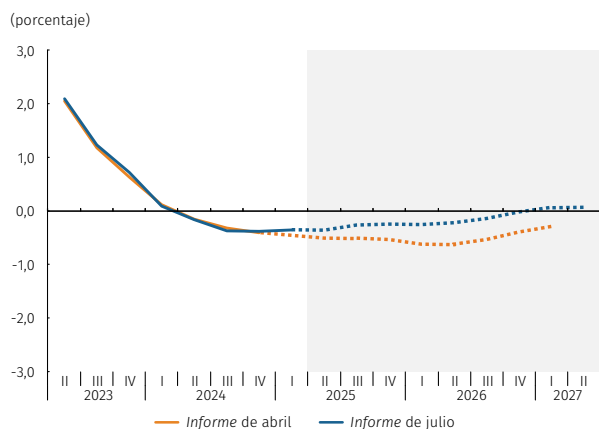
Gráfico 2.18
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres^{a/}
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

General, sería importante en 2025. Respecto a la inversión, en este *Informe* se revisó a la baja su aporte al crecimiento del PIB, en parte, por la dinámica débil que mantendría la inversión en vivienda y en edificaciones no residenciales. No obstante, se sigue esperando un impulso proveniente de la recuperación de la inversión en maquinaria y equipo, y de la construcción de obras civiles. Esta última se soportaría en los avances de los proyectos regionales y locales, y en la ejecución de las obras de infraestructura 5G. Dado todo lo anterior, se espera un crecimiento anual del 2,7% para todo 2025, cifra que es ligeramente superior a la prevista en el *Informe* anterior (2,6%). Hacia 2026 el PIB crecería a una tasa anual del 2,9% (Gráfico 2.18), una cifra algo inferior a la prevista en abril (3,0%), lo cual se explica, en parte, por una mayor base de comparación. Cabe señalar que estos pronósticos enfrentan aun niveles muy altos de incertidumbre, teniendo en cuenta la situación mundial en materia comercial y geopolítica, como se explica más adelante en la sección 2.3.

Gráfico 2.19
Brecha del producto^{a/}
(acumulado 4 trimestres)



a/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

En el presente Informe se espera una tasa de desempleo (TD) inferior a su promedio histórico y relativamente estable para lo que resta de 2025.

La información disponible a mayo, proveniente de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH), mostró un mercado laboral con un empleo nacional en un nivel elevado y relativamente estable en los últimos meses. Al mismo tiempo, la población inactiva presentó un aumento en los últimos meses, lo que se reflejó en una reducción de la tasa global de participación (TGP), que se situó en un 64%. Así, a pesar de la estabilidad de la ocupación, la menor presión sobre la oferta permitió que la tasa de desempleo (TD) nacional continuara disminuyendo en los últimos meses, ubicándose por debajo de su promedio histórico y alcanzando niveles que no se observaban desde 2015. En particular, para el trimestre móvil terminado en mayo, la TD se redujo frente a lo registrado en febrero, situándose en un 8,9%¹⁶. Con base en este comportamiento del mercado laboral y en las proyecciones de actividad económica presentadas en este *Informe*, se estima que en 2025 la TD desestacionalizada del agregado nacional se ubicaría en un rango entre el 8,5% y 9,8%, con un valor más probable del 9,2%. Para el área urbana se proyecta una TD alrededor del 9,1% como valor central (dentro de un rango entre el 8,5% y 9,8%). Estas cifras son inferiores a las presentadas en el *Informe* anterior para ambos dominios geográficos. Con lo anterior, las estimaciones de la TD consistente con una inflación estable (*non-accelerating inflation rate of unemployment*, Nairu) sugieren una brecha de desempleo que permanecería en terreno negativo en lo que resta de este año y tendría algún cierre a lo largo del horizonte de pronóstico.

La fortaleza del consumo, el desempeño del mercado laboral y la evolución reciente de la inflación sugieren unos excesos de capacidad productiva menores de lo estimado en el Informe de abril. La brecha de producto se mantendría en terreno negativo en buena parte del horizonte de pronóstico. Los excesos de capacidad productiva estimados para el primer semestre del año habrían sido menores que los reportados en el *Informe* de abril (Gráfico 2.19). Lo anterior es compatible con una dinámica

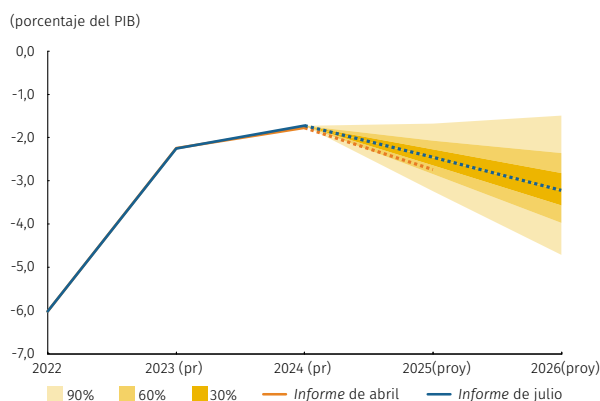
16 Véase el capítulo 3 de este Informe para mayor detalle.

del consumo privado superior a la esperada, unos niveles bajos de inversión fija, una tendencia decreciente en el sector minero (que se refleja parcialmente en un menor nivel estimado del PIB potencial) y una inflación total y básica superiores a las esperadas en abril. Para lo que resta del año, se proyecta una brecha del producto algo menos negativa que la del *Informe* anterior, reflejo, en parte, de la revisión al alza en el crecimiento económico para 2025, como resultado de la fortaleza del consumo privado, principalmente. Esta revisión también es compatible con unas sendas de inflación total y básica mayores que las previstas en el *Informe* de abril y con una menor tasa de desempleo. En particular, en este *Informe* se estima que la brecha del producto anual para el segundo trimestre de 2025 se habría ubicado en torno al -0,4 %, cifra algo mayor que la estimada en el *Informe* de abril (-0,5 %). Hacia finales de 2025 se anticipa que la brecha anual se ubicaría en niveles cercanos al -0,2 % (-0,5 % en el *Informe* de abril), lo que supone un crecimiento del PIB potencial del 2,6 % (2,8 % en el *Informe* de abril). Para finales de 2026 se espera que la brecha del producto se cierre, frente al -0,4 % estimado en abril. Es importante señalar que las estimaciones de la brecha y del producto potencial presentadas en este *Informe* están sujetas a un alto grado de incertidumbre asociado con los posibles efectos de los niveles persistentemente bajos en algunos componentes de la inversión y de cambios en la estructura de la economía, entre otros factores (véase Recuadro 1).

2.2.3 Balanza de pagos

Para 2025 el déficit de la cuenta corriente se ampliaría al 2,5 % del PIB, en un contexto de aumento del crecimiento económico, menores precios internacionales de materias primas exportadas e incertidumbre sobre la política comercial internacional (Gráfico 2.20)¹⁷. El mayor desbalance externo frente al año anterior sería resultado de una ampliación del déficit comercial de bienes y servicios. En particular, el déficit de bienes aumentaría debido, principalmente, a mayores egresos por importaciones, como reflejo del mejor comportamiento esperado de la demanda interna. A esto se sumarían los menores ingresos por exportaciones petroleras y mineras, en un entorno de reducción de sus precios internacionales y menor producción local. Las exportaciones de bienes disminuirían a pesar de las mayores ventas externas esperadas de café, oro y productos no tradicionales. Por su parte, el déficit de servicios se incrementaría moderadamente, con unas mayores importaciones por servicios turísticos, de transporte y financieros que superarían el crecimiento esperado de las exportaciones por turismo, jaladas por un creciente número de no residentes que habrían visitado al país. En contraste, un menor déficit de renta factorial y un mayor superávit de transferencias corrientes limitarían parcialmente la ampliación del déficit de la cuenta corriente.

Gráfico 2.20
Cuenta corriente anual^{a/, b/}
(acumulado 4 trimestres)



(pr): preliminar. (proy): proyectado.

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), usando como referencia, principalmente, las densidades del Patacon y 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del *Informe* de julio.

Fuente: Banco de la República.

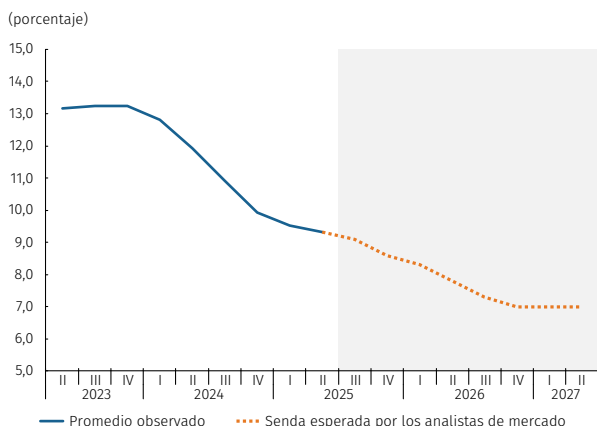
17 Para el segundo trimestre de 2025 se proyecta un déficit en la cuenta corriente cercano al 2,4 % del PIB, el cual refleja una ampliación del desbalance externo respecto al mismo periodo del año anterior y al primer trimestre de 2025. Este resultado sería explicado por una ampliación del desbalance comercial de bienes y servicios frente al año anterior, que sería parcialmente compensado con un mayor superávit por transferencias corrientes y un menor déficit de renta factorial.

Lo anterior incluye reducciones en las utilidades remitidas al exterior por parte de empresas petroleras y mineras con inversión extranjera directa (IED), frente a un comportamiento favorable de las remesas de trabajadores que persiste¹⁸.

Para 2026 el déficit de la cuenta corriente continuaría incrementándose y llegaría al 3,2% del PIB. El déficit comercial se ampliaría en un contexto de mayor crecimiento económico, que impulsaría las importaciones de bienes y servicios, y con unos precios internacionales de las principales materias primas exportadas que se seguirían moderando. Adicionalmente, el déficit de renta factorial también se ampliaría debido al alto pago proyectado de intereses de la deuda externa y a pesar de las menores utilidades remitidas al exterior por parte de empresas petroleras y mineras con IED. Finalmente, el superávit de transferencias corrientes se incrementaría de la mano de unas remesas que se mantendrían dinámicas. Desde la perspectiva de ahorro e inversión, la ampliación proyectada del déficit externo en 2025 y 2026 es compatible con un alto desbalance del sector público, en línea con el menor ahorro previsto para este sector, y con la reducción del superávit del sector privado, que aumentaría su inversión. Por último, se destaca la alta incertidumbre sobre el pronóstico del balance en la cuenta corriente, dada la volatilidad de los precios internacionales de las materias primas, los riesgos sobre el crecimiento local y mundial, el futuro incierto de la política comercial a nivel global y la incertidumbre sobre la evolución de las condiciones financieras internas y externas, entre otros factores.

Para 2025 y 2026 el país mantendría el acceso al financiamiento externo y la IED continuaría siendo la principal fuente de recursos. Para esta última, las menores inversiones destinadas a los sectores de petróleo y minería serían parcialmente compensadas por el crecimiento de la inversión en el resto de los sectores, en un entorno de mayor demanda interna y crecimiento económico local. Por su parte, el sector público contribuiría al financiamiento externo, en línea con el elevado déficit fiscal presentado en el MFMP, mientras que el sector privado constituiría activos netos en el exterior. El financiamiento externo se daría en un ambiente de tasas de interés de los Estados Unidos 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 y tendría una tendencia creciente en el horizonte de pronóstico.

Gráfico 2.21
Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas^{a/}



a/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa que estaría vigente en cada trimestre de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la Encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en julio de 2025.
Fuente: Banco de la República.

2.2.4 Política monetaria y tasas de interés esperadas por los analistas

La mediana de la tasa de interés de política esperada por los analistas se ubica en un 9,1% para el tercer trimestre de 2025 y en un 8,6% en el cuarto trimestre del año (Gráfico 2.21). En la

18 En 2025 las remesas de trabajadores aumentarían debido, en parte, a los altos niveles de migración de colombianos al exterior observados entre 2022 y 2024. De acuerdo con cifras de Migración Colombia, las salidas netas de colombianos hacia el exterior durante 2024 fueron de 315.000 personas. Adicionalmente, los mercados laborales se mantendrían apretados en varios de los países en donde residen los migrantes colombianos.

Encuesta mensual de expectativas del Banco de la República aplicada a los analistas a comienzos de julio, la mediana de las respuestas sugiere que la tasa de interés de política vigente en promedio en el tercer trimestre de 2025 sería del 9,1%. Los analistas anticipan reducciones en la tasa de interés de política monetaria, aunque algo menores que en el *Informe* de abril. De esta manera, los analistas prevén que la tasa de política se ubicaría en promedio en un 8,6% durante el cuarto trimestre de 2025, y en 7% tanto al cierre de 2026 como en el segundo trimestre de 2027. Esta senda, para un horizonte de ocho trimestres, es superior en promedio a la de la encuesta de abril de 2025, pero inferior a la trayectoria implícita en el pronóstico macroeconómico del presente *Informe*. Cabe destacar que esta senda implícita incorpora la respuesta de la política monetaria compatible con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de pronóstico descrita en este documento, además de un aumento de la tasa de interés real neutral (TIRN) local por cuenta de una revisión al alza de la prima de riesgo tendencial¹⁹. Vale la pena señalar que, para finales de 2026, la mediana de la encuesta sugiere una inflación total superior a la proyectada por el equipo técnico del Banco.

2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

El balance de riesgos recoge una menor incertidumbre que en el trimestre anterior, especialmente en el frente externo. En la inflación predominan los riesgos al alza, mientras que para el crecimiento es mixto: al alza en 2025 y a la baja en 2026. El ejercicio de densidades predictivas (DP)²⁰, que resume el balance de riesgos de las distintas variables del pronóstico macroeconómico, refleja niveles de incertidumbre más bajos que los del *Informe* anterior en la mayoría de las variables externas, debido al menor alcance que tendrían los aumentos de aranceles anunciados y aplicados por el gobierno de los Estados Unidos frente a lo contemplado tres meses atrás. En cuanto a los supuestos internos, el principal factor de riesgo está relacionado con la situación fiscal del país, que implica riesgos al alza en la prima de riesgo soberana y su componente tendencial más allá de lo contemplado en el escenario central. A pesar de la menor incertidumbre externa, el posible impacto de los aranceles estadounidenses que sí entraron en operación incrementa los riesgos de una menor expansión económica global y eleva las presiones inflacionarias en los Estados Unidos, lo que genera presiones alcistas sobre la tasa de interés de la Fed. La combinación de estos factores presiona al alza el costo de financiamiento externo, generando riesgos al alza sobre la tasa de cambio, y aumenta la probabilidad de niveles de tasas de interés neutral más elevados que los contemplados en el escenario central. Estas presiones cambiarias alcistas sobre la inflación, junto con algunos riesgos asociados con posibles presiones de costos laborales en 2026 (como los que se derivan de un aumento del salario mínimo por encima de la inflación observada y el crecimiento de la productividad laboral) y a factores de oferta en alimentos y regulados, hacen que los riesgos al alza predominen en la inflación básica y en la total. En cuanto al crecimiento, si bien a corto plazo prevalecen los riesgos al alza asociados con el dinamismo del consumo privado y con el impulso de demanda derivado de un mayor déficit fiscal, en el resto del horizonte de pronóstico la necesidad de un ajuste de las finanzas públicas, los menores ingresos externos y por remesas ante una posible desaceleración global, y la prolongación de una política monetaria restrictiva debido a las presiones inflacionarias, modifica el balance de riesgos a la baja, en particular para 2026.

19 La revisión de la TIRN para Colombia es de 11,9 pb en promedio para el horizonte de pronóstico frente a lo considerado en el *Informe* de abril.

20 Los detalles técnicos sobre la construcción del balance de riesgos a través del ejercicio de densidades predictivas se encuentran en el documento “Caracterización y comunicación del balance de riesgos de los pronósticos macroeconómicos: un enfoque de densidad predictiva para Colombia” (Méndez-Vizcaíno *et al.*, 2021) y en el Recuadro 1 del *Informe de Política Monetaria* de julio de 2021.

En el frente externo predominan los riesgos alcistas sobre la prima de riesgo y la inflación externa, mientras que para el crecimiento de los socios comerciales los riesgos se inclinan a la baja.

En relación con los factores de riesgo externos considerados en las DP, el más preponderante es el riesgo alcista asociado con la prima de riesgo soberano del país, como resultado del deterioro de la situación fiscal interna. Este riesgo se acentuó con el anuncio de la suspensión de la regla fiscal y las proyecciones de mayor deuda presentadas en el MFMP, y se ha visto reflejado en las recientes rebajas a la calificación de la deuda soberana por parte de las agencias calificadoras (S&P y Moody's a finales de junio), que pueden implicar aumentos en el costo de financiamiento externo y generar presiones alcistas sobre la tasa de cambio. Dada la persistencia de este factor, el componente tendencial de la prima de riesgo también resulta con riesgos al alza, lo que genera sesgos alcistas sobre la tasa de interés neutral colombiana. Por otra parte, aunque no todos los anuncios arancelarios realizados por el gobierno de los Estados Unidos en abril se materializaron, los que sí lo hicieron implican presiones alcistas sobre la inflación en ese país y una posible desaceleración del crecimiento mundial, que representa un riesgo a la baja para las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales. Este último factor podría retrasar el proceso de normalización de la política monetaria por parte de la Fed, implicando riesgos moderados al alza en su nivel. Finalmente, en cuanto a los precios internacionales de las distintas materias primas consideradas en el pronóstico (que incluyen petróleo y alimentos) se identifican riesgos equilibrados, dado que factores bajistas, como el aumento de la oferta de crudo por parte de países OPEP y no OPEP, se compensan con factores alcistas relacionados con los factores geopolíticos en el caso del petróleo, y la posibilidad de eventos climáticos adversos en el caso de los alimentos.

El balance de riesgos para la inflación total y la básica (sin alimentos ni regulados) se inclina al alza, siendo los factores de riesgo más notorios los relacionados con los costos laborales, la posible mayor depreciación por la situación fiscal, y los factores de oferta en el sector energético.

En las sendas de inflación total y básica predominan los riesgos al alza, como consecuencia de los factores alcistas en las canastas de servicios y regulados, en particular en 2026, y en menor medida en la canasta de alimentos. En cuanto a los servicios, la posibilidad de que en 2026 el incremento del salario mínimo supere nuevamente de forma considerable la inflación más el aumento de la productividad, en un entorno de reducción de la jornada laboral, genera riesgos alcistas sobre los costos laborales para dicho año. Adicionalmente, si los agentes anticipan este ajuste y lo incorporan en sus expectativas de inflación, la convergencia de la inflación a la meta se podría hacer más lenta. En el caso de los ajustes de los precios de los regulados, los riesgos alcistas están asociados con los problemas estructurales del sector energético, en particular con la posible insuficiencia de oferta local de gas y al rezago de inversiones en la infraestructura eléctrica, que de materializarse presionarían al alza los precios del gas y la electricidad en 2026. En alimentos, el balance de riesgos resulta moderado al alza por cuenta de posibles aumentos en los costos de transporte, asociados con los cierres viales producto de derrumbes recientes y problemas de orden público, y de un posible ajuste del diésel. Finalmente, respecto a los bienes, existe un riesgo alcista significativo derivado de una posible mayor depreciación del peso colombiano ante el deterioro de la situación fiscal del país. Sin embargo, este efecto se compensa por un posible aumento en la oferta exportadora de países asiáticos, particularmente China, hacia otros mercados, como respuesta a las restricciones comerciales impuestas por Estados Unidos. A esto podría sumarse una posible transmisión de las reducciones recientes observadas en la inflación del productor a los precios al consumidor. Así, el balance de riesgos en esta categoría resulta equilibrado, aunque con una alta incertidumbre.

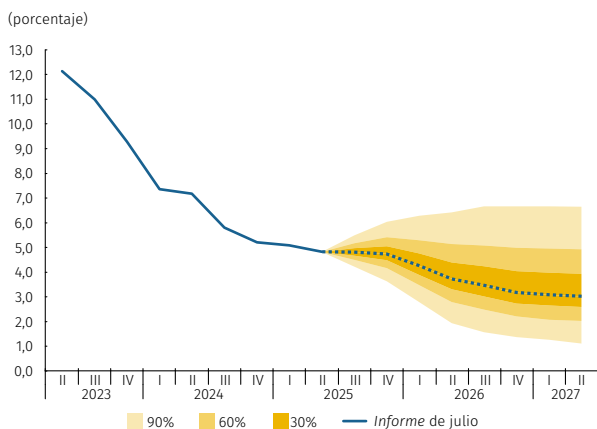
El balance de riesgos sobre la actividad económica resulta mixto: al alza para el segundo trimestre y a la baja para el resto del horizonte de pronóstico.

Para el segundo trimestre del año, predominan los riesgos al alza derivados del buen dinamismo del consumo privado, sustentados por un mercado laboral resiliente y una

confianza de los hogares en niveles altos. Este balance se respalda en los datos más recientes del ISE, que muestran un buen desempeño de la actividad económica agregada, jalonada principalmente por los sectores terciarios. En el resto del horizonte de pronóstico prevalecen los riesgos bajistas para los componentes de la demanda interna, en especial la inversión. Entre los principales factores de riesgo a la baja se destacan la necesidad de una consolidación fiscal ante el deterioro de las finanzas públicas, los menores ingresos externos por remesas ante una posible desaceleración del crecimiento global, y un menor valor agregado en el sector mineroenergético, debido tanto a los menores precios internacionales como a las políticas internas. En contraste, entre los riesgos alcistas se incluyen los posibles impactos de corto plazo sobre el ingreso disponible derivados de mejoras salariales asociadas con aumentos del salario mínimo, así como un mayor dinamismo de la inversión en infraestructura respecto a lo previsto, relacionado con proyectos como el metro de Bogotá. Además de estos riesgos, el ejercicio de DP incorpora de manera endógena aquellos asociados con la posibilidad de una postura de política restrictiva más prolongada como respuesta a los riesgos alcistas en los precios, que son más pronunciados que los riesgos exógenos a la baja en actividad económica.

En síntesis, el balance de riesgos muestra una menor incertidumbre que en el Informe anterior, y resulta con riesgos al alza para la inflación (gráficos 2.22 y 2.23) y mixtos para el crecimiento (gráficos 2.24 y 2.25), al alza en lo que queda de 2025 y a la baja en lo que resta del horizonte de pronóstico. En este contexto, con un 90% de probabilidad la inflación total se situaría en un rango entre el 3,6% y 6,0% al final de 2025 y entre el 1,4% y 6,7% al cierre de 2026. Por su lado, la inflación básica, con el mismo grado de certeza, se ubicaría entre el 3,3% y 5,4% al final de 2025, y entre

Gráfico 2.22
Índice de precios al consumidor, densidad predictiva^{a/,b/}
(variación anual, fin de periodo)



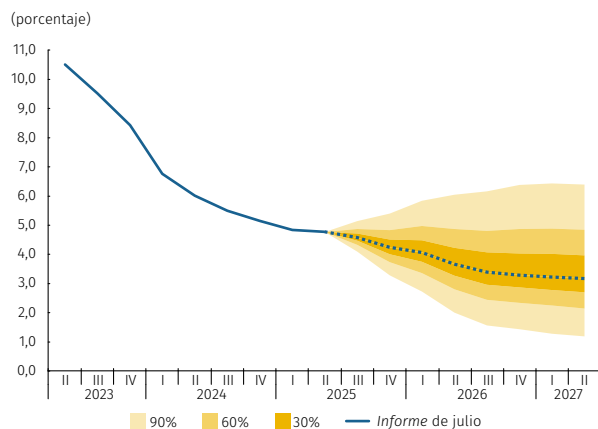
	IV trim. 2025	II trim. 2026	IV trim. 2026
Moda	4,7	3,7	3,2
< Moda	45%	38%	32%
Intervalos			
<2	0%	6%	11%
2 a 4	13%	40%	41%
>4	87%	55%	48%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a ocho trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.23
IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva^{a/,b/}
(variación anual, fin de periodo)



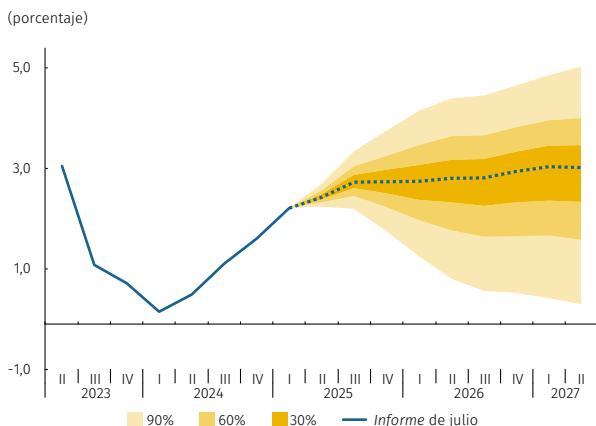
	IV trim. 2025	II trim. 2026	IV trim. 2026
Moda	4,2	3,7	3,3
< Moda	44%	40%	36%
Intervalos			
<2	0%	5%	11%
2 a 4	31%	46%	44%
>4	69%	49%	45%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a ocho trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.24
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva^{a/, b/} (variación anual)



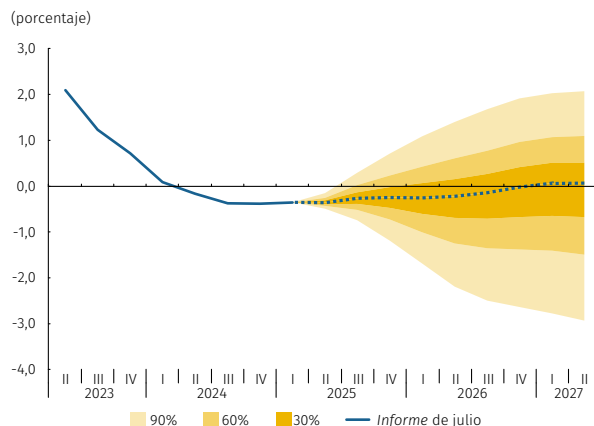
	II trim. 2025	IV trim. 2025	IV trim. 2026
Moda	2,4	2,7	2,9
< Moda	41%	50%	62%
Intervalos			
<1	0%	0%	11%
1 a 2	0%	11%	23%
2 a 3	100%	55%	30%
>3	0%	34%	36%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a ocho trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.25
Brecha del producto, densidad predictiva^{a/, b/} (acumulado 4 trimestres)



	II trim. 2025	IV trim. 2025	IV trim. 2026
Moda	-0,4	-0,2	0,0
< Moda	40%	51%	59%
Intervalos			
<-2	0%	0%	12%
-2 a 0	100%	67%	48%
0 a 2	0%	33%	35%
>2	0%	0%	4%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a ocho trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

el 1,4% y 6,4% para el cierre de 2026. Las probabilidades de que la inflación total y la básica se ubiquen entre el 2% y 4% para el cuarto trimestre de 2025 son del 13% y 31%, respectivamente, y para el cierre de 2026 dichas probabilidades se sitúan entre el 41% y 44%, en su orden. En cuanto a la actividad económica, con una probabilidad del 90% el crecimiento anual del PIB se estima en un rango entre el 1,7% y el 3,8% para 2025 y entre el 0,5% y 4,6% para 2026.

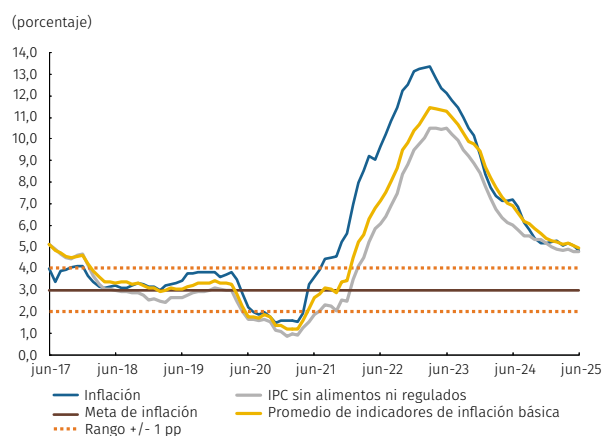
3. Situación económica actual

3.1 Comportamiento de la inflación y precios

En junio la inflación total anual volvió a descender, después de varios meses estancada, aunque se mantuvo por encima de la meta del 3% debido, principalmente, a la rigidez de la inflación básica. En junio de 2025 la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) se situó en el 4,8%, después de mantenerse relativamente estable en los meses precedentes en alrededor del 5,1%. La cifra de junio es la más baja desde octubre de 2021 e inferior al dato de marzo (5,1%). Este comportamiento estuvo explicado por las reducciones observadas en las variaciones anuales de la subcanasta de regulados, en especial por la reciente tendencia descendente de los ajustes de las tarifas de los servicios públicos, y por los menores incrementos de los alimentos perecederos que más que compensaron el repunte en los ajustes de precios de los alimentos procesados. A lo anterior se sumó un comportamiento relativamente favorable de la tasa de cambio. Por su parte, la inflación básica, medida como la variación anual del IPC sin alimentos ni regulados, entre marzo y junio se mantuvo cerca del 4,8% (Gráfico 3.1), debido a una variación anual de bienes que aumentó, pero que fue compensada con la reducción en los ajustes anuales de los servicios, favorecida por el comportamiento de los arriendos. La dinámica reciente de los bienes no reflejó las reducciones observadas en la variación anual del índice de precios al productor (IPP), que en junio se ubicó en el 2,0% frente al 4,5% registrado en marzo. Por componentes, lo anterior reflejó un retroceso en las variaciones anuales de sus componentes local (del 5,1% al 2,4%) e importado (del 2,7% al 0,9%) (Gráfico 3.2)¹. A pesar de la reducción de la inflación total en junio, tanto ésta como la inflación básica se ubicaron en cifras superiores a las anticipadas en el *Informe* de abril. Con excepción de regulados, todas las canastas registraron ajustes anuales en sus precios mayores de lo esperado en el *Informe* anterior, siendo el grupo de alimentos el que registró una mayor sorpresa al alza, explicada, principalmente, por el comportamiento de los perecederos.

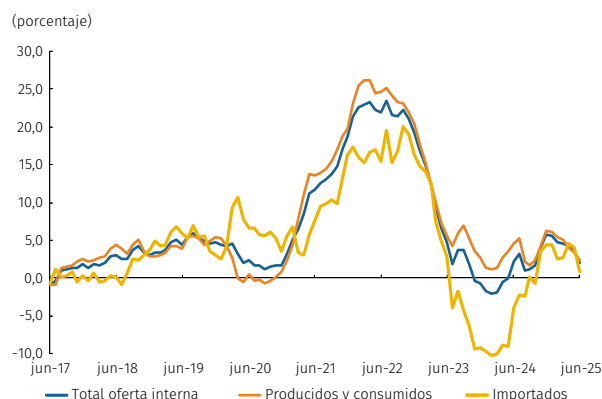
La variación anual de los precios al consumidor de los bienes aumentó durante el segundo trimestre, impulsada, principalmente, por mayores costos de transporte internos y aumentos en algunos precios internacionales. A pesar de que el ajuste anual de los bienes repuntó entre marzo (0,9%) y junio (1,6%) y que sorprendió al alza frente al *Informe* de abril, los ajustes

Gráfico 3.1
IPC e indicadores de inflación básica
(variación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

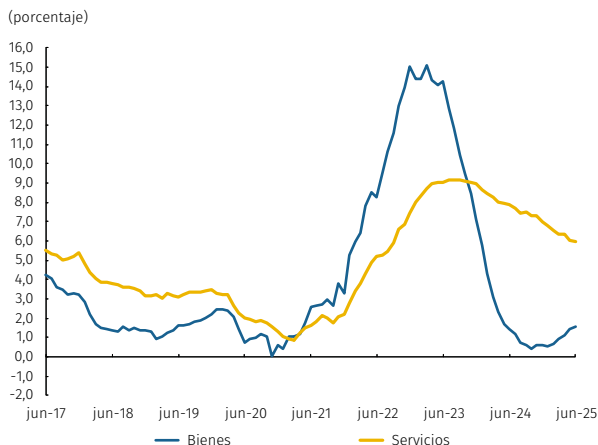
Gráfico 3.2
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

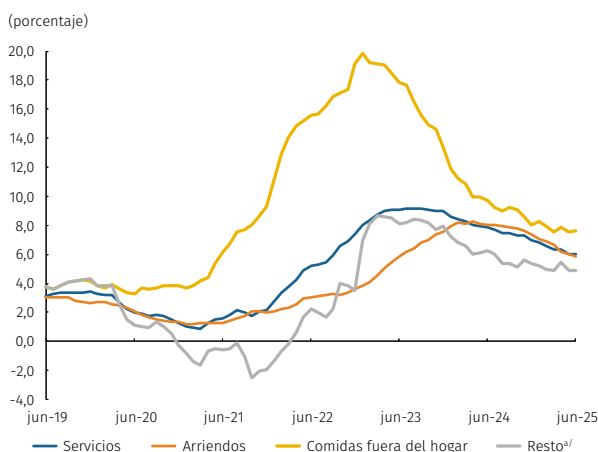
1 La inflación anual del productor de junio es un dato provisional del DANE.

Gráfico 3.3
IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.4
IPC de servicios, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



a/ Este grupo se compone principalmente de los siguientes rubros: servicios de comunicación, de recreación y cultura; educación (no regulada); servicios diversos (peluquería, guardería, financieros, etc.); transporte; administración de copropiedad; servicio doméstico; discotecas y hoteles; salud; y lavado y planchado.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de precios se mantuvieron menores al 3% durante este periodo (Gráfico 3.3), en un contexto de presiones desinflacionarias provenientes de la tasa de cambio y de una brecha del producto negativa. No obstante, algunos bienes incluidos en el IPC han comenzado a reflejar en sus precios el incremento del valor del oro durante el año (por ejemplo, artículos fabricados en oro o de fantasía). A lo anterior se suman las presiones provenientes del dinamismo reciente del consumo, de los importantes aumentos de los costos laborales y los cuellos de botella en materia de logística y de transporte.

La variación anual del IPC de servicios viene registrando una tendencia prolongada a la baja, pero aún se mantiene en niveles altos y muy por encima de la meta de inflación. El ajuste de precios del componente de servicios de la canasta familiar registró una caída desde valores cercanos al 7,0% a finales de 2024, hasta alcanzar un 6,4% en marzo y 6,0% en junio de 2025 (Gráfico 3.4). La anterior moderación fue menor que la esperada en el *Informe* de abril; además, la caída no fue generalizada en todos los ítems de esta subcanasta. En particular, el ajuste anual del IPC de arriendos, el cual pesa cerca del 25% de la canasta total y cerca del 50% de la de servicios, retrocedió del 6,7% en marzo al 5,9% en junio, una reducción que ha sido más lenta de la esperada, en parte, por la limitada oferta de vivienda. El resto de servicios², por su lado, registró una variación anual que se mantuvo estable en el 4,9% para dicho periodo, a pesar de las moderaciones observadas en la educación superior. La variación persistentemente alta en los precios de los servicios sigue siendo liderada por las comidas fuera del hogar, la cuales mantuvieron una variación anual alta y relativamente estable entre marzo (7,5%) y junio (7,6%). Este comportamiento habría estado asociado con las presiones provenientes de los costos laborales, derivados de los incrementos en el salario mínimo y la reducción progresiva de la jornada laboral semanal³. Estos factores no solo estarían afectando el segmento de restaurantes sino también estarían presionando a todo el rubro de servicios y al comercio en general.

Durante el segundo trimestre el ajuste anual de los precios de la subcanasta de regulados se redujo, como resultado de menores presiones en las tarifas de los servicios públicos.

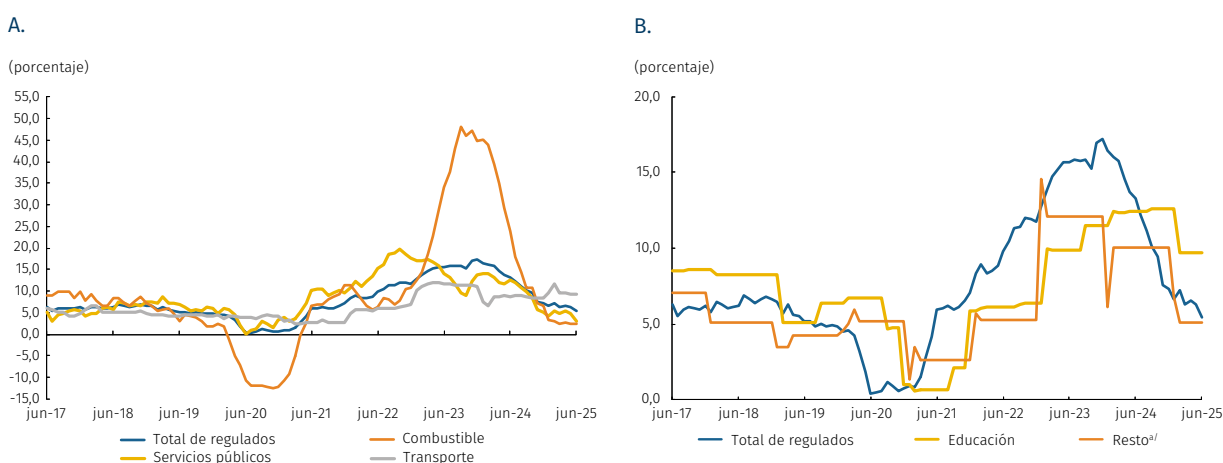
Entre marzo y junio, la variación anual del IPC de regulados presentó la mayor reducción entre los principales componentes de la canasta familiar, al pasar del 6,3% al 5,5% y sorprendiendo a la baja frente al *Informe* de abril (5,6%). Este comportamiento estuvo explicado, principalmente, por la moderación de los ajustes en servicios públicos, cuyo crecimiento anual se redujo del 4,8% en marzo al 2,9% en junio. La principal causa de esta tendencia bajista fue la disminución en los incrementos tarifarios del servicio de energía eléctrica,

2 Este grupo se compone, principalmente, de los siguientes rubros: servicios de comunicación, de recreación y cultura; educación (no regulada); servicios diversos (peluquería, guardería, financieros, etc.); transporte; administración de copropiedad; servicio doméstico; discotecas y hoteles; salud, y lavado y planchado.

3 Véase al respecto la Ley 2101 de 2021 del Congreso de la República, disponible en: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=166506>

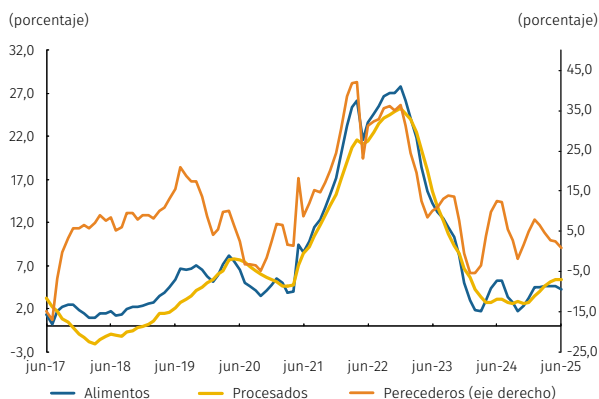
debido a una menor necesidad de generación térmica (que es más costosa), producto de las intensas lluvias recientes, la recuperación de los embalses⁴ y el aumento de la generación hidroeléctrica (Gráfico 3.5, panel A). Por su parte, los subgrupos de combustibles (2,5%), educación (9,7%), transporte (9,4%) y resto (5,1%) no presentaron cambios de importancia durante el segundo trimestre (Gráfico 3.5, panel B). Los grupos de educación y transporte, cuyos ajustes anuales son los más altos dentro del conjunto de regulados, vienen afrontando importantes presiones alcistas en lo corrido del año por cuenta de los mayores costos a la nómina (incremento del salario mínimo y la reducción de la jornada laboral semanal).

Gráfico 3.5
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



a/ Incluye cuotas moderadoras de las EPS, certificados/documentos administrativos y pago de honorarios.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.6
IPC de alimentos y sus componentes
(variación anual)

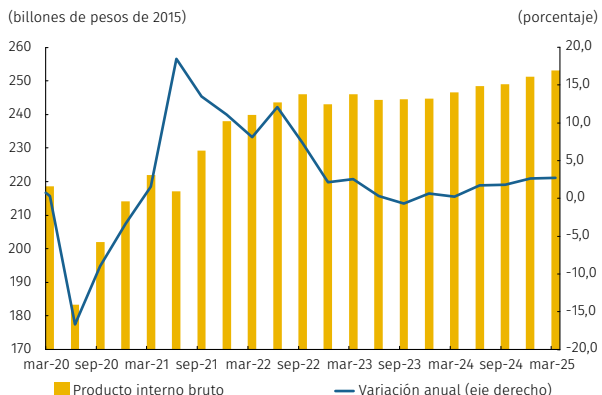


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el segundo trimestre el ajuste anual en los precios de los alimentos se redujo, aunque con un comportamiento divergente entre perecederos y procesados. La variación anual del IPC de alimentos se redujo entre marzo (4,7%) y junio (4,3%), aunque menos de lo esperado en el *Informe* de abril (3,0%). La moderación de estos ajustes estuvo explicada por las presiones bajistas recientes, atribuibles a una tasa de cambio que ha venido generando presiones desinflationarias y, especialmente, a una mayor disponibilidad de alimentos. La abundante oferta se reflejó en el comportamiento del grupo de alimentos perecederos, cuyo crecimiento anual se redujo significativamente, al pasar del 4,6% en marzo a apenas el 1,0% en junio (Gráfico 3.6). Por el contrario, el segmento de alimentos procesados experimentó una dinámica de precios alcista, con ajustes que pasaron del 4,7% en marzo al 5,4% en junio. Este comportamiento estuvo explicado por el aumento de la carga impositiva a productos con alto contenido de azúcar y ultraprocesados, así como por los incrementos en los precios internacionales del cacao, café y aceites. En particular, la subcategoría de alimentos ultraprocesados, gravada con el impuesto saludable, registró un crecimiento anual en junio superior al 9%, presionando de forma significativa a todo el rubro de alimentos procesados.

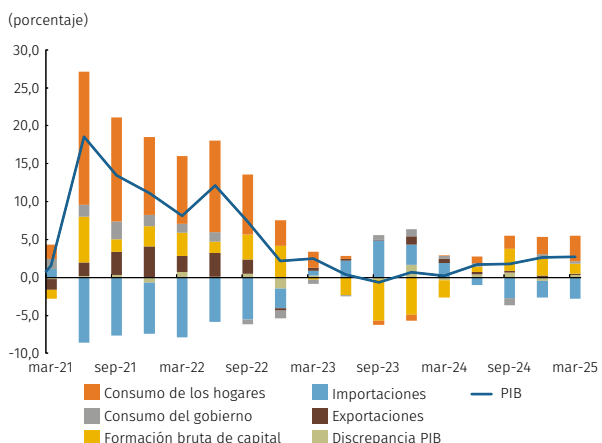
4 Actualmente se sitúan en niveles cercanos al 75% de su capacidad.

Gráfico 3.7
Producto interno bruto^{a/}
(trimestral y variación anual)



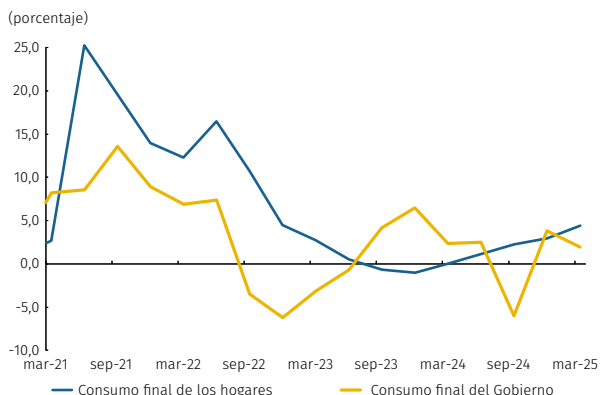
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.8
Contribuciones a la variación anual del PIB trimestral^{a/}
(variación anual, contribuciones)



a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.9
Gasto de consumo final de los hogares
y del Gobierno General^{a/}
(variación anual)



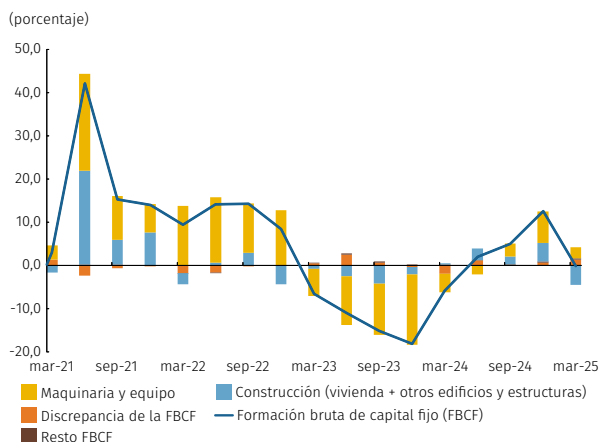
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

3.2 Crecimiento y demanda interna

Durante el primer trimestre de 2025 el PIB mantuvo una tendencia de crecimiento favorable, con una expansión anual ligeramente mayor que la esperada y superior a la observada en 2024. En ese periodo, el crecimiento económico anual fue del 2,7%, con una expansión trimestral anualizada del 3,2%, según cifras desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario (Gráfico 3.7). El crecimiento anual fue mayor que el previsto en el Informe anterior (2,5%), lo cual obedeció, en buena medida, a una revisión a la baja en los niveles del PIB calculados por el DANE para el primer trimestre de 2024. De esta forma, la actividad económica colombiana mantuvo la tendencia de crecimiento gradual observada desde principios del año pasado. Por el lado del gasto y en línea con lo esperado, se observó una contribución positiva del crecimiento de la demanda interna, explicada, principalmente, por la notable expansión del consumo privado y pese al bajo desempeño registrado por parte de la inversión (Gráfico 3.8). Todo esto en un contexto de una inflación en descenso, una mejoría en los índices de confianza de los consumidores y empresarios, una demanda externa favorable, el impulso fiscal y el relajamiento gradual de la política monetaria interna. Por el lado de la oferta, las actividades artísticas y de entretenimiento, el sector agropecuario y los servicios de comercio, transporte y alojamiento fueron los que más impulsaron al crecimiento anual del PIB. Por el contrario, la explotación de minas y canteras, junto con la construcción, fueron los sectores que registraron el mayor deterioro en sus cifras de crecimiento.

La demanda interna se expandió a un ritmo importante, soportada por un consumo privado que exhibió una fortaleza mucho mayor que la esperada, contrario a lo sucedido con la inversión. El gasto interno total se aceleró frente al cuarto trimestre y frente a todo 2024, y registró un notable aumento anual en el primer trimestre (4,7%). La principal contribución a este crecimiento provino del consumo privado, que continuó mostrando una importante fortaleza, con crecimientos anuales (4,4%) considerablemente mayores a los de la economía en su conjunto (Gráfico 3.9). 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, el componente con mayor participación en el consumo privado, el aumento anual estaría siendo más moderado, aunque sucede después de un crecimiento sin interrupciones en años anteriores, lo que lo ha llevado a alcanzar niveles altos y superiores a los de su tendencia prepandemia. La dinámica favorable del consumo privado se sigue dando en un contexto de recuperación en el ingreso disponible, producto de un importante flujo de remesas, a un ingreso cafetero boyante y a un aumento sustancial del salario mínimo en los años recientes. A lo anterior se suman unas tasas de interés más bajas y mejoras graduales en la confianza de los consumidores. El consumo público se ubicó en niveles altos en el primer trimestre, aunque levemente inferiores a los del cierre de 2024, resultando, por tanto, en una reducción en su crecimiento anual. No obstante, la política fiscal estaría impulsando el crecimiento de la demanda, como se desprende del aumento esperado del déficit primario del gobierno en 2025.

Gráfico 3.10
Formación bruta de capital fijo trimestral^{a/}
(variación anual, contribuciones)



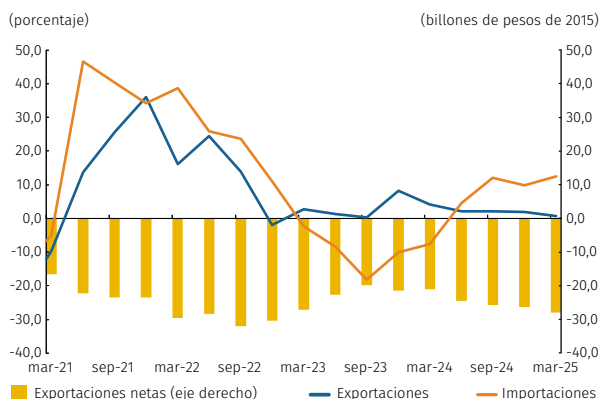
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los bajos resultados de la inversión en el primer trimestre fueron consecuencia, en buena medida, del pobre desempeño que enfrenta el sector de la construcción. 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 (Gráfico 3.10). Este rubro, según el DANE, retrocedió a una tasa anual del 8,8% debido a la caída del componente de edificaciones no residenciales; el de obras civiles, en contraste, continuó creciendo anualmente. El segundo aporte negativo provino de la inversión en vivienda (-8,5% anual), cuyo resultado habría obedecido, sobre todo, a la menor culminación de obras en el segmento no VIS. Por el contrario, la inversión en maquinaria y equipo sostuvo niveles similares a los del último trimestre de 2024 y, debido a una baja base de comparación, se expandió anualmente (6,0%). El desempeño de la maquinaria y equipo contrasta ampliamente con el de la inversión en construcción pues, mientras la primera se sostiene en niveles superiores a los de la prepandemia, la inversión en otros edificios y estructuras y en vivienda continúan mostrando rezagos importantes respecto a este valor. Cabe señalar, finalmente, que la formación bruta de capital total contrastó con la fija en el primer trimestre (una expansión anual del 8,2%), debido a un valor positivo e importante del componente de discrepancia estadística y variación de existencias, según las cifras más recientes publicadas por el DANE.

En línea con la expansión de la demanda interna, las importaciones crecieron de manera importante, lo que llevó a un aumento en el déficit comercial en pesos constantes frente al año anterior. Durante el primer trimestre, el favorable desempeño del consumo privado y de la inversión en maquinaria y equipo se tradujo en un significativo aumento de las importaciones (12,4% anual y 8,9% trimestral anualizado), el cual estuvo jalonado, principalmente, por las importaciones de bienes de consumo durable y de bienes de capital para la industria. Por su parte, las exportaciones en pesos reales presentaron un escaso crecimiento anual del 0,7%, limitado por el pobre comportamiento de las exportaciones mineras. Lo anterior contrastó con el dinamismo de las exportaciones agrícolas, cuyo crecimiento se concentró en café y flores, y las manufactureras. También sobresale el impulso de las exportaciones de servicios, con una expansión anual del 7,1% en el primer trimestre, favorecidas, principalmente, por el turismo de no residentes. Dado lo anterior, en el primer trimestre el déficit comercial externo se amplió frente al trimestre anterior y respecto a lo observado un año atrás (Gráfico 3.11). Ello, a su vez, significó que el déficit comercial en pesos constantes continuara realizando un aporte contable negativo a la variación anual del PIB.

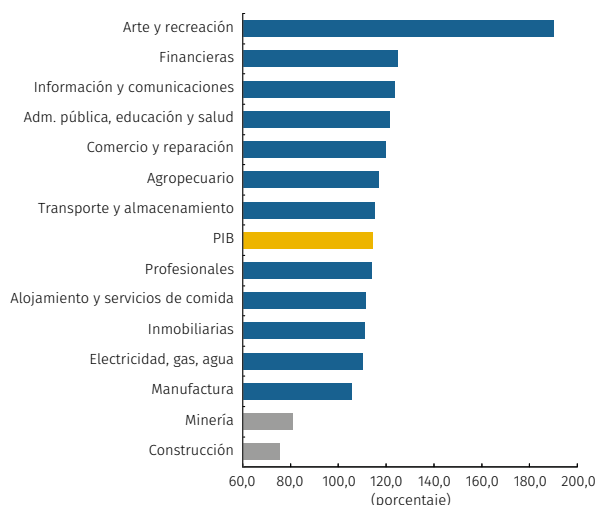
Por el lado de la oferta, las actividades terciarias continuaron mostrando un importante dinamismo, siendo las principales impulsoras del crecimiento económico y compensando el mal desempeño de la minería y de buena parte de la construcción. El crecimiento anual de la actividad económica en este periodo estuvo explicado, en mayor medida, por la dinámica que mantuvieron las actividades terciarias, las cuales se expandieron un 3,7%. Los niveles relativamente altos que alcanzaron estas actividades se explican por los servicios artísticos y de entretenimiento (Gráfico 3.12), a raíz del auge de los juegos operados por

Gráfico 3.11
Exportaciones, importaciones y balanza comercial^{a/}
(variación anual y billones de pesos de 2015)



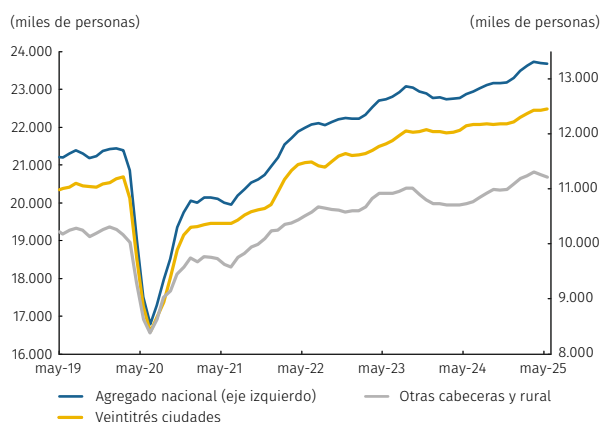
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.12
Niveles sectoriales de valor agregado del primer trimestre de 2025 relativos al cuarto trimestre de 2019^{a/} (cuarto trimestre de 2019 = 100%)



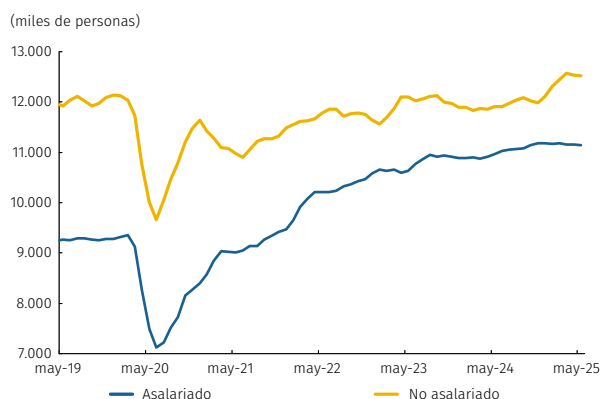
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.13
Población ocupada por dominios geográficos



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

Gráfico 3.14
Empleo por posición ocupacional (agregado nacional)



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

internet y las apuestas en línea, así como por la amplia oferta de conciertos disponible en las principales ciudades del país. También se destaca el comportamiento positivo del sector de comercio, transporte y alojamiento, el cual ha sido jalonado por el comercio interno, con unos niveles de ventas reales similares a los observados durante las jornadas del día sin IVA de 2022, como resultado de una mayor demanda de bienes durables como las motocicletas y de servicios de transporte terrestre y aéreo. A estos también se suma 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 anual, al expandirse un 1,7%, a raíz del buen dinamismo de las actividades agropecuarias asociadas con café y ganadería, y pese a los retrocesos que mantiene el sector mineroenergético en carbón, petróleo y otros minerales metalíferos, como el níquel. En contraste, las ramas secundarias registraron una caída anual (-1,2%) por el bajo desempeño del sector de la construcción, especialmente en el segmento de edificaciones, el cual retrocedió un 6,5% anual.

3.3 Mercado laboral^{5,6}

Las cifras más recientes del mercado laboral mostraron que el empleo a nivel nacional sigue registrando crecimientos anuales importantes, aunque en el margen se ha estabilizado. En el trimestre móvil terminado en mayo, los resultados de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) reportaron una relativa estabilidad del empleo frente a febrero (0,2%), con un aumento en las veintitrés principales ciudades (0,6%), y compensada parcialmente con un leve retroceso en el área rural (-0,2%) (Gráfico 3.13). En términos anuales, en mayo el empleo nacional registró un aumento del 3,4%⁷, impulsado por la expansión de la ocupación en otras cabeceras y zonas rurales (4,5%) y, en menor medida, en el área urbana (2,5%). La expansión anual del empleo a nivel nacional se observó en la mayoría de las ramas, con una mayor contribución de los sectores de comercio y alojamiento, transporte y comunicaciones, y agropecuario.

Por posición ocupacional, el crecimiento anual del empleo se explicó por el segmento no asalariado. En mayo, el trabajo no asalariado mostró un crecimiento trimestral del 0,7% y anual del 5,1% (Gráfico 3.14). Lo anterior está en línea con la dinámica observada en el empleo en otras cabeceras y rural. En particular, los ocupados por cuenta propia siguen siendo el grupo que más aportó al crecimiento anual del empleo a nivel nacional. Por su parte, en los últimos meses ha continuado el estancamiento del empleo asalariado⁸, con un leve retroceso en el

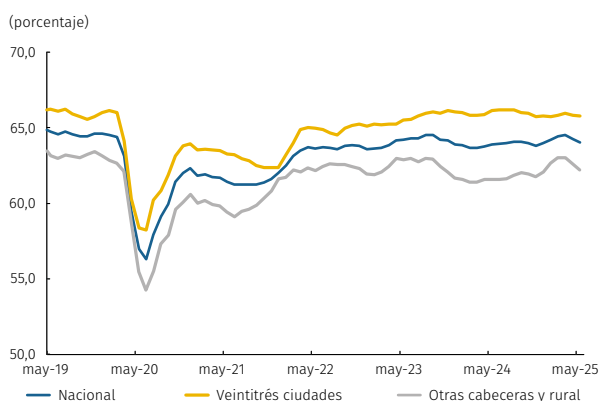
5 Para un análisis más detallado del mercado laboral, lo invitamos a consultar el *Reporte del Mercado Laboral* del Banco de la República, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/reportes-mercado-laboral>.

6 Las cifras del mercado laboral presentadas en esta sección corresponden, principalmente, a los resultados del trimestre móvil terminado en mayo de 2025.

7 Consistente con el comportamiento del empleo, la tasa de ocupación (TO) ha presentado pocos cambios en los últimos meses, ubicándose en un 58,3%.

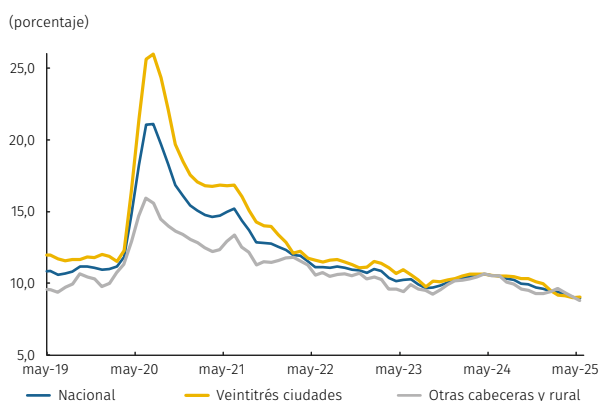
8 En términos anuales, el empleo en el segmento asalariado en mayo, con datos en trimestre móvil, registró una variación del 1,6%.

Gráfico 3.15
Tasa global de participación por dominios geográficos



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

Gráfico 3.16
Tasa de desempleo por dominios geográficos



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

margen (-0,3% trimestral en mayo). Este escaso dinamismo también se reflejó en otras fuentes de información del empleo asalariado formal, como los registros de cotizantes dependientes de la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA) y de cajas de compensación familiar (CCF). Esta dinámica del empleo no asalariado (de alta composición informal) y asalariado llevó a que la tasa de informalidad se ubicara en un 56,1% en mayo.

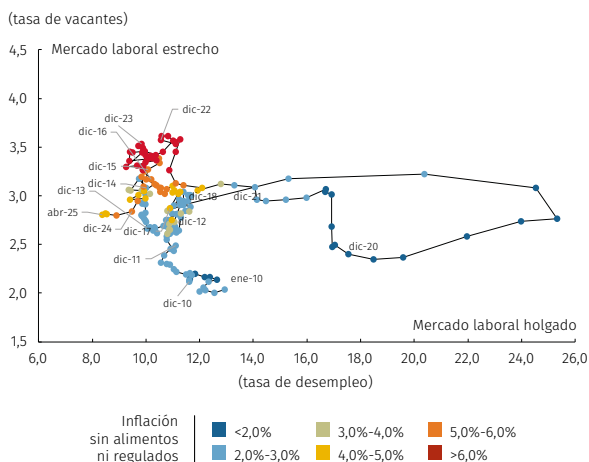
La tasa global de participación (TGP) a nivel nacional ha disminuido en el margen, jalonada principalmente por el dominio rural, y en línea con el aumento de la población por fuera de la fuerza laboral. En mayo la TGP para el agregado nacional fue del 64%, registro similar al observado el mismo período del año anterior e inferior en 0,4 pp respecto a febrero (Gráfico 3.15). Por dominios geográficos, la TGP en otras cabeceras y zonas rurales registró una caída trimestral de 0,8 pp, aunque en términos anuales sigue registrando un incremento de 0,6 pp. Por su parte, la TGP en las veintitrés principales ciudades sigue sin registrar cambios relevantes. Esta evolución en el agregado nacional es coherente con el aumento reciente de la población por fuera de la fuerza laboral o inactiva, que aumentó un 1,0% anual y 1,5% trimestral. Por género, en el margen se observa un retroceso en la participación laboral tanto de hombres como de mujeres, ubicándose en el 76,5% y el 52,6%, respectivamente⁹.

En los últimos meses la tasa de desempleo (TD) ha continuado disminuyendo, favorecida por la menor presión de la oferta laboral y la relativa estabilidad del empleo. En el trimestre móvil terminado en mayo y con cifras ajustadas estacionalmente, la TD nacional fue del 8,9%, registro inferior al promedio de las últimas dos décadas y no observado desde el primer semestre de 2015. En particular, este resultado fue inferior al 10,5% registrado un año atrás y al 9,4% de febrero. Esta disminución respondió a reducciones anuales de 1,5 pp en la TD urbana y de 1,7 pp en la TD de otras cabeceras y zonas rurales, que se ubicaron en un 9,1% y 8,8%, respectivamente (Gráfico 3.16). No obstante, persisten amplias diferencias entre las veintitrés principales ciudades: Quibdó presentó la mayor tasa de desempleo (30%) y Bucaramanga la menor (7,7%). Frente al trimestre anterior, las mayores caídas en la TD se dieron en Valledupar (-2,8 pp), Florencia (-2,6 pp) y Montería (-2,5 pp), mientras que los mayores incrementos se concentraron en Tunja (2,3 pp), Neiva (1,7 pp) y Medellín (0,9 pp). En cuanto a la brecha de desempleo por género, esta se ha cerrado en los últimos meses, alcanzando 4,5 pp en mayo, frente al 5,1 pp de febrero, resultado de un mayor descenso de la TD de las mujeres frente al registrado en la TD de los hombres.

En los últimos meses los indicadores de vacantes mantuvieron su tendencia descendente y alcanzaron los niveles previos a la pandemia. Por su parte, las expectativas de contratación a corto plazo siguieron en terreno positivo, mientras que las de mediano no sugieren cambios en el empleo formal. Las expectativas de contratación en el corto plazo, obtenidas de

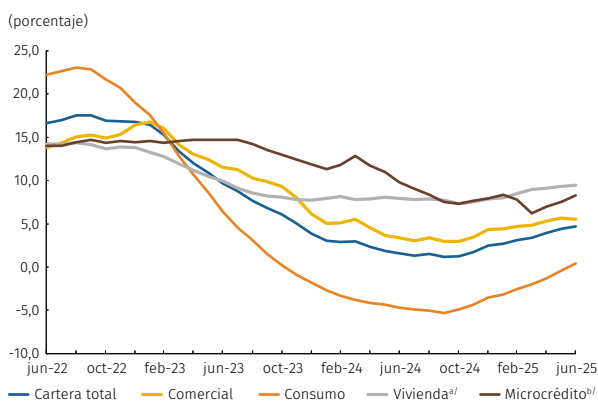
9 En términos anuales, la TGP registró un aumento de 0,4 pp en hombres y una leve caída de 0,1 pp en mujeres.

Gráfico 3.17
Curva de Beveridge para las siete ciudades principales



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados. Para estimar las vacantes con GEIH se calculan las contrataciones según la metodología de Morales, Hermida y Dávalos (2019).
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.18
Cartera bruta en moneda nacional
(variación anual, datos promedios mensuales)



a/ Vivienda ajustada: cartera bancaria más titularizaciones.
b/ Microcrédito a partir de 1 de marzo de 2024 incluye lo correspondiente al "Banco Contactor", entidad que venía operando como "Corporación de Crédito Contactor" bajo la vigilancia de la Superintendencia de Sociedades.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

las encuestas de Manpower Group, aumentaron levemente y permanecieron en terreno positivo, lo cual sugiere algún dinamismo en el empleo formal en el futuro cercano. Por su parte, las expectativas de mediano plazo (seis a doce meses), reportadas en la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* (ETE) del Banco de la República, mejoraron y se situaron cerca de un balance neutro, apuntado a un segmento formal que permanecería estable. Con datos a abril, los índices de vacantes obtenidos a partir de avisos clasificados, del Servicio Público de Empleo (SPE) y de las contrataciones implícitas de la GEIH continuaron descendiendo, alcanzando los niveles previos a la pandemia. El comportamiento de la TD en el dominio urbano y de la tasa de vacantes, a la luz de la curva de Beveridge¹⁰ (Gráfico 3.17), sugieren cierta estrechez del mercado laboral, con registros que se sitúan al lado izquierdo de la curva, dado que tanto la TD como la tasa de vacantes continuaron disminuyendo. Finalmente, con datos a abril, los ingresos laborales reales de los asalariados y los no asalariados mantuvieron su tendencia creciente. En términos anuales, se registraron incrementos del 6,3% para los asalariados y del 8,7% para los no asalariados.

3.4 Mercado financiero y monetario

La cartera continuó recuperándose en el segundo trimestre de 2025, en un entorno de tasas de interés relativamente estables y alguna mejora en los indicadores de riesgo. En lo corrido del año se siguió observando una recuperación gradual de la cartera total de crédito, en un entorno de: 1) mejoras en la percepción de la demanda de crédito y menores restricciones para el otorgamiento de préstamos; 2) expectativas de reducciones adicionales en la tasa de interés de política (TPM), aunque menores que las esperadas a inicios del año; 3) tasas de interés reales cercanas o en línea con sus niveles promedio históricos, y 4) indicadores de calidad de la cartera que continuaron mejorando, aunque se mantienen en niveles históricamente altos. Esto se refleja en unas condiciones crediticias favorables que permiten esperar que el crédito continúe recuperándose y pueda alcanzar crecimientos reales positivos en el segundo semestre del año, lo que podría favorecer el dinamismo de la actividad económica.

Durante el segundo trimestre del año la cartera de crédito continuó recuperándose, alcanzando una expansión anual cercana al 5% en junio, con contracciones reales cada vez menores. En junio todas las modalidades de crédito continuaron con una tendencia creciente en sus tasas de crecimiento anual, con cifras positivas y superiores a las de 2024 (Gráfico 3.18). La cartera de consumo continuó su senda de recuperación, y registró en junio una variación anual positiva del 0,4%, después de años y medio de contracciones anuales. Al tiempo, durante el segundo trimestre las modalidades de crédito comercial, vivienda y microcrédito presentaron crecimientos anuales algo

10 La curva de Beveridge es la representación gráfica de la relación entre la tasa de vacantes y la tasa de desempleo.

Cuadro 3.1
Tasas de interés
(promedio mensual, porcentaje)

	dic-23	jun-24	dic-24	mar-25	jun-25
Interbancarias					
TPM	13,18	11,75	9,70	9,50	9,25
TIB <i>overnight</i>	13,13	11,75	9,70	9,50	9,25
IBR <i>overnight</i>	13,13	11,75	9,70	9,50	9,25
IBR a 1 mes	13,10	11,47	9,44	9,45	9,24
IBR a 3 meses	12,81	11,01	9,20	9,31	9,17
IBR a 6 meses	12,35	10,49	8,86	9,12	9,06
IBR a 12 meses		9,65	8,40	8,80	8,87
Captación					
Ahorros	6,23	5,36	4,30	4,30	4,04
DTF a 90 días	12,63	10,14	9,22	9,26	8,94
CDT a 180 días	12,90	10,33	9,43	9,25	9,11
CDT a 360 días	13,19	10,75	9,73	9,89	9,55
CDT >360 días	12,71	11,32	9,97	10,26	10,16
Crédito					
Preferencial	17,05	13,65	11,92	11,78	11,59
Ordinario	17,93	15,66	13,13	13,35	12,79
Compra vivienda no VIS	17,06	14,71	11,42	12,07	11,96
Compra vivienda VIS	15,41	13,42	11,38	11,64	11,50
Consumo sin libranza	28,16	24,73	21,18	21,16	20,46
Consumo con libranza	19,83	18,14	16,58	16,79	16,76
Tarjeta de crédito	34,70	29,22	24,59	23,40	24,11

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

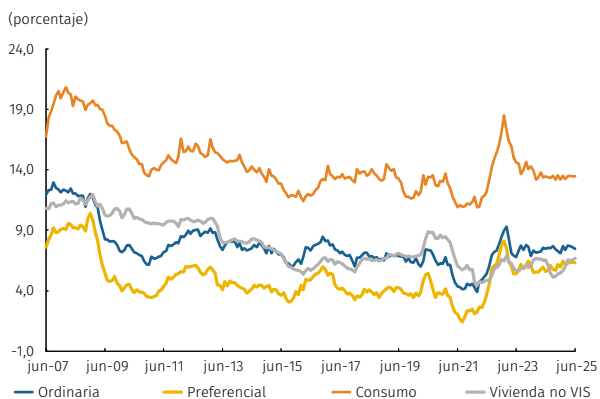
mayores respecto a las del primer trimestre y a las registradas en el promedio del segundo semestre de 2024. En términos reales, la cartera de crédito total continuó contrayéndose anualmente, aunque a una tasa menor que la observada el año anterior, mostrando señales de recuperación en todas sus modalidades. El crédito de consumo fue el único que se contrajo anualmente en términos reales, pero con variaciones anuales cada vez menos negativas, mientras que la cartera comercial se mantuvo estable en comparación con los niveles observados en el primer semestre de 2024. Las modalidades de crédito de vivienda y microcrédito presentaron tasas positivas de crecimiento real anual, con un crédito hipotecario que continuó acelerándose en el margen. Por su parte, la encuesta de percepción de crédito, con información a marzo de 2025 y aplicada a las entidades bancarias, mostró señales favorables para el crédito, con mejoras tanto en la percepción de la oferta como de la demanda de crédito, aunque las exigencias siguen siendo elevadas¹¹, en un entorno de niveles de riesgo de la cartera que se mantienen altos. Por el lado de la demanda, las señales favorables se confirman con el balance positivo en la disponibilidad de crédito que se mantiene en los datos de la ETE de abril¹². Los desembolsos para todas las modalidades de crédito durante lo corrido del año fueron superiores a los observados en 2024, lo que estaría soportando la recuperación de la cartera, en un entorno de menor endeudamiento de los hogares en relación con su ingreso disponible y menores tasas de interés.

Las tasas de interés de captación y colocación continuaron reflejando la transmisión de la política monetaria, manteniéndose relativamente estables en el segundo trimestre de 2025 (Cuadro 3.1). Durante este periodo, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) redujo la TPM en 25 puntos básicos (pb) en su reunión de abril. Este ajuste se reflejó en general en las tasas del mercado monetario, particularmente en la tasa interbancaria (TIB) y los indicadores bancarios de referencia (IBR) *overnight* y a un mes. Desde diciembre de 2024, y especialmente desde la reunión de abril de 2025, la brecha entre la TPM y las tasas IBR a plazos mayores al *overnight* ha venido reduciéndose, sugiriendo expectativas de recortes más lentos en la TPM, hecho que se ha reflejado en el comportamiento de las tasas de interés de ahorro y de crédito. En efecto, la tasa de interés de captación promedio de CDT mostró reducciones marginales durante el segundo trimestre. Frente a diciembre de 2024, esta tasa se redujo menos que la TPM, y a plazos mayores a un año las tasas de interés de los CDT registraron incrementos, en parte, por unas expectativas de menores reducciones en la inflación y un ritmo más lento en el descenso de la TPM (Cuadro 3.1). Las tasas de interés de colocación, tanto nominales como reales, mostraron una relativa estabilidad en el segundo

11 Véase la *Encuesta trimestral sobre la situación del crédito en Colombia* para el primer trimestre de 2025: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-situacion-credito-colombia>

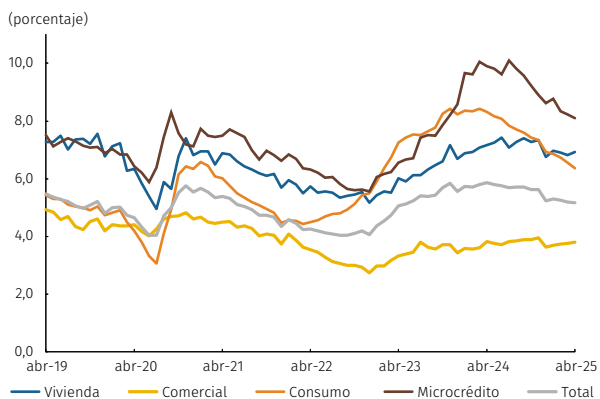
12 Véase la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* (ETE) de abril de 2025: <https://suameca.banrep.gov.co/estadisticas-economicas/#/encuestas>

Gráfico 3.19
 Tasas reales de interés del crédito
 (datos promedio mensual deflactados
 con el IPC sin alimentos)



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

Gráfico 3.20
 Indicador de mora
 (cartera vencida^{a/}/cartera total)



a/ Hace referencia a los préstamos con mora mayor a 30 días.
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

trimestre de 2025. En términos reales, las tasas de interés para los hogares se ubicaron por debajo de sus promedios históricos, mientras que las tasas de interés comerciales se mantuvieron en niveles cercanos o ligeramente superiores a sus promedios históricos (Gráfico 3.19).

El indicador de calidad de cartera continuó mejorando en lo corrido de 2025, aunque se mantiene en niveles altos. Las utilidades de los establecimientos de crédito continuaron recuperándose y los niveles de solvencia se mantienen muy por encima de los mínimos regulatorios. Las utilidades acumuladas a doce meses de los establecimientos de crédito fueron de COP 10,7 billones (b) en abril de 2025, con un incremento del 65% frente al mismo periodo del año anterior (COP 6,5 b). Este comportamiento se explicó, principalmente, por el menor gasto en provisiones, asociado con un menor riesgo de la cartera. El indicador de mora (ICM) reportó una ligera mejora en lo corrido del año, con los mayores descensos registrados para la cartera de consumo y microcrédito. No obstante, el ICM se mantiene en niveles altos (Gráfico 3.20). Por su parte, con datos a abril, los niveles de solvencia total (18,2%) y básica (15,2%) de los establecimientos de crédito se mantienen estables y se ubican muy por encima de los mínimos regulatorios (9,0% y 4,5%, respectivamente).

Recuadro 1

Recalibración del crecimiento de largo plazo de los modelos de pronóstico ante el cambio demográfico colombiano

Juan José Ospina
José David Pulido*

1. Introducción

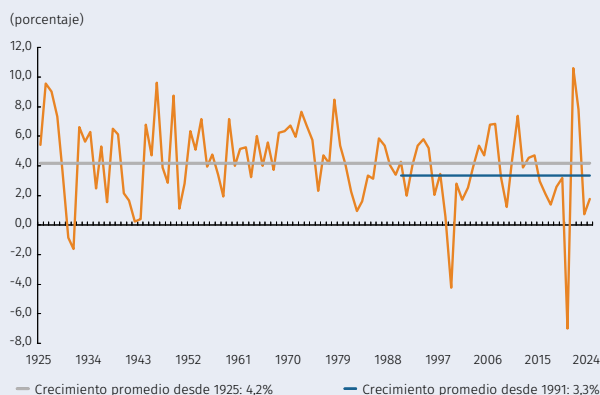
Uno de los insumos centrales para los modelos de pronóstico macroeconómico del Banco de la República es la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía o, en términos técnicos, el crecimiento de estado estacionario. Aquella se define como la tasa a la cual se expande la economía en ausencia de choques, y constituye, por tanto, el punto de referencia al que converge el crecimiento del producto interno bruto (PIB) en el largo plazo. En ocasiones, dependiendo de los choques que hayan afectado a la economía, esta convergencia puede ocurrir más allá del horizonte de pronóstico¹.

Los dos modelos actualmente utilizados por el equipo técnico —Patacon y 4GM (véase González *et al.*, 2011, y González *et al.*, 2020, respectivamente)— calibran este parámetro en el 3,3%, una cifra alineada con la tasa de crecimiento anual promedio de la economía colombiana en las últimas tres décadas (Gráfico R1.1). No obstante, el nuevo panorama demográfico del país, marcado por una caída persistente de la natalidad y un envejecimiento de la población más acelerado que el previsto hace una década, sugiere una desaceleración estructural en la acumulación del trabajo efectivo, uno de los principales motores del crecimiento económico.

Este fenómeno, que trasciende el caso colombiano y refleja una tendencia global, obliga a revisar el valor del crecimiento de estado estacionario, no solo para los modelos de pronóstico actualmente en uso, sino también para la nueva generación de modelos en desarrollo (Ávila-Montealegre *et al.*, 2025; Grajales-Olarte *et al.*, 2025; Ramos-Velozza *et al.*, 2025).

En este recuadro se presentan los fundamentos conceptuales y las estimaciones cuantitativas que sustentan la actualización del crecimiento de largo plazo a un valor del 2,65% anual. Esta cuantificación forma parte de un estudio más amplio sobre los efectos macroeconómicos del cambio demográfico que el Banco de la República publicará en 2026 en la revista *Ensayos de Política Económica* (Jaramillo *et al.*, 2026).

Gráfico R1.1
Crecimiento anual del PIB



Fuente: cálculos del Banco de la República.

* Los autores son, en orden, subgerente de Política Monetaria e Información Económica y jefe asesor en el Departamento de Modelos Macroeconómicos, del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas son de exclusiva responsabilidad de los autores y no reflejan las de la institución ni la de su Junta Directiva.

¹ En general, es posible que el crecimiento de largo plazo de la economía no coincida con el crecimiento potencial de corto plazo, el cual puede estar afectado por choques de oferta transitorios con diferentes grados de persistencia.

2. Marco conceptual

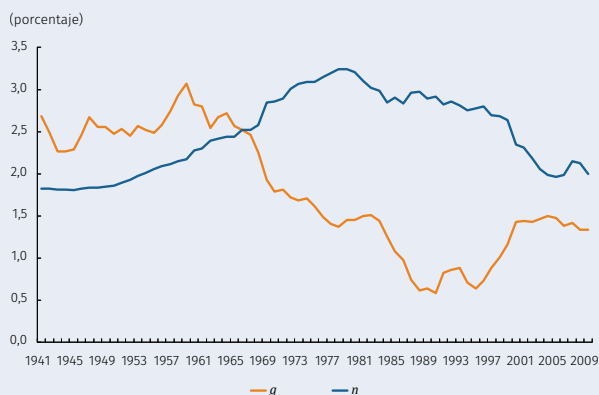
La teoría del crecimiento económico postula que el producto de largo plazo de una economía está determinado por la acumulación de sus factores de producción (es decir, por la cantidad agregada de capital, trabajo, etc.), así como por la eficiencia con la que estos se combinan para generar producción (esto es, la productividad de dichos factores productivos). El modelo más estilizado en la teoría del crecimiento (Solow, 1956; Swan, 1956) plantea que, incluso cuando se consideran múltiples factores productivos², el crecimiento del producto en estado estacionario converge a la suma de dos componentes: la tasa promedio de crecimiento del trabajo (denotada como n y la tasa promedio de crecimiento de la productividad laboral (el producto por trabajador, denotado como g)³.

En la práctica, dichas tasas promedio se suelen medir en ventanas de tiempo (que incluyen tanto periodos pasados como prospectivos) lo suficientemente largas para aislar la oscilación cíclica de la economía. Utilizando datos del PIB y de las horas efectivamente trabajadas por los ocupados, recopilados y empalmados para los últimos cien años⁴, el Gráfico R1.2 ilustra la evolución de n y de g calculados en ventanas móviles de treinta años⁵; esto es, cada punto en la gráfica corresponde al promedio correspondiente de la ventana de treinta años centrada en el año indicado.

El Gráfico R1.2 muestra que, desde comienzos de los años ochenta, n ha venido reduciéndose de manera sostenida, en línea con el menor ritmo de crecimiento de la población y con reducciones persistentes en el número de horas trabajadas por ocupado. Esto ha ocurrido, incluso, a pesar del incremento en la tasa de participación laboral derivado de la creciente incorporación de las mujeres al mercado de trabajo. En cuanto a g , se identifican tres regímenes diferenciados: uno con un crecimiento cercano al 2,5% hasta mediados de los años sesenta; un segundo con una tendencia decreciente hasta finales de los noventa, y un tercero, vigente en lo corrido del siglo XXI, en el que el crecimiento de la productividad laboral se ha mantenido relativamente estable, y que oscila alrededor de un 1,4% anual.

El cambio demográfico, entendido como la transición de un régimen de altas tasas de natalidad y mortalidad a otro de bajas tasas, implica una transformación en la estructura etaria de la población, en particular, un proceso de envejecimiento poblacional⁶. Si bien esta transición

Gráfico R1.2
Componentes observados del crecimiento de estado estacionario^{a/}



a/ El Gráfico muestra los promedios móviles centrados en ventanas de 30 años del crecimiento del factor trabajo (total horas trabajadas, n), y de la productividad laboral (g) donde se usan solamente datos observados. Así, por ejemplo, el dato de 2009 corresponde al promedio de la ventana 1994-2024. Fuente: cálculos del Banco de la República.

- 2 El modelo original de Solow-Swan considera dos factores productivos: capital y trabajo. El modelo se puede extender para considerar más factores productivos, como por ejemplo capital humano (Mankiw *et al.*, 1991). Sin embargo, el crecimiento de estado estacionario sigue siendo el mismo. Esto ocurre porque, para garantizar un crecimiento de estado estacionario constante, la productividad debe aumentar el factor trabajo (en términos técnicos, ser neutral en el sentido de Harrod; véase Uzawa, 1961).
- 3 Si bien a primera vista esta descomposición luce tautológica, los determinantes que explican cada componente son de origen distinto y, por tanto, se suelen estudiar de manera separada.
- 4 El análisis utiliza como fuente principal la base de datos construida por el Banco de la República con motivo de su centenario (disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas-economicas/series-estadisticas-historicas-colombia>), así como empalmes propios basados en las estadísticas laborales de la ENH, ECH y GEIH del DANE, y los cálculos del Greco (1999), con base en Flórez (1998).
- 5 La literatura encuentra distintas estimaciones sobre la duración promedio de los ciclos económicos en Colombia, que oscilan entre 6,8 años (Alfonso *et al.*, 2014) y 10,1 años (Arango *et al.*, 2025). Así, independientemente del valor puntual de la duración del ciclo, ventanas de treinta años aseguran que los promedios no estén sesgados por una sola fase del ciclo económico. Este tamaño de ventana es, además, consistente con lo que emplea la literatura: por ejemplo, Rao (2010) utiliza ventanas entre veinte y treinta años para medir variables en estado estacionario, por lo que nuestras ventanas se ubican, incluso, en su cota superior.
- 6 Para una descripción detallada del fenómeno y sus implicaciones, véase Lee (2003).

puede incidir en el crecimiento de la productividad laboral —es decir, en el valor de g (véanse, por ejemplo, Lee y Mason, 2009; Bloom *et al.*, 2010)—, su efecto más significativo se manifiesta en la dinámica de la fuerza laboral efectiva, esto es, en el valor esperado de n en los años venideros⁷. En consecuencia, a continuación se presentan dos metodologías diferenciadas para proyectar los valores de n y de g en los próximos veinte años. En el caso de n , el cambio demográfico incide de manera explícita, y su estimación se construye a partir de las proyecciones de población del DANE por grupos etarios, complementadas con supuestos sobre la evolución de los principales indicadores del mercado laboral. Por su parte, los valores de g se pronostican de manera exógena, utilizando técnicas econométricas.

3. Metodologías de proyección

En lo que respecta a n , el crecimiento promedio de las horas trabajadas por los ocupados (denotadas como H), se calcula como el promedio centrado en la ventana móvil de treinta años de H_t , donde estas últimas se proyectan siguiendo la identidad:

$$H_t = PET_t \times TGP_t \times (1 - TD_t) \times \bar{h}_t$$

En la que PET_t corresponde a la población en edad de trabajar, TGP_t a la tasa de participación laboral, TD_t a la tasa de desempleo —por lo que $PET_t \times TGP_t \times (1 - TD_t)$ corresponde al total de ocupados—, y \bar{h}_t al número de horas promedio trabajadas por los ocupados en el año. Cada uno de estos componentes se proyecta de forma individual. La PET_t se obtiene con las proyecciones demográficas del DANE a partir de los resultados del Censo Nacional de Población y Vivienda (CNPV) de 2018⁸. La TGP_t y la TD_t se simulan considerando la composición por distintos grupos etarios ϖ de las mismas proyecciones del DANE, que tienen en cuenta el envejecimiento poblacional, siguiendo la fórmula:

$$x_t = \sum_i s_{t,i} \bar{x}_i, \text{ para } x = TGP \text{ o } TD$$

Donde \bar{x}_i es la tasa promedio del grupo etario ϖ en los últimos diez años (excluyendo la pandemia⁹) y $s_{t,i}$ es la proporción del grupo etario ϖ en la PET_t . Así, el supuesto implícito es que los indicadores laborales de cada grupo etario se mantienen estables a los valores promedio de la última década¹⁰. Finalmente, para la variable \bar{h}_t , dado que en 2023 y 2024 el promedio de horas trabajadas para todos los ocupados registró caídas anuales —las cuales, en el segmento formal, pudieron estar asociadas al cambio regulatorio introducido por la Ley 2101 de 2021 que redujo en una hora anual la jornada laboral— se proyecta una nueva reducción en sus niveles para 2025 y 2026 (puesto que dicha Ley contempla reducciones adicionales de dos horas anuales), proporcionalmente similar a la observada en la serie de horas totales en 2023 y 2024. A partir de 2027 se supone que \bar{h}_t se mantiene constante.

En lo que respecta a g (el crecimiento promedio de la productividad laboral), se sigue la metodología de Ochsner *et al.* (2024), quienes emplean filtros estadísticos para aislar las fluctuaciones cíclicas de las tendencias de largo plazo de la productividad y proyectarlas en horizontes largos. En particular, para el pronóstico puntual de la productividad se utiliza el modelo econométrico de Chan *et al.* (2018), el cual tiene una especificación altamente flexible (permite, por ejemplo, parámetros y volatilidad variables en el tiempo, así como el uso de series externas de referencia) y se estima mediante *métodos bayesianos*. Denotando el

7 La evidencia empírica respalda esta relación: por ejemplo, Aksoy *et al.* (2019), utilizando un panel de países, encuentran que la composición demográfica tiene efectos macroeconómicos significativos y persistentes. En particular, una mayor proporción de población en edad de trabajar se asocia con tasas más altas de crecimiento del PIB per cápita.

8 Dichas proyecciones de población fueron actualizadas en 2023 para reflejar el efecto de la pandemia del covid-19 en los distintos componentes demográficos (fecundidad, mortalidad y migración).

9 La pandemia del covid-19 generó una disrupción transitoria y abrupta de los niveles de los indicadores laborales, más marcada incluso que la registrada por la actividad económica (Bonilla *et al.*, 2019), lo que distorsiona el cálculo de los promedios. Para un resumen de los principales márgenes de ajuste del mercado laboral durante este periodo, véase Pulido *et al.* (2024).

10 Conviene señalar que algunas fuerzas estructurales que han impulsado tendencias persistentes de los indicadores laborales en las últimas décadas —como la incorporación de la mujer al mercado laboral o los efectos de composición asociados con la migración interna hacia las ciudades (que presentan mayores tasas de ocupación, participación y desempleo)— se han venido agotando. La brecha de género en participación, por ejemplo, se ha mantenido relativamente estable en los últimos diez años, y las tasas de desempleo actuales son muy similares entre los dominios urbano y rural. En este contexto, el supuesto de estabilidad en los indicadores laborales por grupo etario, usando los promedios de los últimos diez años (sin pandemia), resulta razonable.

crecimiento anual de la productividad laboral como y , el modelo de Chan *et al.* (2018) especifica:

$$\begin{aligned}
 y_t - y_t^* &= b_t(y_{t-1} - y_{t-1}^*) + v_t, \\
 z_t &= d_{0t} + d_{1t}y_t^* + \varepsilon_{z,t} + \psi\varepsilon_{z,t-1}, \quad \varepsilon_{z,t} \sim N(0, \sigma_z^2), \\
 y_t^* &= y_{t-1}^* + u_t, \\
 b_t &= b_{t-1} + \varepsilon_{b,t}, \quad \varepsilon_{b,t} \sim TN(0, \sigma_b^2), \\
 d_{it} - \mu_{d_i} &= \rho_{d_i}(d_{i,t-1} - \mu_{d_i}) + \varepsilon_{d_i,t}, \quad \varepsilon_{d_i,t} \sim N(0, \sigma_{d_i}^2), \quad i = 0, 1, \\
 v_t &= \lambda_{v,t}^{0.5} \varepsilon_{v,t}, \quad \varepsilon_{v,t} \sim N(0, 1), \\
 u_t &= \lambda_{u,t}^{0.5} \varepsilon_{u,t}, \quad \varepsilon_{u,t} \sim N(0, 1), \\
 \log(\lambda_{i,t}) &= \log(\lambda_{i,t-1}) + \nu_{i,t}, \quad \nu_{i,t} \sim N(0, \phi_i), \quad i = u, v.
 \end{aligned}$$

donde y^* corresponde a la tendencia del crecimiento de la productividad y z corresponde a la variable externa de referencia. El modelo se estima con series del crecimiento de la productividad laboral desde 1940 (excluyendo los valores atípicos generados en la pandemia), un muestreo con métodos de cadenas Markov Monte Carlo (MCMC) con 30.000 simulaciones (de las cuales se descartan las primeras 1.000) y se usa el promedio móvil centrado de treinta años de y como serie z de referencia. Los pronósticos puntuales del modelo para y se agregan a los valores observados del crecimiento de la productividad en los últimos años para calcular g en el año t como el promedio en las ventanas móviles de 30 años, esto es: $g_t = \frac{1}{31} \sum_{i=t-15}^{t+15} y_i$

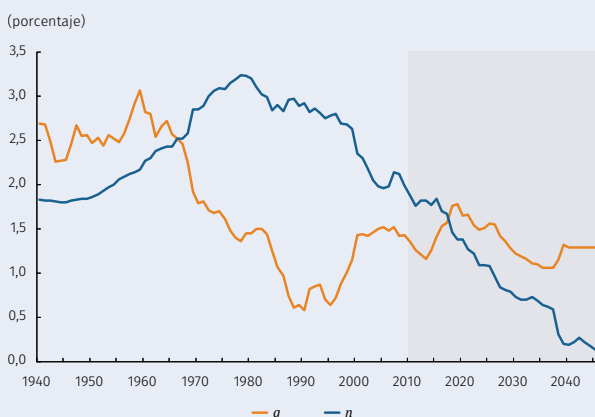
4. Resultados y conclusiones

El Gráfico R1.3 presenta los resultados de las proyecciones de n y g para los próximos veinte años. Al igual que en el Gráfico R1.2, cada punto señala el promedio calculado sobre una ventana móvil de treinta años centrada en el año indicado. El cambio demográfico prolongaría la tendencia decreciente de n a lo largo del horizonte proyectado, explicado tanto por la desaceleración del crecimiento de la población en edad de trabajar como por el envejecimiento poblacional, que reduciría la tasa global de participación laboral a medida que los grupos etarios de mayor edad (que participan menos en el mercado laboral) ganan peso relativo. En cuanto a g , se obtiene que el crecimiento de la productividad laboral promedio se mantendría en niveles similares a los observados en lo corrido del siglo, entre el 1% y 1,5%. No obstante, conviene advertir que los resultados del modelo de pronóstico bayesiano arrojan un amplio rango de incertidumbre, lo que refleja la dificultad de proyectar con precisión este tipo de variables.

Con los valores proyectados de n y g , el Gráfico R1.4 presenta el crecimiento del estado estacionario estimado para 2025, así como su proyección para los próximos veinte años. En 2025 dicho crecimiento se ubicaría en un 2,65% (explicado por un valor de g del 1,57% y de n del 1,08%), por lo que, en ausencia de choques, la economía colombiana crecería a ese ritmo. Hacia adelante, a medida que se materializan las tendencias demográficas incorporadas en las proyecciones de población, el crecimiento de estado estacionario continuaría reduciéndose, hasta alcanzar niveles cercanos al 1,5% al final del horizonte de veinte años.

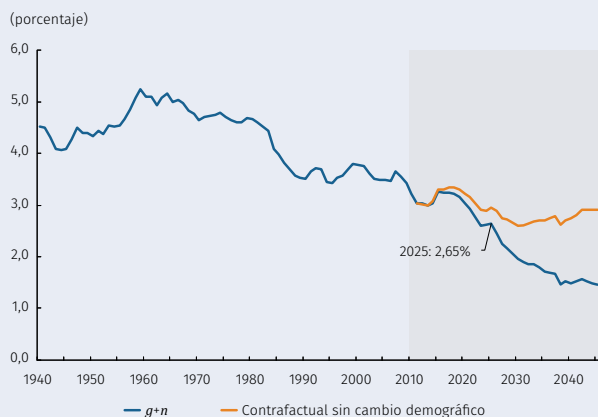
El Gráfico R1.4 también presenta la proyección de un escenario contrafactual en el que se supone que el cambio demográfico no se materializa, con el fin de evaluar su impacto sobre las estimaciones obtenidas. Para construir este escenario, se supone (en los pronósticos de n) que la población en edad de trabajar continuaría creciendo al ritmo observado en 2025 y que su composición etaria se mantendría igual a la del promedio de los últimos cinco años. En ausencia

Gráfico R1.3
Proyecciones de componentes de crecimiento de estado estacionario^{a/}



a/ El Gráfico muestra los promedios móviles centrados en ventanas de 30 años del crecimiento del factor trabajo (total horas trabajadas, n), y de la productividad laboral (g) donde se usan tanto datos observados como pronosticados. Así, por ejemplo, el dato de 2025 corresponde al promedio de la ventana 2010-2040, en la que los datos posteriores a 2024 se pronostican usando las metodologías reseñadas. El área sombreada indica que para la medición de dichos valores, se incluyeron pronósticos para uno o más años.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.4
Crecimiento de estado estacionario^{a/}



a/ El área sombreada indica que para la medición de dichos valores, se incluyeron pronósticos para uno o más años.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

de cambio demográfico, el crecimiento del estado estacionario en 2025 se ubicaría cerca del 3%, y solo se reduciría al 2,7% al final del período considerado. Por tanto, el impacto del cambio demográfico implicaría una reducción de 0,35 puntos porcentuales (pp) en el crecimiento actual del estado estacionario, y de 1,2 pp para el año 2045.

Los resultados de este ejercicio confirman que, con base en la información disponible, es necesario recalibrar los valores de crecimiento de estado estacionario utilizados en los modelos de pronóstico del equipo técnico, al nuevo valor del 2,65%. Este proceso de recalibración inició a partir del presente *Informe*, y se espera que se termine de incorporar en los modelos de pronóstico durante este trimestre. No obstante, es importante resaltar que las proyecciones sugieren que, hacia adelante, podría ser necesaria una nueva revisión de estas estimaciones de acuerdo con la evolución futura de las variables demográficas. De hecho, los datos más recientes sobre nacimientos apuntan a un cambio demográfico aún más acelerado que el proyectado por el DANE (véanse Parra-Polanía y Ladino, 2025; Jaramillo *et al.*, 2026).

Referencias

- Aksoy, Y.; Basso, H. S.; Smith, R. P.; Grasl, T. (2019). "Demographic Structure and Macroeconomic Trends", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 11, núm. 1, pp. 193-222.
- Alfonso, V.; Arango, L. E.; Arias, F.; Cangrejo, G.; Pulido, J. (2013). "Ciclos de negocios en Colombia, 1975-2011", *Lecturas de Economía*, vol. 78, pp. 115-149.
- Arango, L. E.; Ospina, J. J. (eds.), *et al.* (2025). "Características cuantitativas de los ciclos económicos en Colombia", *Ensayos sobre política económica*, por publicarse.
- Ávila-Montealegre, O.; Castañeda-Valdés, F.; Pulido, J.; Rincón-Galvis, J. A. (2025). "A New Keynesian DSGE Model for Monetary Policy Analysis in Colombia", manuscrito presentado para publicación, Banco de la República.
- Bloom, D. E.; Canning, D.; Fink, G. (2010). "Implications of Population Aging for Economic Growth", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 26, núm. 4, pp. 583-612.
- Chan, J. C. C.; Clark, T. E.; Koop, G. (2018). "A New Model of Inflation, Trend Inflation, and Long-Run Inflation Expectations", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 50, núm. 1, pp. 5-53.
- Flórez, C. E. (2000). "Las transformaciones sociodemográficas en Colombia durante el siglo XX", TM Editores, Banco de la República.
- González, A.; Guarín, A.; Rodríguez-Gúzman, D.; Vargas-Herrera, H. (2020). "4GM: A New Model for the Monetary Policy Analysis in Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 1106, Banco de la República.
- González, A.; Mahadeva, L.; Prada, J. D.; Rodríguez, D. (2011). "Policy Analysis Tool Applied to Colombian Needs: Patacon Model Description", *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 29, núm. 66, pp. 222-245.
- Grajales-Olarte, A.; Hamann, F.; Naranjo-Saldarriaga, S.; Pulido, J. (2025). "Policy Implications of Losing Credibility: Lessons from Colombia's Post-Pandemic Inflationary Surge", *Borradores de Economía*, núm. 1304, Banco de la República.
- Greco (1999). "El crecimiento económico colombiano en el siglo XX: aspectos globales", *Borradores de Economía*, núm. 134, Banco de la República.

- Jaramillo, J. (ed.) et al. (2026). "Efectos económicos del cambio demográfico en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica*, por publicarse.
- Lee, R. (2003). "The Demographic Transition: Three Centuries of Fundamental Change", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17 núm. 4, pp. 167-190.
- Lee, R.; Mason, A. (2009). "Fertility, Human Capital, and Economic Growth over the Demographic Transition", *European Journal of Population*, vol. 26, núm. 2, 159-182.
- Mankiw, G.; Romer, D.; Weil, D. (1992). "A Contribution to the Empirics of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, núm. 2, pp. 407-437.
- Morales, L. F.; Bonilla-Mejía, L.; Pulido, J.; Flórez, L. A.; Hermida, D.; Pulido-Mahecha, K.; Lasso-Valderrama, F. (2022). "Effects of the covid-19 pandemic on the Colombian labour market: Disentangling the effect of sector-specific mobility restrictions", *Canadian Journal of Economics*, vol. 55, núm. S1, pp. 308-357.
- Ochsner, C.; Thiel, E.; Zuber, C. (2024). "Demographic Aging and Long-Run Economic Growth in Germany", SSRN Working Paper, núm. 4727797.
- Parra-Polanía, J. A.; Ladino, J. D. (2025). "Fuerza de trabajo y envejecimiento poblacional", Borradores de Economía, núm. 1308, Banco de la República.
- Pulido, J.; Vargas-Herrera, H.; Ospina-Tejeiro, J. J. (2023). "The Labor Market in Colombia: Structural Features and the Role of Wages in the Post-Pandemic Inflationary Surge", Borradores de Economía, núm. 1232, Banco de la República.
- Rao, B. B. (2010). "Estimates of the Steady State Growth Rates for Selected Asian Countries with an Extended Solow Model", *Economic Modelling*, vol. 27, núm. 1, pp. 46-53.
- Ramos-Veloza, M.; Naranjo-Saldarriaga, S.; Pulido, J. (2025). "Wage Dynamics, Unemployment, and Inflation: Enhancing 4GM Colombia's Semi-Structural Model", manuscrito presentado para publicación, Banco de la República.
- Solow, R. M. (1956). "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 70, núm. 1, pp. 65-94.
- Swan, T. (1956). "Economic Growth and Capital Accumulation", *Economic Record*, vol. 32, núm. 2, pp. 334-361.
- Uzawa, H. (1961). "Neutral Inventions and the Stability of Growth Equilibrium", *Review of Economic Studies*, vol. 28, núm. 2, pp. 117-124.

Anexo 1

Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros^{a/, b/}

	Unidades	jul-25	dic-25	jul-26	dic-26	jul-27
IPC total	Variación mensual (media)	0,18	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	0,17	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos ni regulados	Variación mensual (media)	0,18	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC de alimentos	Variación mensual (media)	0,20	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC de regulados	Variación mensual (media)	0,13	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC total	Variación anual (media), fin de periodo	4,80 ^{c/}	4,79	3,90	3,79	3,49
IPC sin alimentos	Variación anual (media), fin de periodo	4,91 ^{c/}	4,61	3,84	3,69	3,41
IPC sin alimentos ni regulados	Variación anual (media), fin de periodo	4,75 ^{c/}	4,38	3,88	3,62	3,28
IPC de alimentos	Variación anual (media), fin de periodo	4,30 ^{c/}	5,07	3,78	3,56	3,55
IPC de regulados	Variación anual (media), fin de periodo	5,44 ^{c/}	5,88	4,46	4,46	4,23
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de periodo	4.042	4.195	4.150	4.182	4.158
Tasa de interés de política	Porcentaje, fin de periodo	9,00	8,50	7,25	7,00	7,00

	Unidades	II-2025	III-2025	IV-2025	2025	I-2026	II-2026	III-2026	IV-2026	2026	I-2027	II-2027
PIB	Variación anual, serie original	2,5	2,7	2,5	2,6	2,8	2,8	2,9	3,0	2,9	2,9	n. d.
Desempleo	Trece ciudades, promedio del trimestre	9,0	9,3	9,1	n. d.	9,6	9,7	9,4	9,0	n. d.	9,9	n. d.
IBR (90 días)	Tasa efectiva anual, fin de periodo	n. a.	8,7	8,5	n. d.	8,0	7,5	7,2	7,0	n. d.	7,0	7,0
Déficit fiscal (GNC) ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	7,5	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	6,7	n. d.	n. d.
Déficit en cuenta corriente ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	2,5	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	3,0	n. d.	n. d.

n. d.: no disponible.

n. a.: no aplica dado que el dato ya es observado.

a/ A partir de abril de 2023, la pregunta sobre la DTF se excluyó de la encuesta de expectativas de analistas económicos.

b/ Corresponde a la mediana de las respuestas de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* (EME) del Banco de la República, excepto para los valores del IPC total, sin alimentos, sin alimentos ni regulados, de alimentos y de regulados, que corresponden al promedio.

c/ Datos calculados con base en los resultados de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* (EME) del Banco de la República.

d/ Los valores positivos representan déficit y los negativos superávit.

Fuente: Banco de la República (*Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos*, aplicada en julio de 2025).

Anexo 2

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años										
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Variables exógenas												
Externas ^{a/}												
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	1,6	3,2	2,5	1,5	-6,6	8,2	3,7	2,5	1,8	1,8	1,9
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del periodo	45	55	72	64	43	71	99	82	80	68	63
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del periodo	0,4	1,0	1,8	2,2	0,4	0,1	1,7	5,0	5,1	4,2	3,6
Credit default swap a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del periodo	212	129	114	99	142	142	259	246	187	232	254
Internas												
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5	1,9	2,2	2,4	2,7	3,1
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual	2,8	2,4	2,4	2,4	-0,1	3,9	3,6	2,8	2,7	2,6	2,7
Variables endógenas												
Precios												
IPC total ^{c/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,7	4,1	3,2	3,8	1,6	5,6	13,1	9,3	5,2	4,7	3,2
IPC sin alimentos ^{d/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,5	5,0	3,5	3,5	1,0	3,4	10,0	10,3	5,6	.	.
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,9	3,2	1,4	2,2	0,6	3,3	15,0	7,1	0,6	.	.
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,3	5,4	3,1	3,5	1,3	2,2	7,4	9,0	7,0	.	.
IPC regulados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,6	6,3	6,7	4,8	0,7	7,1	11,8	17,2	7,3	5,9	3,4
IPC alimentos ^{e/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	6,7	0,5	1,9	5,8	4,8	17,2	27,8	5,0	3,3	5,2	2,4
IPC perecederos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	-6,6	5,8	8,9	8,7	2,5	24,4	36,4	-0,5	5,1	.	.
IPC procesados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	10,7	-0,9	-0,1	5,0	5,4	15,3	25,3	6,7	2,8	.	.
Indicadores de inflación básica ^{f/}												
IPC sin alimentos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,5	5,0	3,5	3,5	1,0	3,4	10,0	10,3	5,6	.	.
IPC núcleo 15	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	6,0	4,2	3,2	3,8	1,9	4,4	11,6	9,5	5,4	.	.
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,5	4,7	2,6	3,1	1,1	2,5	9,5	8,4	5,2	4,2	3,3
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,7	4,6	3,1	3,4	1,3	3,4	10,4	9,4	5,4	.	.
TRM	Pesos por dólar, promedio del periodo	3.053	2.951	2.957	3.282	3.691	3.747	4.257	4.330	3.921	.	.
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del periodo	2,5	-1,7	-0,7	3,6	6,8	2,1	6,7	1,5	-4,7	-3,4	-0,6
Actividad económica												
Producto interno bruto	Porcentaje, var. anual, daec	2,1	1,4	2,6	3,2	-7,2	10,8	7,3	0,7	1,6	2,7	2,9
Gasto de consumo final	Porcentaje, var. anual, daec	1,6	2,3	4,0	4,3	-4,2	13,8	9,0	0,6	1,4	.	.
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, var. anual, daec	1,6	2,1	3,2	4,1	-5,0	14,7	10,8	0,4	1,6	.	.
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, var. anual, daec	1,8	3,6	7,4	5,3	-0,8	9,8	1,0	1,6	0,7	.	.
Formación bruta de capital	Porcentaje, var. anual, daec	-0,2	-3,2	1,5	3,0	-20,7	11,6	16,0	-16,0	5,2	.	.
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec	-2,9	1,9	1,0	2,2	-23,6	16,7	11,5	-12,7	3,2	.	.
Vivienda	Porcentaje, var. anual, daec	-0,2	-1,9	-0,4	-8,9	-32,7	39,8	2,0	-4,4	-2,4	.	.
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, var. anual, daec	0,0	4,6	-3,5	1,1	-30,8	0,9	-4,3	-5,5	9,6	.	.
Maquinaria y equipo	Porcentaje, var. anual, daec	-7,9	1,4	8,6	12,3	-13,3	23,3	30,5	-22,6	1,7	.	.
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, var. anual, daec	13,1	0,3	-3,1	7,9	-1,8	-0,9	-12,5	5,0	8,2	.	.
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, var. anual, daec	-12,0	1,2	1,5	-0,7	-8,3	3,4	7,3	2,0	-0,3	.	.
Demanda interna	Porcentaje, var. anual, daec	1,2	1,1	3,5	4,0	-7,5	13,4	10,3	-2,5	2,0	.	.
Exportaciones	Porcentaje, var. anual, daec	-0,2	2,6	0,6	3,1	-22,5	14,6	12,5	3,1	2,5	.	.
Importaciones	Porcentaje, var. anual, daec	-3,5	1,0	5,8	7,3	-20,1	26,7	24,0	-9,9	4,4	.	.
Brecha del producto ^{g/}	Porcentaje	0,3	-0,8	-0,6	0,2	-7,2	-0,8	2,8	0,7	-0,4	-0,2	0,0
Indicadores coyunturales												
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	3,5	0,0	2,9	1,3	-8,1	16,2	10,5	-4,8	-2,5	.	.
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	2,0	-0,1	5,4	8,1	-1,6	12,1	9,4	-3,9	1,6	.	.
Producción de café	Porcentaje, var. anual, producción acumulada del periodo	0,4	-0,3	-4,5	8,8	-5,8	-9,5	-11,9	2,4	23,4	.	.
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, promedio del periodo	-11,9	-3,6	1,3	2,4	-11,8	-5,8	2,4	3,0	-0,6	.	.
Mercado laboral ^{h/}												
Total nacional												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	9,5	9,7	10,0	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	9,2	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	60,5	60,0	59,1	57,7	50,4	53,1	56,5	57,6	57,4	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	66,9	66,4	65,7	64,8	60,4	61,5	63,6	64,1	63,9	.	.
Trece ciudades y áreas metropolitanas												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	10,3	11,0	11,1	11,5	19,1	15,2	11,4	10,4	10,1	9,1	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	61,7	60,5	59,6	58,8	50,8	53,8	58,1	59,5	59,9	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	68,8	67,9	67,1	66,4	62,7	63,5	65,5	66,3	66,7	.	.
Balanza de pagos ^{i/}												
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-12.587	-9.924	-14.041	-14.809	-9.267	-17.949	-20.879	-8.296	-7.225	-10.828	-14.520
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-4,4	-3,2	-4,2	-4,6	-3,4	-5,6	-6,0	-2,2	-1,7	-2,5	-3,2
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-13.451	-8.762	-10.556	-14.148	-13.105	-20.001	-16.094	-7.786	-9.473	-15.154	-19.226
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-5.312	-8.046	-11.442	-9.716	-4.950	-8.723	-17.086	-13.432	-13.260	-12.591	-13.186
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	6.177	6.883	7.957	9.055	8.788	10.775	12.301	12.922	15.507	16.917	17.892
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-12.339	-9.625	-12.954	-13.298	-8.113	-16.693	-20.466	-7.849	-5.839	.	.
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-4,4	-3,1	-3,9	-4,1	-3,0	-5,3	-5,9	-2,1	-1,4	.	.
A. Inversión extranjera (ii - i)	Millones de dólares	-9.341	-10.011	-6.172	-10.836	-5.725	-6.381	-13.799	-15.525	-9.693	.	.
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	13.858	13.701	11.299	13.989	7.459	9.561	17.182	16.794	14.269	.	.
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	4.517	3.690	5.126	3.153	1.733	3.181	3.384	1.269	4.576	.	.
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	-4.945	-1.800	862	24	-1.768	-4.595	427	8.663	2.451	.	.
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	1.781	1.641	-8.831	-5.820	-4.949	-6.371	-7.665	-2.705	-2.191	.	.
D. Activos de reserva	Millones de dólares	165	545	1.187	3.333	4.328	654	571	1.718	3.593	.	.
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	247	299	1.087	1.510	1.153	1.256	413	447	1.386	.	.
Tasas de interés												
Tasa de interés de política ^{k/}	Porcentaje, promedio del periodo	7,1	6,1	4,4	4,3	2,9	1,9	7,2	13,0	11,4	.	.
Tasa de interés de política esperada por analistas ^{l/}	Porcentaje, promedio del periodo	7,1	6,1	4,3	4,3	2,9	1,9	7,2	13,0	11,4	.	.
IBR overnight	Porcentaje, promedio del periodo	12,8	11,1	9,3	8,8	7,4	6,2	13,3	18,7	11,7	.	.
Tasa de interés comercial ^{m/}	Porcentaje, promedio del periodo	19,2	19,4	17,9	16,5	15,0	14,3	21,1	27,9	18,5	.	.
Tasa de interés de consumo ^{n/}	Porcentaje, promedio del periodo	12,4	11,6	10,6	10,4	10,1	9,1	12,9	17,7	11,8	.	.

Nota: los valores en negrilla corresponden a una proyección o supuesto.

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

a/ Los datos trimestrales en negrilla corresponden a un supuesto construido con base en la proyección anual de cada variable.

b/ Se calcula con los principales socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por su participación en el comercio.

c/ El pronóstico de mediano plazo corresponde al promedio de las estimaciones obtenidas con los modelos centrales del equipo técnico (4GM y Patacon).

d/ Cálculos del Banco de la República; excluye la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

e/ Cálculos del Banco de la República; igual a la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas producida por el DANE (no incluye las subclases correspondientes a las comidas fuera del hogar). Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

f/ Cálculos del Banco de la República. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

g/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

h/ Se calculan las tasas con base en las poblaciones anuales desestacionalizadas.

i/ Los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del manual de balanza de pagos propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

j/ Los resultados para 2023 y 2024 son preliminares.

k/ Corresponde a la tasa de interés de política monetaria promedio anual calculada con los días hábiles de la serie.

l/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa de interés que estaría vigente en cada año de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la Encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en julio de 2025.

m/ Promedio ponderado por monto de las tasas de interés de los créditos ordinarios, de tesorería y preferenciales.

n/ No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.

o/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolsos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIS.

Anexo 2 (continuación)

Principales variables del pronóstico macroeconómico

	2019		2020				2021	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Variables exógenas								
Externas ^{a/}								
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad							
Precio del petróleo (referencia Brent)	1,8	1,3	-1,1	-15,7	-6,6	-3,0	0,6	18,7
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	62	62	51	33	43	45	61	69
Credit default swap a 5 años para Colombia	2,2	1,7	1,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
	90	83	125	206	132	104	110	131
Internas								
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo							
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual							
Variables endógenas								
Precios								
IPC total ^{c/}	Porcentaje, variación anual, fin del periodo							
IPC sin alimentos ^{d/}	3,8	3,8	3,9	2,2	2,0	1,6	1,5	3,6
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	3,4	3,5	3,3	1,4	1,6	1,0	1,1	2,7
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	1,8	2,2	2,4	0,7	1,2	0,6	1,1	2,6
IPC regulados	3,4	3,5	3,2	2,0	1,9	1,3	0,9	1,6
IPC alimentos ^{e/}	5,0	4,8	4,3	0,4	1,2	0,7	1,5	5,9
IPC percerederos	6,5	5,8	7,2	6,5	4,1	4,8	3,9	8,5
IPC procesados	17,5	8,7	9,8	2,5	-3,4	2,5	1,6	8,7
	3,6	5,0	6,5	7,8	6,4	5,4	4,6	8,5
Indicadores de inflación básica ^{f/}								
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del periodo							
IPC núcleo 15	3,4	3,5	3,3	1,4	1,6	1,0	1,1	2,7
IPC sin alimentos ni regulados	3,7	3,8	3,6	2,2	2,3	1,9	1,7	3,4
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	2,9	3,1	3,0	1,6	1,7	1,1	0,9	1,9
TRM	3,3	3,5	3,3	1,7	1,9	1,3	1,2	2,7
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	3.338	3.412	3.540	3.850	3.731	3.662	3.559	3.695
	3,9	4,9	5,5	11,8	6,5	3,3	-0,2	2,1
Actividad económica								
Producto interno bruto								
Gasto de consumo final	Porcentaje, variación anual, daec							
Gasto de consumo final de los hogares	3,2	3,0	0,4	-16,7	-9,0	-3,4	1,6	18,5
Gasto de consumo final del Gobierno General	4,4	5,2	3,9	-14,4	-7,5	1,1	3,7	21,8
Formación bruta de capital	4,3	5,4	4,5	-16,9	-8,5	0,9	2,7	25,3
Formación bruta de capital fijo	5,1	4,3	1,0	-3,0	-2,6	1,6	8,2	8,6
Vivienda	5,7	-4,7	-11,2	-31,2	-17,4	-23,1	-5,7	33,3
Otros edificios y estructuras	1,9	-4,2	-12,6	-41,3	-24,9	-15,0	3,0	42,1
Maquinaria y equipo	-7,8	-13,4	-25,6	-47,8	-30,0	-26,0	22,7	63,8
Recursos biológicos cultivados	1,3	-6,5	-11,2	-49,7	-37,1	-24,3	-13,8	30,9
Productos de propiedad intelectual	10,2	3,0	-5,4	-37,2	-9,3	1,4	8,2	55,6
Demanda interna	14,9	1,6	2,6	1,7	-7,9	-3,0	5,8	1,2
Exportaciones	-1,3	1,2	-3,5	-9,8	-10,9	-9,1	-3,8	4,0
Importaciones	4,7	3,0	0,4	-17,9	-9,7	-2,8	1,6	24,4
Brecha del producto ^{g/}	2,0	-3,3	-6,6	-30,5	-28,2	-24,5	-9,7	13,7
Indicadores coyunturales	10,9	-1,1	-5,1	-33,7	-25,7	-15,5	-5,0	46,6
Producción real de la industria manufacturera	0,0	0,2	-0,4	-3,9	-6,1	-7,2	-7,1	-4,6
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	0,8	0,9	-1,6	-23,6	-7,3	0,1	6,8	27,7
Producción de café	9,4	8,9	6,7	-14,9	-3,6	5,5	4,2	19,4
Producción de petróleo	4,9	24,1	-13,8	-1,9	-3,6	-4,6	-3,0	-24,7
	1,4	-0,2	-2,1	-15,7	-15,4	-14,1	-14,6	-5,1
Mercado laboral ^{h/}								
Total nacional								
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo							
Tasa de ocupación	11,2	10,9	11,8	21,1	18,4	15,4	14,6	15,2
Tasa global de participación	57,2	57,5	55,7	44,4	49,0	52,7	52,7	51,9
Trece ciudades y áreas metropolitanas	64,4	64,6	63,1	56,3	59,9	62,3	61,8	61,2
Tasa de desempleo								
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo							
Tasa global de participación	11,3	11,6	11,9	25,2	21,8	17,3	16,8	16,7
	58,7	58,7	57,0	44,1	48,9	53,3	53,5	53,1
	66,2	66,4	64,6	58,9	62,6	64,5	64,3	63,8
Balanza de pagos ^{i/j/}								
Cuenta corriente (A + B + C)								
Porcentaje del PIB	Millones de dólares							
A. Bienes y servicios	-4,303	-3,467	-2,295	-1,962	-2,013	-2,997	-3,105	-4,047
B. Ingreso primario (renta de los factores)	-5,3	-4,2	-3,1	-3,6	-3,0	-4,0	-4,0	-5,5
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	-4,406	-3,607	-3,098	-2,651	-3,263	-4,092	-3,688	-5,022
Cuenta financiera (A + B + C + D)	-2,301	-2,298	-1,369	-1,029	-1,172	-1,380	-1,867	-1,652
Porcentaje del PIB	2,404	2,438	2,173	1,718	2,422	2,475	2,450	2,627
A. Inversión extranjera (ii - i)	-3,740	-2,706	-1,735	-1,938	-1,857	-2,584	-2,789	-3,761
i. Extranjera en Colombia (IED)	-4,6	-3,3	-2,3	-3,5	-2,8	-3,4	-3,6	-5,1
ii. Colombiana en el exterior	-1,678	-2,880	-1,924	-1,725	-2,58	-1,818	-1,438	-1,013
B. Inversión de cartera	3,163	3,342	3,175	1,371	844	2,069	2,307	1,997
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	1,485	462	1,251	-353	586	251	869	984
D. Activos de reserva	137	1,551	-168	-3,429	323	1,506	1,319	-6,089
Errores y omisiones (E + Y + O)	-2,453	-1,579	528	627	-2,127	-3,976	-2,860	3,167
	254	202	-1,71	2,590	205	1,705	190	174
	563	761	560	25	155	413	316	287
Tasas de interés								
Tasa de interés de política ^{k/}	Porcentaje, promedio del periodo							
Tasa de interés de política esperada por analistas ^{l/}	4,3	4,3	4,2	3,3	2,2	1,8	1,8	1,8
IBR <i>overnight</i>	Porcentaje, promedio del periodo							
Tasa de interés comercial ^{m/}	4,3	4,3	4,2	3,2	2,2	1,7	1,7	1,7
Tasa de interés de consumo ^{n/}	8,9	8,5	8,4	8,3	7,0	6,2	6,0	5,7
Tasa de interés hipotecaria ^{o/}	16,0	15,5	15,8	15,5	14,8	14,2	14,0	13,7
	10,4	10,4	10,4	10,4	10,2	9,6	9,2	8,9

Nota: los valores en negrilla corresponden a una proyección o supuesto.

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

a/ Los datos trimestrales en negrilla corresponden a un supuesto construido con base en la proyección anual de cada variable.

b/ Se calcula con los principales socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por su participación en el comercio.

c/ El pronóstico de mediano plazo corresponde al promedio de las estimaciones obtenidas con los modelos centrales del equipo técnico (4GM y Patacon).

d/ Cálculos del Banco de la República; excluye la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

e/ Cálculos del Banco de la República; igual a la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas producida por el DANE (no incluye las subclases correspondientes a las comidas fuera del hogar). Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

f/ Cálculos del Banco de la República. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

g/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

h/ Corresponde al trimestre móvil desestacionalizado.

i/ Los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del manual de balanza de pagos propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

j/ Los resultados para 2023 y 2024 son preliminares.

k/ Corresponde a la tasa de interés de política monetaria promedio trimestral calculada con los días hábiles de la serie.

l/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa de interés que estaría vigente en cada trimestre de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la Encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en julio de 2025.

m/ Promedio ponderado por monto de las tasas de interés de los créditos ordinarios, de tesorería y preferenciales.

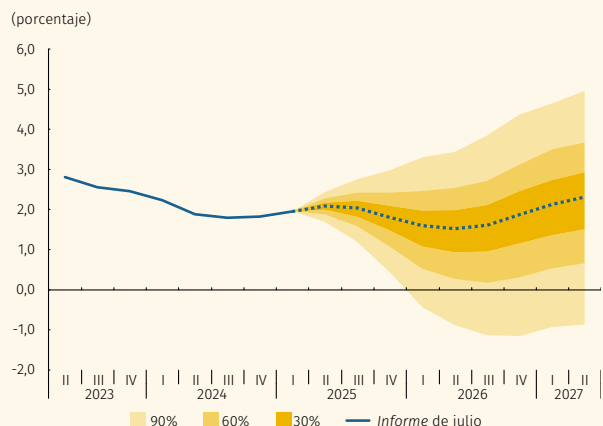
n/ No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.

o/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolsos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIS.

2021		2022				2023				2024				2025				2026				2027		
T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
8,8	6,3	5,1	4,0	3,2	2,5	2,6	2,9	2,2	2,1	1,7	1,5	1,9	2,2	2,3	2,0	1,7	1,3	1,4	1,7	2,0	2,3	2,4	2,5	
73	80	98	112	98	89	82	78	86	83	82	85	79	74	75	67	66	65	64	63	63	62	62	62	
0,1	0,1	0,1	0,8	2,2	3,7	4,5	5,0	5,3	5,3	5,3	5,3	4,7	4,3	4,3	4,3	4,0	3,8	3,7	3,5	3,3	3,3	3,3		
143	185	209	238	275	314	283	275	219	207	172	187	189	199	201	245	238	245	249	252	255	259	263	265	
4,5	5,6	8,5	9,7	11,4	13,1	13,3	12,1	11,0	9,3	7,4	7,2	5,8	5,2	5,1	4,8	4,8	4,7	4,3	3,7	3,5	3,2	3,1	3,0	
3,0	3,4	5,3	6,8	8,3	10,0	11,4	11,6	10,9	10,3	8,8	7,6	6,5	5,6	5,2	4,9	.	.	.	.	.	.	.	.
3,0	3,3	6,4	8,3	11,6	15,0	15,1	14,3	10,4	7,1	3,1	1,4	0,6	0,6	0,9	1,6	.	.	.	.	.	.	.	.
2,0	2,2	3,8	5,2	5,9	7,4	8,7	9,0	9,1	9,0	8,3	7,9	7,5	7,0	6,4	6,0	.	.	.	.	.	.	.	.
5,9	7,1	8,3	9,8	11,5	11,8	14,7	15,6	15,8	17,2	15,8	13,3	10,2	7,3	6,3	5,5	5,9	5,9	5,2	4,8	4,0	3,4	3,2	3,1	
12,4	17,2	25,4	23,6	26,6	27,8	21,8	14,3	11,5	5,0	1,7	5,3	2,7	3,3	4,7	4,3	4,5	5,2	4,1	3,3	2,8	2,4	2,3	2,2	
14,8	24,4	41,9	31,2	35,5	36,4	19,7	10,1	13,9	-0,5	-3,4	12,5	2,9	5,1	4,6	1,0	.	.	.	.	.	.	.	.
11,7	15,3	20,7	21,5	24,1	25,3	22,5	15,6	10,7	6,7	3,4	2,2	2,7	2,8	4,7	5,4	.	.	.	.	.	.	.	.
3,0	3,4	5,3	6,8	8,3	10,0	11,4	11,6	10,9	10,3	8,8	7,6	6,5	5,6	5,2	4,9	.	.	.	.	.	.	.	.
3,8	4,4	6,9	8,4	10,0	11,6	12,4	11,6	10,3	9,5	7,6	7,1	6,2	5,4	5,3	5,1	.	.	.	.	.	.	.	.
2,3	2,5	4,5	6,1	7,5	9,5	10,5	10,5	9,5	8,4	6,8	6,0	5,5	5,2	4,8	4,8	4,6	4,2	4,1	3,7	3,4	3,3	3,2	3,2	
3,0	3,4	5,6	7,1	8,6	10,4	11,4	11,2	10,2	9,4	7,7	6,9	6,1	5,4	5,1	4,9	.	.	.	.	.	.	.	.
3.847	3.882	3.910	3.919	4.384	4.812	4.758	4.424	4.044	4.074	3.921	3.919	4.097	4.348	4.190	4.178	.	.	.	.	.	.	.	.
3,4	3,3	2,5	1,4	7,8	15,3	12,0	3,5	-5,1	-4,6	-7,7	-8,0	-4,3	1,1	-3,0	-3,0	-5,1	-2,3	-1,1	-0,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	
13,5	11,1	8,1	12,1	7,4	2,2	2,5	0,3	-0,7	0,7	0,2	1,7	1,8	2,6	2,7	2,6	3,0	2,7	2,7	2,8	3,0	3,2	3,1	2,7	
18,5	12,8	11,5	14,9	8,4	2,2	1,7	0,2	0,2	0,0	1,4	1,2	3,3	4,0	4,0	4,0	.	.	.	.	.	.	.	.
19,6	13,9	12,3	16,4	10,7	4,5	2,8	0,5	-0,7	-1,0	0,0	1,2	2,2	3,0	4,4	4,5	.	.	.	.	.	.	.	.
13,6	8,9	6,9	7,4	-3,5	-6,2	-3,1	-0,7	4,2	6,5	2,3	2,5	-6,0	3,9	1,9	0,7	.	.	.	.	.	.	.	.
8,5	15,7	16,4	7,3	17,2	23,7	-1,5	-12,0	-25,9	-23,3	-11,6	4,3	18,6	13,3	8,2	5,0	.	.	.	.	.	.	.	.
15,3	14,0	9,4	14,1	14,3	8,4	-6,5	-11,0	-15,1	-18,1	-5,8	2,0	5,1	12,5	-0,1	3,0	.	.	.	.	.	.	.	.
31,4	47,9	1,4	4,7	7,1	-4,5	5,3	-4,6	-8,4	-9,2	-6,3	-0,8	-6,5	4,9	-8,5	-4,2	.	.	.	.	.	.	.	.
-0,4	-1,1	-8,7	-0,9	5,2	-11,4	-6,4	-6,0	-9,6	0,4	5,7	10,6	11,5	10,7	-8,8	-3,7	.	.	.	.	.	.	.	.
23,7	15,2	34,1	34,0	25,0	29,4	-12,8	-21,7	-23,9	-31,7	-9,4	-4,4	6,6	17,0	6,0	11,7	.	.	.	.	.	.	.	.
-4,2	-6,7	-16,2	-16,3	-12,0	-4,3	1,3	7,0	7,4	4,7	3,0	4,9	11,6	13,3	11,2	9,3	.	.	.	.	.	.	.	.
8,3	5,7	8,3	9,3	6,9	5,0	-0,5	2,3	3,7	2,4	4,6	-1,6	-4,1	0,1	0,3	1,3	.	.	.	.	.	.	.	.
16,7	12,9	12,9	13,5	10,2	4,8	1,1	-2,3	-5,4	-3,3	-2,0	1,7	4,2	4,4	4,7	4,1	.	.	.	.	.	.	.	.
25,7	36,1	16,2	24,5	13,9	-1,9	2,7	1,4	0,3	8,2	4,1	2,1	2,1	2,0	0,7	2,3	.	.	.	.	.	.	.	.
40,2	34,3	38,8	25,8	23,7	11,0	-2,3	-8,4	-18,1	-10,1	-7,6	4,5	12,2	9,8	12,4	9,0	.	.	.	.	.	.	.	.
-2,6	-0,8	0,3	1,9	3,0	2,8	2,7	2,1	1,2	0,7	0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	
20,0	12,9	11,9	20,9	7,0	3,6	-1,2	-4,6	-7,2	-6,0	-4,5	-3,1	-1,8	-0,4	1,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
15,8	10,6	12,6	22,1	6,0	-0,9	-2,0	-5,4	-4,5	-3,5	-3,6	-0,8	3,4	7,7	11,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-1,9	-18,1	-16,3	9,7	-18,2	-17,0	-0,7	-14,3	-2,1	24,9	3,5	30,3	22,9	33,9	35,7	-19,9	.	.	.	.	.	.	.	.
-0,1	-1,7	-0,1	5,1	1,3	3,6	3,2	3,7	3,7	1,5	0,7	1,0	-1,0	-2,9	-2,1	-6,4	.	.	.	.	.	.	.	.
12,8	12,5	11,9	11,1	11,1	10,7	10,4	10,3	9,7	10,3	10,5	10,5	10,0	9,6	9,2	8,9	9,2	9,3	.	.	.	.	.	.
53,4	54,2	55,9	56,6	56,7	56,7	57,2	57,7	58,2	57,3	56,9	57,2	57,7	57,8	58,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.
61,2	62,0	63,5	63,7	63,8	63,6	63,9	64,3	64,5	63,9	63,7	63,9	64,1	64,0	64,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.
14,0	13,1	12,2	11,3	11,0	10,9	11,0	10,4	9,8	10,2	10,5	10,3	10,0	9,7	9,0	8,9	9,2	9,3	.	.	.	.	.	.
54,3	54,4	57,5	58,0	58,4	58,4	58,7	59,2	60,1	59,8	59,6	60,0	60,1	59,9	60,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
63,2	62,6	65,5	65,3	65,6	65,9	65,9	66,1	66,7	66,6	66,6	66,9	66,8	66,3	66,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-4.835	-5.962	-5.397	-4.748	-6.109	-4.624	-2.807	-2.082	-1.546	-1.861	-1.945	-1.449	-1.572	-2.259	-2.290	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-6,0	-6,9	-6,3	-5,3	-6,9	-5,6	-3,5	-2,4	-1,6	-1,8	-1,9	-1,4	-1,5	-2,1	-2,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-5.259	-6.032	-4.957	-3.046	-4.418	-3.673	-2.175	-2.055	-1.403	-1.931	-2.232	-2.270	-3.040	-2.943	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-2.339	-2.865	-3.617	-4.531	-4.795	-4.144	-3.727	-3.056	-3.508	-3.141	-3.345	-3.114	-3.376	-3.425	-3.196	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2.763	2.935	3.176	2.829	3.104	3.193	3.094	3.029	3.365	3.434	3.331	3.897	4.073	4.206	3.849	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-4.504	-5.640	-5.037	-4.952	-5.736	-4.741	-2.591	-2.699	-1.376	-1.182	-1.601	-1.102	-1.098	-2.038	-1.835	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-5,6	-6,5	-5,8	-5,5	-6,5	-5,8	-3,2	-3,1	-1,4	-1,4	-1,1	-1,0	-1,1	-1,9	-1,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-2.528	-1.402	-3.651	-3.661	-2.959	-3.529	-3.600	-5.442	-3.335	-3.148	-2.527	-1.669	-2.483	-3.014	-2.454	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2.707	2.550	4.934	5.043	3.113	4.092	4.164	5.335	3.838	3.457	3.683	2.807	3.348	4.431	3.142	.	.	.	.	.	.	.	.	.
179	1149	1.284	1.382	154	563	563	-107	503	309	1.156	1.138	866	1.417	689	.	.	.	.	.	.	.	.	.
851	-675	1.866	-759	-233	-447	1.111	1.520	4.527	1.504	1.416	-276	3.490	-2.178	3.042	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-2.981	-3.697	-3.379	-606	-2.703	-976	-467	824	-3.026	-35	-1.441	-71	-3.150	2.472	-2.987	.	.	.	.	.	.	.	.	.
154	135	127	74	159	210	366	399	457	496	951	914	1.046	682	564	.	.	.	.	.	.	.	.	.
331	322	360	-203	374	-117	217	-617	170	678	344	347	475	220	456	.	.	.	.	.	.	.	.	.
1,8	2,4	3,7	5,7	8,6	10,8	12,5	13,2	13,3	13,2	12,8	11,9	10,9	9,9	9,5	9,3	9,1	8,6	8,3	7,8	7,3	7,0	7,0	7,0	
1,8	2,4	3,7	5,7	8,6	10,8	12,5	13,2	13,3	13,2	12,8	11,9	10,9	9,9	9,5	9,3
6,0	6,9	8,6	10,8	14,2	17,8	19,9	18,6	18,6	18,0	16,2	15,1	14,2	13,0	12,7	12,6
14,3	14,8	16,7	19,1	22,9	27,2	30,1	28,5	26,7	26,3	23,9	22,5	21,2	20,0	19,5	19,3
9,0	9,3	9,9	11,5	13,4	16,4	18,2	18,1	17,5	17,1	16,4	14,9	12,8	11,6	11,7	12,0

Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

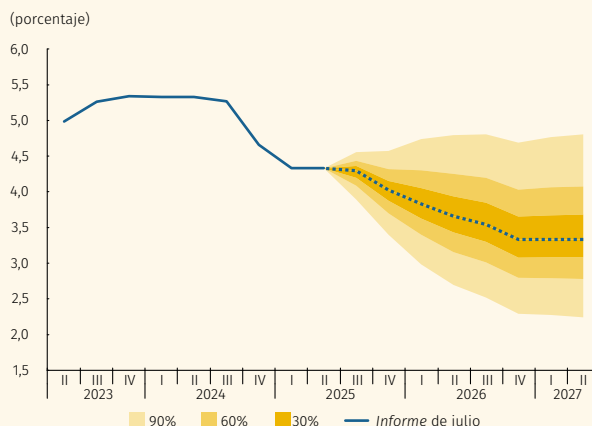
Gráfico A3.1
Supuesto trimestral del crecimiento 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales, densidad predictiva^{a/}



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).

Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadística, bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

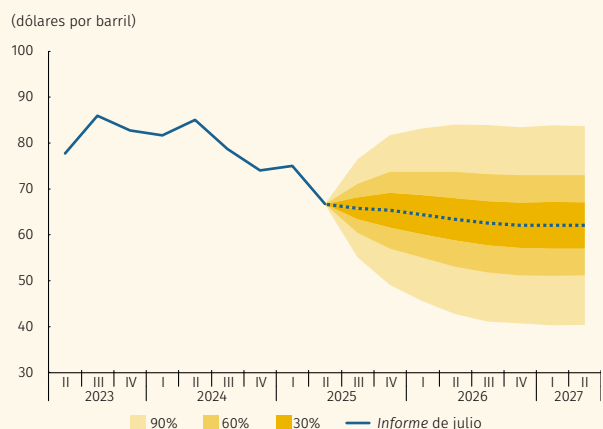
Gráfico A3.3
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, densidad predictiva^{a/}



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).

Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

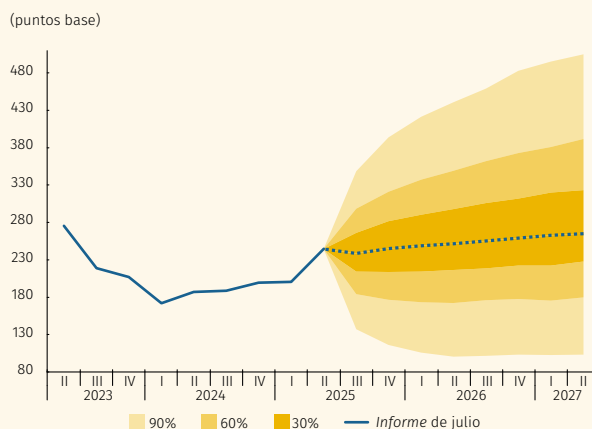
Gráfico A3.2
Supuesto trimestral del precio del petróleo, densidad predictiva^{a/}



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).

Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico A3.4
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS), densidad predictiva^{a/,b/}



a/ Corresponde al *credit default swap* a cinco años.

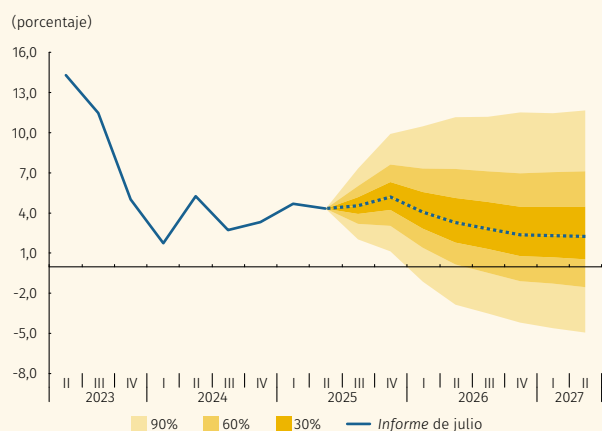
b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Anexo 3 (continuación)

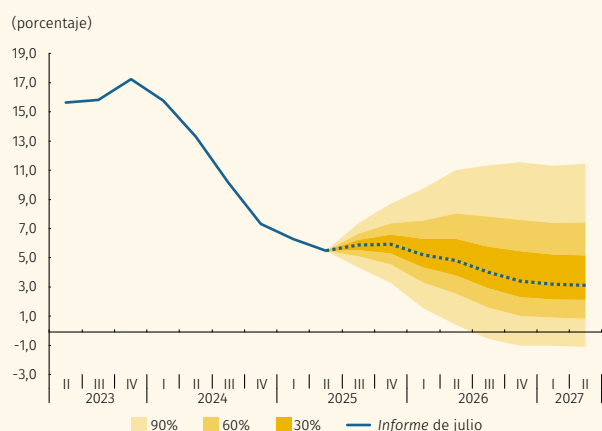
Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

Gráfico A3.5
IPC de alimentos, densidad predictiva^{a/}
(variación anual, fin de periodo)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico A3.6
IPC de regulados, densidad predictiva^{a/}
(variación anual, fin de periodo)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.
Fuente: Banco de la República.

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