

Escenario macro - Colombia



15 de julio de 2025

Economía global

Disminuye el atractivo de los activos estadounidenses, mayor debilitamiento del dólar . 2
Seguimos esperando un sólo recorte de tasa por parte de la Fed este año (en diciembre).

Colombia

Un acto de equilibrio..... 7
Nuestra previsión tiene en cuenta que el BanRep llevará la tasa de política a fin de año a 8,75% (frente a 8,5% en el escenario anterior), mientras que seguimos anticipando una tasa para fin de 2026 en 7,75%.

Mundo

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

Brasil

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,4	2,2	2,2	1,5	1,5
BRL / USD (dic)	6,18	5,65	5,65	5,65	5,65
Tasas de interés (dic) - %	12,25	15,00	15,00	12,75	12,75
IPCA (%)	4,8	5,2	5,3	4,4	4,4

Argentina

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-1,7	5,2	5,2	4,0	4,0
ARS / USD (dic)	1033	1400	1300	1630	1515
Tasa de referencia - %	32,0	29,0	29,0	20,0	20,0
IPC - %	117,8	28,5	27,5	20,0	20,0

Colombia

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,7	2,5	2,5	2,5	2,5
COP / USD (dic)	4409	4100	4300	4100	4200
Tasas de interés (dic) - %	9,50	8,75	8,50	7,75	7,75
IPC - %	5,2	5,1	5,1	3,6	3,6

Paraguay

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

Fuente: Itaú

América Latina y el Caribe

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

México

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,4	0,2	0,2	1,0	1,0
MXN / USD (dic)	20,8	19,0	20,0	19,5	20,5
Tasas de interés (dic) - %	10,00	7,50	7,50	7,00	7,00
IPC - %	4,2	4,1	3,9	3,7	3,6

Chile

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,6	2,6	2,6	2,0	2,0
CLP / USD (dic)	996,5	930,0	940,0	900,0	910,0
Tasas de interés (dic) - %	5,00	4,25	4,25	4,00	4,00
IPC - %	4,5	3,8	3,8	3,0	3,0

Perú

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,3	2,9	2,8	2,7	2,7
PEN / USD (dic)	3,80	3,60	3,80	3,60	3,80
Tasas de interés (dic) - %	5,00	4,25	4,25	4,00	4,00
IPC - %	2,0	2,2	2,3	2,0	2,0

Uruguay

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,1	2,3	2,3	2,5	2,5
UYU / USD (dic)	44,1	41,7	42,6	42,5	43,5
Tasas de interés (dic) - %	8,75	8,50	9,25	8,00	9,00
IPC - %	5,5	4,5	4,7	4,5	4,7

Itaú. Establecimiento bancario.

Economía global

Disminuye el atractivo de los activos estadounidenses, mayor debilitamiento del dólar

- ▶ **Es probable que persista la tendencia débil del dólar.** Este movimiento surge de factores tanto estructurales como cíclicos, como el deterioro de las perspectivas fiscales de Estados Unidos, la errática política comercial, los riesgos geopolíticos y los cuestionamientos a la independencia de la Reserva Federal; todo ello mientras que el crecimiento en el resto del mundo se mantiene estable. Ahora prevemos que el euro se ubicará en 1,20 (1,12 anteriormente) y el yuan en 7,15 (7,20 anteriormente). Sin embargo, el impacto podría diferir para cada país.
- ▶ **EE.UU:** seguimos esperando un sólo recorte de tasa por parte de la Fed este año (en diciembre), dada la resiliencia del mercado laboral y la incertidumbre sobre el impacto del shock arancelario.
- ▶ **Europa:** esperamos un crecimiento de 0,8% en 2025 y redujimos nuestra previsión para 2026 a 1,2% (desde 1,5%), lo que refleja las expectativas de una implementación más lenta del gasto en defensa por parte de Alemania.
- ▶ **China:** Mantenemos nuestras proyecciones de crecimiento en 4,5% para 2025 y 4,0% para 2026. La resiliencia de la actividad, respaldada por las exportaciones —excluyendo las destinadas a Estados Unidos— y la implementación del paquete fiscal ya anunciado, reduce la necesidad de aplicar nuevos estímulos en el corto plazo.
- ▶ **América Latina:** la incertidumbre arancelaria sigue latente.

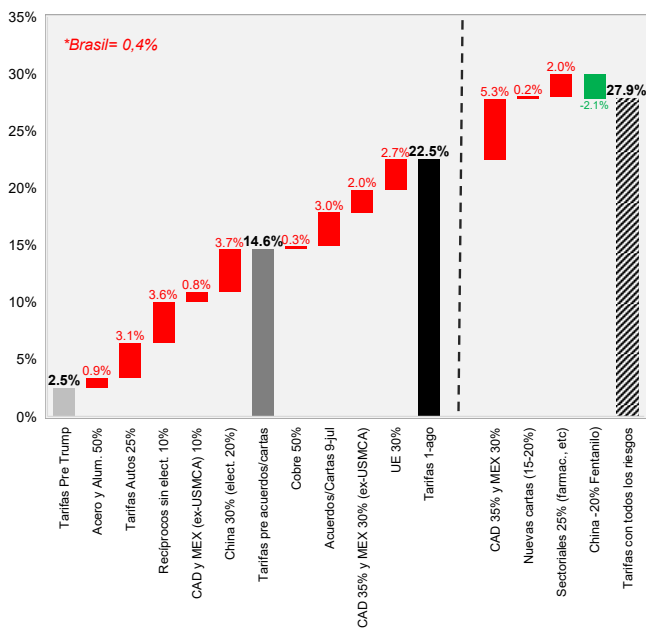
Elevada incertidumbre en medio de una nueva ronda de amenazas arancelarias.

El Gobierno Trump pospuso la fecha límite para el restablecimiento de los aranceles recíprocos del 9 de julio al 1 de agosto, y notificó a varios países su intención de elevar los aranceles a niveles cercanos a los prometidos en abril, incluyendo un arancel de 50% sobre las importaciones de cobre. Esta nueva ronda de amenazas, aunque eventualmente no se materialice, mantiene la incertidumbre comercial en niveles elevados y podría llevar a la Reserva Federal a adoptar un enfoque más cauteloso al evaluar los efectos sobre la inflación y la actividad económica (ver más abajo). Los avances hacia acuerdos comerciales definitivos siguen siendo limitados. De cara a los próximos meses, será clave observar la evolución de los aranceles aplicados por los principales socios comerciales de EE.UU., como Europa, Canadá y México, que también enfrentan nuevas amenazas de aumentos. En el caso de China, el plazo vence el 12 de agosto. Hasta ahora, Brasil ha sido el país más afectado, con un aumento de aranceles superior al anunciado en abril, lo que tiende a repercutir en la percepción de riesgo de los activos locales.

A futuro, existen riesgos de que aumenten los aranceles, impulsados por los retos que plantea la negociación de acuerdos comerciales integrales y la posibilidad de aranceles sectoriales, que se espera que se debatan a fines de este año.

Preveamos que la tasa arancelaria promedio actual pasaría desde 14,6% a 22,5% (ver gráfico) si se aplican los aumentos arancelarios notificados hasta ahora a los países, y podría alcanzar el 27,9% si se materializan los riesgos de aranceles sectoriales y un aumento de los aranceles recíprocos sobre el resto del mundo. **Considerando la relación entre ingresos arancelarios e importaciones, la tasa arancelaria implícita en EE.UU. se estima actualmente en 10%.**

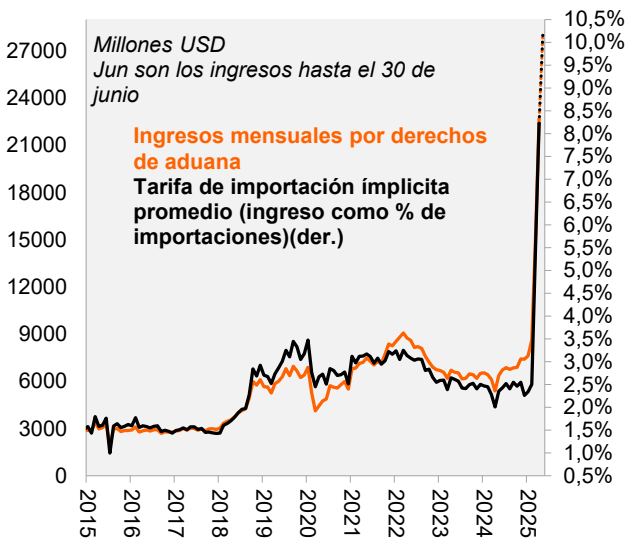
Tarifas: efectivas y riesgos



*Japón + Corea del Sur + Vietnam + Brasil = 1,8%.

Fuente: Itaú

Aranceles aduaneros implícitos en EE.UU. ya alcanzan el 10%



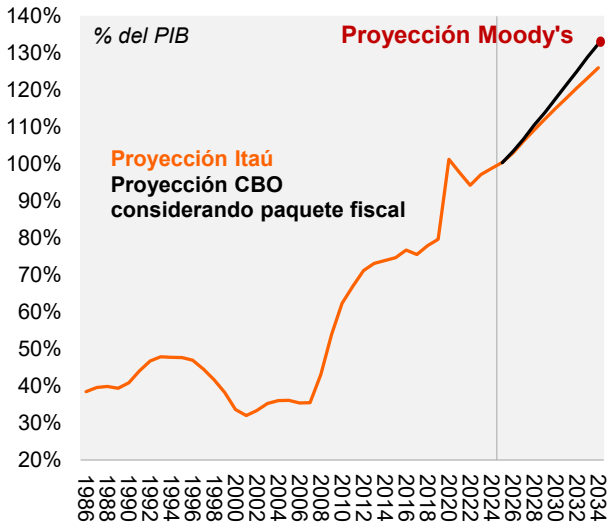
A pesar de la incertidumbre, la economía estadounidense sigue mostrando resiliencia en el mercado laboral y una inflación moderada. Sin embargo, esperamos que el impacto inflacionario de los aranceles se materialice más adelante. Seguimos señalando que los datos del PIB no reflejan adecuadamente el ritmo real de la economía, debido a distorsiones generadas por el adelanto de

importaciones previo a la subida de aranceles y su posterior amortización. El PIB fue de -0,5% en el 1T, y estimamos un rebote a 3,1% en el 2T. El mercado laboral, que ha demostrado ser un mejor termómetro de la actividad, sigue firme, con una creación promedio de 150.000 empleos mensuales en los últimos tres meses, y una tasa de desempleo que se mantiene baja, en 4,1%. El impacto de los aranceles sobre la inflación ha tardado más de lo previsto en manifestarse, con escaso efecto en el IPC de mayo y una aceleración moderada esperada en junio. No obstante, seguimos anticipando que el shock arancelario tendrá un efecto considerable, llevando el IPC subyacente a 3,8% y el GCP subyacente a 3,5%.

Seguimos esperando que este escenario lleve a la Fed a recortar la tasa recién en diciembre. La reunión de junio del FOMC reveló una división importante entre las proyecciones de recorte de la tasa de los miembros: 8 de los 19 miembros esperan dos recortes este año, mientras que 7 miembros esperan que no haya ningún recorte. Esta división sugiere que una economía resiliente y una inflación que empieza a mostrar algunos efectos relacionados con los aranceles probablemente retrasen los recortes de la tasa. Aunque el presidente Powell dejó abierta la posibilidad de iniciar los recortes en septiembre, vemos que ese escenario sólo se tornará probable si el impacto inflacionario es mucho menor de lo esperado o el mercado laboral se debilita más rápidamente en los próximos meses.

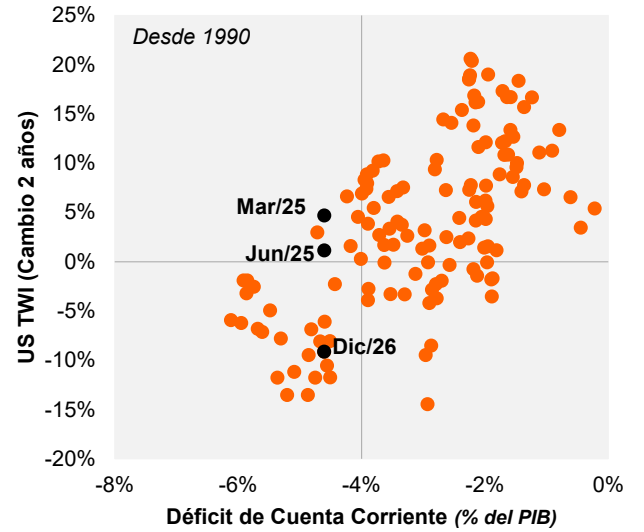
La aprobación final del paquete fiscal confirma un escenario de mayor déficit y aceleración de la deuda pública, lo que presiona al alza las tasas de interés de largo plazo y reduce el atractivo relativo del dólar. El Congreso aprobó el paquete definitivo, proyectando un déficit fiscal nominal que aumentará a 6,5–7,0% del PIB en los próximos años, frente a una estimación de 5,5–6,0% para este año, un nivel sin precedentes en tiempos de paz. Se espera que la falta de urgencia para corregir la trayectoria fiscal continúe presionando los rendimientos de los bonos del Tesoro a largo plazo, siendo uno de los principales factores detrás de nuestra proyección de un rendimiento del bono a 10 años en 4,5% este año (actualmente en torno a 4,35%). Este escenario ha intensificado el reciente debilitamiento del dólar, en un contexto global donde los activos estadounidenses han perdido atractivo relativo.

Deuda Pública de EE.UU. aumentando rápidamente



Fuente: Itaú

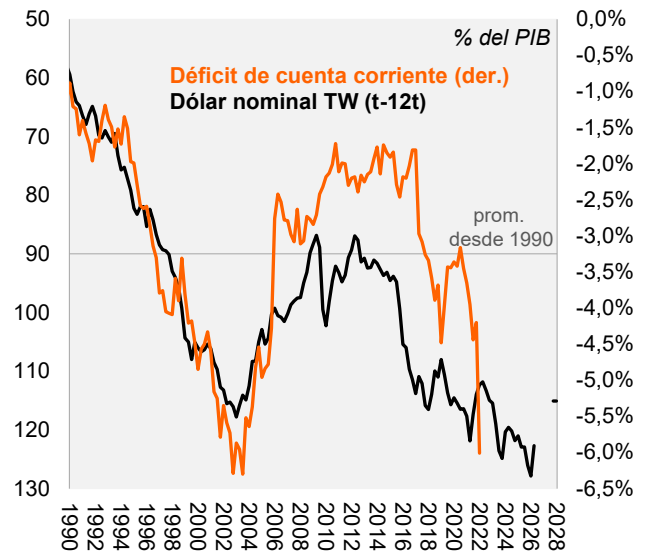
Con déficit de cuenta corriente >4% del PIB, USD tiende a depreciarse



Fuente: Haver, Itaú

Es probable que el escenario de debilidad del dólar continúe a futuro. El dólar mantiene una tendencia a la baja impulsada por factores tanto estructurales como cíclicos, entre los que se incluyen las perspectivas fiscales negativas mencionadas anteriormente, un elevado déficit de cuenta corriente, políticas arancelarias erráticas, riesgos geopolíticos, cuestionamientos a la independencia de la Fed y un crecimiento estable en el resto del mundo. Los gráficos siguientes muestran que el elevado déficit de cuenta corriente, actualmente en 6% en el 1T25, se encuentra históricamente en línea con una depreciación adicional del dólar de 5% a 10%. El gráfico de la derecha, que muestra el índice multilateral del dólar rezagado, indica que el dólar necesita depreciarse aproximadamente un 30% para que el déficit de cuenta corriente vuelva al promedio histórico desde los años 90 de 3,0-3,5% del PIB.

Para llevar el déficit de cuenta corriente a su promedio, se necesita una gran depreciación (~30%)

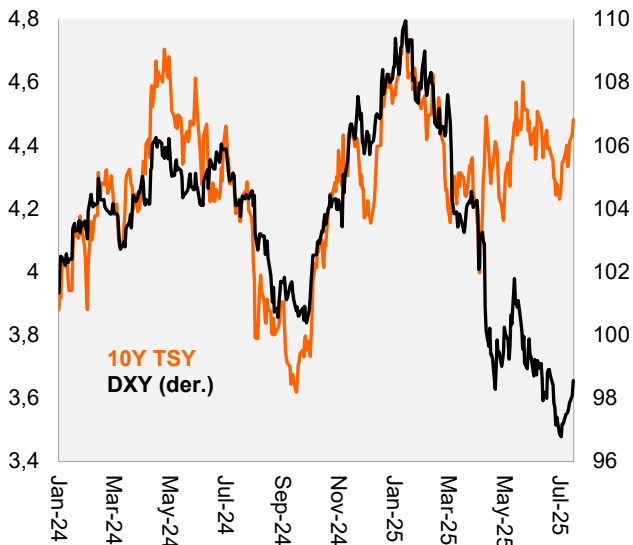


Fuente: Haver, Itaú

Los recientes episodios de turbulencia geopolítica y ajustes en la política económica global han puesto en entredicho el excepcionalismo estadounidense. Esto ha generado una menor sensibilidad y un cierto desacoplamiento entre el comportamiento del dólar y las tasas de interés, una dinámica que, en nuestra opinión, podría persistir en el mediano plazo. En este entorno de mayor aversión mundial a los activos estadounidenses, revisamos nuestras previsiones

para el euro (desde 1,12 a 1,20) y el yuan (desde 7,20 a 7,15). **Sin embargo, consideramos que el impacto podría diferir para cada país.** En particular, los países que, por ejemplo, se enfrenten a incrementos arancelarios relativamente mayores o presenten más desafíos internos podrían ver cómo el aumento de los niveles de riesgo país contrarresta la debilidad del dólar.

USD ha perdido correlación con la senda de tasas



Para Europa, mantenemos nuestra proyección de crecimiento para 2025 en 0,8%, pero para 2026 la revisamos a la baja a 1,2% (desde 1,5%) debido a las expectativas de una aplicación más lenta del estímulo fiscal alemán. El crecimiento sigue respaldado por los efectos de tasas de interés más bajas y el adelanto de las exportaciones. Para el PIB del segundo trimestre, el crecimiento puede ser marginalmente negativo (-0,3% trimestral; 0,6% en el 1T) debido a la recuperación de las fuertes exportaciones de principios de año, pero esto no cambia los fundamentos positivos y es poco probable que dé lugar a nuevos recortes de la tasa de interés por parte del Banco Central Europeo, que se espera que mantenga la tasa de política en 2,0%. Para 2026, el Gobierno alemán empezó a debatir la aplicación del estímulo fiscal anunciado en marzo. Las señales apuntaban a un despliegue rápido, especialmente para infraestructuras (~1,2% del PIB al año), pero a un ritmo más lento para el gasto en defensa (3,5% para 2029, frente a 3,0% para 2026 que habíamos considerado anteriormente). De esta manera, se redujo el estímulo fiscal para el próximo año (1,8% del

PIB frente a 3,0%), lo que nos llevó a reducir nuestra proyección de crecimiento de la zona euro desde 1,5% a 1,2%. No obstante, esto no cambia nuestra opinión de que el anuncio fiscal alemán fue relevante para el conjunto de la región.

En cuanto al escenario para China, la actividad sigue resiliente gracias a la expansión de las exportaciones (excluido EE.UU.) y a la rápida aplicación del paquete fiscal, que (por ahora) reduce la necesidad de nuevas medidas de estímulo.

Mantenemos nuestra proyección de crecimiento en 4,5% para 2025 y 4,0% para 2026. La actividad del primer semestre se vio respaldada por dos factores: en primer lugar, el rápido despliegue del estímulo fiscal anunciado para el año, que ayudó a la inversión en infraestructuras; en segundo lugar, las exportaciones siguen creciendo positivamente, con la redirección de los productos chinos a través de los países asiáticos. Se espera que el aumento de los aranceles en los países asiáticos (como Vietnam) reduzca esta redirección en el margen. Además, los subsidios para la compra de productos electrónicos, electrodomésticos y automóviles brindó un apoyo temporal al consumo. Por lo tanto, no esperamos nuevos paquetes de estímulo, y evaluamos que cualquier posible debate sobre nuevos anuncios fiscales probablemente se posponga hasta 2026 (en lugar de julio de este año), teniendo en cuenta el impacto menor de lo esperado sobre la actividad en comparación con el peor periodo de tensiones comerciales, así como la actual resiliencia marginal de los datos.

América Latina: se cierne la incertidumbre arancelaria

Los tipos de cambio de toda la región oscilan en función de los efectos de los aranceles estadounidenses. Aunque esperamos que la incertidumbre arancelaria mantenga la presión al alza sobre los tipos de cambio a corto plazo, con el tiempo creemos que las divisas de toda la región se fortalecerán debido al debilitamiento del dólar mundial (Argentina es una excepción, ver último párrafo). Por ello, revisamos nuestras estimaciones cambiarias para fin de año hacia una apreciación moderada en Chile, Colombia, Perú y México.

Revisión al alza de la inflación en México. La reciente dinámica de la inflación y las sorpresas al alza nos llevaron a revisar al alza nuestras previsiones de inflación para México a fin de 2025, desde 3,9% a 4,1%, y desde 3,6% a 3,7% para fin de 2026. Como

mencionamos en informes anteriores, el proceso desinflacionario en México concluyó y la inflación se está comportando en línea con sus fundamentales. En Chile, mantuvimos nuestra previsión para fin de año en 3,8%, a pesar de una importante sorpresa a la baja de la inflación en junio, donde esperamos un repunte en julio (impulsada también por otro ajuste puntual del precio de la electricidad). En el margen, durante los últimos meses, la inflación estuvo en línea con registros anualizados inferiores a 3,0%, y las expectativas de inflación en el horizonte de política a dos años se estabilizaron de forma alentadora en la meta de 3% durante varios meses. En Perú, revisamos ligeramente a la baja nuestra previsión de inflación para fin de año, desde 2,3% a 2,2%, debido a los precios del petróleo y a la evolución de la moneda. Por último, mantuvimos nuestra previsión de inflación para fin de año en Colombia (5,1%).

Los problemas fiscales provocan menos recortes en Colombia. Seguimos esperando que la política monetaria se torne contractiva en varias economías de la región. En México, aunque revisamos al alza la inflación, mantuvimos nuestra previsión de que el Banxico reduzca el ritmo de recortes a 25pb en las dos reuniones siguientes, hasta alcanzar 7,5%, y luego a 7,0% el año que viene. En Chile, el camino está despejado para reanudar los recortes en la reunión de política monetaria de julio, con un recorte de 25pb a 4,75%; y donde nuestro escenario contempla otros dos recortes adicionales para llegar a 4,25% a fin de año. En Colombia, creemos que es probable que las

preocupaciones fiscales lleven al BanRep a adoptar un enfoque de mayor cautela, considerando ahora sólo dos recortes en lo que queda del año a 8,75% (8,5% anteriormente), y luego a 7,75% en 2026. Además, permanecemos atentos a una revisión adicional al alza de la estimación de la tasa real neutral por parte de Banrep (3% actualmente), que podría llevar a una tasa terminal aún más elevada.

Tipo de cambio nominal más débil y mayor inflación en Argentina. La balanza de cuenta corriente pasó de un superávit a un déficit inesperadamente elevado en el 1T25, en un contexto de apreciación real constante de la moneda y de aumento de las importaciones, lo que nos lleva a revisar nuestra previsión de déficit de cuenta corriente para fin de año a 1,9% del PIB, frente a 1,3% en nuestro escenario anterior. En este contexto, el peso se depreció cerca de 10% con respecto al dólar desde los mínimos de mediados de junio, aunque sigue cotizando dentro de la banda. Revisamos nuestra previsión de tipo de cambio a 1400 pesos/dólar a fin de año, frente a 1300 en nuestro escenario anterior, lo que llevó a una revisión al alza de nuestra previsión de inflación para fin de año a 28,5%, frente a 27,5%. Las autoridades mantienen su compromiso con el anclaje fiscal y la estabilización de la economía, aun cuando el plazo de un año de la "Ley de Bases" para aprobar ciertas medidas por decreto concluyó recientemente. Las favorables elecciones de mitad de mandato el 26 de octubre deberían impulsar un esfuerzo renovado en materia de reformas estructurales.

Proyecciones: Economía global

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P	
						Actual	Anterior	Actual	Anterior
Economía mundial									
Crecimiento del PIB Mundial - %	-2,8	6,3	3,5	3,2	3,2	2,9	2,9	2,8	2,8
EUA - %	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	1,7	1,7	1,5	1,5
Zona del Euro - %	-6,2	6,3	3,6	0,4	0,8	0,8	0,8	1,2	1,5
China - %	2,3	8,4	3,1	5,4	5,0	4,5	4,5	4,0	4,0
Inflación									
Núcleo del CPI (EUA)., final del período - %	1,6	5,5	5,7	3,9	3,2	3,8	3,8	3,0	3,0
Tasas de interés y monedas									
Tasa Fed - %	0,1	0,1	4,1	5,4	4,5	4,1	4,1	3,6	3,6
Treasury 10 años (EUA), final del período - %	0,93	1,47	3,88	3,88	4,58	4,50	4,50	4,25	4,25
USD/EUR - final del período	1,22	1,13	1,07	1,10	1,04	1,20	1,12	1,20	1,12
CNY/USD - final del período	6,5	6,4	6,9	7,1	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2
Índice DXY (*)	89,9	95,7	103,5	101,3	108,5	95,8	99,8	95,4	99,4

Fuente: FMI, Bloomberg, Itaú

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

Colombia

Un acto de equilibrio

- ▶ La actividad comenzó el 2T25 con solidez, lo que nos llevó a mantener nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2025 en 2,5%. En un contexto de débil dinámica de inversión, prevemos un crecimiento del PIB por debajo de su potencial para 2026, en 2,5%.
- ▶ Aunque la inflación sorprendió ligeramente a la baja por segundo mes consecutivo en junio, mantenemos nuestra previsión de inflación para fin de año en 5,1% y para 2026 en 3,6%.
- ▶ Nuestra previsión tiene en cuenta que el BanRep llevará la tasa de política a fin de año a 8,75% (frente a 8,5% en el escenario anterior), mientras que seguimos anticipando una tasa para fin de 2026 en 7,75%.

La actividad de abril sorprendió al alza.

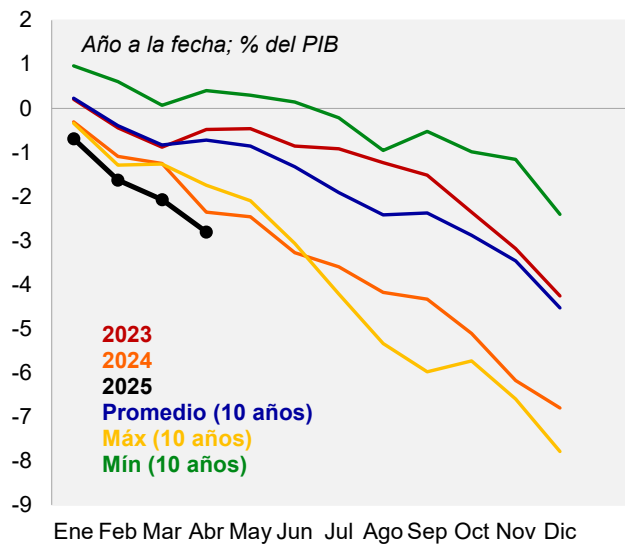
La actividad económica comenzó el 2T25 con solidez. El proxy mensual del PIB aumentó 1,6% mensual desestacionalizado en abril, recuperándose de la contracción mensual registrada en marzo. En términos anuales, la actividad aumentó 1,1% interanual, impulsada por la agricultura y la minería, con una variación mensual de 2,0% mensual. Las actividades secundarias y terciarias registraron expansiones mensuales de 1,4% y 0,5%, respectivamente. El mercado laboral se mantiene tenso, con una tasa de desempleo desestacionalizada de 9,0%, muy por debajo de la estimación de la NAIRU del BanRep de 10,2%. Por su parte, la confianza empresarial mostró resultados dispares en mayo, aunque mantiene una tendencia favorable.

Las cuentas fiscales continúan bajo presión a pesar de la recuperación de los ingresos.

Otro gran déficit fiscal en abril. La balanza fiscal mensual en abril alcanzó un déficit de 0,7% del PIB, por debajo del año pasado de 1,1%. El déficit fiscal acumulado del año ascendió a 2,8% del PIB, 0,8 pp por encima del mismo periodo de 2024. Los ingresos fiscales siguieron aumentando en mayo, con un incremento interanual de 2,6% en términos reales, lo que supuso un aumento acumulado en el año de 4,3%, todavía por debajo de la previsión anual de 9,9% del Ministerio de Hacienda. En este contexto, tras la revisión de la previsión del déficit fiscal del Ministerio de Hacienda para 2025 a 7,1% del PIB, S&P y Moody's reaccionaron reduciendo la calificación crediticia del país. Moody's redujo la calificación a largo plazo en moneda extranjera desde Baa2 a Baa3, la más baja dentro del grado de inversión, y ajustó la perspectiva de negativa a estable. S&P revisó a la baja la

calificación a largo plazo en moneda extranjera dentro del grado especulativo, de BB+ a BB, y mantuvo una perspectiva negativa. Fitch califica a Colombia con BB+ y perspectiva negativa (establecida en marzo), y aún no ha publicado ninguna actualización desde la revisión de las previsiones oficiales.

El déficit se mantiene en niveles históricamente elevados



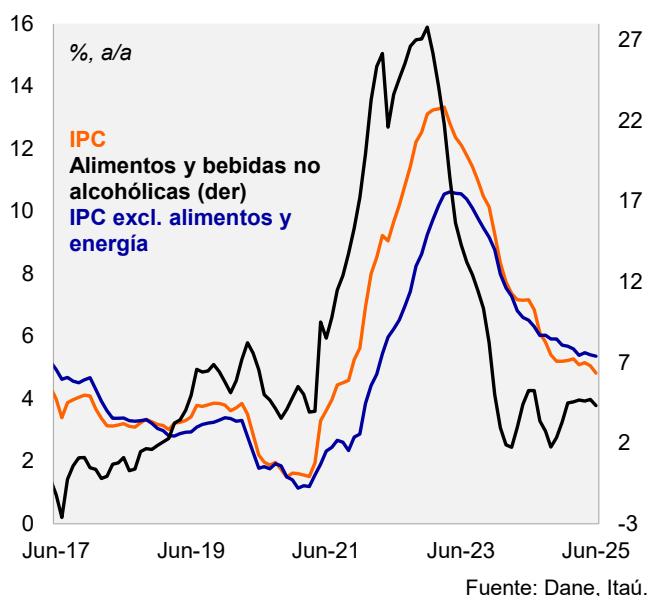
Fuente: Ministerio de Hacienda; Itaú

Una buena noticia: la inflación cae por debajo de 5% en junio

La inflación mensual sorprendió a la baja al consenso por segundo mes consecutivo en junio. Los precios al consumidor subieron 0,10% mensual en junio, impulsados por los precios de los servicios (hoteles, restaurantes y transporte). En términos anuales, la inflación total descendió 23pb desde mayo a 4,82% en junio, el nivel más bajo desde octubre de

2021, mientras que la inflación subyacente cayó 6pb a 5,37%. Sin embargo, la inflación de servicios sólo cayó 8pb a 6,51% interanual, que sigue siendo elevado (el máximo nivel fue 9,51% en septiembre de 2024). En el margen, estimamos que la inflación acumulada en el trimestre fue de 5,6% (anualizada desestacionalizada; +5,2% en el 1T25). La inflación subyacente se mantiene elevada en 5,4%, desde 5,2% en el 1T25 (anualizada desestacionalizada).

Una desinflación lenta en curso



El BanRep mantuvo la tasa de política en junio, priorizando la cautela

En una decisión dividida, como se esperaba, el BanRep mantuvo la tasa de política monetaria en 9,25% en junio. La decisión estuvo dividida: cuatro miembros votaron a favor de mantener la tasa sin cambios, uno se mostró a favor de un recorte de 25pb y dos apoyaron un recorte mayor, de 50pb (incluido el ministro de Hacienda). La declaración de política menciona que la trayectoria fiscal oficial revisada plantea retos para la sostenibilidad de las cuentas fiscales y reduce el margen para la flexibilización de la política monetaria. La decisión también se tomó en el contexto de la revisión por parte del equipo técnico de su previsión de crecimiento del PIB para 2025, que se revisó al alza 10pb a 2,7%. Los miembros que votaron a favor de reducir la tasa de política citaron el descenso de la inflación hasta la fecha, la conveniencia de apoyar la dinámica de la inversión, la actividad económica y, por ende, las cuentas fiscales. Al igual que en decisiones recientes, el lineamiento futuro fue neutral, dependiendo de la información disponible.

Cabe destacar que, aunque está descendiendo lentamente, la inflación se mantiene muy por encima de la meta, y los argumentos presentados para la flexibilización no parecen coherentes con la meta de inflación tal y como ha sido implementado por la mayoría de los demás bancos centrales.

Encontrando el balance entre la política fiscal y monetaria

Mantenemos nuestra previsión de crecimiento del PIB para este año y el próximo en 2,5%. El comercio y los servicios siguen impulsando el crecimiento, mientras el mercado laboral continúa registrando un rendimiento superior al esperado. Sin embargo, por el contrario, la dinámica de la inversión se mantiene débil.

Las remesas elevadas continúan sosteniendo un bajo déficit de cuenta corriente. A pesar del aumento del déficit comercial, las remesas están registrando buenos resultados. Seguimos previendo para este año un déficit de cuenta corriente de 2,6% del PIB (1,8% en 2024). Ahora esperamos que la tasa de cambio termine el año en 4.100 pesos/dólar (esperábamos 4.300 pesos/dólar anteriormente) y que a finales de 2026 se sitúe en 4.100 pesos (frente a 4.200 pesos en el escenario anterior), lo que refleja principalmente la debilidad del dólar a nivel mundial, y a pesar de los elevados riesgos fiscales internos.

Se sigue previendo que la inflación disminuya gradualmente. Mantuvimos nuestras previsiones de inflación en 5,1% y 3,6% para fin de 2025 y 2026, respectivamente. Los riesgos apuntan hacia una trayectoria de desinflación aún más gradual el próximo año, como resultado de otro posible ajuste del salario mínimo por encima de la inflación a fin de año y de las presiones de indexación, derivadas de los servicios. Sin embargo, estos riesgos parecen estar parcialmente contenidos por la dinámica favorable del peso.

Déficits fiscales aún más elevados. Aunque los ingresos se están recuperando, es probable que no alcancen las previsiones oficiales, lo que nos lleva a revisar al alza nuestra previsión de déficit fiscal nominal para 2025 0,5 pp a 7,5% del PIB, y 1,3 pp a 6,8% el año que viene.

Los problemas fiscales reducen el margen de maniobra del BanRep. Ahora esperamos una tasa de fin de año de 8,75% (8,5% anteriormente), con sólo dos recortes en las cuatro reuniones restantes del año. Aunque los riesgos apuntan a una tasa terminal más alta, en parte debido a una tasa real neutral finalmente

mayor (estimada actualmente por el BanRep en 3,0%), mantuvimos nuestro punto final del ciclo en 2026 en 7,75%. Teniendo en cuenta todos los factores, consideramos que los argumentos a favor de una mayor flexibilización son bastante frágiles, pero la dinámica de la Junta nos lleva a esperar una mayor flexibilización a futuro.

Vittorio Peretti
Carolina Monzón
Juan Robayo
Angela Gonzalez

Proyecciones: Colombia

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P	
						Actual	Anterior	Actual	Anterior
Actividad económica									
Crecimiento real del PIB - %	-7,2	10,8	7,3	0,7	1,7	2,5	2,5	2,5	2,5
PIB nominal - USD mil millones	270	322	345	364	420	421	421	458	458
Población (millones de habitantes)	50,9	51,4	51,8	52,2	52,7	53,2	53,2	53,5	53,5
PIB per cápita - USD	5.312	6.272	6.657	6.972	7.968	7.909	7.909	8.554	8.554
Tasa de desempleo (prom. anual)	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	9,6	9,6	9,8	9,8
Inflación									
IPC - %	1,6	5,6	13,1	9,3	5,2	5,1	5,1	3,6	3,6
Tasa de interés									
Tasa de referencia - final del año - %	1,75	3,00	12,00	13,00	9,50	8,75	8,50	7,75	7,75
Balanza de pagos									
COP / USD - final del período	3.433	3.981	4.810	3.822	4.409	4.100	4.300	4.100	4.200
Balanza comercial - USD mil millones	-10,1	-15,3	-14,5	-9,7	-10,8	-12,0	-11,0	-11,0	-10,0
Cuenta Corriente - % PIB	-3,4	-5,6	-6,1	-2,4	-1,8	-2,6	-2,6	-3,1	-3,1
Inversión Extranjera Directa - % PIB	2,8	3,0	5,0	4,6	3,4	3,6	3,6	3,7	3,7
Reservas Internacionales - USD mil millones	58,5	58,0	56,7	59,1	61,9	62,5	62,5	64,0	64,0
Finanzas Públicas									
Resultado Primario Gob. Central - % del PIB	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-2,4	-2,7	-2,2	-2,5	-1,2
Resultado Nominal Gob. Central - % del PIB	-7,8	-7,1	-5,3	-4,2	-6,7	-7,5	-7,0	-6,8	-5,5
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	65,0	63,0	60,8	56,7	63,3	65,0	65,2	66,5	65,8

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

Estudio macroeconómico - Itaú
Mario Mesquita – Economista Jefe

Tel: +5511 3708-2696 –
E-mail: macroeconomia@itaubba-economia.com

Información relevante

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

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

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

Información relevante para Colombia

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

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

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