



**GG-CA-03570-2026**

Bogotá D.C, 31 de marzo de 2026

Honorable Senador  
LIDIO ARTURO GARCÍA TURBAY  
Presidente  
SENADO DE LA REPÚBLICA

Asunto: Informe al Congreso

---

Respetado señor Presidente:

Me permito anexar el informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso Nacional, el cual ya fue enviado a la comisión III del Senado de la República, en cumplimiento de lo establecido en el artículo 5º. de la Ley 31 de 1992 y el artículo 6º. del Decreto 2520 de 1993.

Con un cordial saludo,

Leonardo Villar Gómez  
Gerente General  
Gerencia General

Anexos: Incluso lo anunciado.

Copias:

Dr. Diego Alejandro González; Secretario General; Senado de la República

---

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



**03/**  
**2026**

---



Marzo de 2026

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

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

ISSN - 1657 - 799X



---

## JUNTA DIRECTIVA

### Presidente

Germán Ávila Plazas  
Ministro de Hacienda y Crédito Público

### Directores

Olga Lucía Acosta Navarro  
Laura Carla Moisés Elicabide  
Mauricio Villamizar Villegas  
Bibiana Taboada Arango  
Cesar Augusto Giraldo Giraldo

### Gerente General

Leonardo Villar Gómez



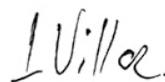
Bogotá, marzo 31 de 2026

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

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a consideración del Honorable Congreso de la República su Informe al Congreso en el cual se presentan los resultados macroeconómicos de 2025 y las perspectivas para 2026. En dicho entorno se presenta la evolución reciente de la inflación y las decisiones tomadas por parte de la Junta Directiva del Banco. Adicionalmente, se describe la evolución de los mercados financieros locales y de crédito, el balance externo del país, la composición de las reservas internacionales y su rendimiento, la situación financiera de la Entidad y sus proyecciones, y la gestión ambiental del Banco de la República.

Con un atento saludo,



**Leonardo Villar Gómez**  
Gerente General

# Contenido

---

Introducción 9

---

**01** Resumen ejecutivo 13

---

**02** Entorno macroeconómico 22

**2.1** Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional 22

**2.2** Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral 30

**2.3** Evolución y perspectivas de la situación fiscal 36

**Recuadro 1:** Potenciales efectos del incremento del salario mínimo sobre la inflación 41

---

**03** Inflación y decisiones de política monetaria 43

**3.1** Evolución y perspectivas de la inflación 43

**3.2** Decisiones de política monetaria 46

**Recuadro 2:** Expectativas de inflación y su evolución reciente 49

---

**04** Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito 55

**4.1** Tasas del mercado monetario y de deuda pública 55

**4.2** Intermediación financiera de los establecimientos de crédito 58

**4.3** Mercados financieros locales 68

**4.4** Exposición al riesgo de mercado del sistema financiero y evolución del portafolio de las instituciones financieras no bancarias 71

**Recuadro 3:** Suministro de liquidez por parte del Banco de la República bajo el esquema de inflación objetivo 74

---

**05** Balance externo y reservas internacionales 83

**5.1** Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia 83

**5.2** Reservas internacionales 87

**Sombreado 1:** Evolución del endeudamiento externo de Colombia 94

**Sombreado 2:** Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales 96

**Recuadro 4:** Canasta del comercio exterior de bienes y servicios de Colombia: tendencias recientes 98

<b>06</b>	Situación financiera del Banco de la República <b>101</b>
	<b>6.1</b> Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general) <b>101</b>
	<b>6.2</b> Estado de resultados (PyG) <b>103</b>
	<b>6.3</b> Constitución de reservas y distribución de utilidades <b>107</b>
<hr/>	
<b>07</b>	Gestión ambiental del Banco de la República <b>109</b>
	<b>7.1</b> Acciones para contribuir al mejor entendimiento del cambio climático en las funciones de banca central <b>109</b>
	<b>7.2</b> Acciones para reducir el impacto ambiental de la actividad del Banco de la República <b>110</b>
	<b>7.3</b> Avances en la divulgación cultural sobre el cambio climático <b>112</b>
	<b>Sombreado 3:</b> La siembra de mangle en el Parque Nacional Natural Old Providence McBean Lagoon <b>115</b>
<hr/>	
<b>Anexo</b>	Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales <b>116</b>

# Índice de gráficos

---

- Gráfico 2.1** Crecimiento económico mundial **23**  
**Gráfico 2.2** Precio internacional del petróleo **23**  
**Gráfico 2.3** Inflación total e inflación total excluyendo alimentos y energía para el G7 y la OCDE **24**  
**Gráfico 2.4** Inflación total al consumidor **25**  
**Gráfico 2.5** Tasa de interés de política monetaria en algunas economías **26**  
**Gráfico 2.6** Indicadores de percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales **28**  
**Gráfico 2.7** Flujos de portafolio hacia economías emergentes por parte de no residentes **29**  
**Gráfico 2.8** Producto interno bruto (PIB) **30**  
**Gráfico 2.9** Población ocupada por dominios geográficos **34**  
**Gráfico 2.10** Empleo por posición ocupacional (agregado nacional) **35**  
**Gráfico 2.11** Tasa de informalidad (agregado nacional) **35**  
**Gráfico 2.12** Tasa global de participación por dominios geográficos **35**  
**Gráfico 2.13** Tasa de desocupación por dominios geográficos **36**  
**Gráfico 2.14** Índice de vacantes de diferentes fuentes **36**  
**Gráfico 2.15** Balance de expectativas de aumento de nómina en el corto plazo **36**  
**Gráfico 2.16** Déficit primario del GNC **39**
- Gráfico R1.1** Respuesta de la inflación trimestral (anualizada) ante un aumento permanente en el salario mínimo real **42**
- Gráfico 3.1** IPC e IPC sin alimentos ni regulados **43**
- Gráfico R2.1** Expectativas de inflación para Colombia **50**  
**Gráfico R2.2** Expectativas de inflación a diciembre de 2026 para algunos países de la región **51**  
**Gráfico R2.3** Expectativas de inflación total anual por plazos Oct-25 vs Ene-26 **51**  
**Gráfico R2.4** Dispersión de los resultados de las expectativas de inflación de encuestas **51**  
**Gráfico R2.5** Probabilidad asignada en la EME a cada rango de valores para la inflación **52**  
**Gráfico R2.6** Grado de desanclaje de las expectativas de inflación **52**  
**Gráfico R2.7** Grado de desanclaje como medida de reversión a la media (ancla de mercado) **53**  
**Gráfico R2.8** Ancla de mercado derivada de la deuda pública **53**
- Gráfico 4.1** Tasa de política monetaria (TPM), tasa interbancaria (TIB) e IBR (*overnight* a 1, 3, 6 y 12 meses) **55**  
**Gráfico 4.2** Índice de tasas de interés en algunas economías de la región **55**  
**Gráfico 4.3** Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria **56**  
**Gráfico 4.4** Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES **56**  
**Gráfico 4.5** Índice de concentración IHH de las tenencias en TES de los inversionistas extranjeros **57**  
**Gráfico 4.6** Compras netas acumuladas por año de los bancos comerciales en el mercado al contado de TES **57**  
**Gráfico 4.7** Compras netas acumuladas por año de los fondos de pensiones y cesantías en el mercado al contado de TES **57**  
**Gráfico 4.8** Posición compradora de inversionistas extranjeros en NDF de TES **58**  
**Gráfico 4.9** Tasas de interés de los CDT y de los depósitos de ahorro **59**  
**Gráfico 4.10** Tasas de interés de los créditos **59**  
**Gráfico 4.11** Crecimiento real anual del activo de los EC y contribución al crecimiento de sus principales componentes **60**  
**Gráfico 4.12** Crecimiento real anual de la cartera total de los EC y por modalidades **61**  
**Gráfico 4.13** Percepción del mercado de crédito (establecimientos de crédito) **61**  
**Gráfico 4.14** Crecimiento anual de los depósitos a la vista y a plazo **62**  
**Gráfico 4.15** Emisiones de CDT reales por plazo **62**  
**Gráfico 4.16** Indicador de calidad por mora (ICM) de los EC **63**  
**Gráfico 4.17** Deuda a ingreso disponible (DTI) de los hogares **64**  
**Gráfico 4.18** Ahorro bruto de los hogares como porcentaje del ingreso disponible **64**  
**Gráfico 4.19** Deuda financiera del sector corporativo privado como porcentaje del PIB por instrumento **65**  
**Gráfico 4.20** Rentabilidad del activo agregado de los EC **66**  
**Gráfico 4.21** Indicadores de solvencia agregados de los EC **67**  
**Gráfico 4.22** Indicador de riesgo de liquidez (IRL) promedio simple a treinta días de los establecimientos de crédito **68**  
**Gráfico 4.23** Coeficiente de fondeo estable neto (CFEN) de los establecimientos de crédito **68**  
**Gráfico 4.24** Tasa de cambio nominal para algunas economías de la región **69**

<b>Gráfico 4.25</b>	Mapa de calor de las condiciones de liquidez	<b>70</b>
<b>Gráfico 4.26</b>	Participación en el mercado de TES por tipo de entidad	<b>72</b>
<b>Gráfico 4.27</b>	Composición del portafolio administrado de las IFNB	<b>73</b>
<b>Diagrama R3.1</b>	Oferta y demanda de base monetaria	<b>76</b>
<b>Gráfico R3.1</b>	Posición del Banco de la República y diferencia del IBR <i>overnight</i> frente a la TPM	<b>77</b>
<b>Gráfico R3.2</b>	Comportamiento de la TIB a un día, IBR <i>overnight</i> y TPM	<b>77</b>
<b>Gráfico R3.3</b>	Base monetaria según fuentes, flujos anuales	<b>78</b>
<b>Gráfico R3.4</b>	Evolución de la composición del balance del Banco de la República (porcentaje del total)	<b>79</b>
<b>Gráfico R3.5</b>	Variación porcentual anual real de la base monetaria y de los agregados M2 y M3	<b>80</b>
<b>Gráfico R3.6</b>	Base monetaria, M2 y M3 como porcentaje del PIB	<b>81</b>
<b>Gráfico 5.1</b>	Composición de las reservas internacionales	<b>88</b>
<b>Gráfico 5.2</b>	Composición del portafolio de inversión por sectores (información al 31 de diciembre de 2025)	<b>89</b>
<b>Gráfico 5.3</b>	Distribución de las inversiones por calificación crediticia	<b>89</b>
<b>Gráfico 5.4</b>	Composición cambiaria del portafolio de inversión	<b>89</b>
<b>Gráfico 5.5</b>	Duración del portafolio de inversión	<b>90</b>
<b>Gráfico 5.6</b>	Acceso histórico de Colombia a la LCF	<b>91</b>
<b>Gráfico S1.1</b>	Saldo de la deuda externa del sector público por instrumento	<b>94</b>
<b>Gráfico S1.2</b>	Flujo neto de la deuda externa del sector público por prestamista	<b>94</b>
<b>Gráfico S1.3</b>	Saldo de la deuda externa del sector privado	<b>95</b>
<b>Gráfico R4.1</b>	Composición de las exportaciones colombianas entre 2017 y 2025	<b>98</b>
<b>Gráfico R4.2</b>	Canasta exportadora de bienes	<b>99</b>
<b>Gráfico R4.3</b>	Evolución de las exportaciones de servicios	<b>99</b>
<b>Gráfico 7.1</b>	Histórico de consumo de energía eléctrica del Banco de la República	<b>111</b>
<b>Gráfico 7.2</b>	Histórico de consumo de agua potable del Banco de la República	<b>111</b>
<b>Gráfico 7.3</b>	Huella de carbono total: Banco de la República	<b>112</b>
<b>Imagen S3.1</b>	Zona manglar del PNN Old Providence destruidas por el huracán Iota en 2020	<b>115</b>
<b>Imagen S3.2</b>	Preparación del terreno del manglar y siembra del mangle	<b>115</b>
<b>Gráfico A1.2</b>	Administración del portafolio de inversión	<b>119</b>
<b>Gráfico A1.1</b>	Composición de los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazo	<b>119</b>

# Índice de cuadros

---

<b>Cuadro 2.1</b>	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	<b>31</b>
<b>Cuadro 2.2</b>	Participación porcentual de los sectores económicos en el PIB, 2010-2025	<b>31</b>
<b>Cuadro 2.3</b>	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	<b>32</b>
<b>Cuadro 3.1</b>	Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica a febrero de 2026	<b>44</b>
<b>Cuadro R3.1</b>	Principales cuentas del balance del Banco de la República	<b>76</b>
<b>Cuadro 5.1</b>	Balanza de pagos de Colombia	<b>84</b>
<b>Cuadro 6.1</b>	Estado de la situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico	<b>102</b>
<b>Cuadro 6.2</b>	Estado de resultados (PyG) del Banco de la República, enero a diciembre	<b>104</b>
<b>Cuadro 6.3</b>	Presupuesto del Banco de la República, 2026	<b>106</b>
<b>Cuadro 6.4</b>	Constitución de reservas y distribución de utilidades en 2026 con cargo al resultado de 2025	<b>108</b>
<b>Cuadro 7.1</b>	Avance de la digitalización	<b>113</b>

## Introducción

El desempeño macroeconómico de 2025 muestra resultados mixtos, con ciertos avances y desequilibrios subyacentes que plantean importantes retos de política económica a corto y a mediano plazo. Según lo reportó el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE), el producto interno bruto (PIB) de Colombia creció un 2,6% en 2025, por encima del promedio de América Latina (2,4%) y de países como Brasil (2,3%); México (0,6%); Estados Unidos (2,1%) y la zona del euro (1,5%). Con ello, la economía colombiana alcanzó una recuperación moderada, luego de los bajos crecimientos de años anteriores. No obstante, este resultado estuvo por debajo de los pronósticos tanto de los analistas (2,8%) como del equipo técnico del Banco de la República (2,9%). La sorpresa bajista frente a lo esperado se originó, en gran parte, por el bajo crecimiento del cuarto trimestre (2,2% vs. 3,0% esperado), debido, principalmente, a la contracción de la formación bruta de capital (-7,0%) y a la desaceleración del consumo de los hogares. El único rubro del gasto que mantuvo un elevado dinamismo fue el consumo del Gobierno, el cual creció un 6,4%, pero sin alcanzar a compensar el debilitamiento de los demás componentes de la demanda. Esto se reflejó en una expansión de la demanda interna del 2,4% en el último trimestre de 2025, sustancialmente por debajo de su crecimiento promedio del 4,4% en los tres trimestres anteriores. Desde el punto de vista de las ramas de actividad, la pérdida de dinamismo del cuarto trimestre se manifestó en la contracción de sectores productivos que venían creciendo a buen ritmo hasta septiembre, como ocurrió con el sector agropecuario, e información y comunicaciones, mientras que otros sectores, como la industria manufacturera, el comercio, y las actividades financieras, se desaceleraron.

Al examinar en su conjunto las cifras de crecimiento del PIB para 2025, se aprecian situaciones estructurales que preocupan, como los malos resultados de la construcción (-2,8%), y de la explotación de minas y canteras (-6,2%), que repitieron su pobre desempeño de 2024. En cuanto a la composición de la demanda, se observó un sesgo hacia el consumo total, el cual creció un 4,2%, mientras que la inversión se mantuvo rezagada, en especial la formación bruta de capital fijo (inversión fija), que solo creció un 1,3%. El consumo de los hogares se expandió un 3,6% y estuvo jalonado, principalmente, por bienes durables, que suelen tener un alto componente importado. Esto contribuyó a que las importaciones crecieran muy por encima de las exportaciones, lo que se reflejó en una demanda externa neta negativa que le restó impulso al crecimiento del PIB y presionó al alza el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Por su parte, el consumo del Gobierno aumentó un 7,1% en 2025, superando la dinámica del consumo de los hogares. El escaso crecimiento de la inversión en capital fijo sugiere un rezago en el crecimiento potencial de la economía en detrimento de sectores como vivienda, edificios y estructuras, hidrocarburos y servicios públicos, mientras que sectores más afines al consumo, como comercio, transporte, alojamiento, servicios de comida y entretenimiento, se vieron favorecidos. Un crecimiento más balanceado, menos importador, y más orientado hacia la infraestructura aumentaría el crecimiento potencial de la economía colombiana y su sostenibilidad, y contribuiría a reducir las presiones inflacionarias.

En cuanto al comportamiento de la inflación en 2025, tanto los analistas como el equipo técnico del Banco y los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) esperaban que esta continuara su tendencia decreciente observada en 2024, para acercarse a su meta del 3,0%. Sin embargo, ello no ocurrió. Al cierre de 2025 la inflación total se ubicó en el 5,1%, solo levemente por debajo de

la registrada al finalizar 2024 (5,2%). De igual forma, la inflación básica, sin alimentos ni regulados, se situó en el 5,0% al concluir 2025, también muy cerca del nivel registrado a finales de 2024 (5,2%). Este resultado se registró en el entorno de una demanda interna que mantuvo un alto dinamismo, impulsada, principalmente, por el consumo público y privado, este último estimulado por el aumento del ingreso cafetero, el incremento de las remesas de trabajadores y el crecimiento de la población ocupada, entre otros. Adicionalmente, se presentaron algunas presiones de costos laborales asociadas con el incremento del salario mínimo y la reducción de la jornada laboral. Entre los renglones con mayores incrementos de precios se destacan algunos servicios como arriendos, comidas fuera del hogar y turismo. A lo anterior se sumaron las alzas de algunos alimentos perecederos que cedieron hacia finales de año. Estas presiones fueron parcialmente compensadas por el descenso de la variación anual del IPC de regulados, la cual, sin embargo, se vio afectada por ajustes importantes en las tarifas de transporte, educación y gas, que le impidieron un descenso más pronunciado. En este contexto las expectativas de inflación se ajustaron progresivamente al alza y la postura contractiva que la política monetaria mantuvo en el transcurso del año no logró su propósito de sostener la tendencia decreciente de la inflación que se observó en 2024.

Las expectativas de inflación presentaron un incremento excepcional en enero frente a sus mediciones de diciembre, coincidiendo con el aumento del salario mínimo para 2026 en 23,2% (incluido el auxilio de transporte). En el caso de los analistas, estas aumentaron en la mediana de la muestra del 4,6% al 6,4% para finales de 2026 y del 3,8% al 4,8% para finales de 2027. Las expectativas obtenidas a partir de los mercados de deuda también aumentaron, y se ubicaron sobre el 6% en el horizonte de dos años. Este aumento de las expectativas debilitó la postura restrictiva de la política monetaria, al reducir la tasa de interés real esperada (tasa *ex ante*<sup>1</sup>) en la misma magnitud. En estas condiciones, sin alcanzar unanimidad, la mayoría de los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) consideraron que era necesario iniciar en enero un ciclo alcista de la tasa de interés de política mediante un incremento de 100 puntos básicos (pb). Consciente de lo exigente que resulta esta medida para el público y los mercados, este grupo de directores opinó que se trató de una decisión indispensable para evitar un desanclaje persistente de la inflación con respecto a la meta, y así preservar la credibilidad de la JDBR en su compromiso con la estabilidad de precios. Sujeta al rezago con el que actúa la política monetaria, la inflación continuó aumentando a inicios de año, para situarse, en el caso de la inflación total, en el 5,35% y en el 5,29% en enero y febrero pasados, y para la inflación básica sin alimentos ni regulados en el 5,39% y 5,51%, respectivamente. Estos niveles de inflación diferencian a Colombia del resto de países pares de la región por ser la única economía que aún no ha logrado llevar su tasa de inflación al entorno de la meta establecida, luego de los choques inflacionarios ocurridos después de la pandemia.

Reencauzar la economía colombiana por una senda de crecimiento sostenible y una inflación alrededor de su meta es el reto más importante que enfrenta la política macroeconómica en los próximos años. Este es un proceso que exige una coordinación eficaz entre la política monetaria y la política fiscal. A la primera le corresponde no solo ejecutar un manejo de la tasa de interés coherente y oportuno para conducir la inflación hacia su meta, sino también atenuar los ciclos reales, de manera que contribuya a que el crecimiento económico sea lo más sostenible posible. Idealmente, la política fiscal debería también tener un carácter contracíclico que apoye de esta manera el propósito de estabilizar la economía y restablecer la confianza de los mercados.

1 La tasa de interés real *ex ante* para un determinado periodo se mide como la diferencia entre la tasa de interés nominal y la expectativa de inflación para ese periodo.

El escenario económico considerado por el equipo técnico en su *Informe de Política Monetaria* de enero estimó que la inflación anual aumentaría desde el 5,1% a finales de 2025 al 6,3% al final de 2026, y que el crecimiento del PIB sería del 2,6%, el mismo que se alcanzó en 2025. No obstante, este escenario no contemplaba los efectos del fuerte choque sobre la economía mundial que significa la guerra en Irán, la cual aumentaría los precios del petróleo, del gas natural, y de otros productos básicos, como los fertilizantes. Adicionalmente, podría afectar la magnitud del comercio mundial y la confianza de inversionistas y consumidores. La magnitud de estos efectos sobre la inflación y el crecimiento mundial, y las repercusiones que pueda tener en economías emergentes, como la colombiana, dependerán de la intensidad y duración del conflicto, sobre lo cual aún existe mucha incertidumbre.

## 01/ Resumen ejecutivo

### Entorno macroeconómico internacional

La economía global en 2025 estuvo marcada por un entorno de elevada incertidumbre política y comercial asociada con la imposición de nuevos aranceles por parte de Estados Unidos. Estos anuncios hicieron temer por efectos adversos significativos sobre el crecimiento mundial, el volumen del comercio, mayores costos de producción, provenientes del encarecimiento de insumos, y presiones inflacionarias diversas. Sin embargo, en el curso del año fue posible alcanzar acuerdos comerciales parciales entre Estados Unidos y otras economías importantes, lo que contribuyó a moderar la incertidumbre arancelaria y a contener parte de estos efectos. A ello se sumó la caída de los precios internacionales del petróleo, explicada, en gran medida, por el aumento de la producción mundial, lo que ayudó a contener las presiones inflacionarias y a compensar parcialmente el encarecimiento de algunos bienes transables.

La actividad económica global en 2025 mantuvo un crecimiento similar al de 2024. La moderación gradual de la inflación y unas condiciones financieras algo menos restrictivas, junto con un mayor impulso de la inversión y del consumo en algunas economías avanzadas, compensaron la persistente incertidumbre asociada con las tensiones geopolíticas y comerciales y con la fragmentación del comercio mundial. En su más reciente informe, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial estiman un crecimiento global del 3,3% para 2025, mientras que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) calcula un crecimiento cercano al 3,2%. En Estados Unidos la actividad creció un 2,1%, impulsada por el consumo privado, las exportaciones netas y la inversión. En China la economía creció un 5,0% en 2025, alcanzando la meta oficial del gobierno y manteniendo la cifra del año anterior. En América Latina se observó un crecimiento heterogéneo y, en general, moderado, en contraste con el mayor dinamismo de varias economías emergentes de Asia, que superaron el promedio mundial.

La inflación durante 2025 continuó moderándose tanto en economías avanzadas como emergentes. La menor presión de costos frente a años previos, unida a políticas monetarias aún restrictivas y una normalización gradual de los mercados laborales, contribuyeron a lograr esta tendencia de ajuste de precios. En los países miembros de la OCDE la inflación anual total a finales de 2025 se ubicó en el 3,7%, frente al 4,7% registrado a finales del año anterior. En el caso de Estados Unidos la inflación total se redujo del 2,9% en diciembre de 2024 al 2,7% en diciembre de 2025. En la zona del euro la inflación también continuó moderándose, al pasar del 2,4% al 2,0%. En América Latina la inflación total en 2025 disminuyó en países como Brasil, México, Chile y Perú, frente a los niveles de diciembre de 2024, ubicándose en todos los casos dentro de sus rangos meta. En este contexto, las tasas de interés de política monetaria en la mayoría de las economías avanzadas continuaron reduciéndose, con algunas pausas hacia finales del año. De manera similar, la mayoría de las economías de América Latina continuaron reduciendo sus tasas de interés de política monetaria durante 2025 hacia posturas menos restrictivas o neutrales, dependiendo de la inflación observada y de sus expectativas.

Durante 2025 el dólar se debilitó de manera importante frente a las principales monedas de las economías avanzadas y emergentes. Esto se explica, principalmente, por la moderación en las expectativas de crecimiento económico en Estados Unidos debido a preocupaciones fiscales y comerciales, así como por los temores respecto a la pérdida de independencia institucional de la Fed. Los episodios de mayor aversión al riesgo, junto con la debilidad del dólar y la mayor demanda de activos de

reserva alternativos, generaron cuestionamientos en el mercado sobre el liderazgo de esta divisa como activo refugio y moneda de transacción internacional.

La recién iniciada guerra en Irán, que ha escalado rápidamente hacia otros países del Medio Oriente, tiende un nuevo manto de incertidumbre sobre lo que pueda suceder con el crecimiento mundial, la inflación, los precios del petróleo, el comercio mundial y muchas otras variables macroeconómicas y financieras. La globalización de la economía mundial hace que los efectos de un conflicto tan grave se extiendan rápidamente a todos los rincones del planeta. Los ataques a refinerías de petróleo y gas en varios países del Golfo Pérsico han provocado cierres en estas instalaciones y afectaciones en el tránsito de embarcaciones petroleras por el estrecho de Ormuz. Debido a ello, los precios del petróleo han presentado una enorme volatilidad, que por el momento hace imposible hacer predicciones confiables sobre esta y muchas otras variables relevantes. El equipo técnico del Banco de la República estará atento a presentar proyecciones actualizadas en los próximos *Informes de Política Monetaria* en la medida en que la nueva información lo permita.

### Actividad económica en Colombia

En 2025 el crecimiento del producto interno bruto (PIB) en Colombia fue del 2,6%, el cual superó los registros de 2023 (0,8%) y de 2024 (1,5%). Este resultado se produjo en el marco de una política fiscal expansiva y de una política monetaria cuya postura restrictiva se vio disminuida por el aumento paulatino de las expectativas de inflación a lo largo del año. Lo anterior contribuyó a fortalecer la demanda interna, la cual creció a una tasa promedio del 4,4% anual en los tres primeros trimestres del año y del 3,9% en el año completo.

La expansión de la demanda interna obedeció, en buena medida, al mayor consumo de los hogares, que alcanzó un crecimiento del 3,6% en 2025. Este incremento del consumo fue soportado por un aumento sostenido del ingreso disponible, como resultado del incremento en el salario mínimo, una mayor ocupación, un flujo creciente de remesas de trabajadores y un mayor ingreso cafetero, todo lo cual contribuyó a mejorar la confianza de los consumidores. En general, todos los segmentos del consumo de los hogares continuaron expandiéndose, destacándose el dinamismo del consumo durable (14,9% anual), el cual estuvo impulsado por el gasto en vehículos y motocicletas, así como por el gasto en electrodomésticos y equipos móviles de comunicación. El consumo público también registró un aporte positivo al crecimiento en 2025, al registrar una expansión del 7,1%. Este componente presentó aumentos anuales considerables, en especial durante el segundo semestre, jalonado por el pago del retroactivo de funcionarios públicos y de una bonificación importante para los docentes del magisterio.

La inversión fija creció un 1,3% en 2025, cifra baja que resultó afectada por la contracción ocurrida en el cuarto trimestre del año. Su comportamiento por componentes fue heterogéneo. El principal impulso provino de la inversión en maquinaria y equipo, la cual estimuló las mayores importaciones de bienes de capital durante el año. En este renglón se resalta el crecimiento de bienes de capital para la agricultura y para la industria. Por el contrario, la inversión en vivienda se contrajo un 6,5% sobre los ya bajos niveles observados el año anterior, como resultado de una menor culminación de edificaciones tanto en el segmento VIS como en el no VIS. La inversión en otros edificios y estructuras también presentó una caída anual, a pesar del avance de diferentes proyectos de inversión a nivel local, regional y nacional, como el metro de Bogotá y algunos proyectos de vías 5G. La débil recuperación de la inversión estaría asociada con los efectos rezagados de los cambios en la política de subsidios de vivienda, una percepción por parte de los empresarios de mayor riesgo en materia regulatoria, una política monetaria aún restrictiva y el declive de los sectores mineroenergéticos, que en el pasado fueron altos demandantes de inversión en obras civiles y otras estructuras, entre varios factores.

Por el lado de los sectores productivos, las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación fueron las más dinámicas, al expandirse 9,9% en el año, seguidas por el comercio y la administración pública y defensa. En contraste, la explotación de minas y canteras fue el sector con el mayor deterioro, con una caída anual del 6,2%, seguido por una contracción del sector de la construcción del 2,8%, principalmente por edificaciones. A este respecto, este *Informe* discute la tendencia observada en la economía durante los últimos años, en la cual se viene presentando una recomposición en su estructura sectorial, con una pérdida de participación del sector mineroenergético y de las actividades de la construcción y manufactura, en favor de los sectores de servicios.

Sin tener en cuenta los efectos aún inciertos del reciente conflicto bélico en Medio Oriente, el equipo técnico tenía un pronóstico de crecimiento del PIB para 2026 del 2,6%; es decir, la misma cifra de 2025. Las acciones acumuladas de una política monetaria restrictiva, orientadas a moderar el crecimiento de la demanda interna a un ritmo compatible con la convergencia de la inflación a la meta, tenderían a limitar el ritmo de la actividad económica. Esta menor expansión sería, también, el resultado de unas condiciones externas menos favorables por cuenta de unos menores crecimientos de las remesas y de los ingresos por exportaciones de café. Esta tendencia debería permitir la eliminación gradual de los excesos de demanda y el cierre de la brecha del producto, facilitando así la convergencia de la inflación a la meta del 3,0%.

## Empleo<sup>2</sup>

En 2025 la tasa de desocupación en Colombia continuó disminuyendo hasta mínimos históricos. Efectivamente, entre el último trimestre de 2024 y el mismo periodo de 2025 esta tasa se redujo en 1,1 puntos porcentuales (pp) en el agregado nacional, con lo cual el desempleo a nivel nacional en el cuarto trimestre del año se ubicó en un 8,5%. Por áreas geográficas, la reducción de la tasa de desocupación fue similar tanto en el área urbana como en las otras cabeceras y el área rural, situándose en niveles del 8,7% y 8,2%, respectivamente. Por género, las tasas de desocupación para los hombres y las mujeres en el cuarto trimestre de 2025 se ubicaron en el 6,6% y 11,1%, respectivamente, con lo cual la brecha de género se mantuvo relativamente estable alrededor de 4,5 pp, un nivel inferior al observado antes de la pandemia.

La trayectoria de la tasa de desocupación depende de lo que ocurra con la demanda y con la oferta de trabajo. Dicha demanda se mide por el comportamiento de la población ocupada y por su proporción sobre la población en edad de trabajar (tasa de ocupación). Al cuarto trimestre de 2025 la población ocupada a nivel nacional creció un 3,7% en términos anuales, lo que significó la creación de 860.000 puestos de trabajo. El empleo asalariado creció un 4,9% en el cuarto trimestre 2025, mientras que el segmento no asalariado lo hizo en un 2,6%. Esto implicó que la tasa de ocupación en el agregado nacional aumentara en 1,3 pp. La población ocupada en las áreas urbana y rural creció a ritmos similares al del total nacional. En el caso de las zonas urbanas, este crecimiento fue impulsado, principalmente, por sectores como manufacturas, comercio y alojamiento, mientras que en el área rural las mayores contribuciones a la generación de empleo provinieron del sector agropecuario, y del sector de transporte y comunicaciones.

La oferta laboral se mide por la población económicamente activa (empleados y desempleados que buscan trabajo) como proporción de la población en edad de trabajar (tasa global de participación, TGP). Las cifras del DANE muestran que a diciembre de 2025 la TGP creció 0,7 pp en términos anuales en todos los dominios

<sup>2</sup> En esta sección se usan datos en trimestre móvil y desestacionalizados.

geográficos, lo que muestra que la oferta laboral tuvo un menor dinamismo en 2025 del que tuvo la demanda. Como era de esperar, esto se reflejó en la caída de la tasa de desocupación arriba reportada. El crecimiento de la participación laboral estuvo liderado por los hombres, ya que su TGP aumentó en 0,9 pp y se ubicó en el 77,1% en el cuarto trimestre de 2025. Mientras que en el caso de las mujeres la TGP aumentó en 0,5 pp y se ubicó en el 53,2%. Algunos análisis de la oferta laboral realizados por investigadores del Banco<sup>3</sup> sugieren que la caída de la TGP en los últimos diez años ha estado influida por un efecto de composición demográfica (envejecimiento), y por una disminución de la participación de los jóvenes en la oferta laboral, asociada con su mayor permanencia en el sistema educativo.

Durante la mayor parte de 2025 la tasa de informalidad se redujo hasta niveles históricamente bajos, pero a partir del cuarto trimestre del año mostró un repunte y se ubicó en el 55,8% en ese periodo. Este crecimiento de la informalidad en los últimos meses del año es consistente con el aumento del empleo no asalariado, un segmento predominantemente informal. Por sectores económicos, los mayores incrementos anuales de la informalidad al cuarto trimestre se dieron en las ramas asociadas con la minería, electricidad gas y agua, y finanzas. Por otro lado, las mayores reducciones en la tasa de informalidad se observaron en las actividades profesionales y en el sector agropecuario.

El balance de expectativas de contratación reportado en la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* del Banco de la República pasó a terreno negativo en enero de 2026, luego de arrojar resultados positivos durante 2025. Este indicador resume la intención neta de contratación del sector empresarial (porcentaje que planea aumentar nómina menos porcentaje que planea reducirla), por lo que su deterioro apunta a una menor expansión del empleo asalariado en el futuro cercano. Los pronósticos del equipo técnico del Banco están en línea con esta señal, mostrando una tasa de desocupación urbana con tendencia creciente, que se ubicaría en 2026 en un promedio del 9%.

### Inflación y política monetaria

La inflación en 2025 tuvo un comportamiento muy diferente al observado un año atrás. Mientras que en 2024 esta se redujo del 9,3% en diciembre de 2023 al 5,2% al cierre de 2024, en 2025 esta tendencia se interrumpió. En el primer semestre dejó de descender, y al iniciar el segundo semestre adquirió una tendencia creciente, pasando del 4,8% en junio al 5,5% en octubre, para luego moderarse ligeramente y ubicarse en el 5,1% al finalizar 2025, muy cerca del nivel observado a finales de 2024. De manera similar, la inflación básica (sin alimentos ni regulados) mostró rigidez a la baja y se situó en el 5,0% en diciembre de 2025, solo levemente por debajo de la registrada en diciembre de 2024 (5,2%). La resistencia a la baja de las inflaciones total y básica en el transcurso de 2025 se produjo a pesar de que la política monetaria permaneció en terreno contractivo. Este comportamiento obedeció, fundamentalmente, al fortalecimiento de la demanda interna, que en los tres primeros trimestres del año creció a un ritmo promedio del 4,4% y del 3,9% en el año completo, como respuesta al impulso originado por el aumento del gasto privado y público. A esto se sumó un creciente proceso de indexación de precios, estimulado por los incrementos de las expectativas de inflación y por los aumentos del salario mínimo, que para 2025 se incrementó en el 11%, incluyendo el auxilio de transporte, cifra que duplicó la inflación observada en 2024.

<sup>3</sup> Un análisis de la dinámica estructural y cíclica de la participación laboral se puede encontrar en *Reportes del Mercado Laboral*, núm. 35 (julio de 2025).

La mayoría de los rubros de la canasta familiar explican la rigidez de la tasa de inflación anual en 2025. La variación anual de los precios de los alimentos presentó una tendencia creciente a lo largo de casi todo 2025 debido, principalmente, a alzas en los precios de los alimentos procesados, y solo cedió parcialmente a finales de año, terminando en diciembre en el 5,1%, por encima del registro de 2024. La inflación de regulados disminuyó del 7,3% al 5,4% entre 2024 y finales de 2025, aunque permaneció lejos de la meta de inflación debido a ajustes importantes en las tarifas de transporte, educación y gas, entre otros factores. Por otra parte, la medida de inflación básica, sin alimentos ni regulados, mostró un descenso marginal entre finales de 2024 y junio de 2025, al pasar del 5,2% al 4,8%, pero aumentó paulatinamente en el segundo semestre, para cerrar el año en el 5,0%. De esta manera, los resultados de las medidas de inflación total y básica en 2025 excedieron los valores proyectados por el equipo técnico del Banco, y su comportamiento indicó que las presiones al alza sobre los precios provinieron tanto de choques de oferta, como ocurrió con los alimentos y algunos regulados, como por presiones de demanda, tal como lo indica el aumento de la inflación básica, que excluye alimentos y regulados.

La evolución de la inflación y de sus expectativas durante 2025 no ofreció las condiciones apropiadas para continuar con el proceso de reducción de la tasa de interés de política que sí pudo emprenderse en 2024. El único recorte de la tasa de interés de política durante 2025 se realizó en la sesión de la JDBR de finales de abril, cuando pasó del 9,5% al 9,25%.

Las expectativas de las inflaciones total y básica para diciembre de 2026 que los analistas tenían en enero de 2025 eran del 3,6% y del 3,3%, respectivamente, lo cual mostraba su confianza en que la inflación seguiría una senda decreciente, hasta aproximarse a su meta en un horizonte de dos años. Estas expectativas fueron aumentando progresivamente a medida que los analistas notaban la rigidez a la baja que la inflación mostraba en el transcurso de 2025. Es así como en diciembre de 2025 los analistas habían incrementado sus expectativas de las inflaciones total y básica para finales de 2026 al 4,6% en ambas medidas. Pero el choque más fuerte sobrevino con el aumento del salario mínimo para 2026, decretado en algo más del 23%, lo que llevó a que en enero de 2026 los analistas aumentaran sus expectativas para finales de 2026 al 6,4% para la inflación total y al 6,7% para la básica. Al comparar estas últimas expectativas con las que los analistas tenían en diciembre de 2025, se obtiene que la revisión al alza para finales de 2026 fue de 180 pb para la inflación total y de 210 pb para la básica. Esto implicó que la tasa de interés real de política *ex ante* —medida como la diferencia entre su nivel nominal (9,25%) y las expectativas de inflación— se redujera en esos mismos montos. Las expectativas de inflación obtenidas a partir de los mercados de deuda también aumentaron, y en enero se ubicaron por encima del 6% en el horizonte de dos años. De esta manera, la postura de la política monetaria se relajó de forma no intencional, justo en el momento en que las presiones inflacionarias aumentaron de forma sustancial.

En estas circunstancias, en su sesión de enero la JDBR decidió por mayoría aumentar en 100 pb la tasa de interés de política, ubicándola en un 10,25%. Este incremento, aunque significativo, no alcanzó a compensar la reducción de la tasa de interés real *ex ante*, ocasionada por la revisión al alza de las expectativas de inflación. En la minuta de la sesión de enero de la JDBR, los miembros del grupo mayoritario manifestaron que esta fue una decisión indispensable para evitar un desanclaje persistente de la inflación con respecto a la meta y enfrentar el grave riesgo de perder la credibilidad de la autoridad monetaria en su compromiso con la meta de inflación y su capacidad de cumplir con el mandato constitucional. Adicionalmente, reconocieron que se trató de una decisión exigente para el público y para los mercados, pero sugirieron la necesidad de tener que hacer nuevos aumentos de la tasa de interés que aseguren la convergencia de la inflación a la meta del 3,0%, a la que se espera llegar hacia finales de 2027, dados los rezagos con los que actúa la política monetaria.

## Balanza de pagos

La cuenta corriente de la balanza de pagos del país arrojó en 2025 un déficit de USD 10.883 millones (m), superior en USD 3.871 m al registrado un año atrás. Este desbalance fue equivalente al 2,4 % del PIB, cifra 0,7 pp mayor que la de 2024. Por componentes de la balanza de pagos, este déficit corriente se originó por el balance negativo del comercio de bienes y servicios (USD 14.871 m) y del rubro de renta de los factores (USD 12.446 m), lo cual fue parcialmente compensado por el balance positivo de las transferencias corrientes (USD 16.435 m).

El déficit de la balanza comercial de bienes en 2025 aumentó en USD 5.677 m con respecto al de un año atrás, debido a que el incremento de las exportaciones del 0,8 % (USD 406 m) fue ampliamente superado por el aumento del 10,1 % en el valor de las importaciones (USD 6.082 m). El incremento de las exportaciones de bienes tuvo origen, principalmente, en las exportaciones de café, productos industriales (especialmente de productos químicos y alimentos) y oro, cuyo aumento se compensó por las menores ventas de petróleo crudo y sus derivados, y de carbón. Por su parte, el déficit comercial de servicios se redujo en USD 488 m, gracias al buen dinamismo de las exportaciones de viajes y de servicios de informática. Este comportamiento refleja la recomposición de la matriz exportadora del país que se ha venido dando en los últimos años, tema sobre el cual se profundiza en el Recuadro 4 de este *Informe*. En cuanto a las importaciones, su aumento tuvo origen, principalmente, en las mayores compras externas de bienes de consumo, y de insumos y bienes de capital para la industria, compensadas parcialmente por las menores importaciones de combustibles y lubricantes.

Los términos de intercambio para Colombia mejoraron en un 5,9 % durante 2025 frente al año anterior. Este desempeño se explicó, principalmente, por el incremento en los precios internacionales del café y del oro, así como por la reducción de los precios en dólares de las importaciones. Estos factores compensaron sobremanera la caída observada en la cotización del petróleo.

El balance deficitario de la renta de los factores fue inferior en USD 391 m al registrado en 2024, explicado por los menores egresos netos de intereses de préstamos externos, por las mayores rentas de las inversiones directas de Colombia en el exterior y por la disminución de las utilidades estimadas para las firmas con inversión extranjera directa (IED) en el país. La disminución en las utilidades de la IED se debió, en buena parte, a las menores ganancias estimadas para las firmas que operan en las actividades de explotación petrolera, de minas y canteras, y de transporte, almacenamiento y comunicaciones. Lo anterior fue compensado, parcialmente, por las mayores utilidades de establecimientos financieros y servicios, comercio, y hoteles e industria manufacturera.

El balance positivo de las transferencias corrientes en 2025 aumentó un 6,0 % (USD 927 m) frente a lo registrado en 2024. Esto se explica por los mayores ingresos por remesas de trabajadores, las cuales ascendieron a USD 13.098 m, con un incremento anual del 10,6 % (USD 1.250 m). Su crecimiento estuvo explicado, principalmente, por las remesas provenientes de España y Estados Unidos, que en su orden crecieron USD 362 m y USD 157 m con respecto a un año atrás.

Durante 2025 la cuenta financiera del país registró entradas netas de capital por USD 9.047 m (2,0 % del PIB), cifra superior en USD 3.470 m a la observada en 2024. Dentro de estas entradas se destacan los recursos recibidos por concepto de IED por un monto de USD 11.469 m (2,5 % del PIB), inferior en USD 2.215 m a lo recibido un año atrás. Estos recursos se canalizaron, principalmente, hacia los sectores de servicios financieros y empresariales, minería y petróleo, industria manufacturera, comercio y hoteles, y electricidad. La financiación del déficit externo también estuvo soportada por la inversión extranjera de cartera, por un total de USD 19.871 m, la mayor

parte de la cual fue recibida por el sector público (USD 15.285 m) por concepto de emisión de bonos en los mercados internacionales y compra de TES por no residentes en el mercado local. Adicionalmente, el país recibió desembolsos netos de créditos externos por USD 850 m orientados hacia el sector privado.

Para 2026 el equipo técnico proyecta una ampliación moderada del déficit en la cuenta corriente frente al año anterior, en un entorno de alta incertidumbre, dados los conflictos geopolíticos internacionales. La ampliación frente al déficit del 2,4 % del PIB en 2025 se daría en un contexto en el que, si bien el precio internacional del petróleo se mantendría en niveles superiores a los observados en 2025 como resultado del conflicto reciente en Medio Oriente, algunas exportaciones enfrentarían limitaciones asociadas con la producción y los volúmenes exportados. A esto se sumaría una demanda interna que continuaría impulsando las importaciones. Por otra parte, se prevé que el país mantendría acceso al financiamiento externo en un entorno de tasas de interés de Estados Unidos que se mantendrían por encima de sus niveles previos a la pandemia y de una prima de riesgo de Colombia que continuaría siendo mayor a su promedio histórico.

### Finanzas públicas

Según la actualización del Plan Financiero para 2026 (PF-26) publicado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), el déficit total Gobierno Nacional Central (GNC) entre 2024 y 2025 se redujo del 6,7 % al 6,4 % del PIB, alcanzando una suma de COP 117,8 billones (b). Esta reducción se logró exclusivamente como resultado de la menor carga de intereses, que fue compensada parcialmente por un incremento del gasto primario. La disminución del monto de intereses provino de un efecto contable en el intercambio de títulos por parte de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) como resultado de las operaciones de manejo de deuda (OMD). Con respecto a la proyección contemplada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2025 (MFMP25), el déficit total del GNC fue inferior en 0,8 pp del PIB.

El déficit primario del GNC aumentó del 2,4 % al 3,5 % del PIB entre 2024 y 2025, alcanzando un valor de COP 65,7 b. Lo anterior fue resultado de un gasto primario por valor de COP 368,6 b (19,9 % del PIB), lo que representó un incremento de 1,1 pp del PIB con respecto a 2024. El rubro de transferencias concentró los principales aumentos del gasto, debido especialmente a las mayores obligaciones asociadas con el Sistema General de Participaciones, pensiones, universidades y subsidios a las tarifas eléctricas. El balance primario es un indicador fundamental para evaluar la sostenibilidad fiscal, puesto que muestra la capacidad del Gobierno para financiar sus gastos de funcionamiento e inversión con recursos propios antes de atender los costos de intereses de la deuda.

Conforme al mayor déficit primario, la deuda bruta del GNC aumentó del 61,3 % del PIB en 2024 al 64,4 % en 2025. Este comportamiento se explicó por un mayor saldo de deuda bruta interna como proporción del PIB, la cual se incrementó en 5,0 pp, en contraste con la deuda externa, que registró una disminución de 1,9 pp del PIB, debido, en parte, a la apreciación del peso. Pese al aumento en la deuda bruta, la deuda neta del GNC se redujo del 59,0 % al 58,5 % del PIB entre 2024 y 2025, gracias en gran medida a operaciones de tesorería mediante las cuales el Gobierno logró acumular activos tanto internos como externos.

Cifras preliminares del MHCP muestran que el déficit del Gobierno General (GG)<sup>4</sup> se habría ubicado en el 5,6 % del PIB en 2025 (COP 104,6 b), disminuyendo en 0,2 pp

4 El Gobierno General está integrado por el GNC, los gobiernos regionales y locales, el sector de la seguridad social (pensiones y salud) y el resto del nivel central, en donde se incluye el Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC).

frente al resultado observado en 2024. Este comportamiento obedeció, en buena medida, a la mencionada reducción de 0,3 pp del PIB en el déficit total del GNC. A ello se sumó un incremento de 0,2 pp del PIB en el superávit del subsector de seguridad social, el cual alcanzó el 0,4 % del PIB.

El MHCP proyecta para 2026 un déficit total del GNC del 5,1 % del PIB y uno primario del 2,1 % del PIB, lo que representaría una reducción frente a los déficits observados de 2025. La programación financiera del PF-26 contempla ingresos totales del GNC por 16,1 % del PIB, cifra que representa una caída de 0,2 pp del PIB respecto a los ingresos observados en 2025, resultado asociado con un menor recaudo tributario y con menores recursos provenientes de fondos especiales. En materia de gasto, el PF26 estima gastos totales del 21,2 % del PIB y un gasto primario del 18,2 % del PIB, lo que representa disminuciones de 1,5 pp y 1,7 pp del PIB frente a 2025, respectivamente. El ajuste del gasto primario obedece a la no materialización de recursos derivados del Proyecto de Ley de Financiamiento y a la suspensión provisional del Decreto 1390 de 2025, lo cual obliga a reducir el Presupuesto General de la Nación en la misma magnitud. La implementación efectiva del ajuste y, por tanto, la materialización de las reducciones de gasto previstas, está supeditada a la decisión de fondo de la Corte Constitucional respecto al Decreto de Emergencia.

En materia de deuda del GNC, el MHCP estima que la deuda bruta se sitúe en el 61,1 % del PIB, lo que implica una caída de 3,3 pp del PIB frente a 2025. Este efecto se deriva de la finalización de la obligación financiera asociada con la operación colateralizada de deuda. No obstante, la terminación de esta obligación no modifica la deuda neta, ya que la extinción del colateral se traduce en una disminución de los activos del GNC. Por ello, la deuda neta se ubicaría en el 58,7 % del PIB, es decir, 0,2 pp por encima del cierre de 2025. Con respecto al MFMP25, la proyección de deuda neta es inferior en 4,3 pp del PIB.

El Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) considera poco probable que el escenario fiscal de 2026 planteado por el Gobierno en el PF-26 se materialice, debido a que no son claros los mecanismos para garantizar la reducción propuesta del gasto. Las proyecciones del (CARF)<sup>5</sup> en un escenario inercial sin ajustes sobre ingresos ni gastos indican que el déficit total de 2026 podría ubicarse en el 6,7 % del PIB y el déficit primario en un 3,7 % del PIB. Este último nivel superaría tanto el déficit primario observado en 2025 (3,5 % del PIB) como el contemplado en el escenario del PF-26 (2,1 % del PIB), ubicándose entre los valores más altos registrados desde el periodo posterior al choque de la pandemia. En su escenario base, el CARF estimó un ajuste necesario del 1,6 % del PIB (COP 32,1 billones) con el fin de cumplir con la meta del déficit primario definida por el Confis para 2026.

### Reservas internacionales

Las reservas internacionales netas al cierre de 2025 totalizaron USD 66.352 m, lo que significa un aumento de USD 3.871 m frente a su nivel observado a finales de 2024. Este aumento se explicó por la rentabilidad positiva obtenida durante el año. El rendimiento de las reservas internacionales en 2025, sin incluir el componente cambiario, se ubicó en el 4,76 % (USD 3.067 m). Este resultado se dio, principalmente, por los mayores niveles de las tasas de interés, que tuvieron un impacto positivo en la rentabilidad de las reservas internacionales a través de un mayor ingreso por intereses de las inversiones. Adicionalmente, el rendimiento se vio favorecido por la valorización de las inversiones, ante la disminución en los niveles de las tasas de interés de corto plazo en los principales mercados en los que se invierten las

5 CARF. (2026) "El escenario fiscal de 2026 está expuesto a presiones de gasto que dificultarían el retorno a la Regla Fiscal", Pronunciamento núm. 19.

reservas. Finalmente, el aumento en el nivel de reservas internacionales también se vio soportado por la apreciación de otras monedas de reserva frente al dólar de Estados Unidos. Esto último generó un efecto cambiario positivo en su valoración.

Las distintas métricas de reservas internacionales continúan indicando que Colombia mantiene un nivel adecuado para atender sus necesidades externas y proporcionar un respaldo sólido frente a eventuales choques externos. Uno de los indicadores más utilizados a nivel internacional para evaluar la suficiencia de las reservas es el propuesto por la metodología *assessing reserve adequacy* (ARA) del FMI. Este enfoque establece que las reservas internacionales deben ser suficientes para cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos durante episodios de presión en el mercado cambiario. Este indicador busca brindar protección frente a los riesgos asociados con la pérdida de acceso al financiamiento externo, la pérdida de confianza en la moneda local, la reversión de los flujos de capital, y una posible contracción de la demanda externa. Según el estándar del FMI, se considera que una economía mantiene un nivel adecuado de reservas si la razón entre las reservas observadas y su nivel adecuado (según la metodología ARA) se encuentra en el rango de 1,0 a 1,5. Con la información más reciente disponible, correspondiente a enero de 2026, esta razón para Colombia se ubica en 1,24.

Las perspectivas en torno a la rentabilidad de las reservas internacionales durante 2026 continúan siendo favorables, especialmente para la generación de intereses. A pesar de que las tasas de interés de política monetaria en la mayoría de los mercados se han venido reduciendo durante el último año, aún se mantienen en niveles altos, por lo que se espera que los montos que se causen por concepto de intereses sigan siendo favorables.

### Utilidades del Banco de la República

La utilidad del Banco de la República en 2025 alcanzó un nuevo registro histórico de COP13.893 miles de millones (mm), como resultado de ingresos por COP17.283 mm y egresos por COP3.390 mm. Esta utilidad fue superior en COP3.852 mm frente a la observada en 2024, debido al incremento de los ingresos y a la disminución de los egresos.

Los ingresos se originaron mayoritariamente en el rendimiento de las reservas internacionales, los cuales ascendieron a COP11.894 mm, con un incremento de COP2.555 mm frente a 2024. Por su parte, los egresos provinieron principalmente de la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco por COP976 mm, los cuales presentaron una reducción anual de COP525 mm, debido a la disminución en el promedio anual de su saldo y de su tasa de interés de remuneración resultante de las reducciones de la tasa de interés de política monetaria.

Para 2026 se proyecta una utilidad de COP11.271 mm, superior en COP759 mm a la considerada en el presupuesto aprobado para 2025, en un entorno económico que favorecería la rentabilidad de las reservas internacionales.

## 02/ Entorno macroeconómico

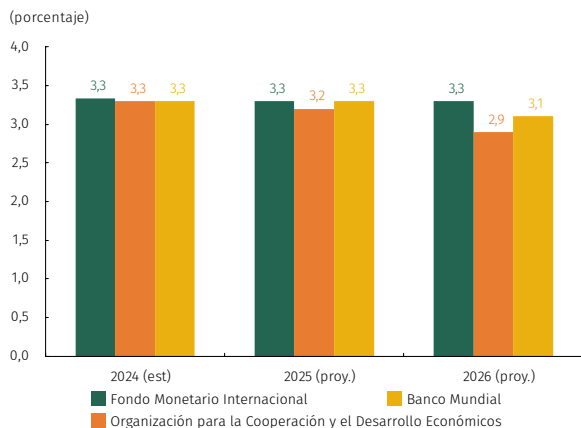
### 2.1 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional

**Durante 2025 la economía global estuvo marcada por un entorno de elevada incertidumbre política y comercial, asociada con la imposición de nuevos aranceles por parte de Estados Unidos.** En un inicio se anticipaban efectos adversos significativos sobre el crecimiento mundial, una desaceleración del comercio internacional, mayores costos de producción relacionados con el encarecimiento de insumos importados y presiones inflacionarias al alza, en particular de bienes transables. No obstante, a lo largo del año se alcanzaron acuerdos comerciales parciales entre Estados Unidos y algunas economías importantes, lo que contribuyó a moderar la incertidumbre arancelaria y a contener parte de estos efectos. En materia de precios, aunque se preveía un traspaso considerable de esos mayores aranceles hacia la inflación, la evidencia sugiere que el impacto ha sido más acotado de lo esperado, especialmente en Estados Unidos (Banco Mundial, 2026; Cavallo, Llamas y Vázquez, 2025)<sup>1</sup>. En dicha economía, factores como la acumulación previa de inventarios, la absorción parcial de costos por parte de las empresas y la reconfiguración de las cadenas de suministro hacia países con acuerdos preferenciales limitaron el traspaso hacia los precios. A ello se sumó la caída de los precios internacionales del petróleo, que contribuyó a contener las presiones inflacionarias y a compensar de manera parcial el encarecimiento de algunos bienes importados. Por su parte, China logró amortiguar parte del choque externo mediante el redireccionamiento de sus exportaciones hacia otros socios comerciales en Asia y el resto del mundo. Esto permitió sostener su dinamismo exportador, pese a las mayores restricciones comerciales (Banco Mundial, 2026). En contraste, economías con alta exposición al comercio con Estados Unidos, como la zona del euro, Canadá y México, enfrentaron un entorno más adverso, lo que afectó su dinámica económica durante 2025. Hacia 2026 se prevé que persista un elevado nivel de incertidumbre económica, comercial y geopolítica. Este entorno estaría marcado por la continuidad de tensiones comerciales, el recrudescimiento reciente del conflicto en Medio Oriente y su posible impacto sobre los precios internacionales de la energía. Además, se espera que las tasas arancelarias promedio se mantengan por encima de los niveles observados antes del episodio reciente de tensiones comerciales. Frente a esto, el 20 de febrero de 2026 la Corte Suprema de los Estados Unidos anuló gran parte de los aranceles impuestos en abril de 2025, al considerar que el Ejecutivo excedió su autoridad bajo la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional (Ileppa, por su sigla en inglés). Posteriormente, la administración de Donald Trump impuso un arancel global temporal del 10% bajo la sección 122 del Trade Act de 1974, y dejó abierta la posibilidad de subirlo hasta el 15%, lo que mantiene elevada la incertidumbre sobre la trayectoria futura de la política comercial.

**En 2025 la actividad económica global mantuvo un crecimiento similar al del año anterior. La moderación gradual de la inflación y unas condiciones financieras algo menos restrictivas, junto con un mayor impulso de la inversión y del consumo en algunas economías avanzadas, compensaron la persistente incertidumbre asociada con las tensiones geopolíticas y comerciales, y con la fragmentación del comercio mundial.** En su más reciente informe, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial estiman un crecimiento global del 3,3% para 2025, cifra

<sup>1</sup> World Bank (2026). *Global Economic Prospects*, enero, Washington, D. C.: World Bank; Cavallo, A., Llamas, P. y F. Vázquez, F. (2025). "Tracking the Short-Run Price Impact of U.S. Tariffs", NBER Working Paper, núm. 34496, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Gráfico 2.1  
Crecimiento económico mundial  
(variación anual)



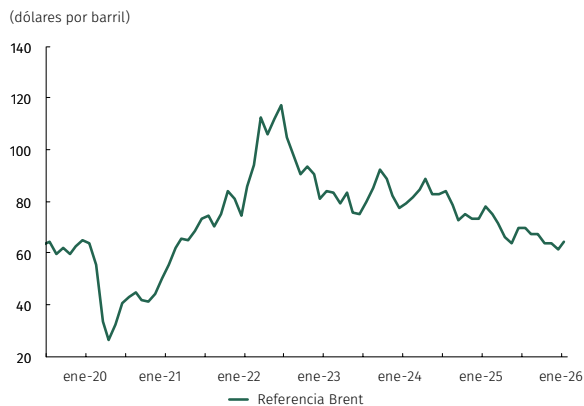
proy.: proyectado.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional (enero 2026), Banco Mundial (enero 2026), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (diciembre 2025).

similar a la observada en 2024, mientras que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) prevé un crecimiento cercano al 3,2% (Gráfico 2.1). En Estados Unidos la actividad creció un 2,1% en 2025, impulsada por el consumo privado, las exportaciones netas y la inversión, con un desempeño muy por encima de las proyecciones de comienzos de año. En la zona del euro la actividad mostró una recuperación gradual, aunque persistieron diferencias entre países y debilidad en algunos sectores industriales. En las economías emergentes y en vías de desarrollo el crecimiento se mantuvo dinámico. En China la economía creció un 5,0% en 2025, alcanzando la meta oficial del gobierno y manteniendo la cifra del año anterior. En este caso, se destacó la fortaleza del sector exportador en un entorno de elevada incertidumbre comercial. En América Latina se observó un crecimiento heterogéneo y, en general, moderado, en contraste con el mayor dinamismo de varias economías emergentes de Asia, que superaron el promedio mundial. Para 2026 los principales organismos internacionales proyectan un crecimiento global similar o ligeramente inferior al observado en 2025, en un entorno de elevada incertidumbre, marcado por la normalización gradual de la política monetaria y la persistencia de riesgos vinculados con las tensiones comerciales y los conflictos geopolíticos. Cabe señalar que estas proyecciones aún no incorporan plenamente los posibles efectos macroeconómicos del reciente conflicto en Medio Oriente, lo que introduce un elemento adicional de incertidumbre sobre la trayectoria de la actividad global.

**En 2025 la caída del precio internacional del petróleo se explicó, en gran medida, por el aumento de la producción mundial. El dinamismo de la oferta, superior al crecimiento de la demanda liderada por China, favoreció la acumulación de inventarios en los países de la OCDE. Sin embargo, para 2026 la incertidumbre es elevada por cuenta de los recientes conflictos en Medio Oriente.** Durante 2025 el precio promedio del Brent cayó cerca de un 15% frente a 2024, ubicándose en USD68 por barril (bl) (Gráfico 2.2). Esta moderación en el precio respondió a un crecimiento de la oferta mundial de petróleo, impulsado por el aumento de la producción en economías no pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), en particular Estados Unidos, Guyana, Noruega y Brasil. Como resultado, la producción global excedió la demanda, lo que se reflejó en una mayor acumulación de inventarios de crudo y sus derivados en las economías de la OCDE, lo cual presionó los precios a la baja. No obstante, la caída estuvo parcialmente limitada por una demanda resiliente, asociada con el dinamismo de la economía China. Para 2026 se anticipa una desaceleración en el crecimiento de la producción mundial de petróleo, aunque esta seguiría superando el consumo global, manteniendo la acumulación de inventarios de petróleo y sus derivados en los países de la OCDE, así como las presiones a la baja sobre los precios. No obstante, durante el primer trimestre de 2026 los precios del petróleo han registrado aumentos que superan los niveles observados el año anterior. Los incrementos se explican por la escalada del conflicto en Medio Oriente, especialmente por los ataques de Irán contra refinerías de petróleo y gas en países vecinos, lo que ha provocado cierres en estas instalaciones

Gráfico 2.2  
Precio internacional del petróleo



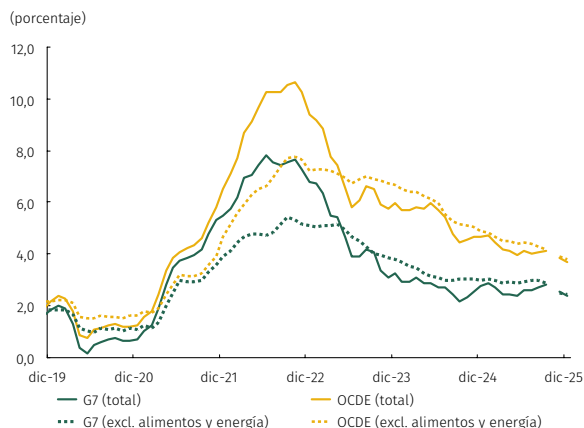
Fuente: Bloomberg.

y afectaciones en el tránsito de embarcaciones petroleras por el estrecho de Ormuz. En este contexto, la incertidumbre se mantiene elevada para todo 2026, debido a los efectos sobre los niveles de producción mundial, factores que limitarían la reducción de los precios y contribuirían a mantener una alta volatilidad en el mercado. Por último, la Administración de Información de Energía de Estados Unidos, en su informe más reciente de marzo, proyecta un precio promedio cercano a los USD 79 por barril para 2026, en un contexto de alta incertidumbre.

### Durante 2025 la inflación mundial continuó moderándose, aunque con comportamientos heterogéneos entre países.

La menor presión de costos frente a años previos, junto con una política monetaria aún restrictiva y una normalización gradual de los mercados laborales, contribuyeron a la reducción en el ajuste de precios en la mayoría de las economías. No obstante, la elevada incertidumbre comercial y geopolítica limitó la velocidad de convergencia hacia los objetivos de los bancos centrales. En este contexto, la inflación total global se redujo en 2025 frente a lo observado en 2024, en un proceso de moderación que fue común a la mayoría de las economías avanzadas y emergentes, aunque con algunas diferencias en magnitud. En diciembre de 2025 la inflación anual total en los países miembros de la OCDE se ubicó en el 3,7%, frente al 4,7% registrado a finales del año anterior. Por su parte, la inflación básica se situó en un 3,8%, por debajo del 4,9% observado en diciembre de 2024 (Gráfico 2.3). En Estados Unidos, tras el repunte observado en el segundo y tercer trimestres del año, la inflación total retomó una trayectoria descendente. Este comportamiento se explicó por menores presiones en los precios de la energía —asociadas con la caída de los precios internacionales del petróleo— y por una desaceleración gradual en el componente de bienes y servicios. Como resultado, la inflación total se redujo del 2,9% en diciembre de 2024 al 2,7% en diciembre de 2025. Para el mismo periodo, la inflación básica mostró una corrección más marcada, al reducirse del 3,2% al 2,6%. En la zona del euro la inflación también continuó moderándose, al pasar del 2,4% a finales de 2024 al 2,0% al cierre de 2025. En contraste, en Reino Unido y Canadá la inflación total se ubicó en el 3,4% y 2,4%, respectivamente al cierre de 2025, niveles superiores a los observados el año anterior (2,5% y 1,8%, en su orden)<sup>2</sup> (Gráfico 2.4, panel A). En Japón la inflación total se ubicó en el 2,1% y se redujo de manera significativa frente a 2024, tras el repunte registrado en ese año. En las economías emergentes la inflación mostró una tendencia descendente en la mayoría de los países analizados. En varios países de América Latina con esquemas de inflación objetivo, la inflación total continuó disminuyendo, y al cierre de 2025 se ubicó dentro de los rangos meta. En particular, alcanzó niveles del 4,3% en Brasil, 3,7% en México, 3,5% en Chile y 1,5% en Perú,

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

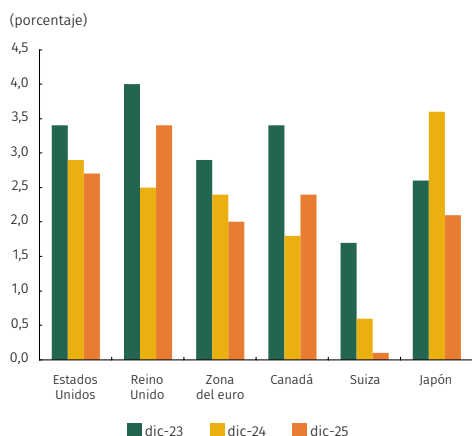


Nota: la ausencia del dato de inflación de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos para octubre de 2025 responde a la no disponibilidad de información de precios en Estados Unidos, debido al cierre parcial del gobierno federal, lo que impidió la recolección de datos mediante encuestas por parte del Bureau of Labor Statistics. Dado el carácter no recuperable de esta información y el peso de este país en el agregado, la inflación para dicho mes no será publicado. Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

2 En el Reino Unido y Canadá, el aumento de la inflación al cierre de 2025 frente a 2024 estuvo asociado con efectos base menos favorables, incrementos en los precios de la energía y de algunos servicios (incluidos rubros relacionados con vivienda), así como con la persistencia de presiones en el componente de servicios, en un contexto de mercados laborales relativamente ajustados y de transmisión gradual de la política monetaria.

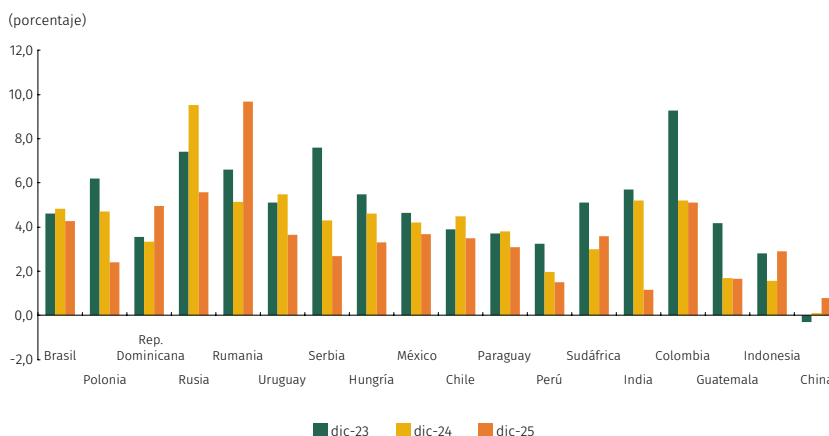
Gráfico 2.4  
Inflación total al consumidor

A. Algunas economías avanzadas



Fuente: Bloomberg.

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



cifras inferiores a las registradas en diciembre de 2024 (Gráfico 2.4, panel B). Por su parte, durante la primera mitad del año en China se registraron variaciones anuales negativas del IPC, lo que reflejó episodios de deflación asociados con una demanda interna moderada; si bien hacia el cierre del año la inflación se ubicó en el 0,8%, el promedio anual se mantuvo por debajo del registrado en 2024. En conjunto, el proceso desinflacionario avanzó de manera amplia y relativamente generalizada en 2025, especialmente en economías avanzadas y en la mayoría de emergentes, en un entorno caracterizado por persistente incertidumbre geopolítica y comercial.

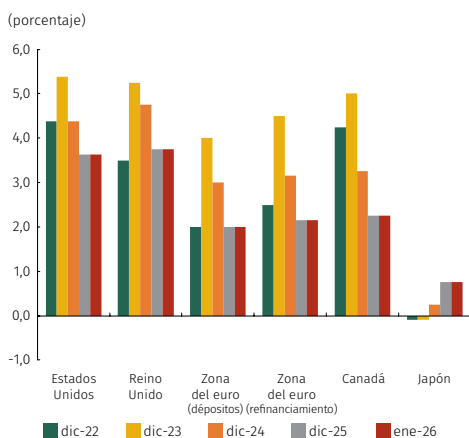
**Para 2026 se anticipa que el proceso desinflacionario continúe en la mayoría de las economías, aunque a un ritmo más incierto que el previsto anteriormente, en un contexto de recientes presiones al alza en los precios internacionales del petróleo asociadas con el recrudecimiento del conflicto en el Medio Oriente. Esto, en un entorno de elevada incertidumbre política y comercial, que podría generar presiones puntuales sobre los precios y diferencias en la velocidad de convergencia entre países.** En su más reciente reporte, el FMI estima que la inflación mundial se ubicaría en el 4,1% en 2025 y continuaría moderándose hasta el 3,8% en 2026. Para el mismo periodo, en las economías avanzadas la inflación total se reduciría del 2,5% al 2,2%, mientras que en las economías emergentes y en vías de desarrollo pasaría del 5,2% al 4,8%. Esta dinámica estaría asociada con una demanda global en proceso de normalización, menores presiones provenientes de los precios internacionales de la energía y condiciones financieras que, aunque menos restrictivas que en años anteriores, seguirían contribuyendo a la moderación inflacionaria. Sin embargo, el reciente aumento en los precios del petróleo introduce un riesgo al alza sobre estas proyecciones, tanto por su efecto directo sobre el componente energético como por posibles presiones indirectas sobre los costos de transporte. En Estados Unidos la convergencia hacia la meta sería más gradual que en otras economías avanzadas, en un entorno de elevada incertidumbre arancelaria y de expectativas de inflación que se mantienen relativamente elevadas. A ello se suman riesgos asociados con una mayor fragmentación comercial y con choques geopolíticos que podrían generar presiones adicionales sobre los precios de las materias primas.

**Las tasas de interés de política monetaria en las economías avanzadas, con excepción de Japón, continuaron reduciéndose durante 2025, aunque de forma diferenciada entre países y con algunas pausas hacia finales del año.** En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) continuó con el ciclo de reducción de su tasa de interés de

política monetaria, tras haberla situado en el rango del 4,50 %-4,75 % a finales de 2024. A lo largo de 2025 el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) implementó recortes adicionales que ubicaron la tasa en un rango entre el 3,50 % y 3,75 % al cierre del año<sup>3</sup>. Esto, en un entorno de moderación gradual de la inflación, crecimiento económico sólido y un mercado laboral que mostró señales de debilidad. No obstante, hacia finales del año la autoridad monetaria adoptó una postura más cautelosa, condicionando la trayectoria futura de la tasa de interés a una mayor convergencia de la inflación hacia la meta del 2,0 % y a la evolución de los riesgos externos. Por su parte, otros bancos centrales de economías avanzadas también avanzaron en el proceso de reducción iniciado en 2024. Al cierre de 2025, el Banco Central Europeo (BCE) redujo sus tasas de referencia hasta el 2,0 % para la facilidad de depósitos y al 2,15 % para las operaciones principales de financiación, mientras que el Banco de Canadá llevó su tasa de política al 2,25 % (Gráfico 2.5, panel A). El Banco de Inglaterra, en tanto, continuó disminuyendo su tasa hasta el 3,75 %, aunque con pausas en la segunda mitad del año ante repuntes transitorios de la inflación. En contraste, el Banco de Japón continuó con la normalización de su política monetaria tras el abandono del esquema de tasas negativas en 2024. Dado que no había participado en el ciclo previo de aumentos de tasas observado en otras economías avanzadas, durante 2025 incrementó gradualmente su tasa de referencia hasta el 0,75 %, como respuesta a una inflación que se mantuvo por encima de su objetivo. Hacia adelante, la trayectoria de las tasas de interés en estos países estará determinada por el ritmo de convergencia de la inflación y la materialización de los riesgos asociados con la incertidumbre comercial y geopolítica.

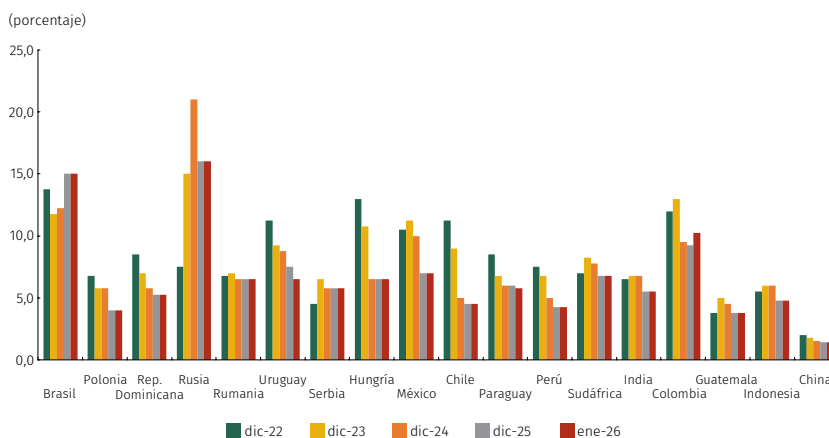
Gráfico 2.5  
Tasa de interés de política monetaria en algunas economías

#### A. Algunas economías avanzadas



Fuente: Bloomberg.

#### B. Algunas economías emergentes y de la región



**Durante 2025 la mayoría de las economías de América Latina continuaron reduciendo sus tasas de interés de política monetaria, en un entorno de moderación de la inflación y de sus expectativas.** El ritmo de los recortes fue heterogéneo entre países y, en algunos casos, se registraron pausas en el ciclo de flexibilización, asociadas con la convergencia de las tasas de interés reales hacia niveles considerados neutrales por sus bancos centrales, y con una mayor cautela frente

3 La Reserva Federal redujo su tasa de política monetaria en 75 puntos básicos (pb) durante 2025. De manera similar, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra realizaron recortes acumulados de 100 pb cada uno. En contraste, el Banco de Japón incrementó su tasa de referencia en 50 pb.

a la incertidumbre externa, especialmente a comienzos del año ante preocupaciones por los aranceles y una posible desaceleración global. En este contexto, varios bancos centrales de la región profundizaron el proceso de reducción iniciado en años anteriores, en línea con la moderación inflacionaria y con señales de menor dinamismo de la demanda interna. Al cierre de 2025 las tasas de interés de política en países como Perú, Chile, México y Uruguay se ubicaban en niveles inferiores a los observados un año atrás y significativamente por debajo de los máximos alcanzados durante el ciclo previo de endurecimiento monetario (Gráfico 2.5, panel B). Paraguay constituyó una excepción, al mantener estable su tasa de interés de referencia durante el año. En contraste, en Brasil el banco central elevó la tasa de interés en 2025 ante una inflación persistente, expectativas elevadas, y presiones cambiarias y fiscales.

**El comportamiento de los mercados financieros internacionales también estuvo marcado por un entorno de elevada incertidumbre, particularmente durante el primer semestre del año, y por los recortes en las tasas de interés de política monetaria en la mayoría de las principales economías avanzadas.** En Estados Unidos durante el primer semestre se registraron varios episodios de tensión comercial, entre los que se destacó el denominado *Liberation Day*<sup>4</sup>, que generó un aumento transitorio en las primas de riesgo ante la mayor incertidumbre y el deterioro en las relaciones comerciales con sus principales socios. Si bien varios de estos factores se moderaron hacia la segunda mitad del año, también se presentaron nuevos episodios de tensión<sup>5</sup>. No obstante, tras este periodo inicial de elevada incertidumbre, en especial en la primera mitad de 2025, los mercados financieros internacionales registraron un aumento significativo en la demanda por activos de riesgo, como se detalla más adelante. Este entorno estuvo acompañado por la continuidad de los recortes en las tasas de interés de política por parte de la mayoría de los bancos centrales de economías avanzadas, lo cual favoreció condiciones globales de mayor liquidez. En contraste, el Banco de Japón mantuvo una postura contractiva como respuesta a factores propios de esta economía.

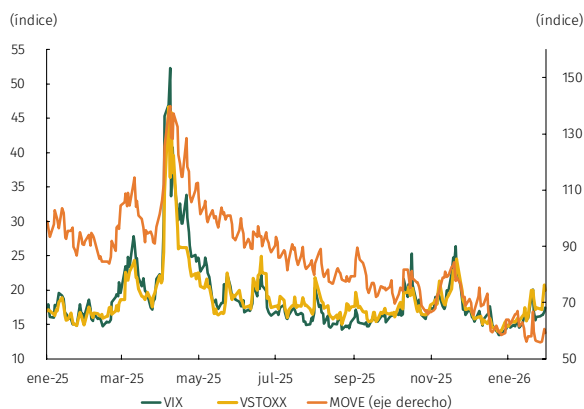
**Durante 2025 se registraron varios episodios de aumento en la percepción de riesgo global; no obstante, sus efectos sobre la mayoría de los mercados financieros fueron transitorios en la medida en que los factores de incertidumbre que los caracterizaron se fueron moderando rápidamente.** Entre 2025 y comienzos de 2026 (con corte al 30 de enero) se presentaron eventos que afectaron, en distinta magnitud, los mercados financieros globales. Los principales indicadores de percepción de riesgo (como el VIX, el VSTOXX y el MOVE Index<sup>6</sup>), así como los rendimientos de los títulos del Tesoro de Estados Unidos y los mercados accionarios en las principales economías, mostraron deterioros transitorios durante los momentos de mayor incertidumbre. Estos movimientos fueron seguidos de correcciones relativamente

4 Corresponde a un anuncio realizado el 2 de abril, mediante el cual Estados Unidos comunicó un incremento generalizado de aranceles. En particular, se estableció un arancel mínimo del 10% para la mayoría de sus socios comerciales, con excepción de México y Canadá, cuyos bienes ya estaban sujetos a gravámenes superiores en distintos sectores. Adicionalmente, se impusieron tarifas más elevadas a economías con amplios superávits comerciales frente a Estados Unidos, entre ellas China (34%), India (26%), Japón (24%) y la Unión Europea (20%), entre otros socios relevantes.

5 Entre ellos se destacan la aprobación, a comienzos de julio de 2025, de un paquete fiscal que amplió beneficios tributarios y elevó las proyecciones de déficit y deuda, lo que generó cuestionamientos sobre la sostenibilidad fiscal de ese país. A ello se sumó un cierre parcial del Gobierno federal por un periodo prolongado, debido a la falta de consenso presupuestal, así como episodios adicionales de tensiones comerciales y geopolíticas.

6 El VIX, el VSTOXX y el MOVE Index miden la volatilidad implícita esperada a un mes, derivada de los precios de las opciones sobre el S&P 500, el Euro Stoxx 50 y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, respectivamente.

Gráfico 2.6  
Indicadores de percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales



Fuentes: Bloomberg y Data License.

rápidas a medida que se disipaban los choques y avanzaban las negociaciones (Gráfico 2.6). En particular, el episodio que sobresale fue el denominado *Liberation Day* ocurrido el 2 de abril de 2025, el cual generó tensiones relevantes tras el anuncio de un incremento generalizado de aranceles. Este evento también provocó caídas importantes en los mercados<sup>7</sup>, las cuales se revirtieron parcialmente conforme se moderaron las medidas anunciadas<sup>8</sup>. No obstante, algunos activos exhibieron efectos más persistentes: el dólar registró una depreciación global, como se detalla más adelante, y ciertos metales preciosos presentaron valorizaciones sostenidas, en un contexto de mayor demanda por activos refugio.

**Los títulos de deuda pública de Estados Unidos registraron valorizaciones moderadas, a pesar de la incertidumbre fiscal, en línea con los recortes de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal y la moderación de algunos factores de riesgo global, especialmente a partir de la segunda mitad de 2025. Por su parte, las tasas de interés de largo plazo en Japón y la zona del euro<sup>9</sup> aumentaron debido a presiones sobre la situación fiscal en esas economías.** En Estados Unidos los títulos de largo plazo se desvalorizaron durante la primera mitad de 2025 por la persistente incertidumbre fiscal y comercial. No obstante, estos se corrigieron gradualmente a partir del tercer trimestre, acumulando valorizaciones moderadas en el periodo. Aun así, las tasas se mantuvieron en niveles relativamente altos y con elevada volatilidad. Por su parte, los títulos de corto plazo se valorizaron como respuesta a la consolidación de expectativas de recortes de tasas de interés por parte de la Reserva Federal y a las reducciones por 75 puntos básicos (pb) en el segundo semestre. En Japón las tasas de interés de largo plazo aumentaron de manera pronunciada, alcanzando niveles históricamente elevados, como resultado de un mercado deterioro en las percepciones sobre la sostenibilidad fiscal<sup>10</sup>. En la zona del euro las tasas de interés de largo plazo registraron incrementos asociados, principalmente, con

- 7 Entre el 2 y el 9 de abril, el MOVE Index aumentó 22,4 puntos, el VIX 12,1 puntos y el VSTOXX 24,6 puntos, reflejando un incremento significativo en la percepción de riesgo global. En el mismo periodo, los principales mercados bursátiles de economías avanzadas registraron una desvalorización promedio del 9,7%. Por su parte, los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo aumentaron en 21 pb, lo que implicó una caída en sus precios.
- 8 Para mayor detalle, véase: Marco Lombardi, Gabor Pinter y Karamfil Todo-rov (2025). "Box A. Understanding the Swift Market Recovery after the April 2025 Tariff Shock", en *Markets Shrug Off Trade Conflicts*, Bank for International Settlements, septiembre.
- 9 Los rendimientos de los títulos de deuda pública japoneses a veinte años aumentaron 71 pb, pasando del 2,34% al 3,04%, mientras que los títulos en euros al mismo plazo de Francia aumentaron 31 pb, al pasar del 3,67% al 3,98% entre el 30 de junio y el 31 de diciembre de 2025. Por su lado, las tasas de los títulos alemanes al mismo plazo aumentaron 28 pb durante el mismo periodo, al pasar del 2,96% al 3,24%.
- 10 Tras la renuncia del primer ministro Shigeru Ishiba a comienzos de septiembre, Sanae Takaichi fue elegida en octubre, lo que elevó la incertidumbre debido a su postura favorable a un mayor estímulo fiscal. En este contexto, en noviembre de 2025 el Gobierno aprobó un nuevo paquete de estímulo por JPY 17,7 billones (USD 112 mil millones), el de mayor magnitud desde la pandemia. Adicionalmente, en diciembre se sancionó un presupuesto para 2026 por un monto récord de JPY 122,2 billones (USD 784 mil millones), orientado a impulsar el crecimiento económico y fortalecer el gasto en defensa, pese a los riesgos que ello implica para la sostenibilidad fiscal.

la incertidumbre política y fiscal<sup>11</sup>, mientras que en el Reino Unido los movimientos fueron moderados<sup>12</sup>.

**El dólar estadounidense se debilitó de manera importante (el DXY<sup>13</sup> disminuyó un 9,37%) frente a las principales monedas de las economías avanzadas y emergentes. Las expectativas del mercado sugieren que esta debilidad podría mantenerse en el mediano plazo, en un contexto en el que algunos analistas han manifestado inquietudes sobre el papel del dólar como principal moneda de reserva y de transacción internacional.**

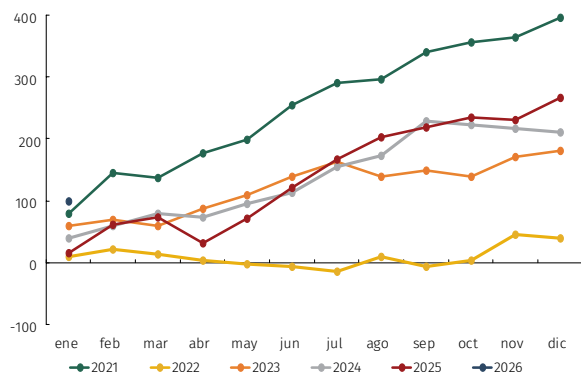
Durante 2025 el comportamiento del dólar estuvo afectado, principalmente, por la moderación en las expectativas de crecimiento económico en Estados Unidos debido a preocupaciones fiscales y comerciales, así como las relacionadas con la independencia institucional de la Fed. Los episodios de mayor aversión al riesgo, junto con la debilidad del dólar y la mayor demanda de activos de reserva alternativos, generaron cuestionamientos en el mercado sobre el liderazgo de la divisa como activo refugio y moneda de transacción internacional.

**En este contexto se observó una mayor demanda por activos de riesgo por parte de los inversionistas, lo que puede estar relacionado con el interés de diversificar sus portafolios. Esto favoreció un aumento significativo de los flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes, principalmente por entradas hacia instrumentos de deuda.**

De acuerdo con las cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés)<sup>14</sup>, en 2025 se observaron entradas netas por USD 259 mil millones (mm) hacia los mercados emergentes, resultado de flujos positivos hacia los mercados de renta fija, que compensaron sobremanera las salidas observadas en renta variable<sup>15</sup> (Gráfico 2.7). Esta cifra es el acumulado de inversión de portafolio a economías emergentes más alto desde 2022, lo que evidencia un fortalecimiento de la demanda por activos emergentes. En el caso de América Latina, los flujos de capital de portafolio presentaron entradas netas por un total de USD 64,1 mm<sup>16</sup>, las terceras mayores entradas a nivel regional después de Asia (exceptuando China) y Europa emergente.

Gráfico 2.7  
Flujos de portafolio hacia economías emergentes por parte de no residentes

(miles de millones de dólares)



Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés).

- 11 Por ejemplo, en septiembre de 2025 el parlamento francés destituyó al primer ministro François Bayrou tras rechazar su plan de austeridad orientado a reducir la deuda pública, siendo esta la segunda destitución de un jefe de gobierno en nueve meses. Ese mismo mes, Fitch Ratings rebajó la calificación crediticia de Francia de AA- a A+, citando la inestabilidad política y el deterioro de las finanzas públicas. Adicionalmente, en octubre, S&P Global Ratings redujo la calificación soberana del país de AA- a A+. Finalmente, en noviembre se informó que el endeudamiento neto del gobierno federal de Alemania previsto para 2026 será superior al estimado inicialmente.
- 12 Las tasas de interés de corto plazo registraron valorizaciones en línea con la postura monetaria expansiva del Banco de Inglaterra, mientras que las tasas de largo plazo se mantuvieron relativamente estables.
- 13 El índice DXY mide el valor del USD frente a una canasta ponderada de las principales divisas de economías avanzadas, compuesta por el euro, el yen, la libra esterlina, el dólar canadiense, la corona sueca y el franco suizo.
- 14 En su informe de febrero de 2026 (información preliminar).
- 15 Específicamente se registraron entradas por USD 320 mm a los mercados de deuda y salidas por USD 61 mm de los mercados accionarios.
- 16 De las cuales, USD 79 mm corresponden a entradas a los mercados de renta fija y USD 15 mm a salidas de renta variable.

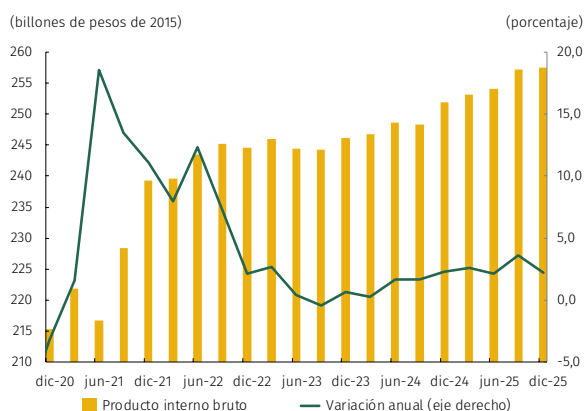
## 2.2 Evolución y perspectivas de la actividad económica y el mercado laboral

### 2.2.1 Actividad económica

**En 2025 la economía colombiana creció a una tasa superior a la de los dos años anteriores, impulsada por diversos sectores de servicios, actividades agropecuarias y, en alguna medida, por la manufactura.** Según la información del DANE, el crecimiento económico en este último año ascendió al 2,6%, por encima del 1,5% registrado en 2024 y superior al de algunos países de la región<sup>17</sup>. Este comportamiento continuó la tendencia observada desde finales de 2023 (Gráfico 2.8). Este mayor crecimiento se dio en el marco de una postura de política monetaria restrictiva, pero que fue relajándose a lo largo del año, así como de una política fiscal expansiva<sup>18</sup> y de unas condiciones crediticias externas relativamente favorables. Esto último, gracias a la reducción de la tasa de interés de política en Estados Unidos. La aceleración de la actividad económica también habría estado soportada por un crecimiento sostenido del ingreso disponible y del empleo, y de un flujo de remesas e ingreso cafetero que se sostuvieron en niveles altos. A esto se sumó una mayor confianza de los consumidores. Por el lado de la oferta, las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación fueron las más dinámicas, seguidas por el comercio al por mayor y al por menor, y la administración pública y defensa. Estas presentaron crecimientos del 9,9%, 4,6% y 4,5%, respectivamente. En contraste, la explotación de minas y canteras fue el sector con el mayor deterioro, con una caída anual del 6,2%, seguido por una contracción del sector construcción (-2,8%), principalmente por edificaciones (Cuadro 2.1). En los tres primeros trimestres se observó una clara tendencia de crecimiento del nivel de la actividad económica, la cual no se mantuvo en el cuarto.

**El comportamiento de 2025 continúa la tendencia registrada en la economía desde años anteriores, con una menor participación de los sectores mineroenergéticos, de construcción y de manufactura, en favor de diversos sectores de servicios y de las actividades agropecuarias.** Durante los últimos años la economía colombiana ha tenido una recomposición en su estructura sectorial, orientándose cada vez más hacia las actividades agropecuarias y de servicios, al tiempo que algunos sectores productivos de bienes han perdido participación relativa (Cuadro 2.2). En particular, el sector agropecuario ha incrementado de manera sostenible su participación en el PIB, pasando del 6,4% en 2019 al 9,9% en 2025. Este resultado estaría asociado con una mayor oferta agropecuaria de

Gráfico 2.8  
Producto interno bruto (PIB)<sup>a/</sup>  
(trimestral y variación anual)



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

17 En 2025 Brasil, Chile y México crecieron un 2,3%, 2,3% y 0,6%, respectivamente. Además, de acuerdo con el reporte de enero de 2026 del FMI, se estima que la región habría crecido en promedio un 2,4% en 2025.

18 El Comité Autónomo de la Regla Fiscal, en su Pronunciamiento núm. 19, señala que, en el contexto actual de las finanzas públicas, se dio un impulso fiscal durante 2025. En particular, estima que el balance primario ajustado por el ciclo se ubicó en el -2,7% del PIB, el nivel más bajo desde 1999, y que su deterioro frente a 2024 implicó un estímulo fiscal de 0,3 pp al crecimiento del PIB, superior al promedio de 0,2 pp observado en la última década (véase: <https://www.carf.gov.co/documents/d/guest/pronunciamiento-no-19>).

Cuadro 2.1  
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica  
(corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015)

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

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 2.2  
Participación porcentual de los sectores económicos en el PIB, 2010-2025

Sector económico	Promedio 2010-2019	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	6,1	6,4	7,5	7,8	8,8	8,8	9,5	9,9
Explotación de minas y canteras	7,3	5,5	4,1	5,4	7,3	5,7	4,5	3,7
Industria manufacturera	12,2	10,9	10,7	11,2	11,1	10,9	10,2	9,9
Electricidad, gas y agua	3,2	3,4	3,9	3,8	3,7	4,2	4,4	4,0
Construcción	6,6	6,2	4,7	4,2	3,9	4,0	4,3	4,2
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	16,6	17,8	17,0	18,2	18,6	18,8	18,6	19,0
Información y comunicaciones	3,0	2,8	2,9	2,7	2,5	2,4	2,3	2,2
Actividades financieras y de seguros	4,2	4,4	4,9	4,4	3,9	4,0	4,1	4,2
Actividades inmobiliarias	8,7	8,7	9,5	8,3	7,1	7,2	7,4	7,4
Actividades profesionales, científicas y técnicas	6,8	6,8	6,9	6,6	6,4	6,5	6,4	6,3
Administración pública y defensa, educación y salud	13,9	15,1	16,4	15,2	13,4	14,4	15,1	15,4
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	2,4	2,6	2,5	2,8	3,1	3,5	3,8	4,0

Nota: las participaciones sectoriales se calculan a partir de las series originales y nominales del PIB.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

cultivos diferentes a café, y a la ganadería. En el caso de los servicios, se destacan las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación, que incrementaron su participación del 2,6% del PIB en 2019 al 4,0% en 2025. Este comportamiento ha estado asociado, entre otros factores, con el auge de los juegos operados por internet, principalmente las apuestas deportivas, así como con una mayor realización de eventos culturales y conciertos de gran escala en el país. De igual forma, se observa un aumento en la participación de los servicios de comercio, transporte y alojamiento, que pasaron de representar el 17,8% del PIB en 2019 al 19,0% en 2025, a raíz del dinamismo observado en la comercialización de vehículos automotores, motocicletas, y equipo de informática para uso de los hogares, entre otros. En contraste, algunos sectores productores de bienes han reducido su participación relativa dentro de la economía. La explotación de minas y canteras pasó de representar el 5,5% del PIB en 2019 al 3,7% en 2025, mientras que la construcción disminuyó del 6,2% al 4,2% en el mismo periodo. En el caso de la construcción, esto se observa tanto en vivienda como en otras edificaciones y obras civiles. Esto último está relacionado, en parte, con la contracción del sector de petróleo y carbón, los cuales son intensivos en inversión de obras civiles.

**Por el lado del gasto, y al igual que en 2024, la demanda interna siguió siendo el principal motor de crecimiento de la actividad económica, sobre todo por el impulso del consumo privado y del público.** Durante 2025 la demanda interna sostuvo crecimientos altos y superiores a los del PIB en su conjunto. El consumo privado fue el principal motor del buen desempeño de la demanda interna, al registrar un crecimiento significativo en términos anuales (3,6%) (Cuadro 2.3) y al ubicarse, al final del año, en niveles históricamente altos. En general, todos los segmentos del consumo

Cuadro 2.3  
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto  
(corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015)

	2024	2025				2025
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Gasto de consumo final	1,5	4,0	3,7	5,6	3,7	4,2
Gasto de consumo final de los hogares	1,6	4,4	3,4	3,8	2,9	3,6
Bienes no durables	-0,3	4,6	3,6	3,4	2,4	3,5
Bienes semidurables	-2,5	6,5	6,2	7,5	8,2	7,1
Bienes durables	0,1	14,4	15,1	17,6	12,6	14,9
Servicios	3,6	3,5	2,4	2,7	2,2	2,7
Gasto de consumo final del gobierno general	0,6	2,6	4,4	15,9	6,4	7,1
Formación bruta de capital	2,4	8,2	6,2	1,2	-7,0	2,1
Formación bruta de capital fijo	0,7	0,4	3,8	4,6	-3,2	1,3
Vivienda	-3,8	-3,6	-5,8	-6,5	-10,0	-6,5
Otros edificios y estructuras	3,8	-10,5	-0,4	5,1	-5,3	-2,9
Maquinaria y equipo	0,7	4,9	16,7	13,0	2,2	9,0
Recursos biológicos cultivados	7,9	11,6	4,8	1,8	1,4	4,7
Productos de propiedad intelectual	-3,1	-0,7	-2,8	1,7	-3,6	-1,4
Demanda interna	1,6	4,5	3,9	4,7	2,4	3,9
Exportaciones	0,4	1,4	2,0	2,8	1,1	1,8
Importaciones	1,2	12,9	10,1	9,9	1,3	8,4
PIB	1,5	2,6	2,2	3,6	2,2	2,6

Nota: no es una serie publicada oficialmente por el DANE. Calculada como la diferencia entre la formación bruta de capital, y la formación bruta de capital fijo.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de los hogares continuaron expandiéndose en niveles y en términos anuales, destacándose la contribución del sector de servicios, cuyo crecimiento anual, aunque fue moderado (2,7%), se dio sobre niveles muy altos, y después de tres años consecutivos de expansiones significativas. Un dinamismo también muy importante se observó en el consumo durable (14,9% anual), el cual estuvo impulsado, sobre todo, por el gasto en vehículos y motocicletas, así como por el gasto en electrodomésticos y equipos móviles de comunicación. El consumo no durable, por su parte, creció un 3,5%, recuperándose de la caída del -0,3% registrada en 2024. En cuanto al consumo de bienes semidurables, su expansión anual (7,1%) estuvo favorecida por el gasto en vestuario y calzado. Este muy buen desempeño del consumo de los hogares se dio en medio de mayores ingresos reales por cuenta de las alzas del salario mínimo, tasas de interés más bajas, estabilidad del empleo, recuperación de la confianza de los consumidores y mayores ingresos para las familias cafeteras o receptoras de remesas de trabajadores en el exterior. El consumo público también registró un aporte positivo al crecimiento en 2025, al registrar una notable expansión del 7,1%. Este componente presentó aumentos anuales considerables, especialmente durante el segundo semestre, favorecido, entre otros, por gastos asociados con procesos electorales y por el pago del retroactivo de funcionarios públicos y de una bonificación importante para los docentes del magisterio.

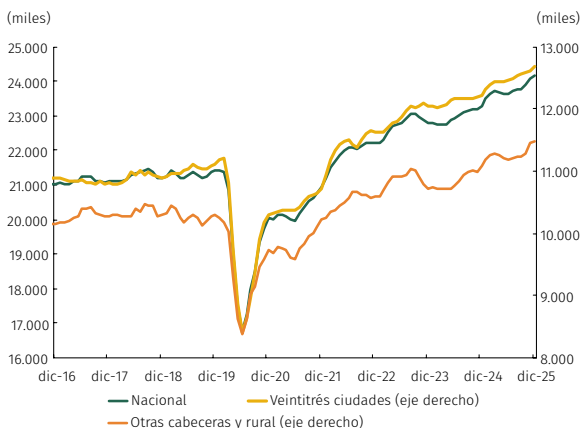
**La inversión fija se expandió a una tasa baja e inferior a la del PIB, con niveles todavía inferiores a los observados en la última década, debido, principalmente, a un desempeño débil de la inversión en construcción.** La inversión fija tuvo una tasa de expansión en 2025 del 1,3%, cifra superior a la observada en 2024. Su comportamiento por componentes fue muy heterogéneo. El principal impulso provino de la inversión en maquinaria y equipo, la cual se reflejó en las mayores importaciones de bienes de capital durante el año. Por subcomponentes, se resalta el crecimiento de estos bienes para la agricultura y para la industria. Por el contrario, la inversión en vivienda se contrajo sobre los ya bajos niveles observados el año anterior, como resultado de una menor culminación de edificaciones tanto en el segmento VIS como en el no VIS. La inversión en otros edificios y estructuras también presentó una caída anual, a pesar del avance de diferentes proyectos de inversión a nivel local, regional y nacional, como el metro de Bogotá y algunos proyectos de vías 5G, entre otros. Respecto a la inversión total, que incluye variación de inventarios, su crecimiento anual en 2025 fue del 2,1%, contribuyendo a la expansión del PIB de este año, pero con una tasa inferior a la del consumo público y privado. No obstante, esta tasa es inferior al crecimiento reportado para el mismo agregado un año atrás y al del PIB en su conjunto en 2025. A su aumento durante el último año habría contribuido una recuperación de los inventarios en varios sectores. El débil comportamiento de la inversión estaría asociado con los efectos rezagados de los cambios en la política de subsidios de vivienda, una percepción de mayor riesgo en materia regulatoria por parte de los empresarios, una política monetaria aún restrictiva y el declive de los sectores mineroenergéticos, que en el pasado fueron altos demandantes de inversión en obras civiles y otras estructuras, entre varios factores.

**Las importaciones registraron una fuerte expansión, en línea con el dinamismo de la demanda interna, mientras que las exportaciones lo hicieron en menor medida, lo que hizo que la demanda externa neta volviera a aportar negativamente al crecimiento.** Durante 2025 el desempeño favorable de la demanda interna, y en particular del consumo durable y la inversión en maquinaria y equipo, se reflejó en un aumento considerable de las importaciones (8,4% anual), el cual estuvo impulsado, principalmente, por las de bienes de consumo durable y de bienes de capital, sobre todo equipo de transporte. Por su parte, las exportaciones en pesos reales presentaron un crecimiento anual modesto, del 1,8%, en parte explicado por el mal desempeño de las exportaciones del sector mineroenergético. Lo anterior contrastó con el dinamismo de las exportaciones agrícolas, cuyo crecimiento fue impulsado por las de café y banano, así como con las de la industria manufacturera, impulsada por productos alimenticios y químicos. Las exportaciones de servicios registraron un crecimiento anual

importante (5,4%), explicado parcialmente por una dinámica favorable del turismo de no residentes, lo que refleja la mayor participación reciente de este componente en la canasta exportadora del país (véase el Recuadro 4). Dado lo anterior, en 2025 el déficit comercial externo se amplió frente a 2024, con lo cual volvió a realizar un aporte contable negativo al crecimiento del PIB.

**Para 2026 se espera una moderación en el ritmo de crecimiento de la economía colombiana, en un entorno de menor expansión de los ingresos externos y de una política monetaria restrictiva compatible con la convergencia de la inflación a la meta del 3%.** Para 2026 el equipo técnico del Banco de la República espera un crecimiento del PIB que sería algo menor al registrado en 2025. En este sentido, las acciones acumuladas de la política monetaria contribuirían a desacelerar la demanda interna, en especial el consumo de los hogares. Esta menor expansión sería también el resultado de unas condiciones externas algo menos favorables por cuenta de unos menores crecimientos de las remesas y de los ingresos por exportaciones de café, así como por los efectos aún inciertos del reciente conflicto bélico en Medio Oriente. Esta tendencia debería permitir la eliminación gradual de los excesos de demanda y el cierre de la brecha del producto, facilitando así la convergencia de la inflación a la meta del 3,0%

Gráfico 2.9  
Población ocupada por dominios geográficos



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

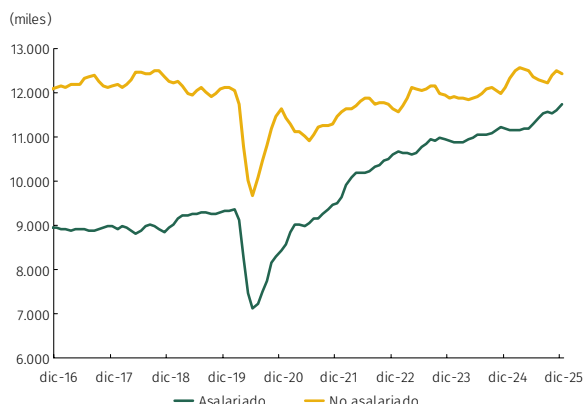
### 2.2.2 Mercado laboral<sup>19</sup>

**Al cuarto trimestre de 2025 la población ocupada del agregado nacional creció en términos anuales un 3,7%, lo que representa la creación de 860.000 puestos de trabajo. Esto implicó que la tasa de ocupación aumentara en 1,3 puntos porcentuales (pp).** De acuerdo con los datos en trimestre móvil y desestacionalizados de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH), la población ocupada presentó crecimientos anuales similares tanto en el área urbana (3,72%), como en el área rural (3,68%) (Gráfico 2.9). En el área urbana el crecimiento anual del empleo fue impulsado principalmente por la contribución de sectores como manufacturas (1,2 pp), y comercio y alojamiento (1,2 pp). Por su parte, en el área rural las mayores contribuciones se registraron por cuenta del sector agropecuario (1,9 pp) y de transporte y comunicaciones (0,7 pp). Este dinamismo del empleo se reflejó en un aumento de la tasa de ocupación (TO) del agregado nacional de 1,3 pp, de manera que la TO se ubicó en un 59,1% en el último trimestre de 2025.

**El empleo asalariado creció un 4,9% en el cuarto trimestre de 2025, mientras que el segmento no asalariado lo hizo en un 2,6%, jalonado por un repunte durante el último trimestre del año.** En el segundo semestre de 2025 el segmento asalariado tuvo un incremento significativo, luego de la relativa estabilidad que exhibió en la primera mitad de 2025, alcanzando niveles de 11,7 millones de ocupados. Dentro de este segmento, el grupo que más contribuyó a la variación anual

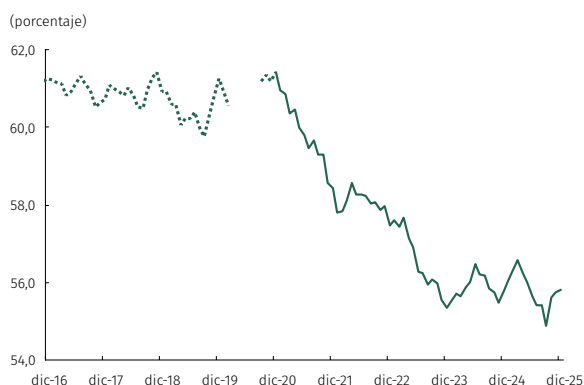
19 En esta sección se usan datos en trimestre móvil y desestacionalizados.

Gráfico 2.10  
Empleo por posición ocupacional (agregado nacional)



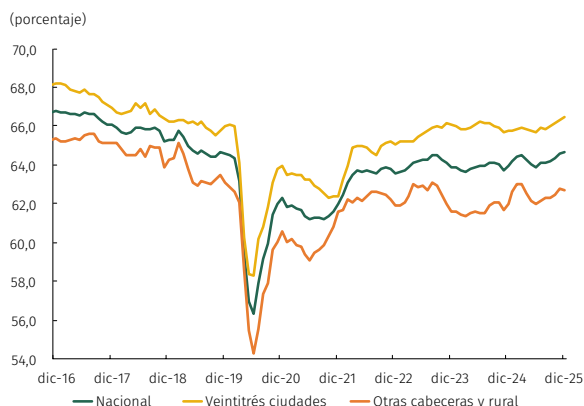
Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.11  
Tasa de informalidad (agregado nacional)



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados. Los datos anteriores a 2021 corresponden a un emplame preliminar.  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.12  
Tasa global de participación por dominios geográficos



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

del empleo total en el cuarto trimestre de 2025 fue el de empleados particulares, con una contribución de 2,3 pp (crecimiento del 5,2 % anual). En contraste, los empleados del gobierno solo contribuyeron con 0,03 pp en el mismo periodo (con un crecimiento del 0,9% anual). Por su parte, el segmento no asalariado se aceleró en el último trimestre; así, al cierre del año este segmento registró un incremento anual del 2,6 % (Gráfico 2.10). Dentro de este grupo, la mayor contribución al crecimiento anual del empleo total provino de los trabajadores por cuenta propia, que contribuyeron con 0,9 pp (dado un crecimiento del 2,3 % anual), seguido por los jornaleros, que contribuyeron en 0,5 pp (crecimiento del 15,7 % anual) al último trimestre de 2025. Por su parte, el empleo doméstico presentó una contribución negativa de 0,05 pp, debido a una contracción en este grupo del 1,6% anual en el mismo periodo.

### La tasa de informalidad (TI) se ubicó en el 55,8% en el último trimestre de 2025, un nivel similar al observado un año atrás.

Durante buena parte de 2025 la TI se redujo hasta llegar a niveles históricamente bajos. Sin embargo, a partir del cuarto trimestre del año mostró un repunte (Gráfico 2.11). Este crecimiento de la TI en los últimos meses es consistente con el crecimiento del empleo no asalariado, un segmento predominantemente informal. Por sectores económicos, los mayores incrementos anuales de la TI al cuarto trimestre de 2025 se dieron en las ramas asociadas con la minería, y la electricidad, gas y agua (4 pp en conjunto) y finanzas (2,2 pp). Por otro lado, las mayores reducciones en la TI se observaron en las actividades profesionales (-1,6 pp) y el sector agropecuario (-0,7 pp).

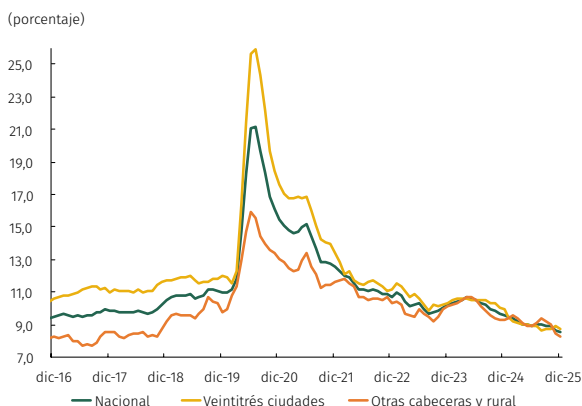
### La oferta laboral tuvo un menor dinamismo que la ocupación. A diciembre de 2025 la tasa global de participación (TGP) creció, en términos anuales, 0,7 pp en todos los dominios.

Entre el último trimestre de 2024 y el último de 2025 la población por fuera de la fuerza laboral se contrajo en un 0,6 % en el agregado nacional. La menor población en la inactividad se explica, principalmente, por una reducción en el área urbana del 0,8% en el mismo periodo, mientras que en las otras cabeceras y el área rural la contracción anual fue del 0,4 %. Así, la tasa global de participación (TGP) nacional creció en 0,7 pp y cerró el año en un 64,6 %. Por su parte, la TGP se ubicó en el 66,5 % y 62,7 % en el área urbana, y en las otras cabeceras y rural, respectivamente (Gráfico 2.12). Por género, el crecimiento de la participación estuvo liderado por los hombres, ya que su TGP aumentó en 0,9 pp y se ubicó en el 77,1 % en el cuarto trimestre de 2025. Mientras que en el caso de las mujeres la TGP aumentó en 0,5 pp y su TGP se ubicó en el 53,2 %. El análisis estructural de la oferta laboral<sup>20</sup> sugiere que en los últimos diez años la caída de la TGP ha estado influida por dos mecanismos. Primero, un efecto de composición demográfica (envejecimiento), en el que los jóvenes en la PET pierden peso relativo frente a los grupos de mayor edad. Segundo, un efecto de comportamiento, dado que la TGP de los jóvenes ha disminuido, consistente con una mayor permanencia en el sistema educativo.

20 Un análisis de la dinámica estructural y cíclica de la participación laboral se puede encontrar en *Reportes del Mercado Laboral*, núm. 35 (julio de 2025).

## Entorno macroeconómico

Gráfico 2.13  
Tasa de desocupación por dominios geográficos



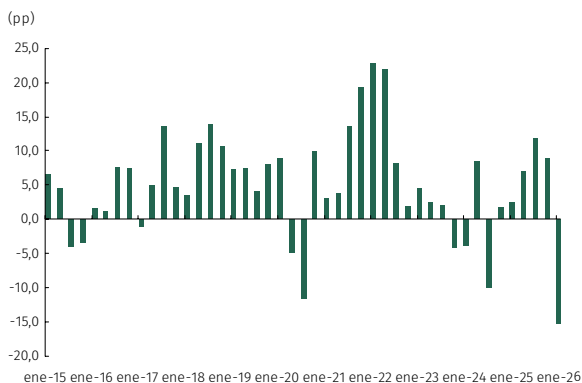
Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.14  
Índice de vacantes de diferentes fuentes



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

Gráfico 2.15  
Balance de expectativas de aumento de nómina en el corto plazo<sup>a/</sup>



a/ En los próximos de tres a seis meses. Datos trimestrales y desestacionalizados.  
Fuente: Banco de la República (ETE); cálculos del Banco de la República.

**La tasa de desocupación (TD) continuó reduciéndose hasta mínimos históricos, reflejo del mayor dinamismo de la ocupación frente a la oferta laboral.** Así, la variación anual entre el último trimestre de 2024 y 2025 fue de -1,1 pp en el agregado nacional, con lo cual la TD se ubicó en un 8,5% en el cuarto trimestre de 2025. Por dominios geográficos, la reducción de la TD fue similar tanto en el área urbana (-1,2 pp) como en las otras cabeceras y el área rural (-1 pp), finalizando en niveles del 8,7% y 8,2%, respectivamente (Gráfico 2.13). Para el área urbana las mayores reducciones anuales de la TD se dieron en Quibdó, Florencia y Riohacha. Por género, la TD de los hombres (6,6%) y de las mujeres (11,1%) presentó reducciones similares, cercanas a 1 pp en el cuarto trimestre de 2025, esto mantuvo la brecha de género relativamente estable alrededor de 4,5 pp, un nivel inferior al observado antes de la pandemia.

**Los indicadores de vacantes sugieren que durante 2025 la demanda laboral fue relativamente alta, algo que es consistente con los bajos niveles de desempleo.** Los indicadores de vacantes calculados a partir de diferentes fuentes de información, como los avisos clasificados, el servicio público de empleo y la GEIH, se estabilizaron en 2025 después de mostrar una tendencia decreciente en los últimos dos años, aunque con niveles superiores a los observados antes de la pandemia (Gráfico 2.14). Estos niveles relativamente altos de vacantes, junto con la reducción de la TD, sugieren que persistieron presiones de demanda sobre el empleo durante el año anterior. Una señal consistente con la presencia de presiones de demanda es que, al cuarto trimestre de 2025, los salarios registraron un crecimiento anual real cercano a 3,1 pp por encima del aumento del salario mínimo. Esta dinámica también podría reflejar fricciones de emparejamiento que limitan el cubrimiento de vacantes.

**Para 2026 las expectativas de contratación pasaron a terreno negativo y se espera que la TD aumente.** El balance de expectativas de contratación reportado en la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* (ETE) del Banco de la República, que se mantuvo en terreno positivo durante 2025, pasó a terreno negativo en enero de 2026 (Gráfico 2.15). Este indicador resume la intención neta de contratación del sector empresarial (porcentaje que planea aumentar nómina menos porcentaje que planea reducirla), por lo que su deterioro apunta a una menor expansión del empleo asalariado en el futuro cercano. Los pronósticos del equipo técnico del Banco están en línea con esta señal, mostrando una TD urbana con tendencia creciente, que se ubicaría en promedio en un 9% en 2026.

## 2.3 Evolución y perspectivas de la situación fiscal

**Según las cifras de cierre fiscal del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), en 2025 el déficit total del Gobierno Nacional Central (GNC) se ubicó por debajo tanto del resultado observado en 2024 como de la proyección incluida en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2025 (MFMP25).** El déficit total del GNC alcanzó el 6,4% del PIB en 2025 (COP 117,8 b), asociado con ingresos y gastos totales del 16,3% y del 22,7% del PIB, respectivamente (COP 302,8 b y COP 420,6 b). Esto representó un

descenso interanual de 0,3 pp del PIB en el déficit, efecto impulsado exclusivamente por una menor carga de intereses en 1,5 pp (que alcanzó el 2,8 % del PIB), lo cual fue compensado parcialmente por un incremento de 1,1 pp en el gasto primario, lo que en conjunto condujo a una caída de 0,4 pp del PIB en el gasto total. Dicha reducción en intereses proviene de un efecto contable en el intercambio de títulos por parte de Crédito Público como resultado de las operaciones de manejo de deuda (OMD), que redujeron el gasto de intereses en 1,4 pp del PIB<sup>21</sup>. Por el lado de los ingresos, en 2025 se observó una disminución de 0,1 pp del PIB frente a 2024, lo que moderó la mejora asociada con el menor gasto. Este comportamiento obedeció sobre todo a la menor disponibilidad de recursos de capital, que pasaron del 1,7% del PIB en 2024 al 1,3 % en 2025, así como de los recursos no tributarios, que disminuyeron en 0,1 pp del PIB. En contraste, los ingresos tributarios registraron un aumento de 0,4 pp, alcanzando un 14,7% del PIB (COP 271,9 b). Finalmente, el déficit total del GNC se situó 0,8 pp del PIB por debajo de la estimación presentada en el MFMP25.

**En 2025 el balance primario del GNC se deterioró frente a 2024 y superó en magnitud la proyección del MFMP25, ubicándose en el 3,5 % del PIB (COP 65,7 b).** Este indicador es clave para evaluar la sostenibilidad fiscal, pues muestra la capacidad del Gobierno para financiar su funcionamiento e inversión con recursos propios antes de atender al financiamiento mediante deuda. El déficit primario se amplió en 1,2 pp del PIB respecto al año anterior, como resultado de un mayor gasto primario, que alcanzó un 19,9% del PIB (COP 368,6 b), equivalente a un incremento de 1,1 pp respecto a 2024<sup>22</sup>. Este desempeño obedeció al mayor nivel de inversión, que aumentó 0,7 pp hasta 2,7% del PIB (COP 49,2 b), acompañado por un incremento de 0,4 pp en el gasto de funcionamiento, el cual llegó a 17,2% del PIB (COP 319,3 b). Dentro de este último, el rubro de transferencias (14,1% del PIB) concentró las principales presiones al alza, especialmente por mayores obligaciones asociadas con el Sistema General de Participaciones (SGP), pensiones, universidades y subsidios eléctricos. En comparación con lo previsto en el MFMP25, el déficit primario resultó superior en 1,1 pp del PIB, como resultado de un gasto primario más elevado que lo proyectado inicialmente.

**Pese al aumento en la deuda bruta del GNC, resultado del mayor déficit primario, la deuda neta como proporción del PIB se redujo entre 2024 y 2025.** La deuda bruta del GNC cerró 2025 en el 64,4 % del PIB, lo que representó un incremento de 3,1 pp respecto al nivel registrado en 2024. Este comportamiento se explicó por un mayor saldo de deuda bruta interna, que se expandió en 5,0 pp, en contraste con la deuda externa, la cual registró una disminución de 1,9 pp del PIB. A su vez, los activos del GNC aumentaron 3,6 pp del PIB, impulsados, en gran medida, por operaciones de tesorería<sup>23</sup>. Mediante estas operaciones el Gobierno recompró títulos de deuda desvalorizada (con valor de mercado inferior a su valor nominal y contable), utilizando

21 La inclusión del efecto de las OMD dentro de los intereses del GNC responde a un criterio de consistencia contable entre los flujos fiscales y la variación del saldo de la deuda. En 2025, varias OMD implicaron intercambios de títulos, que redujeron el valor nominal de la deuda sin generar un flujo de caja equivalente en el mismo momento. Dado que la contabilidad fiscal registra la deuda por su valor nominal, esta reducción del saldo debía reflejarse de alguna forma en las cuentas fiscales para que la variación de la deuda fuera coherente con el resultado fiscal del periodo. Por esta razón, el Confis autorizó registrar el diferencial asociado con estas operaciones dentro de los intereses devengados del Gobierno Nacional, permitiendo que las cuentas fiscales mantengan la identidad entre déficit y variación de la deuda, sin alterar los pagos efectivos de intereses en caja.

22 Este nivel de gasto primario corresponde a 3,9 pp del PIB por encima del promedio del gasto primario observado en la década previa a la pandemia.

23 Los activos asociados a los *total return swap* (TRS) se reconocen dentro de la deuda neta debido al tratamiento contable de estas operaciones financieras. Aunque el colateral —compuesto por un componente que cubre el valor de los TRS y un *haircut* para cubrir riesgos de mercado— se encuentra bajo custodia de las entidades financieras que emitieron la deuda en francos suizos, la propiedad legal y económica de los activos permanece en cabeza de la Nación. En este sentido, el colateral representa un derecho del MHCP asociado con el cumplimiento de la obligación financiera y, por tanto, se registra como un activo, aun cuando esté sujeto a una inmovilización temporal durante la vigencia del contrato.

deudas colateralizadas con activos de la tesorería, equivalentes a cerca del 3,3% del PIB. Estas operaciones permitieron que, pese al aumento en la deuda bruta, la deuda neta del GNC se redujera, ubicándose en el 58,5% del PIB, lo que representó una caída de 0,5 pp frente al cierre de 2024.

**Las necesidades de financiamiento del GNC ascendieron a COP 178,5 b en 2025, equivalentes al 9,6% del PIB, lo que representó un incremento de 2,4 pp frente a 2024.** Estas necesidades corresponden al total de recursos de caja que requiere el GNC mediante endeudamiento para cubrir sus obligaciones financieras, e incluyen el déficit primario, el pago de intereses de caja y las amortizaciones de deuda. El incremento frente al año anterior estuvo asociado, principalmente, con la ampliación del déficit primario, que pasó del 2,4% del PIB en 2024 al 3,5% en 2025, así como al mayor volumen de amortizaciones de deuda, que aumentaron del 1,5% al 2,7% del PIB. A ello se sumaron los intereses de caja<sup>24</sup>, que permanecieron en niveles elevados y aumentaron del 3,3% al 3,4% del PIB. En conjunto, estos factores dieron lugar a un incremento de las necesidades de financiamiento totales respecto a la vigencia previa.

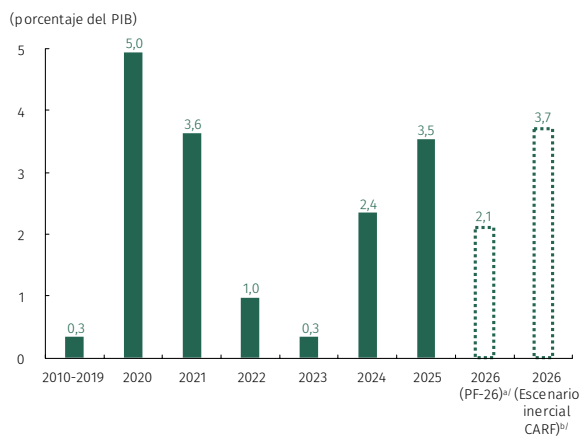
**En cuanto al Gobierno General (GG)<sup>25</sup>, su déficit mostró una disminución entre 2024 y 2025, impulsada por el menor déficit del nivel central.** Según cifras preliminares del MHCP, el déficit del GG se habría ubicado en el 5,6% del PIB en 2025 (COP 104,6 b), disminuyendo en 0,2 pp frente al resultado observado en 2024. Este comportamiento obedeció, en buena medida, a la mencionada reducción de 0,3 pp del PIB en el déficit total del GNC, magnitud similar a la observada en el nivel central agregado. A ello se sumó un incremento de 0,2 pp del PIB en el superávit del subsector de seguridad social, el cual alcanzó el 0,4% del PIB. No obstante, estos avances fueron compensados por un deterioro de 0,1 pp en el balance de los gobiernos regionales y locales, cuyo resultado se situó en el 0,1% del PIB en 2025. Dentro de este subsector, el Sistema General de Regalías (SGR) registró por primera vez desde 2020 un saldo negativo equivalente al -0,1% del PIB.

**Según la actualización del Plan Financiero para 2026 (PF-26) publicada a mediados de marzo, el MHCP proyecta para el GNC un déficit total del 5,1% del PIB y uno primario del 2,1% del PIB, lo que representaría una reducción frente a los déficits observados de 2025.** La programación financiera contempla ingresos totales del GNC por un 16,1% del PIB, cifra que representa una caída de 0,2 pp del PIB respecto a los ingresos observados en 2025, resultado asociado con un menor recaudo tributario y con menores recursos provenientes de fondos especiales, cada uno con una variación de 0,1 pp del PIB. Además, la proyección de ingresos es inferior en 1,9 pp del PIB a la estimada en el MFMP25, debido, en parte, a que el PF26 no incorpora ajustes de ingresos para 2026, a diferencia del MFMP25, que consideraba 1,0 pp del PIB, junto con una revisión a la baja del recaudo inercial de la DIAN. En materia de gasto, el PF26 estima gastos totales del 21,2% del PIB y un gasto primario del 18,2% del PIB, lo que representa disminuciones de 1,5 pp y 1,7 pp del PIB frente a 2025, respectivamente. El ajuste del gasto primario obedece a la no materialización de recursos derivados de la Ley de Financiamiento y a la suspensión del Decreto 1390 de 2025, lo cual obliga a reducir el Presupuesto General de la Nación (PGN) en la misma magnitud. Esta reorientación del ajuste hacia el gasto produce proyecciones inferiores a las del MFMP25, con diferencias de 3,2 pp del PIB en el gasto total y de 1,4 pp del PIB en el gasto primario.

24 Los intereses de caja difieren del gasto fiscal total por intereses, mencionado en el segundo párrafo de la sección 2.3, ya que este último incorpora la causación e indexación de intereses, mientras que los intereses de caja reflejan exclusivamente los pagos efectivos realizados durante el periodo.

25 Cabe recordar que el GG está integrado por el GNC, los gobiernos regionales y locales, el sector de la seguridad social (pensiones y salud) y el resto del nivel central, en donde se incluye el Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC).

Gráfico 2.16  
Déficit primario del GNC



a/ Proyección del Plan Financiero PGN-26.

b/ Proyección del CARF en el Pronunciamiento núm. 19 publicado en marzo del 2026 en el escenario donde no hay ajustes de ingresos ni gastos.  
Fuente: MHCP y CARF.

**En materia de deuda del GNC, el PF-26 proyecta una deuda bruta inferior y una deuda neta superior a las registradas en 2025.** El MHCP estima que la deuda bruta se sitúe en el 61,1% del PIB, lo que implica una caída de 3,3 pp del PIB frente a 2025. Este efecto se deriva de la finalización de la obligación financiera asociada con la operación colateralizada de deuda. No obstante, la terminación de esta obligación no modifica la deuda neta, ya que la extinción del colateral se traduce en una disminución de los activos del GNC; por ello, la deuda neta se ubicaría en el 58,7% del PIB, es decir, 0,2 pp por encima del cierre de 2025. Con respecto al MFMP25, la proyección de deuda neta es inferior en 4,3 pp del PIB.

**De acuerdo con las proyecciones del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) presentadas a comienzos de marzo de 2026<sup>26</sup>, en un escenario inercial sin ajustes sobre ingresos ni gastos, el déficit total de 2026 podría ubicarse en el 6,7% del PIB y el déficit primario en un 3,7% del PIB.** Como se aprecia en el Gráfico 2.16, este nivel superaría tanto el déficit primario observado en 2025 (3,5% del PIB) como el contemplado en el escenario del PF-26 (2,1% del PIB), posicionándose entre los valores más altos registrados desde el periodo posterior al choque de pandemia. En su pronunciamiento, el CARF estimó un ajuste necesario del 1,6% del PIB para 2026 con el fin de cumplir con la meta de déficit primario definida por el Confis en el PGN-26. Por su parte, el PF-26 estaría presentando un ajuste neto de 1,5 pp del PIB vía gasto primario frente al escenario del PF publicado en julio de 2025, consistente con el PGN<sup>27</sup>.

**No obstante, las proyecciones del CARF en su pronunciamiento más reciente también resaltan que la profundización del desequilibrio fiscal observada en 2025 ocurre en un contexto de alto endeudamiento y señales de recalentamiento de la economía, lo que limita la conveniencia de un estímulo fiscal adicional<sup>28</sup>.** En este entorno, el CARF identifica presiones fiscales significativas hacia el mediano plazo y enfatiza la importancia de acuerdos entre el Congreso, el Gobierno y la sociedad civil para adoptar medidas estructurales que fortalezcan los ingresos permanentes y atenúen las inflexibilidades del gasto, con el fin de lograr un ajuste de entre el 3,5% y 4,0% del PIB. De no implementarse estas acciones, existe el riesgo de que la deuda bruta siga una trayectoria ascendente, incrementando la probabilidad de episodios de inestabilidad macroeconómica.

26 CARF (2026). “El escenario fiscal de 2026 está expuesto a presiones de gasto que dificultarían el retorno a la Regla Fiscal”, Pronunciamiento núm. 19.

27 El ajuste se calcula tomando la reducción del gasto primario del PF-26 y el PGN publicado en julio, así como también el cambio en los ingresos totales de ambos escenarios, sin incluir el ajuste requerido en los ingresos propuesto en el PGN-26.

28 Este fue estimado por el CARF en el documento mencionado (Pronunciamiento núm. 19), a partir del desbalance primario estructural, el cual se estima en -2,7% del PIB. Ahora, el impulso fiscal (su contribución al crecimiento) se estima como el negativo de la primera diferencia anual de este indicador, la cual el CARF estima en 0,3 pp del PIB.

**Las decisiones de política fiscal constituyen un elemento fundamental para la estabilidad macroeconómica, dado que su interacción con la política monetaria influye en las condiciones financieras de la economía y en la percepción de riesgo soberano, lo cual incide en los costos de financiamiento del Gobierno.** El incremento del déficit primario refleja decisiones orientadas a atender diversas necesidades e inflexibilidades del gasto mediante mayores recursos de financiamiento. La persistencia de un escenario inercial —caracterizado por presiones de gasto y un nivel de recaudo similar al actual— podría generar desafíos adicionales en materia de sostenibilidad fiscal y desempeño macroeconómico. En particular, un déficit primario elevado puede impulsar la demanda agregada por encima de la capacidad productiva de la economía, como lo señaló el CARF, generando presiones inflacionarias. La materialización de estos riesgos, en un entorno de baja formación de capital, debilita los incentivos a la inversión privada, limita el crecimiento de largo plazo y exige un mayor volumen de recursos fiscales futuros destinados al servicio de la deuda, con menor espacio disponible para usos del gasto con mayor impacto social.

## Recuadro 1

# Potenciales efectos del incremento del salario mínimo sobre la inflación

Este recuadro analiza cómo un aumento importante del salario mínimo puede afectar la inflación. El ejercicio considera un escenario en el cual dicho incremento se ubica por encima de la inflación pasada y del crecimiento de la productividad laboral en 17,2 puntos porcentuales (pp), magnitud asociada al ajuste considerado para 2026. El objetivo es cuantificar la contribución inflacionaria atribuible a este choque específico, entendiendo que se trata de un aumento inusualmente grande. En consecuencia, lo que se presenta a continuación no debe interpretarse como una proyección integral de la inflación observada, la cual depende de múltiples factores y choques concurrentes, sino como una medición del impacto marginal del aumento del salario mínimo sobre la inflación.

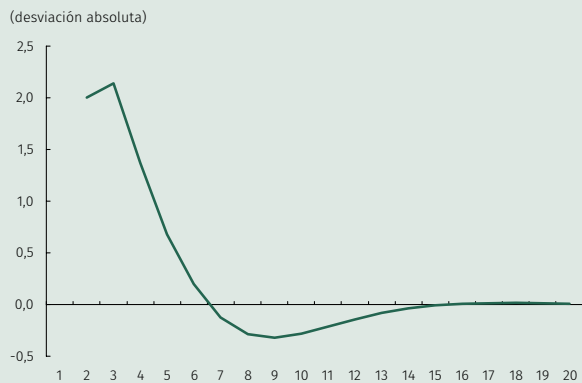
Este ejercicio utiliza un modelo macroeconómico de economía pequeña y abierta que permite estudiar cómo cambios en el salario mínimo afectan los precios, el cual fue presentado originalmente en el capítulo 3.2 de la revista *Ensayos sobre Política Económica* (número 103). El modelo contempla heterogeneidad de hogares (alta y baja productividad) y segmentación del mercado laboral (trabajo formal e informal), así como un banco central que fija la tasa de interés de política monetaria con el objetivo de reducir las fluctuaciones de la inflación y del producto. Dentro de este modelo, el salario mínimo se determina en función de la inflación pasada y la productividad laboral, más un componente no previsto con anterioridad que captura desviaciones respecto a esa regla, las cuales pueden reflejar acuerdos de negociación entre trabajadores y empleadores, o decisiones del Gobierno. Este elemento es crucial para el análisis de la inflación, porque permite interpretar el aumento del salario mínimo como un choque exógeno o cambio inesperado que altera la estructura de costos y, por esa vía, modifica la trayectoria de precios que surge del modelo.

El mecanismo central mediante el cual un choque del salario mínimo se traslada a los precios opera principalmente a través del canal de costos<sup>1</sup>. Cuando el salario mínimo sube, en el modelo, a muchas empresas les resulta más costoso pagarles a sus trabajadores formales de baja calificación, dado que estos trabajadores devengan el salario mínimo. Al elevarse el salario mínimo, aumentan los costos laborales en el segmento directamente indexado; es decir, las empresas enfrentan mayores gastos porque se incrementan los costos marginales de producción, y parte de ese aumento suele transmitirse a los precios que pagan los consumidores. Adicionalmente, en el corto plazo otros salarios también se ven afectados al tomar como referencia el salario mínimo. En este sentido, se incorpora un ajuste parcial de los salarios de alta calificación en proporción con el incremento del salario mínimo (efecto faro), lo cual contribuye a ampliar transitoriamente el impulso de costos que enfrenta el sector productivo y, por tanto, las presiones inflacionarias asociadas con el choque. En síntesis, el aumento real del salario mínimo actúa como un incremento de los costos marginales y, por esa vía, se convierte en una fuente de presión inflacionaria en el modelo.

1 El modelo también incluye un canal de demanda en el que el salario mínimo estimula el ingreso disponible de una fracción de la población y, por ende, crece la demanda agregada en el corto plazo, lo que refuerza las presiones inflacionarias provenientes de los costos, pero, cuantitativamente, este canal es de menor impacto.

## Potenciales efectos del incremento del salario mínimo sobre la inflación

**Gráfico R1.1**  
 Respuesta de la inflación trimestral (anualizada) ante un aumento permanente en el salario mínimo real



**Nota:** la inflación trimestral se encuentran en términos anualizados y como desviación absoluta del equilibrio inicial.

**Fuente:** Banco de la República (*Informe de Política Monetaria*, enero 2026).

El resultado principal del ejercicio es que el aumento del salario mínimo de 1.700 puntos básicos (pb) se traduce en aumentos de la inflación cercanos a 200 pb en términos anuales. Este incremento se da aún con una autoridad monetaria que reacciona a las presiones inflacionarias de acuerdo con su objetivo de estabilización de la inflación, lo que permite encausar gradualmente la inflación hacia la meta de largo plazo (Gráfico R1.1).

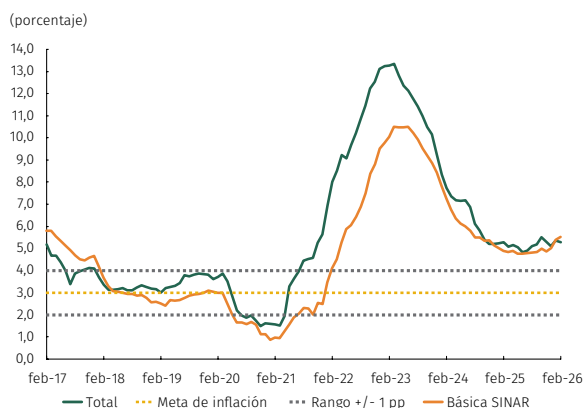
## 03/ Inflación y decisiones de política monetaria

### 3.1 Evolución y perspectivas de la inflación

**Las inflaciones total y básica dejaron de caer en 2025 y se mantuvieron en niveles superiores a la meta. Este comportamiento ocurrió en un entorno en el cual las expectativas de inflación aumentaron, la demanda interna mantuvo un alto dinamismo y se hicieron evidentes algunas presiones de costos.** Después de una reducción importante de la inflación desde 2023, durante la segunda mitad de 2025 se observó un quiebre en esta tendencia (Gráfico 3.1). En efecto, a partir de julio de 2025 la inflación total presentó algunos repuntes y cerró el año en el 5,1%, una cifra muy cercana a la de diciembre de 2024 (5,2%) y superior a la mínima observada en junio (4,8%). La inflación básica —que excluye alimentos y regulados— siguió una tendencia similar, también alcanzando un mínimo hacia mediados de año y aumentando en el segundo semestre, para terminar en diciembre de 2025 en el 5,0%. Este estancamiento de la inflación obedeció a la confluencia de varios factores que se fueron consolidando a lo largo del año, entre ellos, una demanda interna más dinámica de lo previsto, impulsada principalmente por el consumo tanto público como privado. Este comportamiento también estaría relacionado con los incrementos en los costos laborales (derivados del aumento del salario mínimo real<sup>1</sup> de 5,8 puntos porcentuales [pp] por encima de la inflación de 2024, y de la productividad estimada en ese año, del 1,36 %, a lo que se suma la reducción de la jornada laboral semanal). De igual manera, esto estuvo asociado con tasas de ajustes persistentemente más altas, al parecer debidas a una indexación más alta en los precios de algunos servicios, como arriendos y turismo, entre otros. A lo anterior se sumó el impulso alcista de algunos alimentos perecederos y el aumento de los impuestos en los alimentos ultraprocesados. Adicionalmente, en la segunda mitad del año el estancamiento de la inflación estuvo acompañado por un incremento en los diferentes plazos de las expectativas de inflación, lo cual también pudo incidir en los ajustes de precios, lo que sugiere una convergencia más lenta de la inflación hacia la meta. Las presiones alcistas anteriores más que compensaron el descenso de la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) de regulados, la cual, sin embargo, a lo largo del año se sostuvo en niveles significativamente por encima del 3,0%.

**El estancamiento de la inflación básica (sin alimentos ni regulados) en niveles relativamente altos fue el resultado de ajustes crecientes en los precios de los bienes y de unos servicios que siguieron presentando variaciones anuales significativas.** La inflación básica anual, medida como la variación anual del IPC sin alimentos ni regulados, se ubicó en el 5,0% al

Gráfico 3.1  
IPC e IPC sin alimentos ni regulados  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

1 Includido el subsidio de transporte.

cierre de 2025, cifra superior a la observada en junio (4,8%) y cercana a la registrada a finales de 2024 (5,1%). Este comportamiento habría sido resultado de varios de los factores mencionados, entre los que destacan la fortaleza de la demanda interna (sobre todo en el caso de servicios) y el rezago de la capacidad productiva local para atenderla. Con respecto al IPC de servicios, pese a reducciones a lo largo del año (del 7,0% en diciembre de 2024 al 5,9% a finales de 2025), mostró una variación anual con ajustes de precios que siguieron siendo considerables y superiores a los anticipados (Cuadro 3.1). Los arriendos, principal componente de esta subcanasta, mantuvieron ajustes altos. Este comportamiento sugiere una elevada incidencia de la indexación a la inflación de diciembre de 2024, así como una oferta limitada de vivienda nueva en el país, junto con una demanda dinámica para estancias de corta duración, entre otras, debido al crecimiento del turismo en varias ciudades. Otro ítem de servicios que mantuvo registros altos y en ascenso durante la segunda mitad del año fue el de las comidas fuera del hogar, el cual estuvo afectado, además del dinamismo de la demanda, por los ajustes altos en los costos laborales, por el incremento en las tarifas del gas y por el precio de los alimentos, como se menciona más adelante. Por el lado del IPC de bienes, a pesar de que los ajustes de precios se mantuvieron por debajo del 3,0%, en la segunda mitad del año tuvieron un repunte importante (2,6% en diciembre, frente al 1,6% de junio), lo que refleja los mayores costos de la nómina y del transporte interno, como también por el incremento

Cuadro 3.1  
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica a febrero de 2026  
(variación anual)

Descripción	Ponderaciones nuevo IPC	ago-25	sept-25	oct-25	nov-25	dic-25	ene-26	feb-26
Total	100	5,10	5,18	5,51	5,30	5,10	5,35	5,29
Sin alimentos	84,95	4,85	4,94	5,25	5,20	5,11	5,41	5,16
Bienes	18,78	1,93	2,25	2,59	2,58	2,61	2,90	3,02
Servicios	48,85	5,93	5,81	5,90	5,72	5,93	6,33	6,45
Arriendos	25,16	5,49	5,27	5,23	5,11	5,17	5,13	4,93
Comidas fuera del hogar	8,79	7,99	7,63	7,76	7,81	8,09	9,18	9,78
Resto <sup>a/</sup>	14,91	5,01	5,27	5,55	5,06	5,46	6,02	6,29
Regulados	17,32	4,95	5,29	6,10	6,34	5,40	5,47	4,05
Servicios públicos	6,69	1,87	3,02	4,99	5,32	3,03	2,32	-0,17
Combustible	2,91	2,20	2,09	2,11	2,58	2,80	3,10	-0,00
Transporte	5,21	9,23	9,21	9,15	9,21	9,08	10,08	10,53
Educación	2,38	9,67	8,63	8,71	8,71	8,71	8,71	8,41
Resto <sup>b/</sup>	0,13	5,14	5,14	5,14	5,14	5,14	5,27	5,23
Alimentos	15,05	6,13	6,21	6,64	5,74	5,07	5,11	5,84
Perecederos	3,15	7,12	6,59	7,99	4,72	3,80	4,67	7,84
Procesados	11,90	5,82	6,08	6,24	6,05	5,45	5,24	5,23
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		4,85	4,94	5,25	5,20	5,11	5,41	5,16
Núcleo 15 (p08)		5,29	5,30	5,56	5,43	5,29	5,46	5,53
Inflación sin alimentos ni regulados		4,82	4,83	4,99	4,85	5,02	5,39	5,51
Promedio indicadores inflación básica		4,99	5,02	5,27	5,16	5,14	5,42	5,40

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

b/ Cuotas moderadas EPS; certificados, documentos administrativos y pago de honorarios.

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

en las cotizaciones internacionales de metales preciosos (oro y plata) que, aunque golpean un ítem de poca participación en la canasta del IPC (artículos en oro, plata, fantasía y piedras preciosas), tuvo alguna incidencia en la subcanasta de bienes. El aumento en la variación anual de los bienes se registró a pesar de la apreciación de la moneda y de unos menores costos de transporte internacional.

**Los precios de los alimentos registraron ajustes altos a lo largo del año, afectados por presiones en precios y costos externos, por los mayores impuestos sobre los procesados, así como por choques de oferta local (que afectaron a los perecederos).** La variación anual de los precios de los alimentos presentó una tendencia creciente a lo largo de casi todo 2025 y solo cedió parcialmente a finales de año, terminando en diciembre en el 5,1%, muy por encima del registro de 2024. La tendencia ascendente observada en buena parte del año se concentró, principalmente, en los precios de los alimentos procesados. Además de algunos factores ya mencionados, como la dinámica de la demanda interna y los aumentos en los costos laborales, también incidieron en este comportamiento el aumento de la demanda externa (como podría ser el caso de las exportaciones de carne de res a China), el aumento de algunos precios internacionales (como café), el incremento del impuesto saludable a los alimentos ultraprocesados y el descenso cíclico del sacrificio de ganado. Para el caso de los perecederos, el comportamiento fue más volátil, atendiendo al ciclo usual de estos productos, a lo que se sumó, en el tercer trimestre, un aumento de los costos no laborales (maquinaria, algunos insumos y transporte local), la escasez de mano de obra en algunas regiones del país y eventos climáticos y de orden público (deslizamientos y paros) que afectaron la oferta. En este sentido, a pesar del buen comportamiento de la oferta agrícola, la cual sugería aumentos más moderados en este componente, los factores mencionados para el tercer trimestre generaron adicionales presiones al alza sobre los precios de los perecederos. En los últimos dos meses del año se presentó un descenso en la variación anual de alimentos que obedeció, sobre todo, a caídas en los precios de los perecederos, las cuales son propias del comportamiento del ciclo productivo.

**Los precios de los regulados se vieron afectados por ajustes importantes en las tarifas de transporte, en educación y en gas, que impidieron un descenso más pronunciado de la variación anual de esta subcanasta.** El IPC de regulados registró una variación anual del 5,4% a fin de año, similar a lo observado en junio (5,5%), pero inferior a la de diciembre de 2024 (7,3%). En particular, en el año se registraron variaciones anuales importantes en la educación regulada y el transporte. Los servicios públicos registraron una variación anual del 3,0% a fin de año, con aumentos en las tarifas del gas que, si bien se moderaron frente a junio, cerraron el año en el 8,6%, resultado de una menor oferta interna. A lo anterior se suman los aumentos de agua, alcantarillado y recogida de basuras. Esto fue parcialmente compensado por las caídas anuales observadas en los precios de la energía eléctrica, en un entorno de apreciación del peso, abundantes lluvias, que redujeron el uso de generación térmica más costosa, y la adopción de medidas del Gobierno (el pago parcial de la opción tarifaria, la renegociación de contratos y la intervención a comercializadoras). Por su parte, el grupo de combustibles registró un aumento en el último trimestre y cerró el año en el 2,8%, resultado de incrementos en el precio de la gasolina y el ACPM, y del efecto de una base de comparación estadística baja. Cabe señalar que la mayoría de los rubros de la subcanasta de regulados mantienen ajustes anuales muy por encima de la meta de inflación, y esto obedece, en parte, a que están altamente indexados a la inflación pasada.

**La inflación enfrenta choques importantes que dificultan su descenso en el corto plazo, en particular los asociados con los costos laborales, y pone mayores presiones sobre la política monetaria. Para 2027 se espera que la inflación retome su tendencia decreciente, como consecuencia, en parte, de las acciones acumuladas de la política monetaria.** A raíz de estos choques, las expectativas de inflación del mercado aumentaron de manera significativa a diferentes horizontes, situándose

por encima del 6,0% para finales de 2026, como se detalla más adelante. Pese a que las presiones sobre la capacidad productiva y sobre la demanda agregada podrían estar cediendo, aún prevalecen preocupaciones sobre presiones alcistas importantes originadas en el fuerte aumento del salario mínimo del 23,2%<sup>2</sup> (muy por encima de la inflación de diciembre de 2025 más las ganancias de productividad) como se discute en el Recuadro 1 de este *Informe*. La evidencia de 2025 sugiere que las presiones de costos laborales, tanto formales como informales, habrían sido un factor importante en la interrupción del descenso de la inflación. A lo anterior se suman preocupaciones por la elevada inercia inflacionaria producto de la indexación, por posibles aumentos en los precios del gas, dada su oferta limitada, y por los recientes choques de oferta que han afectado a los precios de los alimentos, en particular a los perecederos. Estas presiones alcistas no alcanzarían a ser compensadas por la apreciación acumulada del peso y por las reducciones anunciadas por el Gobierno Nacional en los precios de la gasolina (COP500 por galón en febrero y en marzo). De todas maneras, se espera que las acciones acumuladas de política monetaria ayuden a revertir las posibles tendencias alcistas y encauzar la inflación y sus expectativas hacia la meta. Dados los rezagos de la política monetaria, es más probable que este objetivo se alcance hacia 2027.

**A principios de 2026 las expectativas de inflación obtenidas a partir de las encuestas y del comportamiento de los TES presentaron un repunte significativo para diferentes horizontes, y todas ellas se sitúan muy por encima de la meta del 3% (véase el Recuadro 2).** En el segundo semestre de 2025 las expectativas de inflación a diferentes horizontes aumentaron, manteniéndose por encima de la meta. Para los plazos a uno, cinco y ocho años, las medidas estimadas con base en los bonos de deuda pública (*break even inflation*, BEI) aumentaron en la segunda mitad del año, registrando en diciembre de 2025, frente a junio, un aumento de 237 puntos básicos (pb), 125 pb y 78 pb, y se ubicaron en el 5,78%, 5,29% y 4,93%, respectivamente. Asimismo, las expectativas de los analistas, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco de la República, aumentaron en el segundo semestre de 2025 para los plazos a doce y veinticuatro meses en 69 pb y 32 pb, y se ubicaron en un 4,59% y 3,80%, en su orden. Por su parte, la mediana de la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* (ETE), aplicada a empresarios de diferentes sectores, académicos, consultores y sindicatos, también registró un incremento en octubre frente a julio, de 20 pb para el plazo de doce meses, ubicándose en el 4,5%, mientras que para el plazo de veinticuatro meses se mantuvo sin cambios (4,0%). Esta tendencia ascendente de las expectativas se acentuó a comienzos de 2026, con aumentos significativos en las diferentes medidas de expectativas de inflación. En particular, con datos a febrero los BEI a uno, cinco y ocho años, han aumentado frente a diciembre en 206 pb, 59 pb y 36 pb, situándose en el 7,84%, 5,88% y 5,29%, respectivamente. Por su parte, los analistas aumentaron sus expectativas frente a diciembre en 118 pb y 70 pb a doce y veinticuatro meses, situándose en 5,76% y 4,5%, en su orden. Finalmente, la mediana de la ETE aumentó en enero, frente a octubre, en 150 pb y 100 pb a doce y veinticuatro meses, ubicándose en 6,0% y 5,0%, respectivamente.

### 3.2 Decisiones de política monetaria

**Las acciones realizadas por el Banco de la República responden al mandato constitucional de “velar por mantener el poder adquisitivo del peso, en coordinación con la política económica general”<sup>3</sup>.** Para cumplir con lo anterior, desde hace más de dos décadas la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) implementó un esquema de inflación objetivo con régimen de tasa de cambio flexible, en el

2 Incluido el subsidio de transporte.

3 Constitución Política de Colombia de 1991, artículo 373 y sentencia C-481/99 de la Corte Constitucional.

cual las acciones de política monetaria están encaminadas a que la inflación converja a la meta del 3%<sup>4</sup> y a alcanzar el nivel máximo sostenible del producto y el empleo. En este esquema, las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la actividad económica, así como en la evaluación de la inflación y sus expectativas frente a la meta. Por ejemplo, si este análisis indica que la inflación puede desviarse persistentemente del 3% debido a excesos o defectos de gasto frente a la capacidad productiva de la economía, la tasa de interés de política monetaria (TPM) se modifica al alza o a la baja para que la inflación retorne hacia la meta. Si las desviaciones obedecen a factores transitorios (v. g.: un fenómeno climático que afecte los precios de los alimentos por algunos meses o choques temporales de oferta) y las expectativas de inflación se mantienen ancladas en la meta, la TPM no se modifica. Por el contrario, si las desviaciones consideradas en principio transitorias se acentúan debido a una inflación más persistente, o en presencia de procesos de indexación no deseados, la TPM se modifica con el propósito de anclar las expectativas y contribuir a que la inflación retorne a la meta. Este proceso de transmisión de la política monetaria es más efectivo y menos costoso si existe credibilidad en la política monetaria, la cual se refuerza con decisiones oportunas.

**En 2025 la tasa de interés de política monetaria se redujo en 25 puntos básicos (pb), pero su postura se mantuvo restrictiva, compatible con la convergencia de la inflación a la meta, en un entorno de una inflación observada y esperada superior al 3% y de excesos de demanda que se reflejaron en una ampliación del déficit de la cuenta corriente.** En el primer trimestre de 2025 la inflación total y básica y sus expectativas se redujeron, pero aún en niveles que superaban la meta del 3%. Al tiempo, la economía colombiana seguía recuperándose, aunque en un entorno de alta incertidumbre global debido al aumento de los aranceles en Estados Unidos y sus efectos negativos sobre la demanda externa del país. Ante este contexto macroeconómico, de una reducción de la inflación y sus expectativas y con una demanda externa que enfrentaba riesgos importantes a la baja, en abril la JDBR decidió por unanimidad reducir la tasa de interés en 25 pb. Posteriormente, las inflaciones total y básica se incrementaron y terminaron el año en niveles similares a los registrados un año atrás. Las expectativas de inflación también aumentaron, comportamiento que se acentuó a finales del año en la medida en que se acercaba el inicio de las negociaciones del salario mínimo. Este incremento en la inflación observada y esperada redujo la tasa de interés real de política y su postura contractiva. Las barreras arancelarias disminuyeron, los riesgos sobre la economía global se moderaron y los indicadores de actividad económica sugerían que la demanda interna continuaba registrando incrementos anuales superiores a los del producto, excesos de demanda que se reflejaron en una ampliación del déficit externo. Ante este diagnóstico macroeconómico, compartido por la mayor parte de la JDBR, se decidió por mayoría mantener la tasa de interés de política en el 9,25% hasta finales de 2025.

**En enero de 2026 la dinámica de la demanda interna continuó superando la capacidad productiva de la economía; la inflación total y la inflación básica se mantuvieron elevadas, y sus expectativas aumentaron significativamente y se alejaron de la meta del 3%. Ante estos hechos, la JDBR decidió por mayoría incrementar la tasa de interés de política en 100 pb y conducirla hacia niveles más compatibles con la convergencia de la inflación a la meta del 3%.** El fuerte incremento del salario

4 Entre 1991 y 2001 la JDBR estableció metas puntuales de inflación anual. En noviembre de 2001 la JDBR informó que la meta de largo plazo de la inflación era del 3% y explicó que mantener ese objetivo era equivalente a propender por una estabilidad de precios en el país. A partir de 2002 comenzó a anunciar un rango aceptable alrededor de la meta puntual para el año siguiente, siendo esta última el punto medio de dicho rango. A mediados de 2009 la inflación se situó alrededor del 3%, y a partir de 2010 la meta de inflación ha estado centrada en la meta de largo plazo (3%). Véase <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/junta-directiva/meta-inflacion-2026>

mínimo para 2026, muy superior a la inflación observada más la productividad, generó en enero un aumento significativo de todas las expectativas de inflación de alrededor de 200 pb para el horizonte de un año. Como resultado, la postura de la política monetaria se debilitó al reducir la tasa de interés real *ex ante* en la misma proporción, en momentos en los cuales se cumplían cinco años con una inflación superior a la meta del 3%. Con esto se aumentó el riesgo de que la JDBR perdiera credibilidad en su compromiso con la meta de inflación y su capacidad de cumplir con el mandato constitucional. Lo anterior, en un periodo en el cual los indicadores de actividad económica sugerían que la dinámica de la demanda interna seguía superando a la del producto, con unos excesos de demanda que se reflejaban en una ampliación del déficit corriente externo y en una tasa de desempleo en niveles históricamente bajos. Ante este diagnóstico macroeconómico, respaldado por la mayor parte de la JDBR, se decidió por mayoría aumentar la tasa de interés en 100 pb y anunciar que este sería el inicio de un nuevo ciclo de política monetaria.

**Dada la interacción con la política monetaria, las decisiones y la credibilidad de la política fiscal desempeñan un papel esencial para evitar recargar el ajuste macroeconómico sobre las tasas de interés.** Las cuentas fiscales se han deteriorado en los últimos dos años y la prima de riesgo para Colombia se mantiene elevada y distanciada de la de otros países de la región y otros emergentes con características similares. En este contexto, aumentos de las primas de riesgo y de las tasas de interés que debe pagar el Gobierno se reflejarían en incrementos en la tasa de interés real que debe honrar toda la economía, y en presiones al alza sobre la tasa de cambio que presionan aún más el accionar de la política monetaria. A lo anterior se estaría sumando un impulso procíclico del consumo público que contribuye a un crecimiento de la demanda interna superior a la capacidad productiva de la economía. Por lo anterior, es fundamental mantener una trayectoria del déficit fiscal que asegure la sostenibilidad de las cuentas públicas y propenda por un ajuste equilibrado entre los agentes de la economía. Un proceso de ajuste fiscal que reduzca gradual y oportunamente el déficit y la deuda pública contribuye a alcanzar menores niveles de riesgo país y minimiza el impacto sobre la actividad económica privada. Posponer la reducción o hacerla de forma insuficiente, cuando esto es necesario, recarga el ajuste macroeconómico sobre la política monetaria y puede resultar en un sobreajuste del sector privado.

## Recuadro 2

### Expectativas de inflación y su evolución reciente

Las expectativas de inflación se refieren al nivel de inflación que los agentes económicos esperan a futuro. En otras palabras, son las estimaciones que los individuos o grupos hacen sobre los incrementos esperados en los precios de los bienes y servicios que los hogares consumen con mayor frecuencia. Estas expectativas se miden, principalmente, con encuestas a los diferentes agentes del mercado (analistas, empresarios, sindicatos, entre otros), así como mediante indicadores derivados de los títulos de deuda pública del mercado local, y calculados como la diferencia del rendimiento entre los bonos indexados a la inflación y los bonos nominales (*breakeven-inflation*).

En la conducción de la política monetaria, las expectativas de inflación desempeñan un papel central, especialmente en un esquema de inflación objetivo. Además de constituir un insumo fundamental para la toma de decisiones de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), las expectativas de inflación influyen directamente en las decisiones de consumo, ahorro, inversión y fijación de precios de los agentes económicos. Así mismo, cumplen una función clave en la transmisión de la política monetaria: cuando los agentes confían en que la autoridad tomará medidas suficientes para alcanzar la meta del 3%, ajustan sus decisiones de forma coherente con ese objetivo, lo que facilita y acelera la estabilización de los precios. Si las expectativas permanecen ancladas en la meta, se refuerza la credibilidad de la autoridad monetaria, se potencia la eficacia de sus acciones y se reducen los costos en términos de actividad económica.

Como las expectativas de inflación son una variable no observable, el Banco de la República utiliza distintas fuentes y metodologías para estimarlas:

- Encuestas que recogen directamente la opinión de los agentes económicos<sup>1</sup>: la *Encuesta Mensual de Expectativas* de analistas económicos (EME), y la *Encuesta Trimestral de Expectativas Económicas* (ETE), que recoge la percepción de una muestra de entidades de los siguientes sectores económicos: industria manufacturera y minería, sistema financiero, grandes cadenas de almacenes, transporte y comunicaciones, académicos y consultores, y sindicatos, en las cuatro principales ciudades del país: Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla.
- Medidas implícitas de inflación derivadas del mercado de deuda pública, denominadas *break-even inflation* (BEI) y *forward BEI* (FBEI). En Colombia estas se calculan a partir de la comparación entre las tasas de interés de títulos de deuda pública del gobierno colombiano (TES) nominales y los TES indexados a la inflación (unidad de valor real, UVR).

Las encuestas tienen la ventaja de captar directamente la percepción de los agentes y permitir identificar diferencias por tipo de participante y horizonte. Sin embargo, suelen concentrarse en plazos más cortos, se realizan con menor frecuencia y pueden estar sujetas a sesgos de respuesta o problemas de representatividad. Por su parte, las medidas derivadas del mercado de deuda pública ofrecen información diaria, permiten analizar una amplia gama de horizontes y reflejan las expectativas incorporadas en decisiones de mercado<sup>2</sup>.

1 <https://suameca.banrep.gov.co/estadisticas-economicas/encuestas>

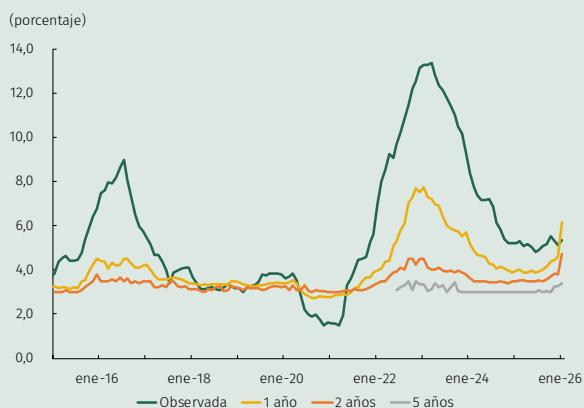
2 No obstante, estas medidas pueden incluir primas por riesgo de inflación y por liquidez, por lo que no constituyen una medida pura de expectativas. Por ello es usual estimarlas excluyendo de su medida la prima de riesgo inflacionario.

## 1. Evolución reciente de las expectativas de inflación

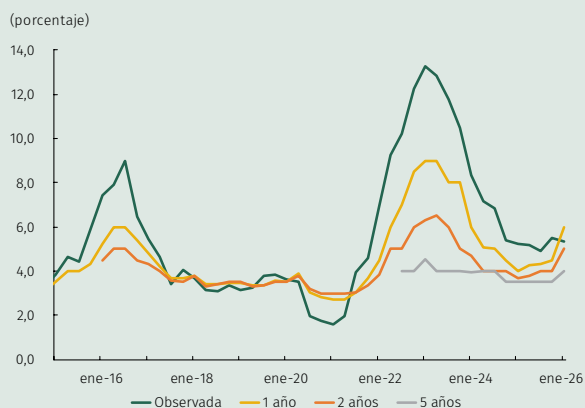
Después del máximo nivel de inflación observado a inicios de 2023, en Colombia, tanto la inflación observada como las expectativas sobre su evolución descendieron sostenidamente hasta junio de 2025. Luego, esta tendencia se revirtió y en enero de 2026 se observó un aumento significativo de las expectativas de inflación a diferentes plazos, tanto en las medidas de las encuestas como en aquellas derivadas del mercado de deuda pública (Gráfico R2.1). Este aumento se dio en un contexto de un elevado incremento del salario mínimo para 2026 (23,2%), incluido el subsidio de transporte, muy superior a la inflación observada para el cierre de 2025 (5,1%). A diferencia de otros países de la región, Colombia presentó un fuerte aumento en los pronósticos de inflación para finales de 2026<sup>3</sup> (Gráfico R2.2).

Gráfico R2.1  
Expectativas de inflación para Colombia

### A. Analistas EME



### B. Empresarios ETE



### C. BEI



### D. FBEL<sup>a/</sup>



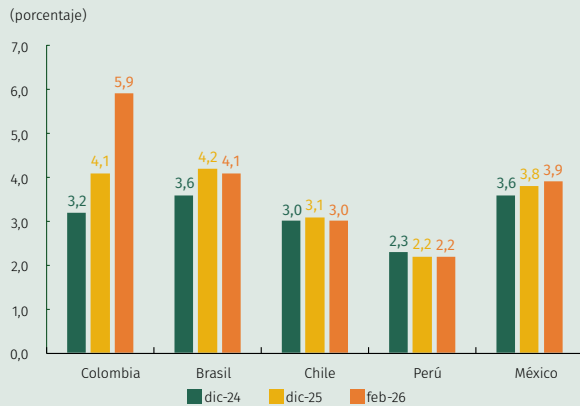
a/ Se muestra la FBEL\_1\_1 y FBEL\_2\_3, que corresponden a la expectativa de inflación un año adelante a partir del primer año y la expectativa de inflación tres años adelante a partir del segundo año.

Fuentes: Encuesta Mensual de Analistas Económicos (EME), Encuesta Trimestral de Expectativas Económicas (ETE), SEN y Master Trader; cálculos del Banco de la República.

En el caso de las encuestas, entre octubre de 2025 y enero de 2026 el fuerte aumento de las expectativas de inflación se observó tanto para los analistas como para un grupo más amplio de agentes que recoge la encuesta trimestral, para los plazos a uno, dos y cinco años (Gráfico R2.3). Asimismo, se incrementó la dispersión de las expectativas de los informantes, en especial para la encuesta trimestral. En particular, para el horizonte a doce meses la mediana de las expectativas de inflación total de los analistas pasó del 4,3% al 6,2%, mientras que la mediana de la ETE aumentó del 4,5% al 6,0%. A dos años, la mediana de los analistas pasó

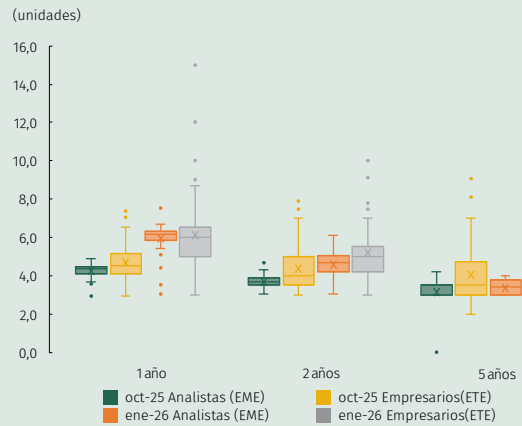
3 Los pronósticos de inflación para diciembre de 2026 en encuestas realizadas por LatinFocus para diciembre de 2025 y febrero de 2026 no presentaron cambios importantes para México (10 puntos básicos -pb-), Brasil (-10 pb), Perú (0 pb) y Chile (-10 pb), mientras que por para Colombia presentaron un aumento de 180 pb.

**Gráfico R2.2**  
Expectativas de inflación a diciembre de 2026 para algunos países de la región



Nota: las medidas de la variación de las expectativas de inflación a diciembre del 2026, fueron tomadas de las encuestas realizadas en diciembre 2024, diciembre 2025 y febrero 2026.  
Fuente: LatinFocus.

**Gráfico R2.3**  
Expectativas de inflación total anual por plazos Oct-25 vs Ene-26



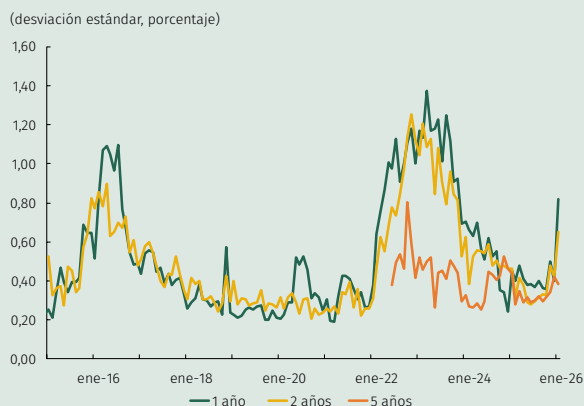
Fuentes: Encuesta Mensual de Analistas Económicos (EME), Encuesta Trimestral de Expectativas Económicas (ETE), Banco de la República.

del 3,7% en octubre al 4,7% en enero, en tanto que la de la ETE se incrementó del 4,0% al 5,0%. Este patrón es menos marcado para las respuestas asociadas con el horizonte de cinco años, donde las expectativas de la EME y de la ETE registraron aumentos en 40 pb y 50 pb, situándose en el 3,4% y 4,0%, respectivamente. Por su parte, en enero de 2026 para plazos de uno, dos y cinco años las expectativas de inflación BEI se situaron en el 6,6%, 6,4% y 5,5%, respectivamente, cifras superiores en 231 pb, 209 pb y 120 pb frente a la estimación de octubre de 2025. Este incremento también se observó al descontar la prima de riesgo tanto en las BEI como en las FBFI.

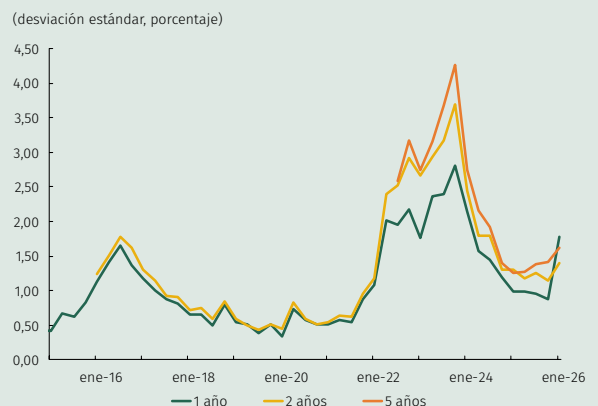
En el Gráfico R2.4 se observa la evolución en la dispersión de los resultados de las expectativas de inflación de las encuestas, la cual refleja el grado de incertidumbre de los encuestados sobre los posibles efectos macroeconómicos que las sorpresas recientes tendrían sobre la inflación. Por otra parte, en el Gráfico R2.5 se muestra la probabilidad que los analistas le asignan a distintos rangos de inflación para el final del año en curso y el año siguiente (según la EME). En particular, para diciembre de 2026 la mayor probabilidad promedio se concentró en intervalos superiores al 6%, y en el rango entre 4% y 6% para diciembre de 2027.

**Gráfico R2.4**  
Dispersión de los resultados de las expectativas de inflación de encuestas

#### A. Analistas EME



#### B. Empresarios ETE

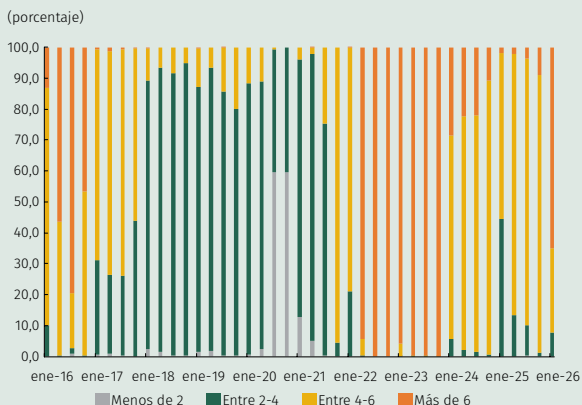


Fuentes: Encuesta Mensual de Analistas Económicos (EME), Encuesta Trimestral de Expectativas Económicas (ETE), Banco de la República.

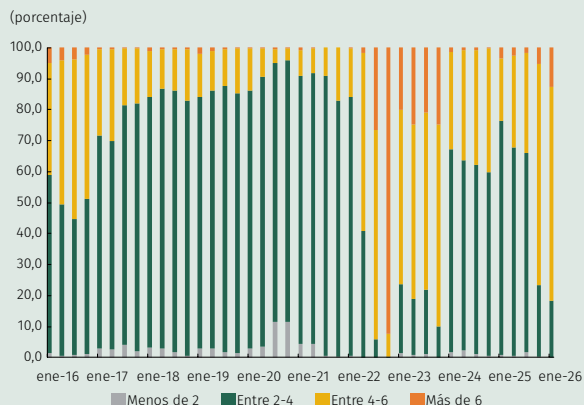
## Expectativas de inflación y su evolución reciente

Gráfico R2.5  
Probabilidad asignada en la EME a cada rango de valores para la inflación

## A. A diciembre del año en curso



## B. A diciembre del año siguiente



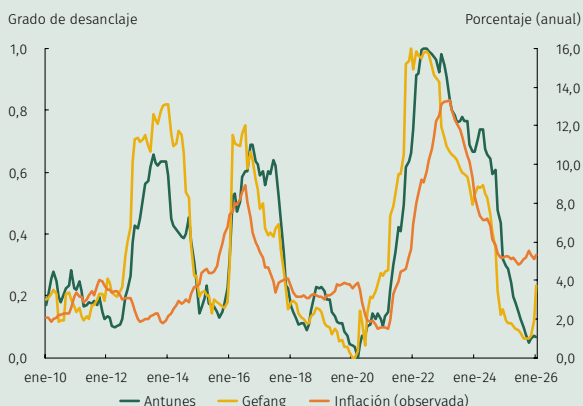
Fuentes: Encuesta Mensual de Analistas Económicos (EME), Banco de la República.

## 2. Análisis del grado de desanclaje de las expectativas de inflación

Un concepto importante en el estudio de las expectativas de inflación es el de “anclaje”, que indica si estas tienden a un valor estable a medida que pasa el tiempo, donde este valor se conoce como “ancla”. También, es relevante entender dentro de este concepto la velocidad de convergencia frente a aquellos choques que la alejan temporalmente del ancla. Evaluar el valor al cual convergen las expectativas de inflación en el mediano y largo plazo ofrece señales de qué tan creíble es la política monetaria. Además, si el valor al que se aproximan las expectativas es cercano a la meta de inflación de largo plazo, se infiere que hay credibilidad en la meta establecida por el Banco de la República. Siguiendo la práctica internacional, el análisis del grado de anclaje de las expectativas de inflación se centra en dos dimensiones: 1) evaluar si las variaciones de las expectativas de inflación de corto plazo no se transmiten a horizontes de mediano y largo plazo, es decir, que estas últimas se mantengan estables (ancladas) ante cambios transitorios en las de corto, y 2) evaluar la rapidez con la que las desviaciones entre la inflación observada y la meta regresan a cero, lo que indica un anclaje adecuado.

En la literatura existen aplicaciones econométricas para medir el grado de anclaje, bajo la noción de traspaso o codependencia entre las expectativas de corto plazo y las de mediano y largo plazo. El Gráfico R2.6 muestra los resultados de las estimaciones de Antunes (2015) y Gefang (2012)<sup>4</sup> para las tasas BEI de corto plazo (uno año) respecto a las de mediano plazo (el promedio de tres a cinco años)<sup>5</sup>. Bajo este concepto, un valor cercano a cero indicaría una baja codependencia (o traspaso) entre las expectativas de corto y largo plazo, lo cual implica

Gráfico R2.6  
Grado de desanclaje de las expectativas de inflación

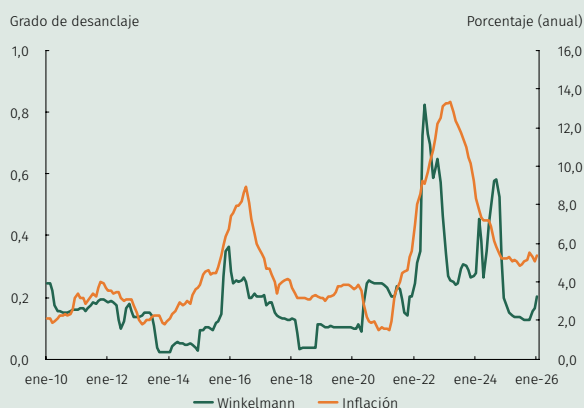


Fuente: Banco de la República; cálculos propios.

4 Para más información sobre la aplicación de estas metodologías consúltese el Recuadro 2 del Informe de Política Monetaria de octubre de 2024 (<https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-politica-monetaria/recuadro2-octubre-2024>)

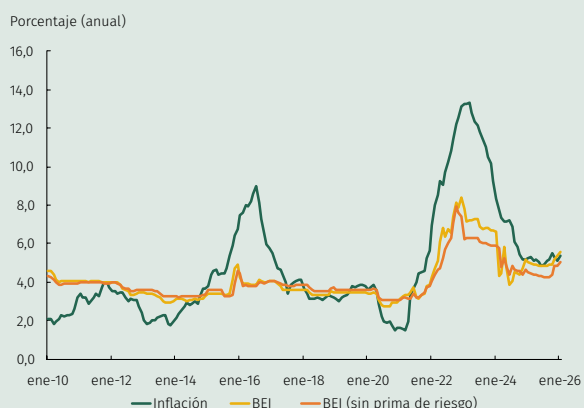
5 Los resultados se mantienen si se compara corto plazo con largo plazo (seis a diez años).

**Gráfico R2.7**  
Grado de desanclaje como medida de reversión a la media (ancla de mercado)



Fuente: Banco de la República; cálculos propios.

**Gráfico R2.8**  
Ancla de mercado derivada de la deuda pública (Metodología Winkelmann)



Fuente: Banco de la República; cálculos propios.

unas expectativas ancladas. Los resultados muestran que, aunque durante 2025 las expectativas se habían estabilizado, a comienzos de 2026 se observó un aumento en su nivel y en su variabilidad. Esto sugiere que hay una mayor sensibilidad a los cambios recientes en la inflación y que las expectativas tardarán más en retornar a niveles cercanos a la meta. Aun así, el grado de desanclaje sigue siendo bajo, en comparación con otros episodios inflacionarios del pasado. Los resultados muestran un incremento marcado en la dependencia de ambos horizontes desde diciembre de 2025, lo que indica un mayor grado de transmisión de las expectativas de corto a largo plazo.

Además del traspaso de las expectativas, es importante tener alguna medida que nos indique la evolución respecto a la persistencia de las desviaciones de las expectativas de inflación frente a un nivel determinado, así como también alguna medida que refleje el ancla percibida por el mercado. Para ello, se implementó la metodología de Strohsal y Winkelmann (2014), donde por simplicidad los resultados se promedian para los BEI de tres a cinco años (Gráfico R2.7 y R2.8). Es importante mencionar que la mayoría de los resultados se mantienen para cualquier plazo. El Gráfico R2.7 muestra que la noción de grado de desanclaje está relacionada con el grado de persistencia de los choques sobre las expectativas de inflación y su reversión a la media (ancla percibida). En ese sentido, cuanto menor es la persistencia de dichos choques, más ancladas se encuentran las expectativas de inflación. Esto implica que cuando el indicador es cercano a cero, los choques son más transitorios y, por tanto, las expectativas están ancladas. Por el contrario, cuando el indicador es cercano a uno refleja un mayor desanclaje. Aunque se observa un deterioro reciente en dicha medida, el nivel de desanclaje es bajo en comparación con episodios inflacionarios anteriores y se sitúa cerca su promedio histórico. En el Gráfico R2.8 se presenta el ancla percibida por el mercado, la cual había venido descendiendo gradualmente desde el pico observado en 2023. Recientemente, esta medida aumentó por encima del 4%, incluso al descontar por la prima de riesgo inflacionario.

Dados los ejercicios anteriores, se puede observar que tanto el nivel como la volatilidad de las diversas medidas de expectativas de inflación se incrementó de manera importante recientemente. La inflación total y la básica, junto con sus medidas de expectativas se mantienen en niveles por encima de la meta, y las diferentes nociones de grado de desanclaje sugieren ser cautelosos en términos de la política monetaria, ya que no han retornado a valores deseables para continuar guiando la inflación y sus expectativas hacia la meta de inflación del Banco de la República. Es importante mencionar que el análisis de tasa de interés va más allá del presente ejercicio, dado que la Junta Directiva hace seguimiento a diferentes variables, tales como las condiciones financieras externas, los precios internacionales de materias primas, la actividad económica interna y demás factores que puedan influir sobre la confianza del cumplimiento de la meta de inflación en el horizonte de política.

## Referencias

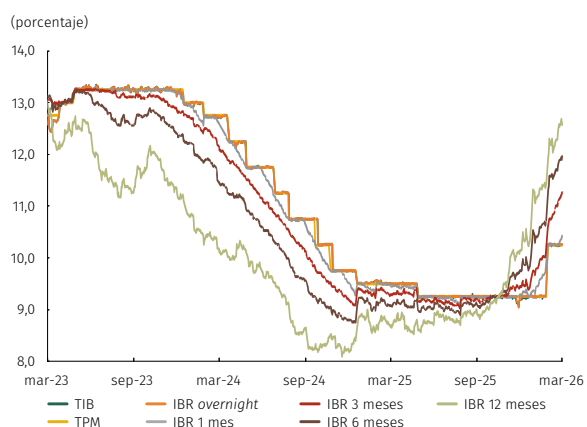
- Antunes, A. A. (2015). "Co-movement of Revisions in Short- and Long-Term Inflation Expectations", *Finance and Economics Discussion Series*, núm. 2015-15, Banco de Portugal.
- Gefang, D.; Koop, G.; Potter, S. (2008). "The Dynamics of UK and US Inflation Expectations", *Finance and Economics Discussion Series*, núm. 2015-15, University of Galsgow.

Strohsal, T.; Winkelmann, L. (2014). "Assessing the Anchoring of Inflation Expectations", *Journal of International Money and Finance*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.09.00>

Muñoz, J. A. (2026). "A Level-Dependence Approach for Assessing De-Anchoring of Inflation Expectations: Evidence from Colombia", *Latin American Journal of Central Banking*, ¿vol. núm.?

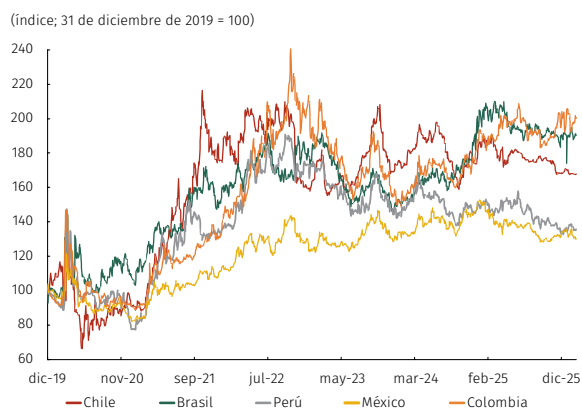
## 04/ Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito

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



Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera (cálculos con información del formato 441).

**Gráfico 4.2**  
Índice de tasas de interés en algunas economías de la región



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

### 4.1 Tasas del mercado monetario y de deuda pública

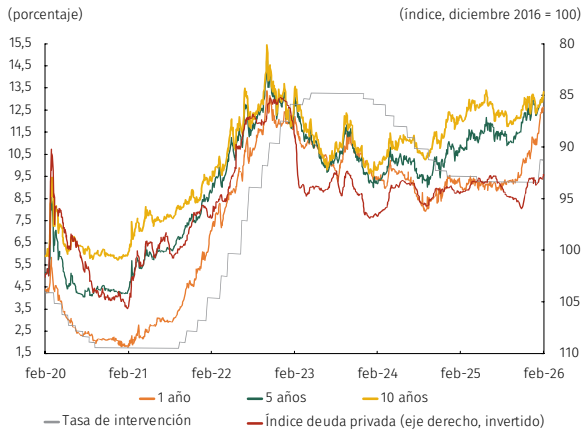
**Durante 2025 y lo corrido de 2026 las tasas de interés del mercado monetario reflejaron los ajustes en la tasa de interés de política monetaria (TPM) y las expectativas sobre sus movimientos futuros.** El indicador bancario de referencia (IBR) *overnight* y la tasa de interés interbancaria (TIB) a un día se mantuvieron alineadas con el comportamiento de la TPM, con desviaciones frente a la TPM de +0,2 puntos básicos (pb) y -0,4 pb en promedio, respectivamente. Aunque a finales de enero y comienzos de diciembre de 2025 se presentaron diferencias más pronunciadas, estas fueron transitorias<sup>1</sup>. Para los plazos más largos, las tasas IBR a uno, tres, seis y doce meses, se ubicaron la mayor parte del año por debajo de la TPM. Sin embargo, después del recorte de la TPM de abril, estas tasas fueron acercándose a la tasa de referencia, y desde finales de octubre se ubicaron por encima de ella. Este comportamiento reflejó el aumento en las expectativas de inflación y la anticipación de un posible cambio en la postura de política monetaria<sup>2</sup>. En lo corrido de 2026, la tasa IBR *overnight* y la TIB han permanecido cerca de la TPM (con una diferencia promedio de -0,2 pb y 1,1 pb, respectivamente, hasta el 23 de febrero), mientras que las tasas de todos los demás plazos continúan indicando expectativas de futuros aumentos en la TPM, con brechas que se amplían a medida que se incrementa el plazo<sup>3</sup> (Gráfico 4.1).

**En 2025 los títulos de deuda pública local (TES) se desvalorizaron, a diferencia del comportamiento de la deuda soberana de sus pares regionales; esto, en un contexto de mayor incertidumbre fiscal, lo que condujo a recortes en la calificación soberana y a la pérdida del grado de inversión de los TES<sup>4</sup>.** En promedio, los TES se desvalorizaron 70 pb a lo largo de toda la curva, mientras que los títulos de corto plazo de otros países de la región se valorizaron 32 pb en promedio durante el año. Por su parte, los títulos de largo plazo de estos países presentaron comportamientos mixtos (Gráfico 4.2). La mayoría de

- 1 En particular, entre el 27 de enero y el 13 de febrero de 2025, la diferencia promedio entre el IBR *overnight* y la TIB vs. la TPM fue de 4 pb para ambas tasas, y entre el 28 de noviembre y el 5 de diciembre, de -10 pb y -12 pb, respectivamente.
- 2 En diciembre de 2025 la diferencia de las tasas de interés IBR a plazos de uno, tres, seis y doce meses frente a la TPM fueron, en promedio, +4,5 pb, +21,7 pb, +58,5 pb y +105 pb (frente a -6,1 pb, -16,8 pb, -39,8 pb y -82,8 pb en abril, respectivamente).
- 3 En lo corrido de 2026 al 23 de febrero, las brechas de las tasas de interés IBR a plazo, con respecto a la TPM, son positivas: 17 pb, 61 pb, 129 pb y 198 pb, respectivamente, para los plazos a uno, tres, seis y doce meses.
- 4 Los títulos en moneda extranjera ya habían perdido el grado de inversión en 2021.

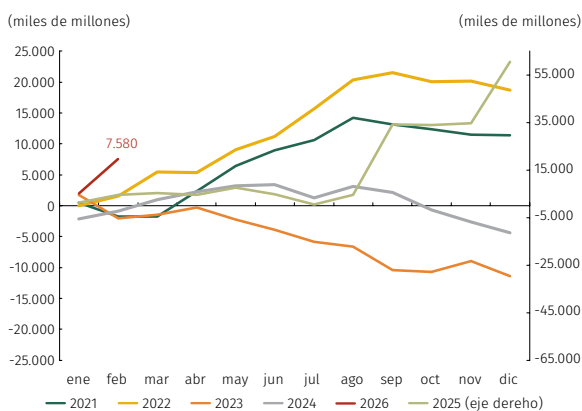
## Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito

**Gráfico 4.3**  
Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria



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

**Gráfico 4.4**  
Compras netas acumuladas por año de los inversionistas extranjeros en el mercado al contado de TES



Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

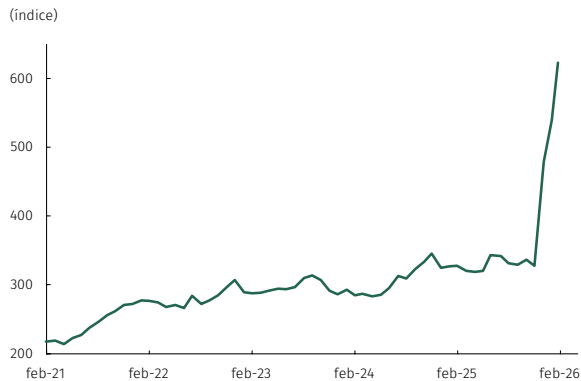
los analistas atribuyen el desempeño adverso de las tasas de largo plazo de los TES, principalmente, a la mayor incertidumbre fiscal, lo que terminó por materializarse en las rebajas de calificación por parte de las calificadoras Moody's y S&P<sup>5</sup>. Al tiempo, las de corto plazo se vieron presionadas al alza ante el aumento de las expectativas de inflación y las tasas de interés (Gráfico 4.3).

**Adicionalmente, durante el periodo se observó un aumento relevante del saldo de títulos de corto plazo (TCO), los cuales mostraron desvalorizaciones importantes al cierre del año. Esto, en un contexto de deterioro de la liquidez del mercado de TES frente a 2024.** Durante 2025 el saldo en circulación de TCO aumentó de COP17 billones (b) a COP60 b. Por su parte, los indicadores de liquidez, medidos a través de la amplitud entre las posturas de oferta y demanda (el *bid-ask spread*, BAS)<sup>6</sup> y la profundidad<sup>7</sup> del mercado de TES, presentaron deterioros importantes hacia el cierre del año<sup>8</sup>. Aunque en lo corrido de 2026 se han observado correcciones parciales, estos indicadores no han retornado a los niveles previos a diciembre. En este contexto, las tasas de corto plazo de la curva en pesos presentaron desvalorizaciones de 270 pb durante 2025 y lo corrido de 2026.

**En este entorno, los inversionistas extranjeros<sup>9</sup> registraron compras netas de TES durante 2025, explicadas, principalmente, por operaciones no convencionales y de gran tamaño entre estos agentes y la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN), sin las cuales el monto de las compras de estos agentes disminuye de forma importante.** Los inversionistas extranjeros cerraron 2025 con compras netas acumuladas por COP 60 b (Gráfico 4.4) en el mercado de contado de TES, valor que se ubica en COP 5 b, al excluir las operaciones no convencionales que realizó la DGCPTN con inversionistas extranjeros durante 2025. En septiembre se realizó una operación de financiamiento con un grupo de bancos

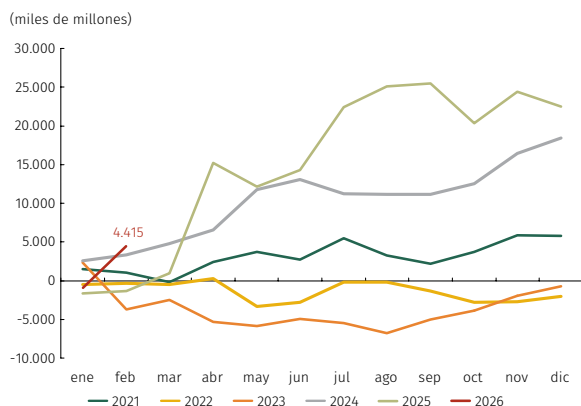
- El 26 de junio de 2025 la agencia calificadora Moody's rebajó la calificación soberana de Colombia en moneda local y extranjera de Baa2 a Baa3, manteniendo una perspectiva estable. Por su parte, S&P redujo la calificación en moneda local de BBB- a BB+. De esta forma, los TES perdieron el grado de inversión, al encontrarse por debajo de este umbral por ambas calificadoras.
- Medido como el diferencial entre los precios de las posturas de compra y venta en el mercado secundario de deuda pública.
- Medido como el promedio de la sumatoria del monto de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta en el mercado secundario de deuda pública.
- Al cierre de 2025, los BAS promedio diario se ubicaron en 9,97 pb para los TES en pesos y 14,17 pb para los TES denominados en UVR, frente a los niveles promedio de 7,49 pb y 10,38 pb observados entre enero y noviembre.
- Para un análisis detallado sobre el comportamiento de estos agentes en el mercado de deuda pública, véase el Recuadro 3 del *Reporte de Mercados Financieros* del tercer trimestre de 2023 (banrep.gov.co).

**Gráfico 4.5**  
Índice de concentración IHH de las tenencias en TES de los inversionistas extranjeros



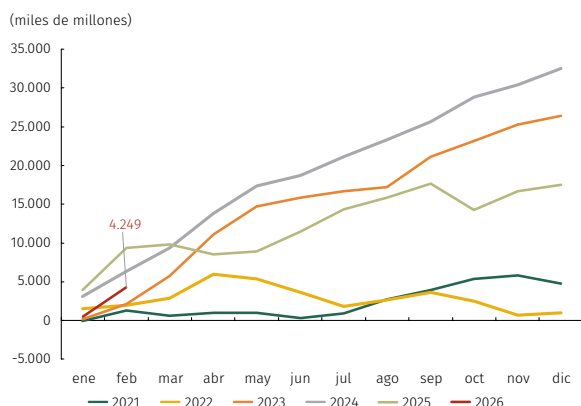
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 4.6**  
Compras netas acumuladas por año de los bancos comerciales en el mercado al contado de TES



Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 4.7**  
Compras netas acumuladas por año de los fondos de pensiones y cesantías en el mercado al contado de TES



Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

internacionales por COP32 b<sup>10</sup>, respaldada con títulos de deuda de la Nación. Este tipo de transacciones, por su carácter excepcional, puede generar incertidumbre sobre la claridad de los mecanismos de financiamiento. Adicionalmente, en diciembre se efectuó una venta directa de TES a un agente extranjero por COP23 b<sup>11</sup>, lo que podría haber incidido en la percepción de los participantes respecto al funcionamiento del programa de creadores de mercado. Desde la realización de esta operación, ha continuado la tendencia de compra de estos inversionistas, en línea con los elevados rendimientos ofrecidos por estos títulos, y se ha observado un incremento importante en el grado de concentración de sus tenencias en TES<sup>12</sup>, la cual se acerca a máximos históricos con corte a febrero de 2026 (Gráfico 4.5).

**Las entidades públicas, lideradas por el MHCP, encabezaron las compras de TES durante la mayor parte de 2025, seguidas por los bancos comerciales y los fondos de pensiones y cesantías locales (FPC); esta dinámica se ha mantenido en 2026.**

Durante 2025, las entidades públicas demandaron en neto TES por COP25,1 b, seguidas por los bancos comerciales y los FPC, con compras netas por COP21,3 b y COP16,7 b, respectivamente (gráficos 4.6 y 4.7). En el corrido de 2026, los bancos y FPC han continuado presentando una postura compradora por COP4,5 b y COP4,2 b, en su orden, a la vez que las entidades públicas han comprado en neto COP920 mm.

**Durante 2025 el MHCP realizó diez operaciones de canje de deuda pública por un monto máximo histórico de COP 160 b.**

Estas operaciones de canje<sup>13</sup> involucraron el intercambio de títulos para disminuir el saldo en valor nominal de la deuda, así como disminuir la concentración de los vencimientos de los títulos en el corto plazo. De acuerdo con agentes del mercado, la magnitud de estas operaciones ha repercutido en una menor liquidez en el mercado de contado, lo cual también los ha llevado a operar con cautela ante la incertidumbre sobre la evolución de estas operaciones.

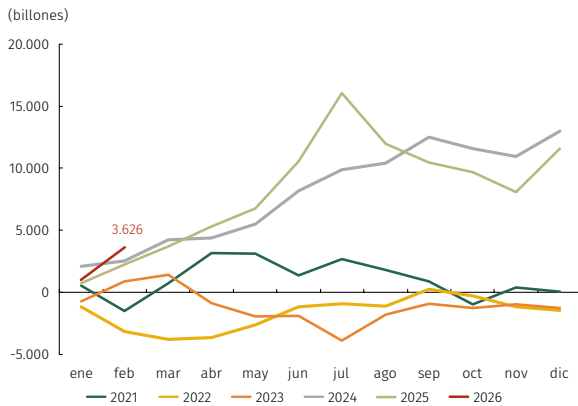
10 En septiembre de 2025 el MHCP recibió recursos en francos suizos de un grupo de bancos extranjeros, a cambio de Tesoros y deuda pública colombiana en pesos y en dólares. En títulos de deuda pública local, entregó TCO y TES de largo plazo por un monto de COP32 b a estos bancos. Ver comunicado.

11 Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2025, 19 diciembre). *MinHacienda culmina operación de venta directa de TES por \$23 billones a inversionista extranjero*. Ver comunicado.

12 Medida a través del índice IHH, que se construye como la sumatoria de la participación al cuadrado de cada inversionista extranjero dentro del total de tenencias del grupo en cada mes. Valores más altos indican un mayor nivel de concentración.

13 Un canje de deuda del MHCP consiste en la sustitución de títulos de deuda existentes por otros nuevos, con condiciones diferentes, con agentes pertenecientes al esquema de creadores de mercado. El Gobierno saca de circulación bonos próximos a vencerse, o con menor atractivo en el mercado, y entrega a los agentes instrumentos con plazos más largos o cupones más altos. Este mecanismo le permite desconcentrar vencimientos y administrar sus obligaciones financieras, mientras que los inversionistas reciben títulos que pueden resultar más convenientes para sus portafolios.

Gráfico 4.8  
Posición compradora de inversionistas extranjeros  
en NDF de TES



Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

**En el mercado de derivados los inversionistas extranjeros incrementaron su posición compradora neta en TES a futuro<sup>14</sup> durante 2025 y continuaron haciéndolo en 2026, extendiendo la tendencia iniciada en 2023. A diferencia de gran parte de los agentes extranjeros que participan en el mercado de contado, los participantes foráneos en el mercado de derivados de TES podrían tener un horizonte de inversión de corto plazo y sus flujos de inversión podrían ser más volátiles.** Durante 2025 la posición compradora en *non delivery forward* (NDF) de TES de los inversionistas extranjeros aumentó en COP 11,6 b, principalmente en referencias del tramo medio de la curva (COP 11,8 b). Esto implica que los agentes extranjeros han pasado a tener una exposición indirecta al mercado de TES, a través de estos instrumentos derivados que dependen de los precios de mercado de los títulos. En cuanto a sus contrapartes locales, los bancos comerciales fueron el tipo de entidad con la que concentraron el aumento en su posición durante el periodo (COP 9,9 b; Gráfico 4.8).

#### 4.2 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito

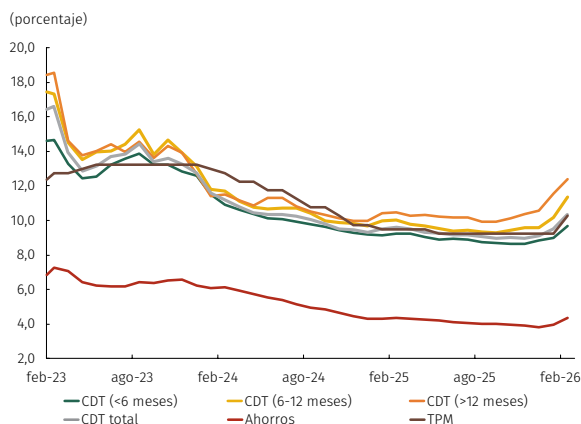
**Durante la mayor parte de 2025 las tasas de interés de captación a través de certificados de depósito a término (CDT) y de depósitos de ahorro continuaron su tendencia a la baja, aunque el ritmo de disminución fue menor al observado en 2024. Sin embargo, desde el último trimestre del año se registraron incrementos en las tasas de interés de los CDT en un contexto de expectativas al alza en la inflación y en la TPM.** En diciembre de 2025 la tasa de interés de captación a través de CDT y la de los depósitos de ahorro se ubicaron 22 pb y 49 pb por debajo de su promedio un año atrás, con disminuciones menos pronunciadas que las registradas durante 2024, cuando estas tasas de interés se redujeron en 341 pb y 197 pb, respectivamente<sup>15</sup>. Sin embargo, en el último trimestre, cuando se empezaron a anticipar mayores expectativas de inflación y posibles futuros incrementos en la TPM, las tasas de interés de los CDT presentaron incrementos, especialmente las de plazos mayores a seis meses<sup>16</sup>. En lo corrido de 2026 las tasas de interés de todos los plazos de CDT continúan aumentando

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

15 Por plazos, la tasa de interés de CDT menores a seis meses bajó 35 pb y la de seis a doce meses 7 pb, mientras que la de plazos mayores a un año aumentó 61 pb. La tasa de interés de ahorros ordinarios activos de personas jurídicas bajó 53 pb, entidades oficiales 59 pb y personas naturales 7 pb.

16 Al comparar los niveles promedio de diciembre frente a los de septiembre, la tasa de interés agregada de los CDT aumentó 15,8 pb, la de plazos menores a seis meses 12,1 pb, entre seis y doce meses 32,6 pb, y la de mayores a un año 63,7 pb.

Gráfico 4.9  
Tasas de interés de los CDT y de los depósitos de ahorro



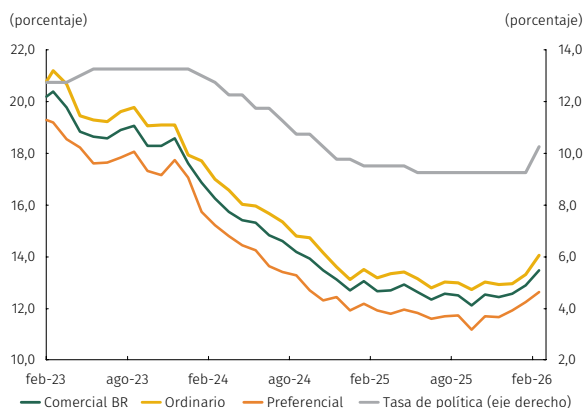
Nota: la tasa de política (TPM) corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes; las demás tasas corresponden al promedio del mes (ponderado por monto). Fuente: Superintendencia Financiera (formato 441); cálculos del Banco de la República.

de forma pronunciada, así como las tasas de interés de los depósitos de ahorro<sup>17</sup> (Gráfico 4.9).

**Durante 2025 las tasas de interés de los créditos disminuyeron, aunque a un ritmo más lento que el observado en 2024. Las excepciones fueron las tasas de interés de adquisición de vivienda y las de microcrédito, que se incrementaron. En las primeras semanas de 2026 se han registrado incrementos generalizados en las tasas de interés de colocación.** Con corte a diciembre de 2025, las tasas de interés de los créditos comerciales, de consumo y de tarjeta de crédito fueron inferiores a las de diciembre del año anterior en 12 pb, 35 pb y 124 pb, respectivamente. No obstante, estas disminuciones fueron menores a las observadas en 2024 (-492 pb, -650 pb y -1.010 pb, en su orden). Por el contrario, las tasas de interés de adquisición de vivienda se incrementaron (143 pb no VIS y 96 pb VIS). Por su parte, la tasa de interés del microcrédito presentó una alta variabilidad durante 2025, terminando en diciembre con una tasa promedio mayor en 226 pb a la de un año atrás. Durante lo corrido de 2026 se observaron incrementos en las tasas de interés de todas las modalidades de crédito (excepto para microcrédito), frente a los niveles promedio de diciembre de 2025, aunque menos pronunciados que los registrados para las tasas de interés de captación<sup>18</sup>. Cabe señalar que, en general, a comienzos de año los desembolsos suelen ser bajos y ganan participación algunas líneas de crédito con tasas de interés más altas (por ejemplo, en el caso de consumo, los créditos de libre inversión, rotativos, y otros diferentes a libranzas) (Gráfico 4.10).

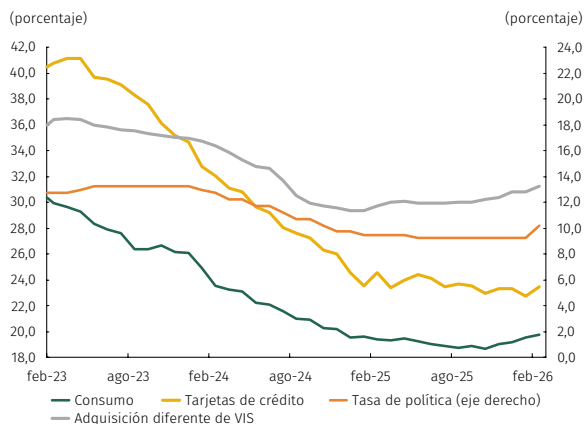
Gráfico 4.10  
Tasas de interés de los créditos

#### A. Créditos a las empresas



**El activo total de los establecimientos de crédito (EC)<sup>19</sup> continuó registrando crecimientos positivos, impulsados por la dinámica de la cartera de crédito y de las inversiones, principalmente en títulos de deuda pública.** En conjunto, estos rubros explicaron el crecimiento del activo total, que ascendió a COP 1.134,8 b (61,2% del PIB de 2025) en diciembre de 2025 (Gráfico 4.11). Durante gran parte de 2025, los EC se caracterizaron por realizar compras significativas de TES y títulos públicos de corto plazo (TCO), debido a las expectativas de valorización y a las atractivas tasas de interés, en un contexto de diversas operaciones de manejo de deuda por parte del Gobierno

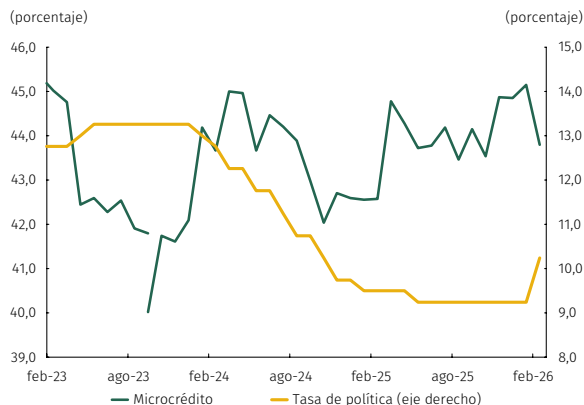
#### B. Créditos a los hogares



- 17 En enero de 2026 y frente a diciembre de 2025, la tasa de interés de captación a través de CDT aumentó 40 pb (por plazos los incrementos fueron de 16 pb, 56 pb y 98 pb, para los plazos menores a seis meses, de seis a doce meses y mayores a doce meses) y la tasa de interés agregada de depósitos de ahorro ordinario activos subió 14 pb (la de personas jurídicas 5 pb, personas naturales 7 pb y entidades oficiales 26 pb).
- 18 Al comparar con la tasa de interés promedio de diciembre de 2025, en enero la tasa de interés de créditos comerciales subió 32 pb, consumo 37 pb, adquisición de vivienda distinta de VIS 5 pb y microcrédito 28 pb; mientras que vivienda VIS bajó 17 pb y tarjeta de crédito de personas naturales lo hizo 62 pb.
- 19 De acuerdo con la SFC, se consideran EC aquellas instituciones financieras cuya función principal consiste en la captación en moneda legal de recursos del público en forma de depósitos a la vista o a término para colocarlos nuevamente a través de préstamos, descuentos, anticipos, inversiones u otras operaciones activas. Dentro de este grupo se encuentran los bancos, las compañías de financiamiento (CFC), las corporaciones financieras (CF) y las cooperativas financieras.

Gráfico 4.10  
Tasas de interés de los créditos (continuación)

### C. Microcrédito



Nota 1: a partir de septiembre de 2023 se refiere a la tasa agregada de las modalidades de crédito productivo, según Decreto 455 del 29 de marzo de 2023 del Ministerio de Hacienda.

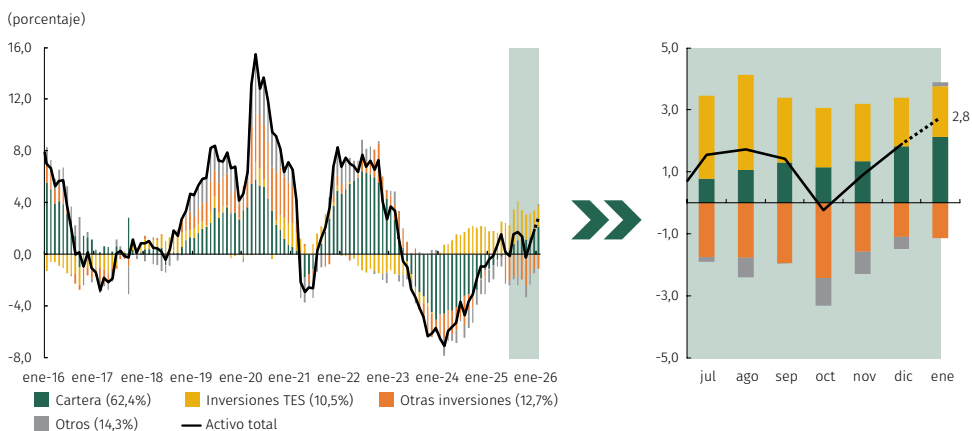
Nota 2: la tasa de política corresponde a la establecida por la JDBR en la reunión del mes, las demás tasas corresponden al promedio del mes (ponderado por monto).

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

Nacional. Además, la mayor demanda de contratos NDF<sup>20</sup> de TES por parte de inversionistas extranjeros llevó a los bancos, principales contrapartes en estas operaciones, a aumentar sus tenencias de TES en el mercado de contado como una estrategia de cobertura. Esta dinámica reflejó la preferencia de los EC, especialmente por parte de los bancos, por este tipo de activos y pudo haber implicado un riesgo potencial de desplazamiento del crédito al sector privado. No obstante, la recuperación de la cartera de los EC, en un entorno de menores tasas de interés para los créditos y de mayor dinamismo de la actividad económica, impulsó el activo total.

**La cartera bruta mostró una recuperación generalizada y registró crecimientos reales a partir de octubre de 2025, aunque el ritmo de expansión varió entre las distintas modalidades de crédito.** Desde noviembre de 2025 todos los tipos de cartera presentan una tasa de crecimiento real anual positiva, comportamiento que no se observaba desde principios de 2023 (Gráfico 4.12). La cartera comercial mostró una recuperación más marcada hacia finales de 2025, luego de que su crecimiento oscilara alrededor de cero debido a la persistencia de bajos niveles de inversión en algunos sectores económicos. Asimismo, la modalidad de consumo registró un crecimiento positivo tras dos años consecutivos de contracciones. Estas dinámicas, junto con la tendencia positiva de las carteras de microcrédito y vivienda, impulsaron la recuperación de la cartera total, que ascendió a COP 749,5 b (40,4 % del PIB de 2025) en diciembre de 2025.

Gráfico 4.11  
Crecimiento real anual del activo de los EC y contribución al crecimiento de sus principales componentes



Nota 1: la serie de la cartera corresponde a la cartera neta de provisiones, la cual forma parte del activo.

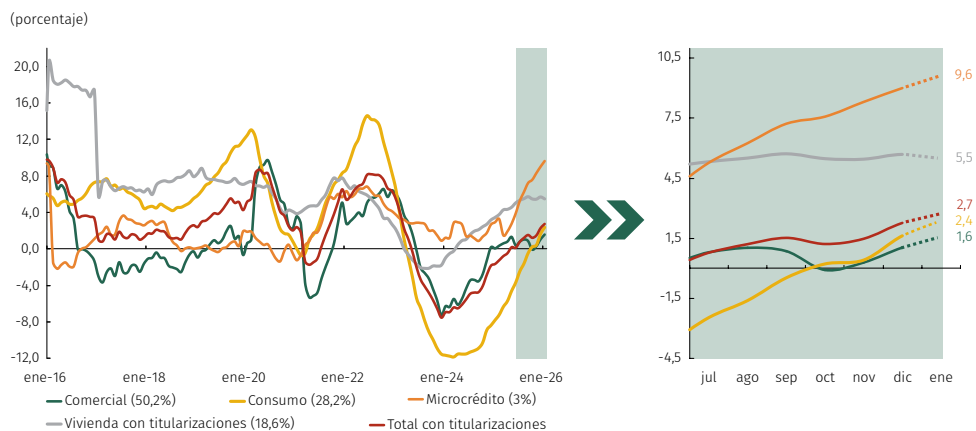
Nota 2: las líneas punteadas se elaboraron con información semanal del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia (enero de 2026), que reporta las principales cuentas de balance de los establecimientos de crédito. Por ello, los valores pueden diferir ligeramente de los registrados en los balances oficiales.

Nota 3: en paréntesis se presenta la participación de cada rubro en el activo total.

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

20 Los NDF son contratos en los cuales, en la fecha de vencimiento, se intercambia la diferencia entre el precio de mercado y el precio pactado del *forward*, multiplicada por el tamaño de la posición. Así, al vencimiento se intercambian las ganancias netas de la transacción en lugar del valor total del contrato.

Gráfico 4.12  
Crecimiento real anual de la cartera total de los EC y por modalidades



Nota 1: las líneas punteadas se elaboraron con información semanal del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia (enero de 2026), que reporta las principales cuentas de balance de los establecimientos de crédito. Por ello, los valores pueden diferir ligeramente de los registrados en los balances oficiales.

Nota 2: los crecimientos reales se calcularon utilizando el índice de precios al consumidor sin alimentos.

Nota 3: en paréntesis se presenta la participación de las modalidades de crédito en la cartera total.

Nota 4: el saldo de la cartera de vivienda incluye al Fondo Nacional del Ahorro, que representa el 10,1%.

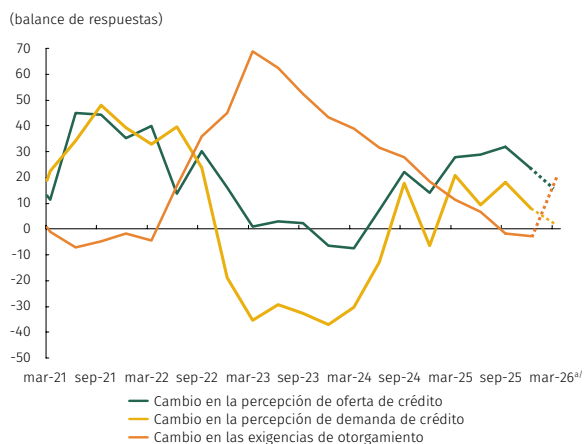
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

**Hacia adelante, los resultados más recientes del Reporte sobre la situación del crédito en Colombia<sup>21</sup>, junto con la dinámica de los desembolsos y el aumento en las expectativas de tasas de interés, sugieren que la recuperación del crédito podría moderarse.**

En los últimos meses, los desembolsos de todas las carteras han presentado una desaceleración en su crecimiento. Esta tendencia ha sido particularmente marcada en las carteras de vivienda y comercial. Además, las expectativas de incrementos en la TPM por parte del mercado podrían traducirse en una moderación adicional en el crecimiento de los desembolsos. En línea con lo anterior, los resultados más recientes del Reporte sobre la situación del crédito en Colombia (Gráfico 4.13.) evidencian señales mixtas. Aunque la oferta y la demanda de crédito permanecen en terreno positivo, las expectativas apuntan a un endurecimiento gradual de las exigencias de otorgamiento, especialmente en las carteras de consumo y comercial, así como a perspectivas de debilitamiento de la demanda de crédito. En este contexto, de materializarse estas expectativas, se anticipa una moderación en el ritmo de recuperación del crédito. Además, este comportamiento podría exacerbarse ante la incertidumbre regulatoria que han enfrentado los intermediarios en el pasado reciente, que los ha expuesto a propuestas de incrementos impositivos, inversiones forzosas, cambios en las condiciones de mercado, entre otras.

**En cuanto al fondeo, se observó un crecimiento similar tanto en los depósitos a la vista como en los CDT, reflejándose en un comportamiento más balanceado frente a lo observado en años anteriores.** Durante 2025 el crecimiento anual de los

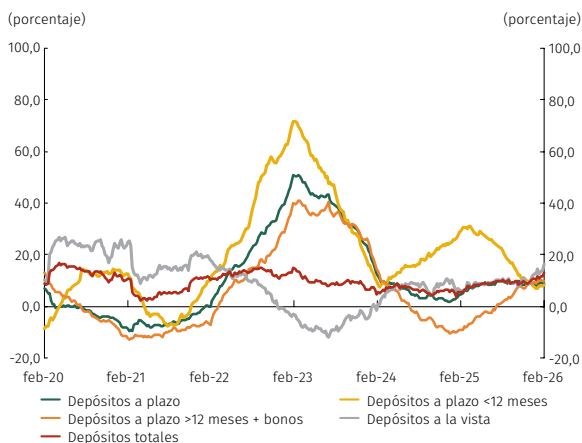
Gráfico 4.13  
Percepción del mercado de crédito  
(establecimientos de crédito)



a/ Expectativas para el próximo trimestre (línea punteada).  
Fuente: Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia, diciembre de 2025; cálculos del Banco de la República.

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

Gráfico 4.14  
Crecimiento anual de los depósitos a la vista y a plazo

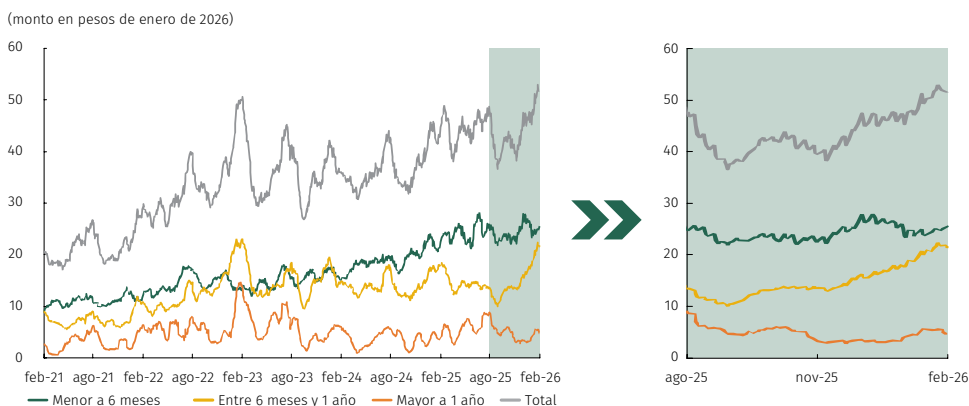


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (Formato 281); cálculos del Banco de la República.

saldos de los depósitos a la vista<sup>22</sup> y a plazo (que incluyen los CDT y los bonos emitidos por los EC) fue acercándose, particularmente a partir del segundo trimestre. Este comportamiento contrasta con lo observado desde la pandemia, cuando se registraron periodos de marcada preferencia por pasivos a la vista (como en 2020, 2021 y, en menor medida, en 2024), o por CDT (como en 2022 y 2023). Para estos últimos, se destaca que a partir de mediados de 2025 los saldos de CDT con plazos superiores a doce meses registraron variaciones anuales positivas, luego de cerca de un año de caídas. Este fondeo a largo plazo es importante para soportar la expansión de los activos de los EC, particularmente de la cartera. Por su parte, los CDT de corto plazo redujeron gradualmente su ritmo de crecimiento a lo largo de 2025. Estos pasaron de tasas cercanas al 30% a comienzos del año a niveles de alrededor del 9% a finales de diciembre. En las primeras semanas de 2026 se ha observado un mayor dinamismo de la demanda de depósitos en un contexto de incrementos en sus tasas de interés (Gráfico 4.14).

**En línea con las mayores tasas de interés de captación de depósitos a término, se prevé que la oferta de estos instrumentos aumente. Sin embargo, el dinamismo de este mercado también dependerá de la demanda de los EC, según se requiera fondeo para sustentar la dinámica de la cartera.** Con información a febrero de 2026, las emisiones de CDT registraron valores reales en máximos históricos (Gráfico 4.15), con una concentración preponderante en los plazos de entre seis meses y un año. En la medida en que las tasas de interés continúen al alza, dicha oferta podría mantener una senda creciente. No obstante, desde la perspectiva de la demanda de recursos por parte de los EC, este impulso podría atenuarse ante la expectativa de moderación en el ritmo de expansión de la cartera. De igual forma, el comportamiento futuro de estas captaciones estará condicionado por las necesidades de fondeo estable de los EC debido al coeficiente de fondeo estable neto (CFEN), conforme lo exige

Gráfico 4.15  
Emisiones de CDT reales por plazo



Nota 1: se presenta el promedio móvil de 20 días de las emisiones de CDT por plazo.

Nota 2: información con corte al 19 de febrero de 2026.

Nota 3: las series fueron deflactadas utilizando el IPC sin alimentos con base en enero de 2026. Para febrero de 2026, se supuso que la variación mensual de la inflación corresponde a la mediana reportada en la Encuesta Mensual de Expectativas de ese mes.

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

22 Es decir, aquellos que están disponibles inmediatamente y pueden ser utilizados para hacer pagos, como las cuentas de ahorro y las cuentas corrientes.

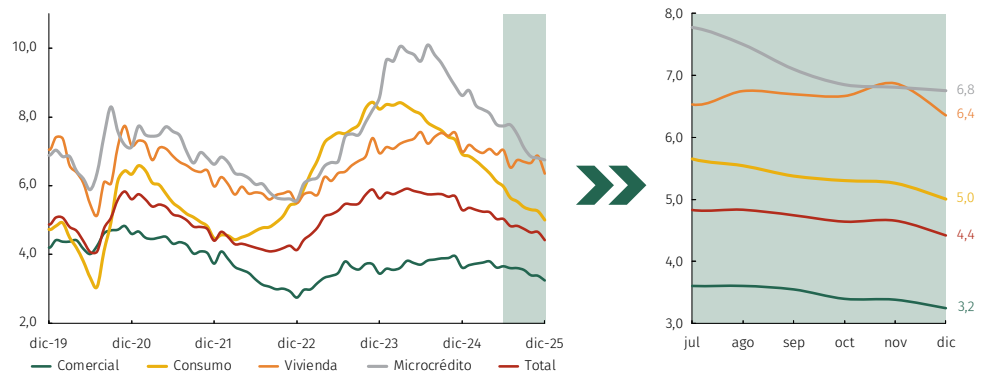
la Circular Externa 012 de 2025 de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). Este aspecto fue destacado en el Recuadro 2, “Coeficiente de fondeo estable neto (CFEN): la importancia de un requerimiento de liquidez estructural en Colombia”, del *Reporte de Estabilidad Financiera* del segundo semestre de 2025<sup>23</sup>.

**A lo largo de 2025 el indicador de calidad por mora (ICM) <sup>24</sup> se redujo para todas las modalidades de crédito, lo que evidencia una mejora generalizada en la morosidad.**

Las carteras vencidas de consumo y de microcrédito mantuvieron una senda decreciente, comportamiento que se presenta desde finales de 2024, lo que contribuyó a una reducción acelerada del ICM (Gráfico 4.16). No obstante, en los últimos meses de 2025, el descenso del indicador en estas modalidades fue más gradual. Por su parte, los ICM de las carteras comercial y de vivienda mostraron disminuciones más moderadas, dado que el saldo de la cartera vencida en estas modalidades no se redujo con la misma velocidad observada en las demás.

Gráfico 4.16  
Indicador de calidad por mora (ICM) de los EC

(porcentaje)



Nota 1: el indicador de calidad por mora se calcula como la razón entre la cartera vencida (créditos con más de 30 días de atraso) y la cartera bruta total.

Nota 2: las líneas punteadas corresponden al indicador de calidad por mora con castigos (+C) que se calcula como la razón entre: i) la suma de la cartera vencida y los créditos castigados acumulados de 12 meses netos de recuperaciones y ii) la suma de la cartera bruta total y los créditos castigados acumulados de 12 meses netos de recuperaciones.

Nota 3: el indicador de calidad por mora de vivienda difiere del reportado por la SFC, ya que esta solo considera las cuotas vencidas entre uno a cuatro meses, mientras aquí se incluye todo el capital del crédito. Además, se incorpora al Fondo Nacional del Ahorro.

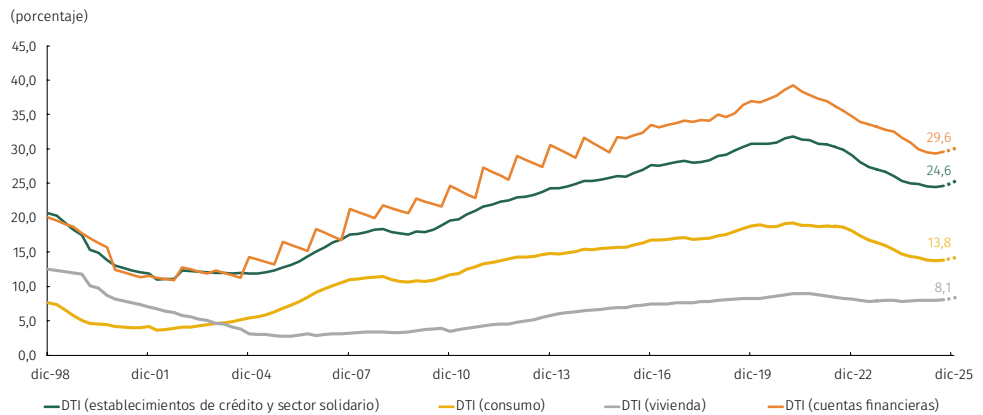
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

**Un mayor endeudamiento de los hogares generó que, a septiembre de 2025, la razón de deuda a ingreso de estos agentes aumentara por primera vez desde marzo de 2021.** Durante la primera mitad de 2025 el ingreso disponible de los hogares tuvo una dinámica positiva respaldada por un bajo desempleo y un alto crecimiento de las remesas, lo cual contribuyó a que la razón de deuda a ingreso (DTI, por su sigla en inglés) mantuviera la tendencia decreciente que venía presentando desde 2021. No obstante, en línea con la recuperación de la cartera de los hogares, que desde julio de 2025 ha presentado crecimientos reales anuales positivos, y como se anticipó en el *Reporte de Estabilidad Financiera* del segundo semestre de 2025, el DTI a septiembre mostró un ligero incremento. Asimismo, se espera que para el cierre de 2025 el DTI se ubique en niveles ligeramente superiores a los actuales (Gráfico 4.17, líneas punteadas), debido a la dinámica observada y esperada del endeudamiento de los hogares, y a una expectativa de crecimiento del ingreso de estos agentes que se estabilizaría en niveles cercanos a su promedio prepandemia. Para

23 <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-estabilidad-financiera/segundo-semester-2025>

24 El indicador de calidad por mora se calcula como la razón entre la cartera vencida y la cartera bruta total (la cartera vencida incluye el saldo de los créditos que se han dejado de pagar por un periodo mayor a treinta días).

Gráfico 4.17  
Deuda a ingreso disponible (DTI) de los hogares



Nota: el gráfico presenta el indicador de deuda a ingreso (DTI, por su sigla en inglés). Para ello se utiliza el ingreso disponible ajustado bruto de los hogares que proviene de las cuentas nacionales por sector institucional.

En el gráfico se presentan cuatro medidas de endeudamiento:

1. Línea verde: deuda de los hogares con los establecimientos de crédito supervisados por la Superintendencia Financiera de Colombia, las cooperativas de ahorro y crédito, los fondos de empleados y la Titularizadora Colombiana.
2. Línea naranja: deuda de los hogares proveniente de los saldos de las cuentas financieras publicadas por el Banco de la República. Adicional a lo incluido en la línea verde, se incluyen los microcréditos y los créditos comerciales a cargo de personas naturales, además de obligaciones con otras instituciones financieras.
3. Línea amarilla: créditos de consumo con establecimientos de crédito.
4. Línea gris: créditos de vivienda con establecimientos de crédito.

Los segmentos punteados corresponden a pronósticos del indicador a diciembre de 2025 elaborados por el equipo técnico del Banco de la República. El pronóstico se construye utilizando los datos observados a junio de 2025. Para el DTI de consumo y vivienda se supone que la participación de estos portafolios en el total permanece constante en el horizonte de pronóstico. Por insuficiencia de información, no se estima el pronóstico del DTI usando el endeudamiento de las cuentas financieras publicadas por el Banco de la República.

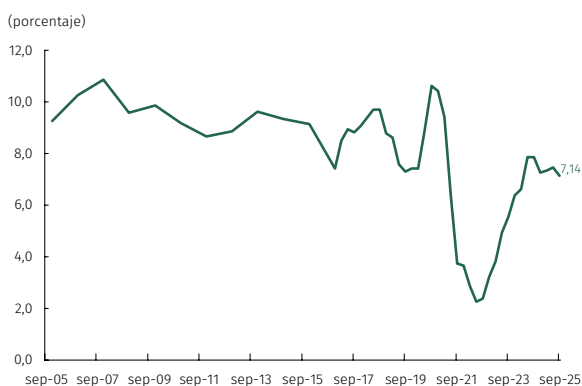
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de la Economía Solidaria, Titularizadora de Colombia, Banco de la República y DANE; cálculos del Banco de la República.

2026 persiste la incertidumbre sobre el comportamiento del endeudamiento y el ingreso disponible de los hogares, pues su dinámica dependerá, entre otros, de los efectos del aumento del salario mínimo en el mercado laboral y la inflación, y su impacto de esto sobre la capacidad de pago de estos agentes y la disponibilidad de las entidades a otorgar crédito.

**Relacionado con lo anterior, el ahorro bruto de los hogares como porcentaje de su ingreso disponible se redujo durante el tercer trimestre de 2025 frente al trimestre anterior, debido al mayor crecimiento del consumo privado.** En línea con el buen dinamismo del ingreso disponible, el ahorro de los hogares venía experimentando una importante recuperación desde junio de 2022. No obstante, desde septiembre de 2024 el consumo final de los hogares empezó a crecer a tasas más elevadas, lo que contribuyó a un cambio de tendencia en el ahorro, el cual se ha venido acentuando en los últimos trimestres. Como resultado, el ahorro como porcentaje del ingreso disponible<sup>25</sup> completó un año en niveles inferiores a su promedio histórico (Gráfico 4.18). Cabe resaltar que una eventual reducción del ahorro representaría una vulnerabilidad para la salud financiera de los hogares, pues tendrían una menor reserva de liquidez para cubrir sus obligaciones de corto plazo.

**La deuda del sector corporativo privado como proporción del PIB continuó disminuyendo durante el tercer trimestre de**

Gráfico 4.18  
Ahorro bruto de los hogares como porcentaje del ingreso disponible

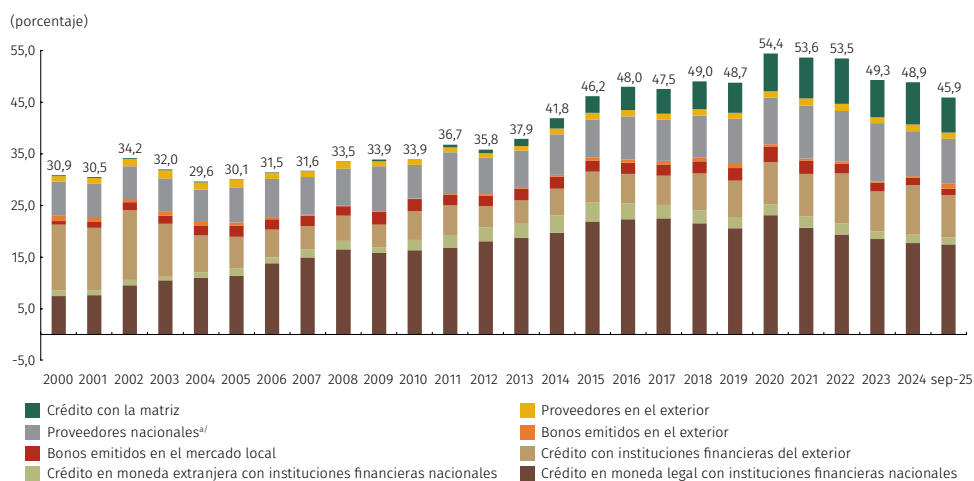


Nota: valores anuales definidos como la suma de los cuatro trimestres. El ingreso utilizado como denominador en los indicadores de la gráfica incluye un ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en los fondos de pensiones. Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

25 Esta medida de ingreso corresponde al ingreso disponible ajustado bruto ampliado, el cual incluye un ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en los fondos de pensiones.

**2025, en un contexto de apreciación del peso colombiano, que favoreció la reducción de la deuda denominada en moneda extranjera.** A septiembre de 2025 la deuda del sector corporativo privado representaba el 45,9% del PIB anual, el nivel más bajo observado desde 2015<sup>26</sup>. La disminución del indicador se explica, principalmente, por la apreciación del peso frente al dólar, la cual impactó la deuda denominada en moneda extranjera, especialmente los rubros de créditos con la matriz y con instituciones financieras en el exterior<sup>27</sup> (Gráfico 4.19). Además del efecto asociado con la dinámica de la tasa de cambio, la evolución reciente del endeudamiento corporativo ha estado condicionada por factores estructurales, como la sustitución de fuentes tradicionales de financiamiento por otros instrumentos (por ejemplo, las cuentas por pagar y otros pasivos). Lo anterior sugiere que la reducción observada no necesariamente obedece a un proceso de desapalancamiento financiero. De cara al futuro, un eventual endurecimiento de las condiciones financieras podría ejercer presiones al alza sobre los costos de financiamiento y deteriorar la capacidad de endeudamiento de las firmas, ya sea a través de una depreciación del peso colombiano o de una menor disponibilidad de recursos para empresas colombianas en los mercados internacionales.

Gráfico 4.19  
Deuda financiera del sector corporativo privado como porcentaje del PIB por instrumento



a/ Solo incluye la información de las empresas que reportan estados financieros a la Superintendencia de Sociedades. En el año 2016, todas las empresas registraron sus estados financieros utilizando las NIIF, lo cual no permitió la identificación del saldo de deuda con proveedores nacionales. Por ende, para aproximar el dato de estas empresas se calculó, para las firmas que registraron utilizando el PUC entre 2007 y 2015, el porcentaje promedio en este periodo que los proveedores de corto y largo plazo representaron del pasivo corriente y no corriente, respectivamente, y se supuso un porcentaje igual para las entidades que presentaron estados financieros a partir de 2016. Debido a que aún no se han publicado los estados financieros de 2022, se utiliza el crecimiento anual del PIB para proyectar el valor de diciembre de 2022. Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Sociedades y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

**Los efectos de las políticas arancelarias implementadas por Estados Unidos sobre las empresas vinculadas al comercio exterior aún son inciertos. Sin embargo, los EC mantienen una baja exposición crediticia frente a este tipo de firmas y cuentan con niveles de capital suficientes para absorber un choque derivado de estas medidas.** Las exportaciones colombianas anuales globales durante 2025 tuvieron un leve incremento del 1,0% en términos reales respecto a 2024. Este bajo crecimiento ha estado enmarcado en un contexto de alta incertidumbre del posible impacto

26 Entre 2015 y 2024 la deuda del sector corporativo privado osciló entre el 46,2% y el 54,4%.

27 Al estimar un escenario contrafactual en el que la tasa representativa del mercado (TRM) se hubiese mantenido en el valor de cierre de 2024 (COP 4.409 al 31 de diciembre de 2024 frente a COP 3.901 en septiembre de 2025), se encuentra que el endeudamiento total del sector corporativo privado se habría reducido en cerca de 0,76 pp en septiembre de 2025, lo que contrasta con la caída observada de 3,0 pp.

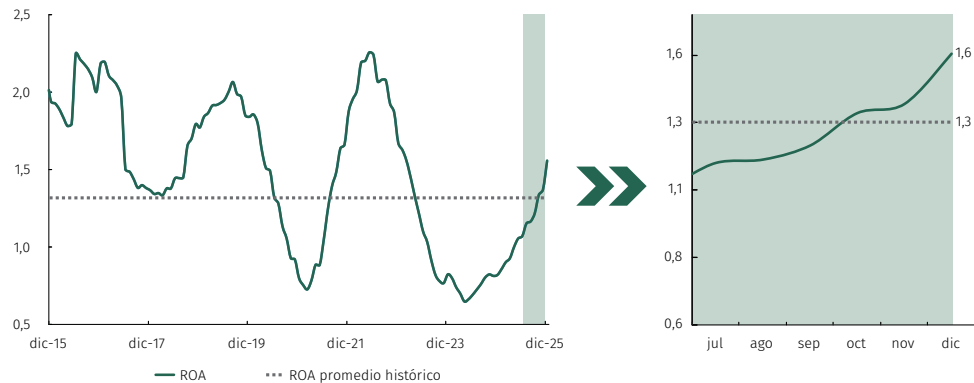
del incremento de los aranceles por parte de Estados Unidos a varios países<sup>28</sup>. En cuanto a la exposición del sistema financiero a empresas con ingresos por exportaciones a Estados Unidos, esta es relativamente baja (7,2% de la cartera total a septiembre de 2025). Además, el indicador de calidad por mora de esta cartera se mantiene en niveles bajos (2,6% en septiembre de 2025). Por otro lado, al replicar el ejercicio de sensibilidad del Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2025, diseñado para estimar el impacto de un escenario adverso de aranceles sobre el balance de las empresas y su exposición ante los EC<sup>29</sup>, se encontró que el número de firmas con un indicador de cobertura de intereses<sup>30</sup> inferior a uno (1) sobre el escenario estresado aumentaría de 347 a 372. Los sectores con mayor concentración de estas firmas continuarían siendo comercio, agricultura y manufactura. En cuanto a la exposición de los EC a estas firmas, esta se ubicó en COP 6,84 b a septiembre de 2025, valor similar al observado en diciembre de 2024. Finalmente, los ICM de la cartera comercial y de la cartera total aumentarían del 3,5% al 5,4% y del 4,7% al 5,6%, respectivamente.

**La rentabilidad de los EC continuó mostrando una senda de recuperación en 2025, en línea con su promedio histórico y con el ciclo económico.** En 2025 el indicador de rentabilidad de los activos (ROA) de los EC aumentó 70 pb y se ubicó en 1,6% al cierre del año (Gráfico 4.20, panel A). La recuperación de la rentabilidad estuvo impulsada, principalmente, por la reducción de los gastos por provisiones, asociada con la mejora gradual en la calidad de cartera a lo largo de 2025 (Gráfico 4.20, panel B).

Gráfico 4.20  
Rentabilidad del activo agregado de los EC

#### A. Evolución histórica

(porcentaje)



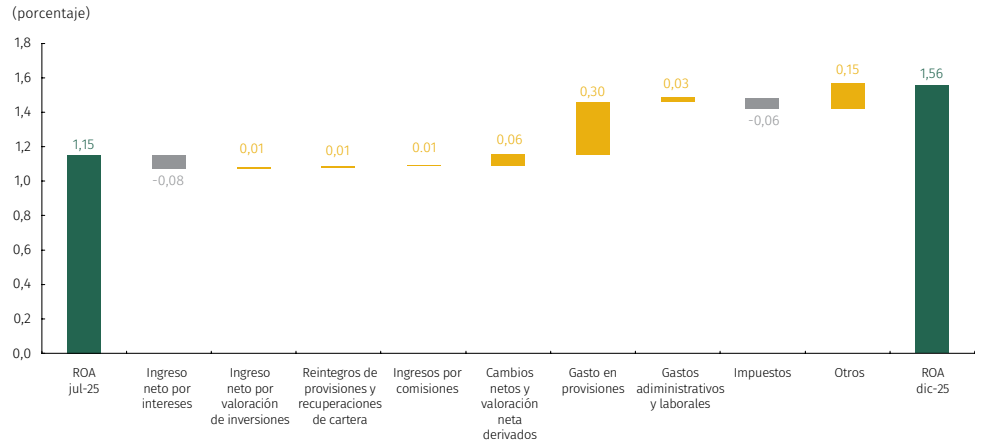
28 El 2 de abril de 2025 la administración Trump anunció el “Día de la Liberación”, que, de manera general, consistía en la imposición de aranceles a un amplio grupo de jurisdicciones. Dentro de este esquema, Colombia, al igual que la mayoría de los países de América Latina, enfrentó un arancel del 10%.

29 Para conocer los detalles de los supuestos y las limitaciones del ejercicio, véase el Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* (primer semestre de 2025: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reportes-estabilidad-financiera/segundo-semestre-2025>).

30 Se define como la razón entre utilidades antes de impuestos y gasto por intereses.

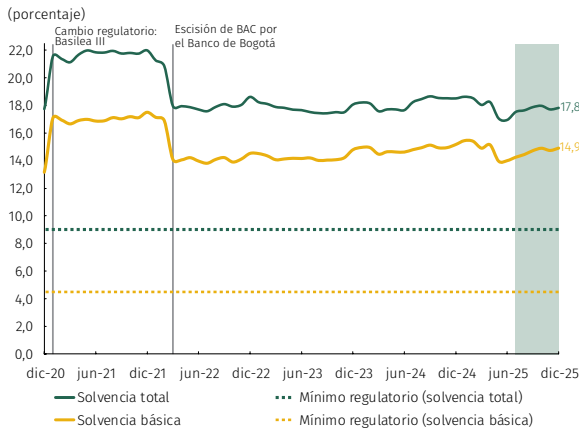
Gráfico 4.20  
Rentabilidad del activo agregado de los EC (continuación)

B. Descomposición de la variación del ROA



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

Gráfico 4.21  
Indicadores de solvencia agregados de los EC

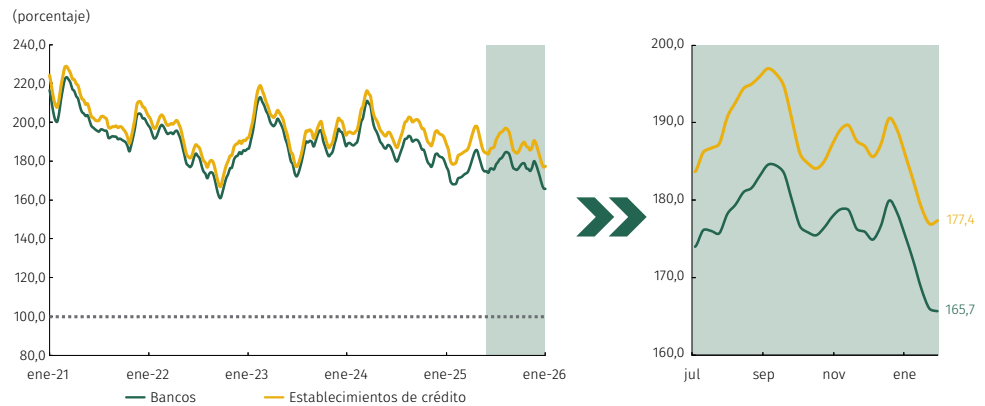


Nota 1: la solvencia total (básica) se calculan como la razón entre el patrimonio técnico (patrimonio básico ordinario neto de deducciones) calculado y el valor de los activos ponderados por nivel de riesgo crediticio, de mercado y operacional.  
 Nota 2: desde 2024, los límites regulatorios, incluyendo el colchón de conservación son de 10,5%, 7,5% y 6,0% para la solvencia total, básica adicional y básica, en su orden. Las entidades sistémicas deben cumplir con 75 pb adicionales. El incumplimiento de los colchones no implica insolvencia.  
 Nota 3: la relación de apalancamiento se define como la suma del valor del patrimonio básico ordinario neto de deducciones y el patrimonio básico adicional sobre el valor de apalancamiento.  
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

**En este contexto de recuperación del balance y de la rentabilidad de los EC, sus niveles de capital y liquidez se mantuvieron ampliamente por encima de los mínimos regulatorios, incluso cuando estos se evalúan en escenarios de estrés.** Tras la leve reducción de las relaciones de solvencia total y básica en mayo de 2025, asociada con la transferencia de reservas y otros elementos patrimoniales de Bancolombia al Grupo Cibest, estas aumentaron 76,4 pb y 94,7 pb, respectivamente (Gráfico 4.21). Este incremento se explicó por el fortalecimiento del capital destinado a cubrir potenciales pérdidas. Asimismo, los EC mantuvieron una posición de liquidez sólida y holgada durante el año, lo cual se reflejó en los indicadores de liquidez a corto plazo (IRL; Gráfico 4.22) y liquidez estructural (CFEN; Gráfico 4.23). Al evaluar el impacto de escenarios macroeconómicos hipotéticos adversos, como se realiza semestralmente en el *Reporte de Estabilidad Financiera* del Banco de la República, el agregado de los EC cuenta con niveles adecuados de capital para enfrentar las pérdidas derivadas de este ejercicio.

Gráfico 4.22

Indicador de riesgo de liquidez (IRL) promedio simple a treinta días de los establecimientos de crédito

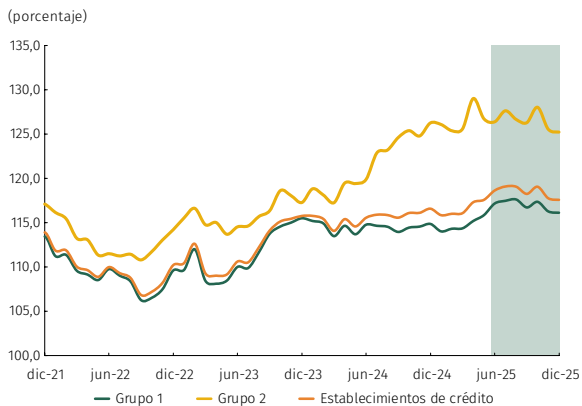


Nota: el IRL promedio se calcula como la razón entre el promedio de las últimas cuatro semanas del mes de los activos líquidos ajustados por liquidez de mercado y riesgo cambiario (ALM) con respecto al promedio de las últimas cuatro semanas del mes de los requerimientos netos de liquidez (RNL) para un horizonte de 30 días.

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

Gráfico 4.23

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



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

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

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

## 4.3 Mercados financieros locales

### 4.3.1 Mercado cambiario

**Para mantener una tasa de inflación baja y estable, y además alcanzar el máximo nivel sostenible del producto y el empleo, el Banco de la República sigue un esquema de inflación objetivo<sup>31</sup> con un régimen de tasa de cambio flexible.** La flexibilidad cambiaria es considerada un elemento fundamental para el logro de estos objetivos, debido a que: 1) ante choques externos, gran parte del ajuste lo absorbe la tasa de cambio<sup>32</sup>; 2) las autoridades en una economía pequeña y abierta con tasa de cambio flexible tienen mayor autonomía en su política monetaria, lo cual les facilita alcanzar sus propias metas de inflación y reaccionar de forma contracíclica a los ciclos económicos<sup>33</sup>; 3) reduce los incentivos para la toma de un riesgo cambiario excesivo<sup>34</sup>, y 4) la volatilidad propia de la flotación estimula el

31 En este marco, la política monetaria busca alinear la inflación futura con la meta establecida en el horizonte de política.

32 Un régimen de tasa de cambio flexible tiende a generar mayor estabilidad en la tasa de interés que uno de tasa fija.

33 En caso contrario, cuando se tiene una tasa de cambio fija frente a la moneda de un país desarrollado, la política monetaria está supeditada a las decisiones de la autoridad monetaria externa. De esta forma, si los ciclos económicos no están sincronizados, las acciones monetarias del país desarrollado podrían generar efectos adversos sobre el producto y el empleo del país emergente.

34 Los descalces cambiarios ocurren cuando un agente tiene ingresos en moneda local y pasivos en moneda extranjera sin cobertura. En un régimen flexible, la volatilidad cambiaria incentiva a los agentes a limitar su exposición al riesgo cambiario. Si bien en Colombia existe una regulación robusta sobre los descalces cambiarios de los intermediarios financieros, la volatilidad de la tasa de cambio genera incentivos para que los agentes del sector real adelanten acciones que les permitan mitigar su exposición a dicho riesgo.

desarrollo del mercado de coberturas, lo cual es importante para mantener la estabilidad financiera y promover el desarrollo de los mercados<sup>35</sup>.

**Durante 2025 el peso colombiano se apreció, principalmente, en línea con el debilitamiento global del dólar, y en mayor magnitud frente a algunas monedas de la región<sup>36</sup> (Gráfico 4.24). Este comportamiento estuvo determinado, en primer lugar, por factores externos, aunque fue apoyado por algunos elementos idiosincrásicos, particularmente hacia el cierre del año, en presencia de operaciones relevantes en los mercados por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP). Entre los factores idiosincrásicos que pudieron contribuir al fortalecimiento de la moneda se destacan, en primer lugar, los diferenciales de tasas de interés con respecto a Estados Unidos, que podrían incidir en flujos de inversión de portafolio en el país, así como una mayor oferta de divisas por parte de algunos agentes del mercado. Adicionalmente, el peso colombiano recibió soporte de flujos asociados con mayores ingresos por turismo y remesas, con condiciones favorables en el sector cafetero y con la expectativa y posterior ejecución de monetizaciones de divisas por parte del MHCP. En particular, las operaciones de manejo de deuda realizadas con la banca internacional implicaron ingresos significativos de dólares al mercado cambiario local, contribuyendo a la apreciación observada en el segundo semestre del año. En el caso de las monedas de la región, estas también se beneficiaron del debilitamiento del dólar, diferenciales atractivos de tasas de interés, el repunte de algunas materias primas (especialmente del cobre, que alcanzó máximos históricos), además de factores propios de cada economía. En lo corrido de 2026 el peso colombiano ha continuado fortaleciéndose, aunque a un ritmo menor. Este coincidió con compras de divisas por parte del MHCP en el mercado de contado para fortalecer su caja en moneda extranjera y con un contexto de elevada volatilidad, asociada con una mayor incertidumbre vinculada con el ciclo electoral y con la atención del mercado frente a los posibles efectos del decreto orientado a incrementar la inversión de los fondos de pensiones y cesantías (FPC) en el mercado local, así como del borrador de decreto que busca transferir a Colpensiones los recursos de afiliados que han solicitado su traslado desde las administradoras de FPC.**

Gráfico 4.24  
Tasa de cambio nominal para algunas economías de la región

(índice, 31 de diciembre de 2024 = 100)



Nota: datos al 30 de enero de 2026.  
Fuente: Bloomberg, Data License.

**Durante las últimas semanas de diciembre de 2025, los precios de las coberturas cambiarias<sup>37</sup> se incrementaron de manera**

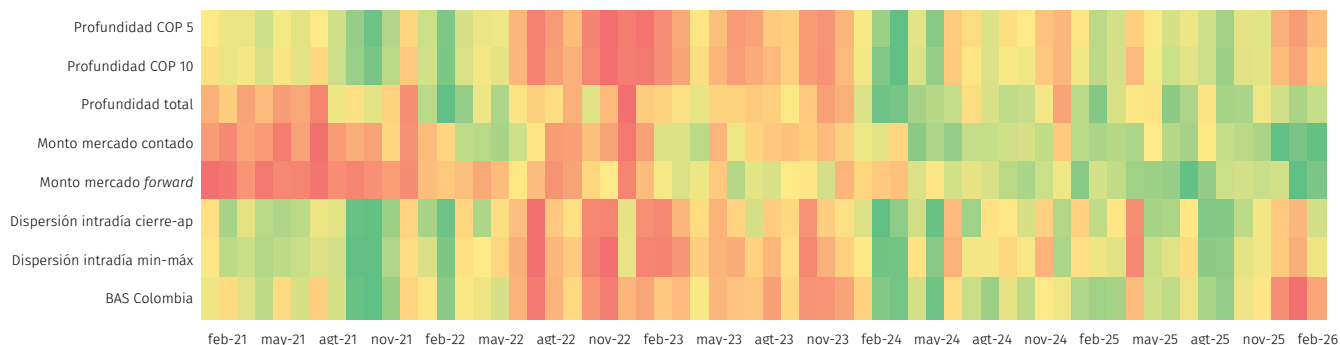
- 35 Estos instrumentos facilitan la cobertura cambiaria a costos competitivos para los agentes.
- 36 Entre el 30 de diciembre de 2024 y el 30 de diciembre de 2025 el peso colombiano, el real brasileño, el peso mexicano, el sol peruano y el peso chileno se apreciaron un 14,8%, 11,4%, 12,8%, 10,5% y 9,7%, respectivamente.
- 37 El precio de las coberturas cambiarias, también conocido como la devaluación implícita, es la diferencia porcentual entre el precio del dólar en el mercado de contado y el precio futuro ofrecido en los contratos *forwards* por parte de los IMC. Por la paridad de tasas de interés, se espera que los precios ofrecidos en estos contratos estén muy cercanos al diferencial entre las tasas de interés local y extranjera (devaluación teórica).

**significativa, alcanzando máximos históricos. Este comportamiento respondió tanto al incremento de la caja en dólares de los intermediarios del mercado cambiario<sup>38</sup> (IMC) luego de las operaciones de venta realizadas por el MHCP, como a una mayor demanda de estos instrumentos por parte de inversionistas extranjeros.** El precio para estas operaciones de un mes durante diciembre de 2025 fue en promedio del 7,9%, superior al 4,5% observado entre enero y noviembre, que era un valor cercano al precio teórico derivado de la paridad cubierta (4,7%)<sup>39</sup>. Adicionalmente, el incremento de la caja en dólares implicó presiones significativas sobre la capacidad de estos intermediarios para ofrecer dólares a futuro<sup>40</sup>, lo que derivó en un mayor precio de las coberturas. A esto se le suma la mayor demanda de coberturas cambiarias realizadas por los inversionistas extranjeros en el mercado USD-COP.

**Las condiciones de liquidez del mercado cambiario se deterioraron frente a las observadas en 2024 y se registró un aumento de la volatilidad promedio del peso colombiano, particularmente hacia el final de 2025.** En diciembre se destacó el deterioro de varios indicadores de liquidez, con excepción de los montos negociados en el mercado de contado y *forward*. En particular, una medida de amplitud entre las posturas de oferta y demanda (el BAS) alcanzó niveles no observados desde 2022. Este comportamiento estuvo asociado, entre otros factores, con un aumento en las expectativas del mercado con respecto a posibles operaciones de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en el mercado cambiario, lo que generó una mayor cautela por parte de algunos agentes. En lo corrido de 2026 los indicadores mostraron correcciones parciales frente a los niveles observados en diciembre del año anterior; no obstante, en términos generales, se ubican en niveles de menor liquidez frente a su historia (Gráfico 4.25).

Gráfico 4.25  
Mapa de calor de las condiciones de liquidez

(mercado local)



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

Fuentes: Bloomberg, Banco de la República.

38 Los IMC son instituciones financieras autorizadas por ley para canalizar las operaciones que deben realizarse obligatoriamente a través del mercado cambiario regulado, así como aquellas operaciones voluntarias.

39 El precio teórico, o devaluación teórica, se obtiene de la diferencia de las tasas IBR (tasa de fondeo en pesos) y la tasa SOFR (tasa de fondeo en dólares).

40 A medida que la caja en dólares de los IMC aumenta, su capacidad para ofrecer dólares en el mercado a futuro se ve restringida, dado que ventas adicionales a plazo implicarían, para efectos de neteo de su posición cambiaria global, mayores compras de dólares en el mercado de contado, aumentando aún más su caja en dólares. Como resultado, en este escenario los IMC tienden a ofrecer dólares a futuro a tasas implícitas más altas ("venden más caro"), con el objetivo de moderar una mayor expansión de su caja en dólares.

### 4.3.2 Mercado accionario

**El financiamiento a través de la colocación de títulos de deuda corporativa se redujo en 2025 frente a lo registrado en 2024.** En 2025 las colocaciones a través de la Bolsa de Valores de Colombia alcanzaron COP3,8 b, ubicándose por debajo de lo observado en el 2024 (COP 4,8 b). Esta disminución obedeció, en gran medida, a una reducción en las colocaciones del sector corporativo no financiero. Por otra parte, durante el año, el diferencial entre las tasas de emisión de deuda privada y TES fue, en promedio, negativo.

**En 2025 y en enero de 2026 el índice MSCI Colcap<sup>41</sup> se valorizó, en línea con el desempeño de otros mercados accionarios de la región<sup>42</sup>, y presentó un aumento en los volúmenes de negociación frente a 2024. En lo corrido de 2026 el volumen transado alcanzó máximos históricos.** Durante 2025 el índice se valorizó cerca del 50%, impulsado por la mayoría de los sectores, con un aporte más significativo del sector financiero, que tiene la mayor ponderación dentro del índice. Los resultados corporativos favorables, la valorización de algunas materias primas (particularmente el oro) y la ocurrencia de ciertos eventos corporativos<sup>43</sup> contribuyeron tanto al incremento en los precios como a la mejora en las condiciones de liquidez del mercado accionario. En enero de 2026 el aumento en los flujos de inversionistas extranjeros, junto con una mayor participación de inversionistas institucionales locales, como fiduciarias y FPC, impulsó el volumen negociado hasta el nivel más alto observado<sup>44</sup>.

**Se prevé que 2026 continúe siendo un año retador para los activos financieros colombianos, en un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre política y fiscal.** En el caso particular del mercado cambiario, algunos analistas han señalado que la magnitud de las operaciones recientes del MHCP ha llevado a los participantes del mercado a adoptar posturas más cautelosas. En este contexto, también se destacan las declaraciones recientes de la DTN, en las que señaló que el Tesoro actúa como cualquier otro participante del mercado y que su actividad en el mercado cambiario podría incrementarse. Como se indicó, estos elementos podrían estar reflejándose, entre otros factores, en condiciones de liquidez algo más ajustadas en el mercado cambiario, particularmente hacia el cierre de 2025 y comienzos de 2026.

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

**Durante 2025 aumentó la interconexión de las entidades del sistema financiero entre sí y con el mercado de deuda pública. Las administradoras de fondos de**

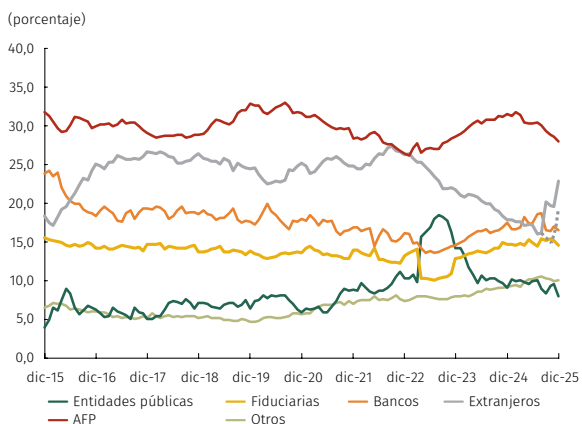
41 El índice MSCI Colcap, principal referencia del mercado accionario colombiano, es calculado por el MSCI, e incluye las veintitrés acciones más líquidas de veinte emisores, ponderadas por capitalización bursátil ajustada sin límite de participación.

42 Durante 2025, el MSCI Colcap se valorizó 49,9%, similar al desempeño promedio de los principales índices bursátiles de México, Perú, Brasil y Chile (43,2%).

43 Durante 2025 las empresas pertenecientes al Grupo Empresarial Antioqueño, SURA, Grupo Argos y Cementos Argos realizaron un proceso de escisión con la finalidad de simplificar su estructura societaria y enfocar su portafolio en empresas relacionadas con su razón social. De igual forma, durante 2025 el Grupo Cibest (antes Bancolombia), realizó programas de recompras de acciones. En el rebalanceo del MSCI Colcap de noviembre, las acciones de Grupo Éxito ingresaron al índice.

44 Durante 2025, el volumen promedio diario negociado (VPDN) en el mercado local alcanzó los COP115 mm. Durante 2026 el VPDN ha sido de COP210 mm.

Gráfico 4.26  
Participación en el mercado de TES por tipo de entidad



Nota: la línea punteada representa la participación de los inversionistas extranjeros sin tener en cuenta el *total return swap* ejecutado entre el Gobierno Nacional y seis bancos extranjeros. Para mayor información véase el Reporte de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2025 y el *Reporte de Mercados Financieros* (III trimestre de 2025).

Fuente: DCV; cálculos del Banco de la República.

### pensiones (AFP), los bancos y las fiduciarias fueron participantes importantes en el mercado de TES (Gráfico 4.26).

En este contexto, las emisiones de deuda pública local aumentaron significativamente en 2025, en especialmente tras la activación de la “cláusula de escape” de la regla fiscal, por lo que el saldo en circulación de los TES alcanzó los COP724,5 b (24,3% más que en 2024). Estas emisiones fueron absorbidas, principalmente, por entidades del sistema financiero local. Dentro de este grupo, las AFP se mantuvieron como los mayores tenedores de TES, mientras que el segundo puesto alternó entre los inversionistas extranjeros y los bancos, seguidos por las fiduciarias. Así, al cierre del año, las AFP, los bancos y las fiduciarias concentraban el 59% de la oferta de TES. Esta elevada participación refleja una alta interrelación entre el sistema financiero y el mercado de deuda pública, así como una mayor exposición al riesgo de mercado en un contexto fiscalmente retador. Esta dinámica podría afectar la rentabilidad de las entidades del sistema financiero en caso de un desempeño negativo de este mercado, e incluso podría limitar la capacidad de los bancos para otorgar créditos en caso de que prioricen la inversión en TES sobre sus funciones de intermediación. Adicionalmente, la reversión de la tendencia vendedora de los inversionistas extranjeros en el último trimestre de 2025 se explicó, principalmente, por su participación en las operaciones de manejo de deuda del Gobierno Nacional y la venta directa efectuada por el MHCP; sin embargo, estos agentes pasaron de ser principalmente inversionistas estructurales y de largo plazo a ser inversionistas de más corto plazo, como los fondos mutuos, lo que podría incrementar la vulnerabilidad del mercado ante eventuales salidas y, por ende, desvalorizaciones de estos títulos.

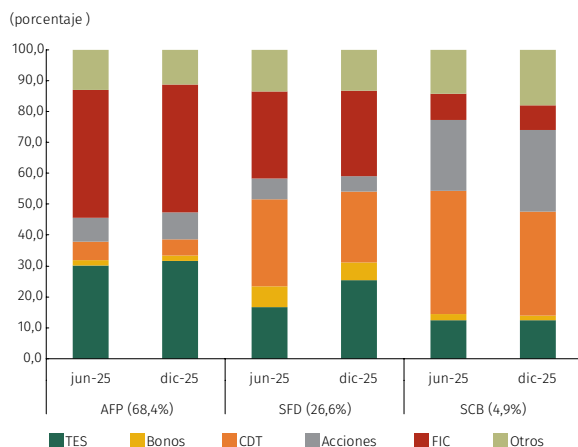
**La acumulación de TES por parte de los bancos se explicó, principalmente, por su necesidad de cobertura para sus operaciones en el mercado *forward*. No obstante, la sensibilidad de estas entidades a cambios en las tasas de interés se mantiene estable y baja.** Aunque los inversionistas extranjeros tuvieron una tendencia vendedora en el mercado de TES durante la mayor parte del año, esta estrategia en el mercado de contado estuvo acompañada por compras en el mercado de NDF sobre estos mismos títulos, donde sus contrapartes fueron los bancos. Por lo anterior, el aumento en la participación de los bancos en el mercado de contado de deuda pública se explicó, principalmente, por una estrategia de cobertura frente al riesgo derivado de ser contrapartes de los inversionistas extranjeros en el mercado *forward*. Esto podría amplificar el riesgo de ventas súbitas en el mercado de contado por parte de los bancos en el evento en que los inversionistas extranjeros decidieran cerrar o no renovar sus posiciones en el mercado de NDF, lo que podría generar presiones sobre los precios de los TES. En línea con lo anterior, la duración<sup>45</sup> del portafolio de los bancos se mantuvo estable en niveles bajos,

45 La duración es una medida del tiempo que tarda un inversionista en recuperar su inversión, y varía en función del nivel de las tasas de interés de mercado y el plazo de los títulos. De esta manera, la duración permite medir la sensibilidad de los títulos a cambios en las tasas de interés. A mayor duración, mayor sensibilidad tienen los precios de los bonos a las tasas de interés.

consistente con el perfil de inversión de mediano plazo. Así mismo, al estimar la duración ajustada por las posiciones en NDF<sup>46</sup>, la sensibilidad del portafolio a cambios en las tasas de interés fue aún más baja, e incluso se redujo marginalmente respecto a su nivel de inicio de año.

**Aunque las operaciones de manejo de la deuda del Gobierno, por su tamaño, contribuyeron a generar variaciones positivas y temporales en los precios de los TES, estos títulos presentaron desvalorizaciones durante 2025. No obstante, las instituciones financieras no bancarias (IFNB)<sup>47</sup> han mostrado un crecimiento significativo de sus activos administrados, impulsado principalmente por el buen desempeño de los portafolios que administran.** A lo largo del año, las tasas de interés de los TES tuvieron un comportamiento heterogéneo. La primera mitad de 2025 estuvo marcada por desvalorizaciones en un contexto de mayor riesgo fiscal y deterioro de la calificación crediticia de Colombia. En contraste, en la segunda mitad del año las operaciones de manejo de deuda del Gobierno Nacional contribuyeron a que durante el tercer trimestre y el inicio del cuarto las tasas se redujeran hasta los niveles observados a inicios de año. No obstante, una convergencia de la inflación a la meta más lenta de la esperada, sumada a una mayor incertidumbre fiscal y política, así como preocupaciones sobre los efectos del aumento del salario mínimo en el empleo y en la senda de la tasa de interés de política monetaria, contribuyeron a que los TES cerraran el año con desvalorizaciones. A pesar de ello, aunque las IFNB son tenedoras importantes de estos títulos, como se describió, su activo administrado no se vio afectado de manera significativa por las desvalorizaciones. Por el contrario, alcanzó un valor de COP 1.484,2 b<sup>48</sup> en diciembre de 2025, manteniendo su tendencia de crecimiento positivo real anual<sup>49</sup>, con un 9,6%. Este desempeño favorable se explica por la diversificación en la composición del portafolio de inversiones, que constituye gran parte del activo administrado de las IFNB. No obstante, se presentaron comportamientos heterogéneos entre los diferentes tipos de IFNB. En el caso de las AFP, el crecimiento del portafolio se vio impulsado, principalmente, por el aumento real anual de los FIC, los cuales son el principal instrumento de inversión, al concentrar el 40,4% de su portafolio (Gráfico 4.27). Por su parte, el portafolio de las SCB tuvo un desempeño positivo, principalmente debido al crecimiento real anual de las acciones (concentran el 26,5% de su portafolio). Por último, el portafolio de las SFD se contrajo en diciembre, con decrecimientos de sus principales instrumentos, a excepción de los TES.

Gráfico 4.27  
Composición del portafolio administrado de las IFNB



Siglas: títulos de tesorería (TES), certificados de depósito a término (CDT), fondos de inversión colectiva (FIC).

Nota: en paréntesis se muestra la participación de las inversiones reportadas para cada tipo de entidad dentro del total del portafolio administrado en el Formato 351 de la SFC.

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

46 Esta medida se calcula como la duración de las posiciones largas menos la de las posiciones cortas en TES, ambas medidas ponderadas por monto. Así, esta medida refleja de manera más adecuada el nivel de exposición a cambios en las tasas de interés de los portafolios de deuda de los bancos.

47 Incluyen AFP, aseguradoras, sociedades fiduciarias (SFD) y sociedades comisionistas de bolsa (SCBV).

48 Se considera el total del activo administrado de las IFNB; sin embargo, no se tiene en cuenta la actividad de custodia que ejercen las SFD. Los activos custodiados a diciembre de 2025 alcanzaban los COP 384,5 b.

49 Si bien en noviembre se observó una disminución mensual de COP 17 b, el valor del activo se recuperó en diciembre.

## Recuadro 3

# Suministro de liquidez por parte del Banco de la República bajo el esquema de inflación objetivo

### 1. Introducción

La constitución política de 1991 otorgó al Banco de la República (Banrep) el mandato de mantener una inflación baja y estable, en coordinación con la política económica general. Para cumplir con este mandato, desde 1999 Colombia adoptó un esquema de inflación objetivo en un régimen de tasa de cambio flexible, en el cual el principal instrumento para controlar la inflación es la tasa de interés de política monetaria (TPM) (también conocida como tasa de intervención o tasa de referencia). La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) fija la TPM en un nivel compatible con el cumplimiento de la meta de inflación en el horizonte de la política monetaria. Posteriormente, el Banrep realiza operaciones monetarias para alinear la tasa de interés del mercado monetario a un día con la TPM. Para ello, ofrece liquidez a las entidades financieras (con las cuales se irriga al resto de la economía) a un costo mínimo igual a la TPM, o absorbe los excedentes de liquidez tomando como referencia la TPM.

En consecuencia, el suministro o retiro de liquidez no busca fijar la cantidad de dinero en la economía, sino garantizar el suministro de liquidez necesario para que la tasa de interés de corto plazo sea compatible con el logro de la meta de inflación. La cantidad de dinero circulante queda, así, determinada por la demanda del público, la cual depende de la TPM y de otras variables, como la actividad económica y el nivel de precios. Este esquema opera también bajo un régimen de tasa de cambio flexible, que permite que la tasa de cambio fluctúe libremente según las condiciones del mercado. Al permitir que la tasa de cambio y la cantidad de dinero se ajusten de manera flexible a las condiciones cambiantes de la economía, se reduce la volatilidad de las tasas de interés.

Operativamente, se calibra el suministro o retiro de liquidez a la economía de modo que la oferta de la base monetaria se iguale a la cantidad de dinero que el público y las entidades financieras demandan cuando la tasa de interés de corto plazo se iguala a la TPM definida por la JDBR. La base monetaria es el dinero que emite el banco central y está compuesta por el efectivo en poder del público y la reserva bancaria de las entidades financieras. Esta constituye la liquidez primaria de la economía y se diferencia de las medidas más amplias de dinero, como M1, M2 o M3, que incluyen instrumentos como cuentas corrientes, depósitos de ahorro y CDT, entre otros, que son emitidos por las entidades del sistema financiero y que también cumplen las funciones del dinero en su papel de medio de pago y depósito de valor.

El objetivo de este recuadro es presentar la evolución del suministro de liquidez primaria por parte del Banrep durante lo corrido del presente siglo.

### 2. Operatividad de la política monetaria en Colombia

Hasta comienzos de los años noventa, la liquidez que circulaba en la economía provenía en gran parte de fuentes permanentes, entre ellas el crédito directo del Banrep al Gobierno y a los fondos financieros sectoriales. Al concentrar el Banrep todas las compras o ventas de divisas, se generaba un impacto directo sobre la base monetaria. Dichos mecanismos, entre otros, generaban expansiones recurrentes de dinero de carácter estructural, que requerían esfuerzos significativos para su esterilización<sup>1</sup>. Ese periodo se caracterizó por inflaciones elevadas, con un promedio alrededor del 24%.

<sup>1</sup> Entre 1974 y 1998 el Banrep emitió títulos de participación a diferentes plazos, instrumento que le permitió contraer la excesiva liquidez derivada especialmente de la bonanza cafetera de los años ochenta y el auge económico de mediados de los noventa.

Este entorno comenzó a cambiar con la Constitución de 1991, que transformó el Banrep en una autoridad monetaria, cambiaria y crediticia independiente, prohibió el crédito directo al Gobierno y la monetización del efecto de las fluctuaciones de la tasa de cambio sobre las reservas internacionales. La provisión de liquidez dejó de sustentarse en fuentes permanentes y pasó a depender principalmente de operaciones financieras del Banrep (operaciones de mercado abierto, OMA)<sup>2</sup>, lo cual ayudó a mejorar el control monetario. A su vez, el Banrep pasó de una posición que implicaba recoger excedentes de liquidez, a una en la que, en general, entrega liquidez a la economía; esto es, a tener una posición acreedora neta.

A lo largo de los años noventa, la política monetaria se instrumentó tomando como objetivos operativos los agregados monetarios<sup>3</sup>; no obstante, el esquema de banda cambiaria que se empleó en la época complicó el manejo monetario. En este contexto, los choques financieros y reales que sufrió la economía implicaron una volatilidad importante en las tasas de interés<sup>4</sup>. Además, se hizo patente que la demanda de dinero era inestable y, por ende, el uso de la cantidad de dinero para controlar la inflación se dificultaba.

Tras el desmonte de la banda cambiaria en septiembre de 1999, el país inició el tránsito hacia el esquema de inflación objetivo. Dentro de este marco, el instrumento principal de la política monetaria es la TPM, que es la tasa de interés mínima a la cual el Banrep está dispuesto a entregar liquidez a las entidades autorizadas (entidades del sistema financiero), y a partir de la cual se calcula la tasa de interés máxima a la que está dispuesto a recoger sus excedentes. Por esta razón, en el marco de inflación objetivo, la TPM actúa como referencia para el costo del dinero de corto plazo. Cuando las tasas de interés de corto plazo son estables y cercanas a la TPM, las entidades financieras pueden tener un alto nivel de confianza en que el costo al cual accederán a recursos de corto plazo será igual al anunciado por la JDBR. Esto facilita su manejo de la liquidez, la formación de su propio esquema de tasas de interés de captación y colocación de recursos con sus clientes y, en últimas, la transmisión de la política monetaria.

En la actualidad, el Banrep aproxima el costo del dinero de corto plazo en el mercado monetario por el indicador bancario de referencia (IBR) a plazo *overnight*<sup>5</sup>. Operativamente, el Banrep procura evitar desviaciones pronunciadas y persistentes de esta tasa frente a la TPM, ya que esta corresponde al nivel que la JDBR considera compatible con el logro de la meta de inflación. Una desviación positiva sugiere la presencia de unos defectos de liquidez, mientras que desviaciones negativas sugieren la presencia de excesos de liquidez.

La relación negativa entre la demanda de la base monetaria y la tasa de interés se presenta de manera esquemática en el Diagrama R3.1, donde el eje vertical corresponde al IBR *overnight* y el eje horizontal el monto de la base monetaria. La oferta de la base monetaria que el banco central ha puesto en circulación previamente (oferta  $BM_0$ ) se ilustra con la línea vertical amarilla punteada. Esta obedece a todas las transacciones que ha realizado previamente el banco central y que han impactado el saldo del efectivo en poder del público o los saldos de reservas de las entidades financieras. Por su parte, la demanda de la base monetaria, que se representa con la línea verde, tiene una relación negativa con la tasa de interés, puesto que esta corresponde al costo de oportunidad en el que el público o las entidades financieras incurren al mantener dinero en efectivo o en depósitos no remunerados en el banco central. La demanda de la base monetaria depende, también, de distintas condiciones de la economía, como la actividad económica, el nivel de precios, las preferencias por los distintos métodos de pago disponibles o aspectos regulatorios (como el impuesto a las transacciones financieras).

En el panel A del Diagrama R3.1 se ilustra un caso en el que existen necesidades de liquidez. Esto significa que, en ausencia de transacciones adicionales por parte del banco central, la oferta y la demanda de la base monetaria se equilibraría a un nivel de tasa de interés de mercado ( $IBR_0$ ) mayor que la TPM, lo cual implica una postura de la política monetaria más contractiva

2 A partir de 1999, las OMA se restringieron a títulos de deuda pública.

3 En 1994 se optó por corredores para el M1 y el M3. En 1997 se tomó la decisión de utilizar la base monetaria como meta intermedia (véase López *et al.*, 2016: [https://d1b4gd4m8561gs.cloudfront.net/sites/default/files/publicaciones/archivos/be\\_952.pdf](https://d1b4gd4m8561gs.cloudfront.net/sites/default/files/publicaciones/archivos/be_952.pdf)).

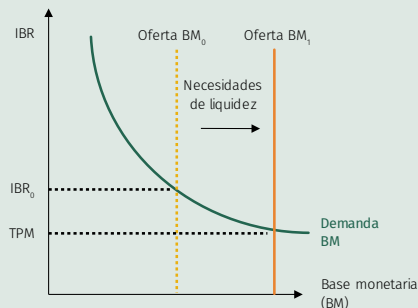
4 En Colombia, en particular, los fuertes flujos de capitales (primero entradas, y hacia el final de la década salidas) dificultaban tener control sobre la cantidad de dinero y la tasa de cambio al mismo tiempo.

5 El esquema del IBR empezó a operar en 2008. Previamente se tomaba como referencia la tasa interbancaria (TIB) a plazo *overnight*.

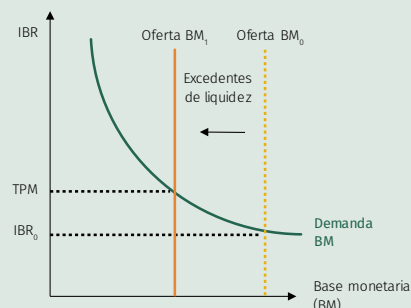
Suministro de liquidez por parte del Banco de la República bajo el esquema de inflación objetivo

Diagrama R3.1  
Oferta y demanda de base monetaria

A. Situación con necesidades de liquidez



B. Situación con excedentes de liquidez



Nota: la oferta  $BM_0$  corresponde a aquella sin operaciones de liquidez adicionales del BR; la oferta  $BM_1$  corresponde a aquella situación con operaciones de liquidez adicionales del Banrep.

Fuente: Banco de la República.

que lo definido por la JDBR. Se requiere, entonces, que el Banrep realice operaciones que permitan expandir la base monetaria hasta la línea vertical naranja continua (oferta  $BM_1$ ) y así suplir la liquidez que la economía demanda a la TPM.

El panel B del Diagrama R3.1 ilustra el caso opuesto, en el que la economía tiene excedentes de liquidez. Si el banco central no realiza ninguna transacción adicional, la oferta y la demanda de la base monetaria se equilibrarían en una tasa de interés ( $IBR_0$ ) más baja que la TPM anunciada por la autoridad monetaria. En ese sentido, la postura de política será más laxa que la compatible con el logro de la meta de inflación; por tanto, el Banrep debe recoger dichos excedentes de liquidez.

Para poder determinar la magnitud de los requerimientos o excedentes de liquidez primaria, el Banrep realiza proyecciones internas sobre la demanda y oferta de la base monetaria. Para las proyecciones de la demanda se utilizan métodos estadísticos basados en el comportamiento pasado de la base monetaria y en el pronóstico de otras variables macroeconómicas (PIB, precios, tasas de interés) compatibles con la TPM. Para la oferta, se proyectan los principales rubros del balance del Banrep (Cuadro R3.1), como se explica a continuación.

La base monetaria es el principal pasivo del banco central y, en algunos casos, actúa como contrapartida de los movimientos en otros componentes del balance. Esto implica que variaciones en los activos, como las reservas internacionales, los TES o las operaciones repo, así como en ciertos pasivos, entre ellos los depósitos del Gobierno y los depósitos de contracción, pueden traducirse en expansiones o reducciones de la liquidez primaria. Por ejemplo, si se prevé que el Gobierno eleve los recaudos de impuestos o reduzca sus gastos, se proyectaría un incremento en el saldo de su cuenta en el Banrep, lo cual resultaría en un monto menor, o contracción, de la base monetaria. Así mismo, los pagos por divisas derivados de un programa de compra de divisas por parte del Banrep (definido con base en consideraciones distintas al suministro de liquidez a la economía), implicarían un efecto expansionista sobre la base monetaria.

Si bien estos ejercicios de proyección están sujetos a gran incertidumbre, permiten valorar la conveniencia de emplear diferentes instrumentos a disposición del Banrep para regular la liquidez de la economía. En particular, permiten garantizar que la oferta y la demanda

Cuadro R3.1  
Principales cuentas del balance  
del Banco de la República

Activos	Pasivos
Reservas Internacionales	Base monetaria
TES	- Efectivo
Repos	- Reserva
Otros activos netos	Depósitos del Gobierno en COP
	Depósitos de contracción (DRNCE)
	<b>Patrimonio</b>
	Capital
	Utilidades

Fuente: Banco de la República.

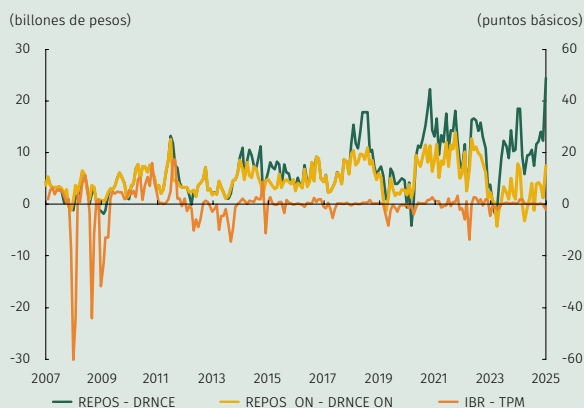
de la base monetaria coincidan con la TPM y que no se presenten desviaciones pronunciadas y persistentes frente a la tasa de interés de corto plazo (en nuestro caso, el IBR *overnight*)<sup>6</sup>.

En el Cuadro R3.1 se presentan las principales partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a los organismos de supervisión (Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación) pueden presentarse algunas diferencias; en particular, la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte de la información contable del estado de situación financiera del Banrep, pero sí forma parte de la base monetaria.

Concretamente, a partir de las sendas proyectadas de demanda y oferta de la base monetaria, el Banrep calcula los requerimientos o excedentes de liquidez y, a partir de ellos, evalúa cuáles son las operaciones (OMA) pertinentes, procurando que se eviten presiones sobre las tasas de interés. Si las diferencias entre la oferta y la demanda de la base monetaria no son significativas o de corta duración, los faltantes (o excesos) de liquidez se pueden suplir (o retirar) mediante instrumentos transitorios (repos o depósitos remunerados no constitutivos de encaje, DRNCE<sup>7</sup>). Cuando las necesidades o excedentes de liquidez son significativos y persistentes, el Banrep compra o vende títulos en el mercado secundario, principalmente títulos de deuda emitidos por el Gobierno Nacional (TES)<sup>8</sup>. Estos instrumentos son similares a los utilizados por otros bancos centrales que operan bajo esquemas de metas de inflación y regímenes de flotación cambiaria<sup>9</sup>. En sus decisiones sobre las OMA, el Banrep procura mantener una posición en la que deba entregar montos moderados de liquidez, porque se ha determinado que en estas situaciones la tasa IBR *overnight* tiende a estar más cerca de la TPM que cuando se deben recoger excedentes (Gráfico R3.1).

El esquema implementado ha sido exitoso, al reducir significativamente la volatilidad en las tasas del mercado monetario a un día. Esto contribuye a la adecuada formación de las demás tasas de interés del sistema financiero y, en últimas, a la transmisión de la política monetaria (Gráfico R3.2).

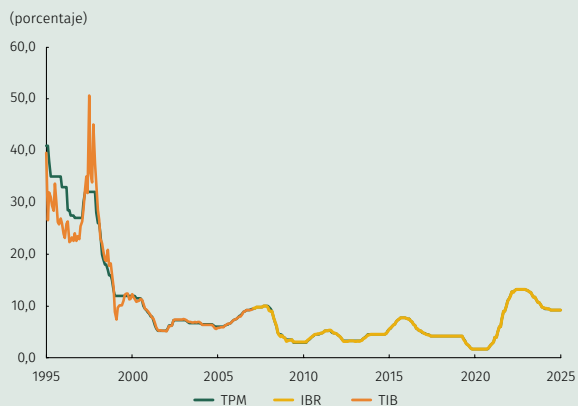
**Gráfico R3.1**  
Posición del Banco de la República y diferencia del IBR *overnight* frente a la TPM



Nota 1: IBR *overnight*, TPM, Repos y depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE), promedio mensual de datos diarios.

Nota 2: la posición del BanRep corresponde a la diferencia entre el saldo de repos y el saldo de DRNCE. Se presenta la posición total y la posición a plazo *overnight* (ON). Fuente: Banco de la República.

**Gráfico R3.2**  
Comportamiento de la TIB a un día, IBR *overnight* y TPM



Nota: TIB (desde 1995 hasta el 2007), IBR *overnight* y TPM. Promedio mensual. Fuente: Banco de la República.

6 En la elaboración de las proyecciones de la oferta de la base monetaria, es fundamental prever la evolución de los depósitos del Gobierno en el Banrep. Desde 2005, debido al acuerdo celebrado entre el Gobierno Nacional y el Banrep, la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN) deposita la totalidad de los excedentes de liquidez de sus recursos en el Banrep, los cuales son remunerados a tasas de mercado. Previo a dicho acuerdo, la DGCPTN participaba activamente en el mercado de repos, lo que generaba, por un lado, una alta incertidumbre con respecto a los saldos que tendría en el Banrep y, por otro, la coexistencia de dos tasas de interés de referencia (la del Banrep y la de las operaciones con la DGCPTN). Gracias al acuerdo interinstitucional se mejoró la gestión de liquidez y la anticipación de cambios en los saldos de los depósitos gubernamentales en el Banrep. Véase la *Revista del Banco de la República*, nota editorial “Nuevo esquema de suministro de liquidez”, de mayo de 2005.

7 Los depósitos remunerados no constitutivos de encaje fueron autorizados por la JDBR desde diciembre de 2004 y se pusieron en operación a partir de abril de 2007. En estas operaciones las entidades financieras autorizadas entregan excedentes de liquidez al Banrep a un plazo fijo, a cambio de una remuneración. Con esto se drena liquidez de la economía durante ese periodo, sin que el Banrep deba entregar títulos como colateral.

8 Para más detalle sobre los instrumentos de los que dispone el Banrep para regular la liquidez de la economía, véase la Resolución Externa 5 de 2022 y sus correspondientes circulares reglamentarias, disponibles en: <https://www.banrep.gov.co/es/reglamentacion-expansion-y-contraccion-monetaria>

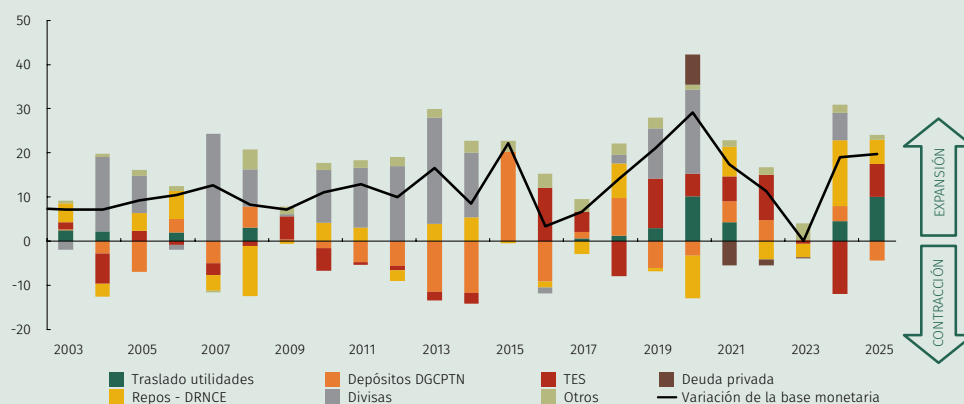
9 De acuerdo con una encuesta realizada por el BPI, los instrumentos empleados por algunos bancos centrales de la región muestran una gran similitud con los mecanismos para proveer liquidez a nivel local. Para más detalle véase: Recuadro 3: “Suministro de liquidez primaria por parte del Banco de la República, 2023-2024”, del Informe al Congreso, de julio de 2024, y “Comparison: Institutional Setup of Monetary Policy Decisions and Operations” (bis.org).

### 3. Suministro de liquidez primaria por parte del Banrep, 2001-2025

Durante los últimos 25 años las condiciones macroeconómicas que ha enfrentado el país han influido en la manera como el Banrep ha entregado liquidez primaria a la economía. En el Gráfico R3.3, la línea presenta las variaciones de la base monetaria al cierre de cada año, mientras que las barras reflejan el efecto de las distintas operaciones del Banrep sobre esta. Los flujos positivos indican operaciones que generaron una expansión de la base monetaria y los negativos señalan aquellos que implicaron una contracción.

Gráfico R3.3  
Base monetaria según fuentes, flujos anuales

(billones de pesos de diciembre de 2025)



Nota: se utilizó el IPC como deflactor. El traslado de utilidades considera únicamente el pago como abono a la cuenta de depósito. Los Repos-DRNCE considera los repos en reversa hasta 2004. Para los depósitos de la DGCPN se incluyen los saldos de los depósitos de control monetario (asociados a la emisión de TES de control monetario). Las divisas incluyen operaciones con el mercado y con el Gobierno Nacional (para 2021 se excluye la venta de divisas al Gobierno con pago en TES correspondiente a la asignación extraordinaria de DEGs realizada por el FMI a los países miembros).  
Fuente: Banco de la República.

A comienzos del presente siglo Colombia implementó el esquema de meta de inflación. En esta etapa, el Banrep fortaleció el uso de las operaciones de mercado abierto (OMA) como instrumento central para regular la liquidez. En ese periodo se realizaron ventas de reservas internacionales para enfrentar episodios críticos del mercado cambiario y, posteriormente, se efectuaron compras de divisas para recuperar el saldo adecuado de reservas internacionales, una vez superada la crisis financiera y externa de finales de los años noventa. También se vio la necesidad de construir un portafolio de títulos TES que le permitieran al Banrep disponer de los títulos para las operaciones de liquidez de contracción permanente y transitoria, según se requiriera.

Más adelante, la economía enfrentó elevados flujos de capital y una apreciación persistente del peso, lo que llevó al Banrep, en su papel de autoridad cambiaria, a intervenir en el mercado cambiario con el fin de acumular reservas y moderar posibles desalineamientos de la tasa de cambio.

En este contexto, las compras de divisas constituyeron la principal fuente para suministrar liquidez a la economía durante aquella coyuntura<sup>10</sup>. Con el fin de compensar la expansión monetaria que generaban las compras de divisas, el Banrep intervino en el mercado de TES, vendiendo casi la totalidad de su portafolio<sup>11</sup>, y decidió, a partir de 2007, empezar a utilizar los DRNCE como instrumento para realizar operaciones para contraer la liquidez de forma transitoria. Estas operaciones se implementaron en lugar de los repos en reversa, que requerían que el Banrep entregara títulos de deuda pública como colateral<sup>12</sup>. Además, la coordinación entre

10 En varios de esos años las compras de divisas representaron montos mayores al cambio en el saldo de la base monetaria.

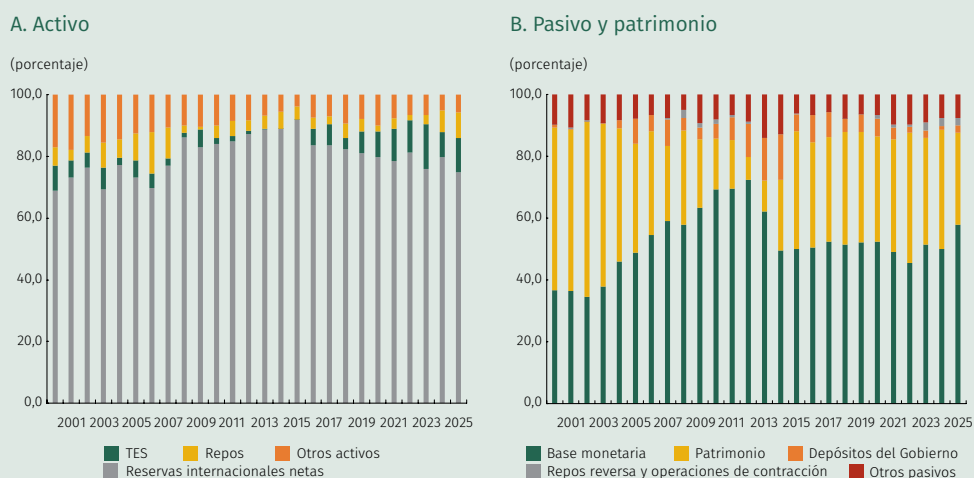
11 Entre 2011 y 2014 el saldo de TES en poder del Banrep fue, en promedio, del 0,7% de su activo (con un mínimo del 0% y un máximo del 1,6%).

12 Adicionalmente, en 2009 se eliminó la restricción de realizar las OMA exclusivamente con títulos de deuda pública, de tal forma que hoy día el Banrep puede efectuar dichas operaciones con otros títulos, incluyendo la emisión de sus propios títulos, previa autorización de la JDBR. Esta facultad no ha sido utilizada, gracias a la coordinación con el Gobierno.

la DGCPTN y el Banrep, que se había fortalecido gracias al acuerdo logrado en 2005 sobre el manejo de los excedentes de liquidez del Gobierno<sup>13</sup>, permitió que este aumentara sus saldos en el emisor mediante las emisiones de TES de control monetario<sup>14</sup>. De esta forma, se mantuvo una oferta de la base monetaria acorde con las condiciones de la demanda de dinero, y las tasas del mercado monetario alineadas con la TPM (Gráfico R3.2).

En el periodo analizado, las reservas internacionales aumentaron su participación en el balance del Banrep (pasaron de representar, en promedio, el 73 % del activo entre 2001 y 2003, al 86 % entre 2008 y 2014, alcanzando un máximo del 92 % en 2015). Esto ocurrió, a pesar de la marcada tendencia a la apreciación del peso colombiano. A su vez, durante este periodo se redujo la participación del portafolio monetario (los TES, que en promedio representaron el 6 % del activo entre 2001 y 2003, pasaron al 0 % en 2014). Por el lado del pasivo, aumentó la participación de los depósitos del Gobierno, mientras que el patrimonio disminuyó como contrapartida del efecto del fortalecimiento del peso (Gráfico R3.4).

Gráfico R3.4  
Evolución de la composición del balance del Banco de la República (porcentaje del total)



Durante la pandemia del covid-19, la demanda por activos líquidos (en particular del efectivo en poder del público) aumentó de manera extraordinaria. La base monetaria registró los mayores crecimientos del siglo en términos reales (Gráfico R3.5). Al tiempo, debido a los efectos de este choque en los mercados financieros, el Banrep tomó medidas extraordinarias para garantizar la disponibilidad de liquidez y preservar el funcionamiento del sistema de pagos<sup>15</sup>. Específicamente, se ampliaron los cupos y plazos de las operaciones repo, incluyendo la posibilidad de realizarlos con respaldo en títulos privados y pagarés, y se realizaron compras definitivas de TES y de títulos de deuda privada (CDT y bonos emitidos por establecimientos de crédito). Para retirar los posibles excedentes de liquidez, el Banrep realizó subastas de depósitos de contracción<sup>16</sup>. Cuando comenzó a revertirse el aumento extraordinario de la demanda de la base monetaria, el Banrep efectuó ventas significativas de TES

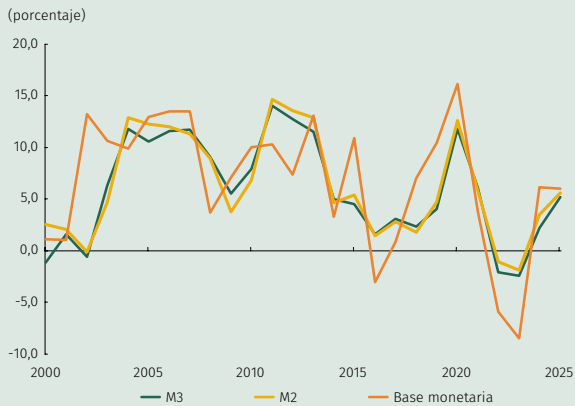
13 Véase la nota al pie 6.

14 En 2011 (Ley 1450) se autorizó la figura de TES de control monetario, con la cual el Ministerio de Hacienda emitía TES de referencias específicas determinadas por el Banrep, y los recursos quedaban depositados permanentemente en el Banrep, el cual, además, asumía el costo financiero de dichos títulos. Para más información, véase el sombreado "TES de control monetario", en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2013 (disponible en <https://repositorio.banrep.gov.co/server/api/core/bitstreams/40468f58-68fc-4d9b-b7bb-94cc14974d4f/content>).

15 Adicionalmente, se activaron mecanismos de intervención en el mercado cambiario de coberturas, con un impacto muy bajo sobre la base monetaria, y compras de divisas al Gobierno para fortalecer la posición de las reservas internacionales. Para más detalle véase el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo y julio de 2020, y de marzo de 2021 (disponibles en <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-junta-directiva-congreso/historico-informes>).

16 Específicamente, a partir del 27 de marzo de 2020 y hasta el 19 mayo de 2021 se realizaron subastas diarias de depósitos de contracción.

Gráfico R3.5  
Variación porcentual anual real de la base monetaria  
y de los agregados M2 y M3



Nota: se utilizó el IPC como deflactor.  
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE y Banco de la República;  
cálculos del Banco de la República.

con el fin de retirar los excedentes de liquidez que podrían presionar a la baja el IBR *overnight*.

En la presente década, el traslado de utilidades del Banrep al Gobierno se convirtió en una fuente relevante de expansión monetaria en algunos años (Gráfico R3.3). De acuerdo con el marco legal del Banrep, el remanente de las utilidades, una vez descontada la inversión neta en bienes para la actividad cultural y apropiadas las reservas estatutarias, será de la Nación. A partir de 2020, esta transferencia de utilidades se ha realizado en efectivo mediante depósito en cuenta del Gobierno en el Banrep, mediante la entrega de TES en poder del banco central, o como una combinación de estas dos formas de pago. Cuando el pago de utilidades se realiza mediante depósito en la cuenta del Gobierno en el Banrep, esto genera una expansión monetaria que únicamente se materializa como un mayor valor de la base monetaria en el momento en que el Gobierno realiza pagos con dichos recursos.

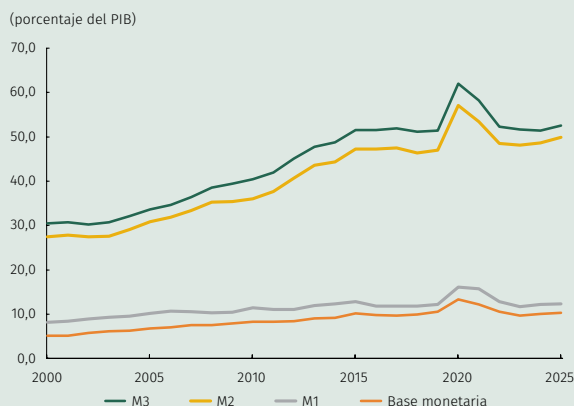
En 2025 el traslado de las utilidades del Banrep correspondientes a la vigencia 2024 representó el 50,9% del aumento total de la base monetaria<sup>17</sup>. Con el fin de suministrar liquidez, el Banrep realizó compras de TES por un monto equivalente al 50,7% del cambio en la demanda de la base monetaria. Esta expansión, de carácter permanente, fue compensada por la contracción que generaron los pagos de cupones del portafolio de TES del Banrep y, al cierre del año, por un mayor saldo de los depósitos del Gobierno en el Banrep en comparación con lo registrado en 2024<sup>18</sup>. Además, el Banrep a lo largo del año realizó diariamente subastas de repos a los plazos usuales de siete días y *overnight* (excepto durante algunos días de enero, febrero y noviembre en los que se ofrecieron repos a catorce y treinta días)<sup>19</sup>, y recibió depósitos de contracción mediante la ventanilla, con lo cual los instrumentos de liquidez transitoria permitieron ajustar las diferencias que se presentaban en el día a día entre la oferta y la demanda de la base monetaria<sup>20</sup>.

#### 4. Evolución de la demanda de la base monetaria y del dinero en sentido amplio

La emisión inicial de dinero por parte del banco central se conoce como “emisión primaria”, puesto que es a partir de ella que los intermediarios financieros (establecimientos de crédito) pueden expandir la oferta monetaria mediante la generación de depósitos, como las cuentas de ahorro, cuentas corrientes o instrumentos como los CDT, lo cual se conoce como “emisión secundaria”. Estos instrumentos creados por los intermediarios financieros cumplen las funciones del dinero en la economía en términos de servir como medio de pago y como depósito de valor.

- 17 Entre el cierre de diciembre de 2024 y el cierre de diciembre de 2025, la base monetaria se incrementó COP 19,7 billones (b). Las utilidades que el Banrep entregó al Gobierno ascendieron a COP 10.031 miles de millones (mm) y se pagaron, en su totalidad, como abono a su cuenta de depósito en el Banrep.
- 18 Durante 2025 el Banrep recibió cupones por su portafolio de TES por COP 2.507 mm. Al cierre del año, los depósitos del Gobierno en el Banrep fueron mayores en COP 4.396 mm a los registrados un año atrás (pasaron de COP 3.619,4 mm a COP 8.016 mm).
- 19 Para 2025 el saldo promedio de repos de expansión con títulos de deuda pública fue de COP 19.736 mm (10,3% del saldo promedio de la base monetaria), mientras que el de los DRNCE fue de COP 8.093 mm (4,2% del saldo promedio de la base monetaria).
- 20 A lo largo de 2025 el Banrep realizó diariamente subastas de repos a los plazos usuales de siete días y *overnight* (excepto durante algunos días de enero, febrero y noviembre, cuando se ofrecieron repos a catorce y treinta días), y recibió depósitos de contracción mediante la ventanilla únicamente.

Gráfico R3.6  
Base monetaria, M2 y M3 como porcentaje del PIB



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

Los saldos observados de la base monetaria o de cualquier otra definición de dinero obedecen a la demanda que los agentes económicos tienen por este tipo de instrumentos, de acuerdo con las preferencias de los agentes, y las condiciones actuales y esperadas de la economía. En ese sentido, los niveles de los agregados monetarios reflejan decisiones de los ciudadanos, las empresas y, en general, de los distintos agentes de la economía.

Desde la adopción del marco de inflación objetivo, se evidencia un crecimiento real positivo en la demanda por dinero en Colombia, independientemente de la definición que se emplee, para la mayor parte del periodo<sup>21</sup>. Este comportamiento se explica por el crecimiento de la economía y por una mayor profundización financiera. En los últimos diez años, el saldo de la base monetaria y de otras definiciones de dinero relativo al PIB han tendido a ser relativamente estables, lo cual sugiere un crecimiento consistente con la actividad económica del país. La excepción fue el periodo de la pandemia del covid-19, cuando la demanda por dinero se incrementó significativamente, pero de forma transitoria, con lo cual, en los años más recientes, retornaron a los niveles relativos al PIB que se registraban en 2019 (Gráfico R3.6).

## 5. Conclusiones

Bajo el esquema de inflación objetivo, en un régimen de tasa de cambio flexible, el suministro de liquidez primaria del Banco de la República ha operado como un mecanismo para alinear de manera sostenida las tasas de interés de muy corto plazo con la TPM. El Banrep administra el conjunto de operaciones de mercado abierto (OMA) para que el precio del dinero de corto plazo (medido por el IBR *overnight*) refleje oportunamente la postura de la política monetaria, preservando la credibilidad y facilitando la transmisión al resto de las tasas de interés.

Esta transición institucional permitió que la liquidez dejara de depender de fuentes permanentes difíciles de esterilizar y pasara a gestionarse mediante operaciones de mercado más flexibles y reversibles. En este marco, el comportamiento de las OMA ha respondido a cambios en el balance del Banrep —intervenciones cambiarias y acumulación de reservas, y variaciones en los depósitos del Gobierno—. En consecuencia, la política de liquidez ha consistido, en gran medida, en compensar estos impulsos para evitar desviaciones persistentes del IBR *overnight* frente a la TPM. La introducción y consolidación de instrumentos (repos con subasta y ventanillas, compras/ventas definitivas de TES, DRNCE y títulos del Banco de la República) amplió el menú operativo, redujo la dependencia de entregar colateral en fases de absorción, y fortaleció la capacidad de respuesta ante excedentes y faltantes de liquidez, incluso cuando cambian las fuentes de expansión/contracción o se presentan episodios de estrés con alta preferencia por liquidez. Asimismo, el traslado de utilidades del Banrep al Gobierno puede constituir una fuente relevante de expansión monetaria, subrayando que la materialización de estos impulsos depende del uso efectivo de dichos recursos por parte del Gobierno y, por tanto, de la coordinación operativa alrededor de los depósitos públicos.

En conjunto, el marco ha sido exitoso al mantener alineada la tasa de interés monetaria a un día con la TPM, con diferencias muy bajas y poco persistentes. Esta condición es necesaria para una transmisión

21 Específicamente, en Colombia el M1 incluye el efectivo en poder del público y los depósitos en cuenta corriente, el M2 adiciona las cuentas de ahorro y los CDT y el M3 incluye, además, otros instrumentos emitidos por los establecimientos de crédito (como, por ejemplo, los correspondientes a recaudos realizados y los bonos emitidos por dichas entidades).

ordenada de la política monetaria. Hacia adelante, el reto es seguir fortaleciendo la capacidad de anticipación (proyecciones de oferta/demanda de la base monetaria) en un entorno de cambios en los medios de pago, una mayor volatilidad de los flujos externos y variaciones en los saldos del Gobierno. Finalmente, la evidencia sugiere que la demanda de la base monetaria y por el dinero en sentido amplio ha sido, en términos generales, coherente con el ciclo económico. Esto refuerza la idea de que, en este régimen, la estabilidad nominal se logra, principalmente, mediante el anclaje de las expectativas de inflación y la gestión de la tasa de interés, mientras que los agregados monetarios funcionan como variables de seguimiento y diagnóstico del estado de la liquidez y de la intermediación financiera.

### Referencias

- Banco de la República (2000). “La estrategia de política monetaria”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, octubre, disponible en: <https://publicaciones.banrepultural.org>
- Banco de la República (2005). “Nuevo esquema de suministro de liquidez”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, mayo, disponible en: <https://publicaciones.banrepultural.org>
- Banco de la República (varios años). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-junta-directiva-congreso/historico-informes>
- Banco de la República (2015). *Reporte de Estabilidad Financiera*, septiembre, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reportes-estabilidad-financiera/septiembre-2015>
- Banco de la República (2023). Recuadro 1: Situación reciente de liquidez y el rol del Banco de la República, en *Reporte de Mercados Financieros*, tercer trimestre, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reportes-mercados-financieros/recuadro-1-tercer-trimestre-2023>
- Banco de la República (2024a). Recuadro 3: Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2023–2024, *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julio, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/recuadro-3-informe-congreso-julio-2024.pdf>
- Banco de la República (2024b). “Política monetaria y suministro de liquidez”, Blog BanRep, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/blog/politica-monetaria-suministro-liquidez>
- Banco de la República (2015). *Historia del Banco de la República, 1923-2015*, disponible en: <https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/11165>
- Bank for International Settlements (2023). II. Monetary policy in the 21st century: lessons learned and challenges ahead, en *BIS Annual Economic Report 2024 Ch. II, 41, 89.*, consúltese: <https://www.bis.org>
- Clavijo, S.; Varela, C. (2003). “Flotación cambiaria y esterilización monetaria: la experiencia de Colombia”, *Borradores de Economía*, núm. (256).
- López, E; Vargas, H.; Rodríguez, N. (2016). “La estrategia de Inflación objetivo en Colombia. Una visión histórica”, *Borradores de Economía*, núm. 952.

## 05/ Balance externo y reservas internacionales

### 5.1 Evolución y perspectivas de la balanza de pagos de Colombia

**En 2025 el balance externo resultó más deficitario frente al año anterior, explicado, en buena medida, por el mayor desbalance comercial de bienes, en un entorno de buen dinamismo de la demanda interna y de reducción de las exportaciones mine-roenergéticas.** La cuenta corriente registró un déficit de USD 10.883 millones (m) (2,4% del PIB anual), superior en USD 3.871 m (0,7 pp del PIB) frente a 2024 (Cuadro 5.1). Este mayor desbalance externo se explicó, principalmente, por la ampliación del déficit comercial de bienes, que ascendió a USD 5.677 m. Este comportamiento fue compensado de manera parcial por mayores ingresos netos por transferencias corrientes (USD 927 m), una reducción del déficit de la balanza comercial de servicios (USD 488 m) y menores egresos netos de renta factorial (USD 391 m). Esto ocurrió en un entorno de una demanda interna que continuó dinámica, de unos menores precios de algunos bienes exportados, como el petróleo y el carbón, de un buen comportamiento del turismo extranjero y de niveles aún altos de remesas de trabajadores. Por su parte, la cuenta financiera, incluyendo el aumento de las reservas internacionales, registró entradas netas de capital por USD 9.047 m (2,0% del PIB), superiores en USD 3.470 m a las de 2024.

**El incremento en el balance deficitario en el comercio exterior de bienes fue resultado del mayor crecimiento de las compras externas de bienes (importaciones) (USD 6.082 m) frente al de las exportaciones (USD 406 m), ampliando el déficit comercial a USD 14.832 m en 2025, mientras que el balance deficitario de servicios disminuyó.** Las compras externas aumentaron un 10,1% anual, impulsadas por los bienes de consumo (USD 3.211 m, 21,8%) y por insumos y bienes de capital para la industria (USD 2.720 m, 8,9%), mientras que las importaciones de combustibles y lubricantes disminuyeron (USD 598 m, 11,0%). Por el lado exportador, el incremento fue moderado (0,8%), con reducciones significativas en los productos mineroenergéticos frente a mejores desempeños en otros sectores (café y productos industriales) (véase el Recuadro 4). En el comercio de servicios, las exportaciones crecieron USD 1.550 m frente a 2024, impulsadas, principalmente, por los mayores ingresos por gastos de viajeros no residentes (USD 728 m) y, en menor medida, por las ventas de servicios modernos, donde se destacan los servicios de informática. Las importaciones, por su parte, aumentaron USD 1.062 m, debido, principalmente, a mayores egresos por servicios tradicionales. El balance comercial de bienes y servicios resultó más deficitario en 2025 a pesar de unos términos de intercambio favorables y del impulso de las exportaciones agrícolas no tradicionales y de servicios (véase el Recuadro 4).

**Los términos de intercambio para Colombia mejoraron en un 5,9% durante 2025 frente al año anterior. Este desempeño se explicó, principalmente, por el incremento en los precios internacionales del café y del oro, así como por la reducción de los precios en dólares de las importaciones. Estos factores compensaron sobremasera la caída observada en la cotización del petróleo.** El aumento de los términos de intercambio entre 2024 y 2025 estuvo impulsado por el alza en los precios en dólares de las materias primas exportadas, como el café y el oro, que registraron variaciones anuales cercanas al 52% y 37%, respectivamente. A este desempeño se

## Balance externo, mercado cambiario y reservas internacionales

Cuadro 5.1  
Balanza de pagos de Colombia

Cuenta corriente (millones de dólares)	2024 (p) ene-dic	2025 (p) ene-dic	Variación (millones de dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	-7.012	-10.883	-3.871
<b>Porcentaje del PIB</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-2,4%</b>	
<b>A. Bienes y servicios</b>	<b>-9.682</b>	<b>-14.871</b>	<b>-5.189</b>
1. Bienes	-9.156	-14.832	-5.677
Exportaciones FOB	51.091	51.496	406
Importaciones FOB	60.246	66.329	6.082
2. Servicios	-527	-39	488
Exportaciones	18.037	19.587	1.550
Importaciones	18.564	19.626	1.062
<b>B. Renta de los factores</b>	<b>-12.837</b>	<b>-12.446</b>	<b>391</b>
Utilidades e intereses de la inversión directa <sup>a/</sup>	-5.058	-4.320	738
Intereses, dividendos y otras rentas <sup>b/</sup>	-7.779	-8.126	-347
<b>C. Transferencias corrientes</b>	<b>15.507</b>	<b>16.435</b>	<b>927</b>
Ingresos	17.126	17.995	869
Egresos	1.619	1.560	-59
Cuenta financiera Flujos anuales (millones de dólares)	2024 (p) ene-dic	2025 (p) ene-dic	Variación (millones de dólares)
Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D)	-5.577	-9.047	-3.470
<b>Porcentaje del PIB</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-2,0%</b>	
<b>A. Inversión directa (ii-i)</b>	<b>-9.172</b>	<b>-7.310</b>	<b>1.862</b>
i. Extranjera en Colombia (IED)	13.684	11.469	-2.215
<b>Porcentaje del PIB (IED)</b>	<b>3,3%</b>	<b>2,5%</b>	
ii. Colombiana en el exterior	4.512	4.159	-352
<b>B. Inversión de cartera (1+2)</b>	<b>2.272</b>	<b>-7.480</b>	<b>-9.752</b>
1. Sector público (ii-i)	-2.310	-14.227	-11.917
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	3.144	15.285	
a. Mercados internacionales (bonos)	4.073	4.675	
b. Mercado local (TES)	-929	10.610	
ii. Inversión de cartera en el exterior	834	1.058	
2. Sector privado (ii-i)	4.581	6.746	2.165
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	-31	4.586	
a. Mercados internacionales (bonos)	-569	3.327	
b. Mercado local	538	1.259	
ii. Inversión de cartera en el exterior	4.550	11.332	
<b>C. Otros flujos de capital sector público + sector privado</b>	<b>-2.270</b>	<b>3.578</b>	<b>5.848</b>
<b>D. Activos de reserva</b>	<b>3.593</b>	<b>2.165</b>	
<b>Errores y omisiones (E y O)</b>	<b>1.435</b>	<b>1.835</b>	<b>400</b>
<b>Memo ítem</b>			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	-9.171	-11.213	-2.042
Variación de reservas internacionales	3.593	2.165	

(p): provisional.  
(pr): preliminar.

a/ Los intereses de la inversión directa son los vinculados a las operaciones de deuda entre empresas con relación de inversión directa.

b/ Corresponde a la renta de las inversiones de cartera, préstamos y otros créditos externos, activos de reserva y remuneración de empleados.

Fuente: Banco de la República.

sumó la caída en los precios en dólares de las importaciones, en particular de los bienes de capital y los insumos intermedios, con caídas de alrededor del 7,3% y 4,3% frente al año anterior, respectivamente. Estos factores compensaron la disminución en las cotizaciones internacionales de productos mineroenergéticos, como el petróleo, carbón y ferróniquel, junto con la moderación observada en los precios de las flores.

**Los mayores ingresos netos por transferencias corrientes (USD 927 m) y los menores egresos netos por renta factorial (USD 391 m) también limitaron la ampliación del desbalance externo.** El aumento de las transferencias corrientes se explica, principalmente, por el aumento de las remesas de trabajadores, las cuales ascendieron a USD 13.098 m en 2025, con un incremento anual del 10,6% (USD 1.250 m). Estos ingresos fueron equivalentes al 2,9% del PIB anual y al 13,2% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos. Este crecimiento estuvo explicado principalmente por las remesas enviadas desde España y Estados Unidos. Por su parte, los menores egresos netos por renta factorial (USD 391 m) respondieron a mayores ingresos netos por utilidades e intereses de la inversión directa (USD 738 m), parcialmente compensados por mayores rendimientos e intereses netos de inversiones de cartera y otros préstamos externos (USD 347 m). En el caso de la renta de la inversión directa, su resultado se explica, principalmente, por los mayores ingresos por inversión directa de Colombia en el exterior (USD 495 m) y las menores utilidades de las firmas con inversión extranjera directa (IED) (USD 243 m). Para el caso de los rendimientos e intereses netos su reducción se sustenta, en especial, por los mayores egresos netos de las inversiones de cartera (USD 906 m) frente a los mayores ingresos netos por otras inversiones (USD 559 m).

**En 2025 el financiamiento del déficit externo provino, principalmente, de las inversiones extranjeras de cartera (USD 19.871 m), seguido de la IED (USD 11.469 m) y, en menor medida, de créditos externos netos (USD 850 m).** Las entradas netas de la cuenta financiera, incluyendo reservas, sumaron USD 9.047 m (2,0% del PIB), lo que representó mayores entradas netas por USD 3.470 m comparado con lo reportado en 2024. Estas entradas son resultado de ingresos de capital extranjero por USD 32.190 m, salidas de capital colombiano hacia el exterior por USD 22.685 m<sup>1</sup>, pagos de no residentes a residentes por concepto de derivados financieros por USD 1.707 m, y aumento de las reservas internacionales (por rendimientos reinvertidos) por USD 2.165 m. Por tipo de instrumento, las compras de no residentes en el mercado local (USD 11.869 m) y las colocaciones internacionales (USD 8.002 m) explicaron el incremento en las entradas de capital por inversiones de cartera (véase el Sombreado 1). Los flujos de IED se moderaron frente a 2024, con mayor participación de servicios financieros y empresariales, seguidos por minería y petróleo. Los resultados de la cuenta financiera de la balanza de pagos en 2025 reflejan un cambio en la composición del financiamiento de la cuenta corriente en el último año, en la cual la IED dejó de ser la principal fuente de financiamiento externo del país.

**Las inversiones extranjeras de cartera se convirtieron en la principal fuente de financiamiento externo en 2025, explicado por los recursos percibidos, fundamentalmente por el sector público (USD 15.285 m).** Este fenómeno se puede apreciar en la importante participación que el sector público tuvo en la inversión extranjera de cartera, a saber: el 89,4% (USD 10.610 m) de las compras de títulos de deuda en el mercado local por parte de no residentes correspondieron a deuda pública y el 58,4% (USD 4.675 m) del total del valor de las colocaciones internacionales estuvieron en cabeza del sector público. Cabe destacar que, aunque el sector privado percibió menos recursos de inversión de cartera que el sector público, sus niveles corresponden a cerca del 40% de la IED total recibida durante el mismo periodo.

1 De estas salidas, USD 6.903 m corresponden a inversiones de cartera y depósitos en el exterior efectuados por fondos de pensiones y seguros, lo cual incluye los rendimientos reinvertidos de los saldos acumulados de dichas inversiones en años anteriores.

**La IED se convirtió en la segunda fuente de financiamiento corriente debido a su menor nivel frente a 2024 (USD 2.215 m).** Esta dinámica se explica, principalmente, por los menores recursos que recibieron los sectores de comercio, restaurantes y hoteles (USD 811 m), servicios financieros y empresariales (USD 633 m), minería y petróleo (USD 541 m) y manufacturas (USD 410 m), compensados parcialmente por las mayores inversiones en las actividades de transporte y comunicaciones (USD 425 m).

**Por su parte, en 2025 se registraron entradas netas por créditos externos (USD 850 m), resultado de desembolsos netos del sector privado frente a amortizaciones netas del sector público.** Para el periodo de análisis, las firmas del sector privado recibieron desembolsos netos por USD 1.133 m, nivel inferior al de 2024 (USD 4.496 m). En contraste, en neto el sector público amortizó deudas por USD 284 m, monto menor al del año inmediatamente anterior (USD 2.181 m).

**Para 2026 el equipo técnico del Banrep espera una ampliación moderada del déficit en la cuenta corriente frente a 2025. Este comportamiento estaría asociado, principalmente, con una demanda interna que continuaría impulsando las importaciones y con menores valores exportados de algunos productos de exportación.** El mayor déficit comercial de bienes se daría en un contexto en el que, si bien el precio internacional del petróleo se mantendría en niveles superiores a los observados en 2025 como resultado del conflicto reciente en Medio Oriente, algunas exportaciones enfrentarían limitaciones asociadas con la producción y los volúmenes exportados. A esto se sumaría una demanda interna que continuaría impulsando las importaciones, con un crecimiento generalizado de las compras externas, tanto de bienes de consumo como de intermedios y de capital. Adicionalmente, las tensiones geopolíticas globales, en particular el conflicto en Irán, podrían generar presiones al alza sobre los precios internacionales de algunos insumos energéticos y materias primas importadas, lo que también incidiría en el valor de las importaciones. En contraste, se proyecta un déficit por renta factorial de magnitud similar a la registrada el año anterior, junto con superávits ligeramente mayores en servicios y transferencias corrientes, sustentados en el dinamismo del sector turístico y en flujos de remesas aún elevados, aunque con una desaceleración marcada en estos últimos frente a lo observado en 2025. Estos factores contribuirían a contener una ampliación adicional del déficit en la cuenta corriente.

**Desde la perspectiva de los agregados de ahorro e inversión, la ampliación proyectada del déficit externo en 2026 es coherente con un desbalance del sector público que seguiría siendo negativo e importante, y con la reducción del superávit del sector privado.** En particular, se espera que el sector público se mantenga deficitario en el presente año, aunque una mejora marginal en su ahorro y un deterioro leve en su inversión como porcentaje del PIB generarían alguna reducción en su desbalance negativo. Por otro lado, el sector privado reduciría su superávit en 2026, en línea con un menor ahorro y una inversión que se mantendría relativamente constante, ambas como proporción del PIB.

**Para 2026 el país mantendría acceso al financiamiento externo en un entorno de tasas de interés de 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.** Si bien la IED registró una caída en 2025, para 2026 se espera que crezca y retome su papel como principal fuente de financiamiento externo. Este comportamiento estaría explicado por una recomposición sectorial en la que la menor inversión en petróleo y minería sería compensada por mayores flujos hacia otros sectores, impulsados por el dinamismo esperado de la demanda interna. No obstante, se destaca una alta incertidumbre en la evolución de estos flujos frente a riesgos asociados con el aumento reciente de la percepción de riesgo global y local. Por su parte, el sector público también contribuiría al financiamiento externo, en línea con el elevado déficit fiscal proyectado, aunque con una participación menor que en 2025, cuando representó el 138% del total de las entradas

netas de capital del país. Para 2026, la participación del sector público disminuiría a 56 %, nivel que, no obstante, se mantendría por encima del promedio del 25,5 % observado entre 2022 y 2024.

## 5.2 Reservas internacionales

**De acuerdo con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público, en beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. En este marco, la ley define que la inversión de los activos de reserva se sujetará a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad.** El criterio de seguridad implica controlar adecuadamente los riesgos a los que se exponen las inversiones, con el fin de mantenerlos dentro de los parámetros y niveles aceptables. Para ello, el Comité de Reservas Internacionales del Banco de la República<sup>2</sup> define límites para las exposiciones frente a cada uno de los diferentes riesgos que enfrentan las reservas. Para cumplir con el criterio de liquidez, el Banco invierte las reservas internacionales en activos financieros de alta liquidez, es decir, fáciles de comprar o vender, en caso de ser necesario, o en activos que vencen en los próximos meses. Además, se definen tramos de inversión en función de los objetivos de liquidez y rentabilidad. Una vez definidos los criterios para que el portafolio de las reservas internacionales se gestione con un nivel de riesgo bajo, la política de administración busca propender por una rentabilidad adecuada, en cumplimiento del mandato entregado por la ley al Banco de la República. En el Anexo se explican las políticas que orientan la inversión de las reservas y algunas definiciones relevantes.

**El principal objetivo de las reservas internacionales es proteger al país de choques externos que pueden afectar tanto a los flujos comerciales como a los financieros y, dependiendo de su magnitud, pueden poner en riesgo la estabilidad macroeconómica.** Los flujos comerciales se pueden ver afectados, por ejemplo, por una reducción drástica de las exportaciones o un aumento inusitado de las importaciones que apriete la situación de liquidez externa; a su vez, los flujos financieros podrían afectarse debido a dificultades para acceder al financiamiento externo, tales como un menor acceso a créditos internacionales, o mayores egresos de capital tanto de inversionistas extranjeros como de residentes. Las reservas internacionales de un país son también un factor determinante en la percepción de la capacidad de pago de los prestatarios nacionales, en la medida en que las agencias calificadoras de riesgo y los prestamistas externos consideran que un nivel adecuado de reservas permitiría que los residentes puedan atender las obligaciones en moneda extranjera, tales como el pago de importaciones y el servicio de la deuda externa, en el momento en que el país enfrentara dificultades de acceso al financiamiento externo. De esta manera, un nivel adecuado de reservas contribuye a mejorar la percepción de riesgo del país y sus residentes, facilitando el acceso del Gobierno y del sector privado a los mercados internacionales de capitales.

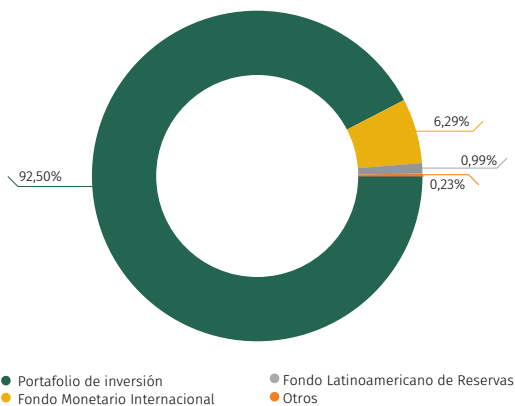
**El Banco de la República mantiene colchones de liquidez externa en cuantías que considera suficientes para cumplir con el objetivo de proteger al país frente a choques externos.** En esa medida, se reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez en moneda extranjera que permita prevenir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

<sup>2</sup> El Comité de Reservas Internacionales está compuesto por el ministro de Hacienda y Crédito Público o su delegado, los miembros de dedicación exclusiva de la Junta Directiva y el gerente general.

**En 2025 se presentó un aumento en el nivel de las reservas internacionales, el cual se ubicó en USD 66.352 m al cierre del año. Este aumento se explicó por la rentabilidad positiva obtenida durante el periodo.** En efecto, las reservas internacionales netas<sup>3</sup> aumentaron en USD 3.871 m a lo largo del año. El rendimiento de las reservas internacionales en 2025, sin incluir el componente cambiario, correspondió a un 4,76% (USD 3.067 m). Este resultado se dio, principalmente, por los mayores niveles de las tasas de interés, que tuvieron un impacto positivo en la rentabilidad de las reservas internacionales a través de un mayor ingreso por intereses de las inversiones. Adicionalmente, el rendimiento se vio favorecido por la valorización de las inversiones, ante la disminución en los niveles de las tasas de interés de corto plazo en los principales mercados en los que se invierten las reservas. Finalmente, el aumento en el nivel de reservas internacionales también se vio soportado por la apreciación de otras monedas de reserva frente al dólar de Estados Unidos. Esto último generó un efecto cambiario positivo en la valoración (USD 849 m).

**El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión.** Este corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y al oro físico certificado (91,53% y 0,98% de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 5.1 se presenta la composición de las reservas internacionales al cierre de 2025.

Gráfico 5.1  
Composición de las reservas internacionales  
(información al 31 de diciembre de 2025)



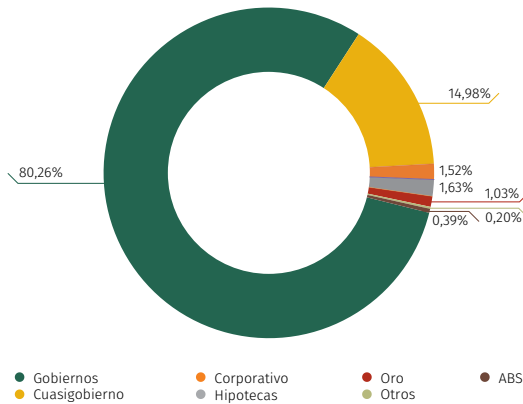
Nota: el oro se incluye dentro del portafolio de inversión. El rubro *Otros* incluye convenios internacionales, efectivo en caja y depósitos a la orden.  
Fuente: Banco de la República.

### 5.2.1 Indicadores de reservas

**Las distintas métricas de reservas internacionales continúan indicando que Colombia mantiene un nivel adecuado para atender sus necesidades externas y proporcionar un respaldo sólido frente a eventuales choques externos.** Este diagnóstico se mantiene incluso después de considerar la pérdida de acceso a la línea de crédito flexible (LCF) del Fondo Monetario Internacional (FMI). Este instrumento complementó la liquidez externa del país desde abril de 2009, y la posibilidad de su reducción gradual fue uno de los elementos que justificaron el programa de acumulación de reservas internacionales de 2024. Uno de los indicadores más utilizados a nivel internacional para evaluar la suficiencia de las reservas es el propuesto por la metodología *assessing reserve adequacy* (ARA) del FMI. Este enfoque establece que las reservas internacionales deben ser suficientes para cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos durante episodios de presión en el mercado cambiario. Este indicador busca brindar protección frente a los riesgos asociados con la pérdida de acceso al financiamiento externo, la pérdida de confianza en la moneda local, la reversión de los flujos de capital, y una posible contracción de la demanda

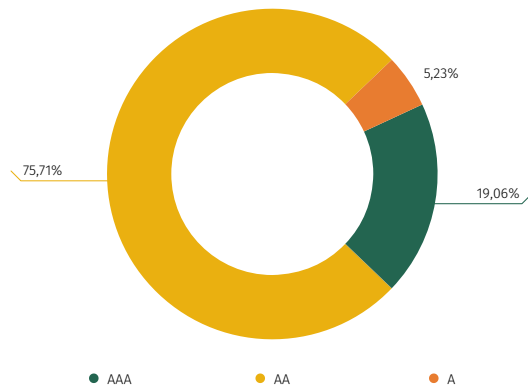
3 Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD 66.379 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 26 m.

Gráfico 5.2  
Composición del portafolio de inversión por sectores  
(información al 31 de diciembre de 2025)



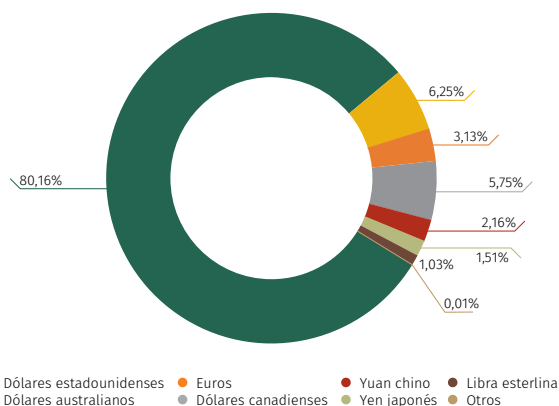
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.3  
Distribución de las inversiones por calificación crediticia  
(información al 31 de diciembre de 2025)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5.4  
Composición cambiaria del portafolio de inversión  
(información al 31 de diciembre de 2025)



Fuente: Banco de la República.

externa. Según el estándar del FMI, se considera que una economía mantiene un nivel adecuado de reservas si la razón entre las reservas observadas y su nivel adecuado (según la metodología ARA) se encuentra en el rango de 1,0 a 1,5. Con la información más reciente disponible, correspondiente a enero de 2026, esta razón para Colombia se ubica en 1,24.

## 5.2.2 Composición del portafolio de inversión

**El portafolio de inversión está constituido, principalmente, por títulos emitidos por gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos.** En el Gráfico 5.2 se observa la composición del portafolio de inversión al 31 de diciembre de 2025, cuando alrededor del 95,23% estaba invertido en emisiones de dichas entidades.

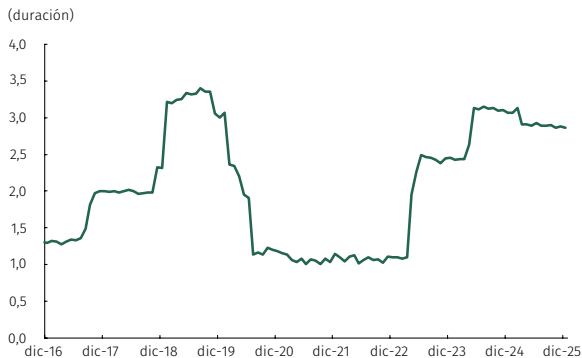
**La composición del portafolio de inversión por calificación evidencia la alta calidad crediticia de los activos en que se invierte el portafolio.** El Gráfico 5.3 muestra que el 19,06% del portafolio se encontraba invertido en instrumentos con calificación AAA y el 75,71% en AA. El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). Además de las calificaciones crediticias, el Banco incorpora el seguimiento de factores de riesgo ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por su sigla en inglés) en su proceso de gestión de riesgos de las reservas internacionales.

**El portafolio de inversión está compuesto por monedas que se caracterizan por contar con elevados volúmenes diarios de negociación y por pertenecer a países con altas calificaciones crediticias, siendo el dólar de los Estados Unidos la moneda con mayor participación.** El Gráfico 5.4 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 31 de diciembre de 2025. Teniendo en cuenta que uno de los objetivos de las reservas internacionales es poder atender los pagos externos del país en momentos de reducción de las fuentes de financiamiento externo, la composición cambiaria de las reservas internacionales de Colombia busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país. De esta manera, las reservas intentan cubrir la volatilidad de los pagos del país en el exterior derivada de los movimientos de las tasas de cambio. El dólar de Estados Unidos tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que la mayor parte de las transacciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólar canadiense, australiano y neozelandés; la corona sueca, la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el yuan, el yen, la corona noruega, el renminbi, el dólar hongkonés, el dólar singapurense y el won coreano.

**Durante 2025 el Banco de la República disminuyó la duración<sup>4</sup> del portafolio de inversión, lo cual permitió tener un portafolio con un retorno menos sensible a variaciones en las tasas de interés.** En el Gráfico 5.5 puede observarse la evolución de

4 La duración es una medida de riesgo que se define como la disminución (aumento) porcentual en el valor del portafolio frente a un aumento (disminución) del 1% en todas las tasas de interés.

Gráfico 5.5  
Duración del portafolio de inversión  
(información al 31 de diciembre de 2025)



Fuente: Banco de la República.

la duración del portafolio de inversión. Al 31 de diciembre de 2025 el portafolio de inversión tenía una duración de 2,85, lo cual significa que el valor del portafolio podría aumentar (disminuir) 2,85 % frente a una disminución (aumento) del 1% en las tasas de todos los bonos del portafolio.

### 5.2.3 Rentabilidad de las reservas

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

**Al 31 de diciembre de 2025 las reservas internacionales presentaron una rentabilidad positiva debido a los intereses recibidos en las inversiones del portafolio de inversión (factor intereses) y, en menor medida, a la valorización del portafolio por la reducción en las tasas de interés (factor valorización).**

Las reservas internacionales registraron una rentabilidad del 4,76 %<sup>5</sup> en 2025. Las tasas de interés de los principales mercados en los que se invierten las reservas internacionales se mantuvieron en niveles altos frente a los observados históricamente, lo cual contribuyó a un efecto de causación positivo (factor intereses) durante el año. Adicionalmente, debido a las decisiones de política monetaria de la mayoría de los bancos centrales de las economías desarrolladas, las tasas de interés de corto plazo de las curvas de bonos de gobierno disminuyeron, generando una valorización de las inversiones de menor vencimiento (factor valorización).

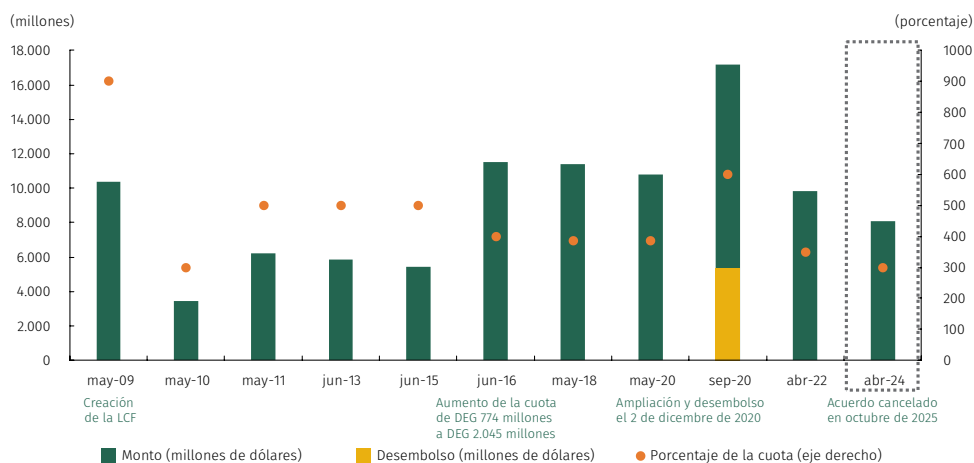
**Las perspectivas en torno a la rentabilidad de las reservas internacionales durante 2026 continúan siendo favorables, especialmente para la generación de intereses.** A pesar de que las tasas de interés de política monetaria en la mayoría de los mercados se han venido reduciendo durante el último año, aún se mantienen en niveles altos, por lo que se espera que la causación de intereses continúe siendo favorable. En la mayoría de los mercados, las tasas de interés parecen haber llegado a un punto de estabilidad, sin presiones significativas hacia nuevos recortes o incrementos. Sobre este escenario, el efecto de valorización sobre los portafolios sería moderado, dado que no se anticipan reducciones fuertes en las tasas de interés que impulsen ganancias de capital relevantes.

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

### 5.2.4 Medidas para fortalecer la liquidez internacional

**Desde 2009 hasta 2025, Colombia fue beneficiaria de acuerdos sucesivos de la línea de crédito flexible (LCF).** A lo largo de los años, el nivel de acceso de la LCF osciló entre el 300% y el 900% de la cuota del país ante el organismo (Gráfico 5.6). Desde su primer acceso, en 2009, las autoridades colombianas le otorgaron un carácter precautorio total al instrumento, no obstante, en septiembre de 2022 se le otorgó un carácter precautorio parcial en el marco del acuerdo aprobado en 2020, luego de que el país realizara un desembolso a finales de ese año debido al contexto de elevada incertidumbre por la coyuntura de la pandemia.

Gráfico 5.6  
Acceso histórico de Colombia a la LCF



Fuentes: Banco de la República y FMI (comunicados oficiales).

**En diciembre de 2025 las autoridades colombianas completaron el pago del desembolso de los recursos del acuerdo de la LCF que se había realizado en diciembre de 2020.** El desembolso efectuado por las autoridades colombianas se realizó por un monto de alrededor de USD 5.400 m (equivalentes en ese momento al 183% de la cuota del país). Para el pago del principal se definieron ocho cuotas trimestrales cada una por 468.750.000 DEG, que iniciaron en marzo de 2024 y finalizaron en diciembre de 2025. Igualmente, los intereses respectivos se pagaron trimestralmente desde la fecha del desembolso en diciembre de 2020, quedando estos también completamente liquidados. Con la culminación de los pagos del desembolso, las obligaciones derivadas de dicha operación (las cuales fueron asumidas completamente por el gobierno nacional a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y en la que el Banco de la República actuó en su calidad de agente fiscal), así como la vigencia del acuerdo suscrito entre el Ministerio y el Banco, quedaron concluidas.

**Las autoridades colombianas (Ministerio de Hacienda y Banco de la República) solicitaron la cancelación del último acuerdo vigente de la LCF el 1 de octubre de 2025.** Este acuerdo fue aprobado por el Directorio Ejecutivo del FMI en abril de 2024 por un periodo de dos años y por un monto de USD 8.100 m, equivalentes al 300% de la cuota del país, y era considerado por las autoridades colombianas como un instrumento de carácter precautorio para enfrentar riesgos externos.

**La solicitud de cancelación del acuerdo se decidió después de que el FMI suspendió el acceso a los recursos del instrumento en abril de 2025.** En el caso de los acuerdos de la LCF aprobados por dos años, aunque el monto aprobado está disponible durante la vigencia del acuerdo, el Directorio Ejecutivo debe completar una

revisión intermedia<sup>6</sup> inmediatamente antes de que transcurran los primeros doce meses del acuerdo para que el país pueda mantener el acceso a los recursos de la línea durante el segundo año. Además, esta revisión está supeditada a la finalización de la consulta del Artículo IV en curso, que requiere que el marco de política macroeconómica sea calificado como muy fuerte en la consulta como parte de la evaluación de los criterios de calificación<sup>7</sup>. Para el caso de Colombia, la misión del FMI que visitó el país a principios del año decidió aplazar la terminación de la consulta del Artículo IV. Dado esto, no se realizó la revisión de mitad de periodo de la LCF mencionada y esto provocó la suspensión del acceso a los recursos hasta el vencimiento del acuerdo.

**El Directorio Ejecutivo concluyó la consulta del Artículo IV el 29 de septiembre de 2025 y la evaluación indicó que la política fiscal del país había experimentado un deterioro en comparación con la evaluación previa.** Este resultado implicó que el país no iba a poder recuperar el acceso a los recursos de la LCF y, por tanto, dicho acceso permanecería suspendido hasta el vencimiento del acuerdo. Ante esta situación, las autoridades decidieron solicitar su cancelación. Al no contar con el acceso a los recursos, la continuidad del acuerdo no representaba ningún beneficio para el país, pero sí implicaba seguir causando el pago de la comisión de compromiso, condición financiera establecida por el FMI que les aplica a las facilidades de financiamiento como la LCF que tienen un carácter precautorio.

**La decisión de la cancelación del acuerdo de la línea tuvo lugar en un contexto de solidez en la posición de liquidez internacional del país.** Al momento de la cancelación del acuerdo, el nivel de reservas internacionales alcanzaba los USD 65,5 mil millones (mm). Este nivel se consiguió gracias al programa de acumulación de reservas llevado a cabo en 2024 por USD 1,5 mm y a la rentabilidad de los portafolios, que alcanzó USD 4,5 mm desde principios de 2024 hasta septiembre de 2025.

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

6 La revisión intermedia evalúa los acontecimientos recientes del panorama macroeconómico, la evolución prevista de los riesgos durante la vigencia del acuerdo, las iniciativas de política y la evaluación del país en relación con los criterios de calificación.

7 Estos criterios son: 1) una posición externa sostenible; 2) una cuenta de capitales que debe ser financiada mayoritariamente por flujos privados; 3) un historial constante de acceso a los mercados de capitales en condiciones favorables; 4) una posición adecuada de reservas internacionales; 5) unas finanzas públicas sólidas, incluyendo una posición sostenible de la deuda pública; 6) una inflación baja y estable, en un marco robusto de política monetaria y cambiaria; 7) un sistema financiero sólido sin problemas de solvencia bancaria que supongan una amenaza a la estabilidad sistémica; 8) una supervisión efectiva del sector financiero, y 9) transparencia e integridad de la información.

**Finalmente, el Banco de la República cuenta con acceso a facilidades de liquidez del Banco de Pagos Internacionales (BPI), las cuales complementan la disponibilidad de liquidez externa de las reservas internacionales.** Bajo estas facilidades, las inversiones que tienen los bancos centrales con dicha institución sirven como garantía para el suministro de liquidez por parte del BIS. En ese sentido, el Banco podría disponer de liquidez contingente e inmediata sin tener que vender los activos de los portafolios de las reservas internacionales invertidos en instrumentos del BIS, lo cual podría ser útil especialmente en circunstancias extremas, como episodios de baja liquidez en los mercados globales de renta fija o episodios de alta aversión al riesgo. En particular, en el primer semestre de 2025 el BIS renovó al Banco estas facilidades por un monto total de USD 2.000 m, que solo se utilizarían de forma excepcional ante situaciones extremas en los mercados<sup>8</sup>. En ese sentido, el Banco considera estas facilidades como líneas de carácter precautorio que complementan la disponibilidad de liquidez externa de las reservas internacionales.

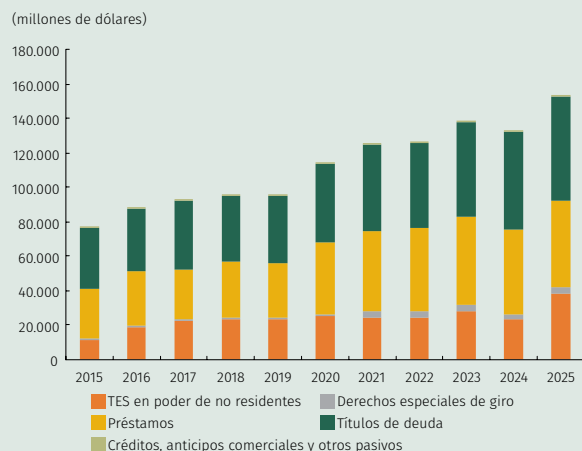
---

<sup>8</sup> Dicha entidad se reserva el derecho de aprobar o denegar las solicitudes para acceder al instrumento y para desembolsar la facilidad. El BPI estudia la solicitud de cada banco central para el acceso a la línea y ante la eventualidad de solicitar su desembolso.

## Sombreado 1

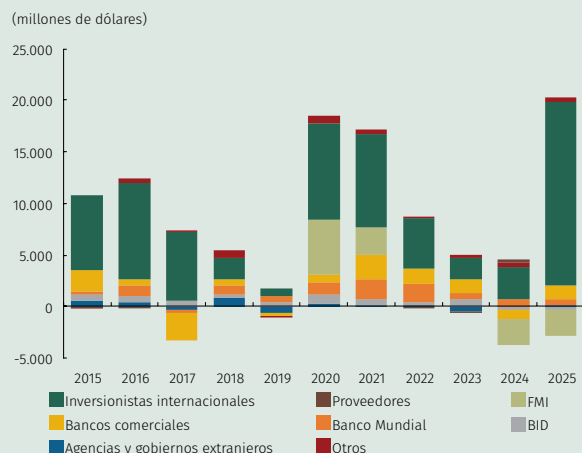
# Evolución del endeudamiento externo de Colombia

**Gráfico S1.1**  
Saldo de la deuda externa del sector público por instrumento



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico S1.2**  
Flujo neto de la deuda externa del sector público por prestamista



Fuente: Banco de la República.

Al cierre de diciembre de 2025 la deuda externa de Colombia alcanzó los USD 246.801 millones (m), lo que equivale al 53,8% del PIB. Este saldo fue USD 25.848 m (4,9%) superior al registrado en diciembre de 2024. El 86,1% de este monto corresponde a obligaciones de largo plazo (mayor a un año), mientras que el 13,9% restante tiene vencimientos de corto plazo (igual o menor a un año). Por tipo de instrumento, el saldo de la deuda externa corresponde, principalmente, a préstamos y bonos.

Por sectores, el saldo de la deuda externa pública representa el 61,9% del total, y la del sector privado el 38,1% (Gráfico S1.1). Adicionalmente, el 13,3% del total corresponde a préstamos entre empresas con relación de inversión directa.

### 1. Sector público

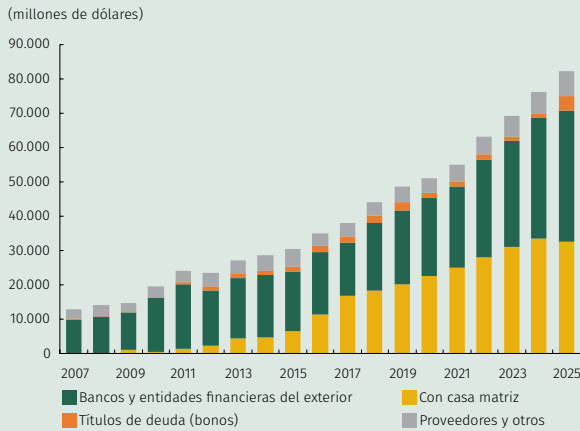
Al cierre de diciembre de 2025, el saldo de la deuda externa del sector público ascendió a USD 153.427 m, equivalente al 33,3% del PIB. Este monto fue superior en un 15,4% frente al de 2024 (USD 133.007 m). El aumento se explicó, principalmente, por la mayor adquisición de TES por parte de no residentes. En menor medida, contribuyó la emisión neta de títulos de deuda en mercados internacionales (Gráfico S1.1).

Por tipo de instrumento, los títulos de deuda emitidos en mercados internacionales representaron el 39,7% del saldo total (USD 60.874 m), seguidos por los préstamos (32,4%; USD 49.735 m) y los TES en poder de no residentes (25,3%; USD 38.820 m). El resto corresponde a obligaciones por derechos especiales de giro (DEG).

Durante 2025, el flujo neto (desembolsos menos amortizaciones) de la deuda externa pública totalizó USD 17.550 m, superior a lo registrado en 2024 (USD 983). La principal fuente de financiación externa corresponde a la colocación de TES en el mercado local adquirida por inversionistas institucionales no residentes (USD 13.159 m) y, en menor medida, por la emisión neta de bonos en mercados internacionales (USD 4.675 m).

Adicionalmente, en 2025 el sector público registró amortizaciones netas por USD 284 m, resultado de los pagos del crédito de apoyo contingente que se adquirió con el FMI para financiar los gastos de la pandemia (USD 2.532 m) y amortizaciones de préstamos otorgados por el BID (USD 254 m). Estas operaciones fueron compensadas parcialmente por los desembolsos recibidos por parte de la banca comercial (USD 1.245 m), del Banco Mundial (USD 643 m) y de agencias, gobiernos extranjeros y otros prestamistas (USD 614 m) (Gráfico S1.2).

**Gráfico S1.3**  
Saldo de la deuda externa del sector privado



Fuente: Banco de la República.

## 2. Sector privado

Al cierre de diciembre de 2025 la deuda externa del sector privado fue de USD94.054 m (20,5% del PIB). De este monto, el 87,4% correspondió a obligaciones del sector no bancario y el restante 12,6% a deudas adquiridas por instituciones del sector bancario. Por plazos, el 65% de este saldo corresponde a largo plazo, mientras que el restante 35% a corto plazo (Gráfico S1.3).

Con relación al saldo de la deuda del sector no bancario, el 85,75% representó obligaciones de entidades financieras del exterior, el 6,92% a créditos de proveedores, y el restante 7,33% se originó por bonos y pasivos de seguros. Al finalizar 2025 el saldo de la deuda externa de los bancos se encontraba, principalmente, en préstamos y títulos de deuda, representando el 56% y 40,7%, respectivamente.

El flujo neto de endeudamiento externo del sector privado en 2025 fue de USD5.752 m, resultado de desembolsos netos por USD6.353 m de las empresas no bancarias y de las amortizaciones netas efectuadas por los bancos (USD601 m). Por instrumento, los principales desembolsos netos se observaron en los títulos de deuda (USD3.327 m), seguidos por los préstamos (USD1.703 m). Por último, el saldo de la deuda entre empresas con relación de inversión totalizó USD3.327 m en diciembre de 2025. Durante el año los flujos netos por este concepto fueron de USD1.002 m.

## Sombreado 2

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

En cumplimiento de la Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011, que autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BPI)<sup>1</sup>, en el presente sombreado se presenta un informe de las actividades más relevantes realizadas ante esa entidad durante los últimos meses. De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BPI por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a USD100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG en el rubro “aportes en organismos y entidades internacionales”.

En los últimos meses, las directivas del Banco de la República han participado activamente en las reuniones periódicas que el organismo realiza, en las cuales se examinan los acontecimientos recientes y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. En particular, las reuniones de gobernadores de países miembros del BPI se han enfocado en temas como la evolución de las dinámicas de crecimiento e inflación, el comportamiento de la política fiscal y la deuda, la trayectoria del dólar estadounidense, las dinámicas del mercado laboral, el auge de los intermediarios financieros no bancarios y su impacto en la política monetaria, y las implicaciones del envejecimiento poblacional sobre la estabilidad financiera. Adicionalmente, se ha discutido la revisión de marcos de política monetaria, el desarrollo de monedas estables en la región, la comunicación de la política monetaria en tiempos de incertidumbre, y la heterogeneidad de los efectos de la inteligencia artificial entre economías emergentes y avanzadas.

En el marco de las actividades coordinadas por el Consejo Consultivo para las Américas del BPI (CCA, por su sigla en inglés), el Banco participa activamente en proyectos de investigación, grupos y conferencias en diversas áreas de banca central. Asimismo, el Banco participó en dos equipos de trabajo del Grupo Consultivo de Directores de Estabilidad Financiera (CGDFS, por su sigla en inglés) y del Grupo Consultivo de Directores de Operaciones (CGDO, por su sigla en inglés), en los que se discutieron marcos de monitoreo para el sistema financiero y los riesgos de mediano plazo derivados del aumento de la deuda soberana, respectivamente.

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

En el ámbito de los grupos consultivos del BPI que realizan investigación y análisis en áreas como la estabilidad financiera y las operaciones bancarias, de los cuales el Banco de la República forma parte, se resalta la publicación en abril de 2025 del informe *Leveraging Tokenisation for Payments and Financial Transactions*<sup>2</sup> del Grupo Consultivo sobre Innovación y Economía Digital (CGIDE, por su sigla en inglés). También se destaca el documento *Governance of AI Adoption in Central Banks*<sup>3</sup> publicado en enero de 2025 por el Grupo Consultivo en Gestión de Riesgos (CGRM, por su sigla en inglés).

Por último, representantes del Banco tuvieron la oportunidad de asistir a la reunión anual de subgobernadores de bancos centrales de países emergentes miembros del BPI, la cual estuvo enfocada en flujos de capital, tipos de cambio y condiciones financieras en las economías emergentes en un sistema monetario internacional cambiante.

---

2 El reporte está disponible en: <https://www.bis.org/publ/othp92.htm>

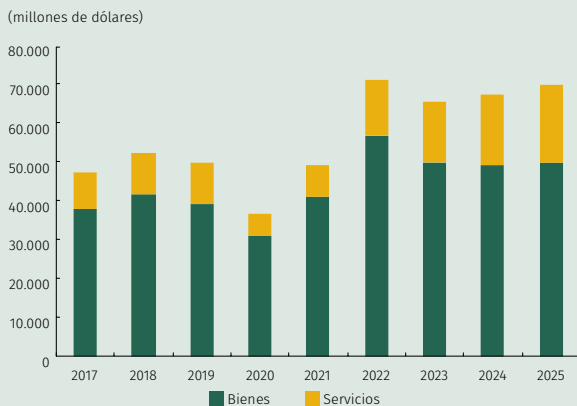
3 El reporte está disponible en: <https://www.bis.org/publ/othp90.htm>

## Recuadro 4

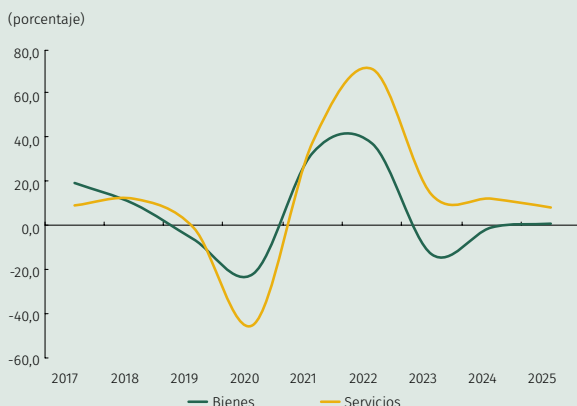
# Canasta del comercio exterior de bienes y servicios de Colombia: tendencias recientes

Gráfico R4.1  
Composición de las exportaciones colombianas entre 2017 y 2025

### A: Evolución de la composición de las exportaciones colombianas



### B. Tasa de crecimiento anual de las exportaciones colombianas



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

Los ingresos externos de una economía son fundamentales para el desarrollo económico de los países, en especial para aquellos en vías de desarrollo, como Colombia. Estos flujos son parte importante del ingreso nacional e impulsan el crecimiento económico, al permitir la expansión de la producción, realizar inversiones, incluir mejoras tecnológicas y aumentar la productividad, entre otras razones. Adicionalmente, diversificar las fuentes de ingresos externos permite relajar las restricciones externas de la economía y reducir la vulnerabilidad ante distintos choques.

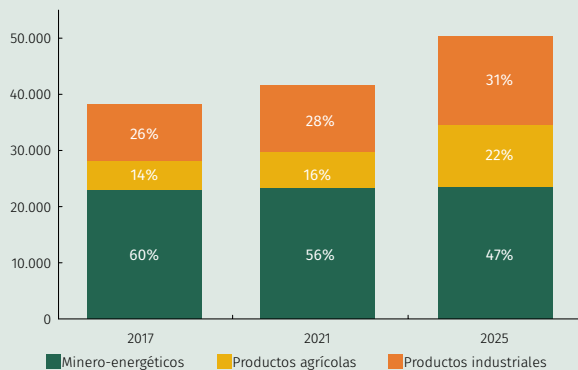
En el caso de Colombia, los ingresos externos se han caracterizado por tener una alta concentración en las exportaciones de bienes, y en particular en productos básicos. No obstante, en los últimos años dicha composición en la canasta exportadora de bienes ha registrado algunas variaciones. A su vez, el crecimiento exportador de los servicios ha contribuido recientemente con la reducción del déficit comercial del país. Entre 2017 y 2025 la dinámica exportadora de bienes y servicios estuvo marcada por cuatro etapas (Gráfico R4.1):

1. El período prepandemia, caracterizado por una estructura exportadora concentrada en productos primarios, particularmente petróleo, carbón y café, y concentrada en servicios de viajes y transporte.
2. El choque por el covid-19, periodo en el que las exportaciones colombianas se redujeron significativamente, afectadas por la disminución de la demanda global y por la fuerte caída en los precios del petróleo. El comercio de servicios, en especial turismo y transporte, experimentó una contracción aún más severa debido a las restricciones de movilidad.
3. La posterior recuperación tras la pandemia, cuando las exportaciones alcanzaron un máximo en 2022, impulsadas por el efecto combinado de mayores volúmenes, el incremento significativo en los precios del petróleo y carbón, y el continuo crecimiento de las exportaciones de servicios.
4. Desde 2023 se observa una fase reciente de ajuste y recomposición de las exportaciones, hacia un crecimiento más moderado, con mayor protagonismo de los servicios y de las exportaciones diferentes a las mineroenergéticas. Esto, en un contexto de desaceleración de la economía global y normalización de los precios de las materias primas.

La evolución de la canasta exportadora de bienes (Gráfico R4.2) revela una menor participación de los bienes mineroenergéticos, los cuales pasaron de representar el 60 % del total de las exportaciones en 2017 al 47 % en 2025, año en el que los menores precios del petróleo y una demanda externa moderada limitaron su crecimiento. Este menor dinamismo también muestra una recomposición significativa en la canasta exportadora de bienes del país, marcada por un protagonismo de los productos agrícolas e industriales, los cuales ganaron participación relativa, al tiempo que mostraron mayores niveles entre 2021 y 2025.

Gráfico R4.2  
Canasta exportadora de bienes

(millones de dólares)

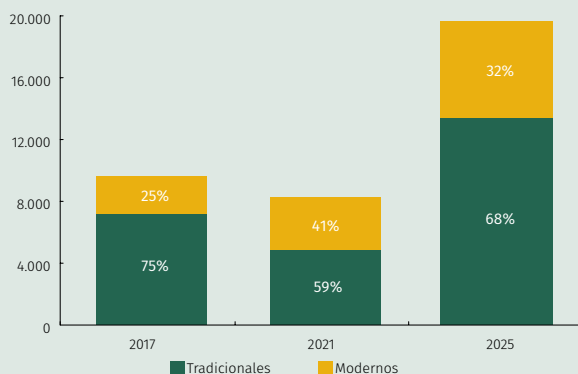


Nota: mineroenergéticos corresponde a petróleo y sus derivados, carbón, oro, ferromineral y otros mineros. Productos agrícolas incluye café, banano, flores y otros agrícolas.

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

Gráfico R4.3  
Evolución de las exportaciones de servicios

(millones de dólares)



Fuente: Balanza de pagos, Banco de la República.

Esta recomposición fue jalonada por las mayores exportaciones de café (impulsadas por mejores precios y mayores volúmenes), de productos industriales, del oro y de otros minerales metálicos (como el cobre y sus derivados). En menor medida, aportaron al crecimiento las mayores ventas de flores, otros productos agrícolas y banano. Dentro de los industriales se resalta el crecimiento de productos alimenticios y químicos. Lo anterior sugiere avances —aunque aún limitados— en diversificación.

En cuanto a las exportaciones de servicios, la literatura los agrupa de acuerdo con el incremento de su comerciabilidad, gracias al uso de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC) y el internet, con lo cual algunos servicios no requieren el encuentro físico de oferente y comprador para realizar la transacción, distinguiendo así entre servicios tradicionales<sup>1</sup> y modernos<sup>2</sup> (Mishra, 2011; Cepal, 2017).

En Colombia las exportaciones de servicios han registrado una mayor relevancia en la generación de ingresos externos, al aumentar entre 2017 y 2025 a una tasa del 9% promedio anual, mientras que los bienes lo hicieron a una tasa del 3,3% en igual periodo. A su vez, la canasta exportadora está concentrada en los servicios tradicionales, principalmente viajes y transporte, que durante 2025 aportaron el 68% del total de exportaciones (Gráfico R4.3).

A pesar de la relevancia de los tradicionales, es importante destacar el incremento en Colombia de la participación de los servicios modernos, que pasaron de representar el 18% del total de las exportaciones de servicios en 2005, al 25% en 2017 y al 32% en 2025, impulsados por la facilidad de prestación por medios electrónicos. Adicionalmente, han tenido un mayor crecimiento que los tradicionales entre 2017 y 2025, al hacerlo a una tasa promedio anual del 13%.

Entre los servicios modernos se encuentran una gran diversidad que incorporan un mayor valor agregado que los servicios tradicionales y emplean mano de obra con mayor calificación. Entre estos se destacan, por ejemplo, los servicios de *contact center*, asesorías administrativas y técnicas, servicios de informática, publicidad, servicios jurídicos, entre otros.

La diversidad de estos servicios y su transversalidad ha permitido que tengan dinámicas relevantes y que estén contribuyendo a los cambios recientes en la estructura de la canasta exportadora en Colombia. El desarrollo de las TIC y la mayor conectividad global ha permitido la prestación de diversos servicios modernos digitalmente, lo cual impulsa una mayor inserción de los servicios en el comercio mundial, al superarse la barrera de la distancia (Oliver, 2023).

En la canasta exportadora de Colombia, esto se ha reflejado en un mayor nivel de servicios modernos, después de la pandemia. Las medidas de aislamiento y las restricciones a la movilidad permitieron que los servicios aprovecharan su ventaja de prestarse por medios electrónicos y se transformaran hacia servicios más especializados, como el desarrollo de *software* y aplicaciones web, y servicios de soporte técnico, entre otros.

1 Los servicios tradicionales se caracterizan por requerir la presencia física de oferente y demandante para ser transados, como los servicios de transporte, y de mantenimiento y reparación, viajes, construcción, servicios personales, culturales y recreativos, los servicios de manufactura e insumos físicos pertenecientes a otros, y los servicios gubernamentales.

2 En estos servicios, el uso de las TIC facilita su transabilidad. Se incluyen en esta categoría las telecomunicaciones, informática e información, servicios financieros, seguros y servicios de pensiones, cargos por uso de propiedad intelectual, y otros servicios empresariales.

De igual forma, las dinámicas internacionales, como la relocalización de servicios, permite la participación de empresas con capital extranjero en el comercio mundial, al prestar servicios desde lugares más cercanos a las filiales y con condiciones más atractivas, como las que ofrece la mano de obra calificada, la infraestructura, entre otros (índice A. T. Kearney para localización global de servicios, 2023).

En resumen, las exportaciones de bienes y servicios han presentado avances graduales en diversificación y un mayor aporte a los ingresos externos. Se observa una mayor participación de bienes agrícolas, principalmente café, y de productos industriales. Por su parte, las exportaciones de servicios, en particular aquellas asociadas con el uso de tecnologías de la información y las comunicaciones, tienen un mayor protagonismo. Esta recomposición amplía las fuentes de ingresos externos del país y presenta alternativas para la inserción en otros sectores, en especial en actividades con mayor valor agregado.

### Referencias

- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2017). *Perspectivas del Comercio Internacional de América Latina y el Caribe, 2017* (LC/PUB.2017/22-P), Santiago, 2017.
- Mishra, S.; Lundstrom, S.; Anand, R. (2011). "Service Export Sophistication and Economic Growth", *Economic Premise*, núm. 55, The World Bank.
- Oliver, S. (2023). "Services Trade, Distance, and the Internet", *SSRN Electronic Journal*, disponible en: <https://doi.org/10.2139/ssrn.4467509>

## 06/ Situación financiera del Banco de la República

### 6.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general)<sup>1</sup>

**Al 31 de diciembre de 2025 los activos del Banco de la República alcanzaron los COP 330.560 miles de millones (mm), los pasivos COP 231.268 mm y el patrimonio COP 99.292 mm.** Los activos del Banco disminuyeron con respecto al cierre de 2024, producto, principalmente, del menor valor en pesos de las reservas internacionales. Esto se explica por el efecto de la apreciación del peso colombiano frente a las monedas en las que se encuentran invertidas dichas reservas. Por su parte, el saldo de los pasivos aumentó como resultado del comportamiento de la base monetaria y del saldo de los depósitos del Gobierno en el Banco. Por último, el patrimonio se redujo debido a la cuenta de ajuste de cambio (Cuadro 6.1).

**Frente al cierre de 2024, el activo disminuyó en COP 12.146 mm (-3,5%), debido, principalmente, al efecto que tiene la apreciación de la moneda, al expresar en pesos colombianos el saldo de las reservas internacionales.** Las reservas internacionales netas son el componente con mayor participación en el activo del Banco. Su saldo en dólares presentó un incremento anual de USD 3.871 millones (m)<sup>2</sup>, debido a su rendimiento (USD 3.067 m) y al diferencial cambiario positivo originado en la depreciación del dólar frente a las demás monedas de reserva (USD 850 m). No obstante, la apreciación anual registrada por el peso colombiano frente al dólar estadounidense (14,8%) al cierre de 2025 llevó a que el saldo expresado en moneda legal colombiana fuera menor al registrado un año atrás. Los otros componentes del activo presentaron un aumento neto de COP 14.052 mm, que se explica por un mayor valor del portafolio de títulos de deuda pública (TES) por COP 8.952 mm (31,9%), consecuencia, principalmente, de las compras netas de estos títulos realizadas en el mercado secundario (COP 9.999 mm)<sup>3</sup>, y un mayor saldo de repos de expansión frente al cierre de 2024 por COP 3.872 mm (16,1%) (Cuadro 6.1).

**Al cierre de 2025 el pasivo presentó un aumento de COP 21.825 mm (10,4%) que reflejó el crecimiento de la base monetaria.** El incremento anual de la base monetaria por COP 19.714 mm (11,4%) se explica por el mayor dinamismo tanto de la demanda de efectivo como de la reserva bancaria, los cuales aumentaron COP 17.841 mm (13,1%) y COP 1.873 mm (5,2%), respectivamente. También se registró un mayor valor de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco por COP 4.396 mm (121,5%) frente al saldo observado al cierre del año anterior, y un menor saldo de depósitos de contracción monetaria por COP 1.536 mm (-16,4%) (Cuadro 6.1).

1 En esta sección se muestran las partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: 1) los activos descuentan el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas internacionales sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); 2) en los activos y pasivos de esta sección se incluye la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte del pasivo en el balance general del Banco; y 3) otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, los valores del activo y del pasivo presentados en este Informe (COP 330.560 mm y COP 231.268 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los Estados Financieros al 31 de diciembre de 2025 (COP 333.092 mm y COP 233.800 mm).

2 Véase el Capítulo 5 de este Informe.

3 Véase el Recuadro 3 “Suministro de liquidez por parte del Banco de la República bajo el esquema de inflación objetivo” de este Informe.

**Finalmente, frente al cierre de 2024, el patrimonio se redujo en COP 33.972 mm (25,5%), por la variación negativa generada en la cuenta del ajuste de cambio de las reservas internacionales.** La cuenta de ajuste de cambio presentó una disminución de COP36.830 mm (28,7%), contrapartida, principalmente, del efecto de la menor tasa de cambio del peso frente a las monedas de reserva<sup>4</sup>. Adicionalmente,

Cuadro 6.1  
Estado de la situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico  
(miles de millones de pesos)

Cuentas	Diciembre, 2024		Diciembre, 2025		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
<b>Activos</b>	342.706	100,0	330.560	100,0	-12.146	-3,5
Reservas Internacionales netas	275.489	80,4	249.291	75,4	-26.198	-9,5
Participación en organismos y entidades internacionales	8.289	2,4	9.162	2,8	873	10,5
Inversiones en TES en poder del Banco	28.063	8,2	37.014	11,2	8.952	31,9
Repos de expansión	24.043	7,0	27.915	8,4	3.872	16,1
Otros activos netos	6.823	2,0	7.178	2,2	355	5,2
<b>Pasivos y patrimonio</b>	342.706	100,0	330.560	100,0	-12.146	-3,5
<b>Pasivos</b>	209.443	61,1	231.268	70,0	21.825	10,4
Base monetaria	172.800	50,4	192.515	58,2	19.714	11,4
Efectivo	136.645	39,9	154.486	46,7	17.841	13,1
Reserva	36.156	10,6	38.029	11,5	1.873	5,2
Depósitos de contracción monetaria	9.372	2,7	7.835	2,4	-1.536	-16,4
Depósitos del Gobierno Nacional	3.619	1,1	8.016	2,4	4.396	121,5
Obligaciones organismos internacionales	23.521	6,9	22.792	6,9	-729	-3,1
Otros depósitos	130	0,0	110	0,0	-20	-15,5
<b>Patrimonio total</b>	133.264	38,9	99.292	30,0	-33.972	-25,5
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Reservas	744	0,2	744	0,2	0	0,0
Superávit	127.144	37,1	90.324	27,3	-36.821	-29,0
Ajuste de cambio <sup>a/</sup>	128.185	37,4	91.354	27,6	-36.830	-28,7
Cuenta especial de cambios (CEC)	453	0,1	453	0,1	0	0,0
Inversión en activos para actividad cultural	382	0,1	392	0,1	10	2,5
Transferencia organismos internacionales	-1.943	-0,6	-1.943	-0,6	0	0,0
Efecto acumulado cambio contable - Decreto 2386 de diciembre de 2015	67	0,0	67	0,0	0	0,0
Otro resultado integral (ORI)	-4.679	-1,4	-5.682	-1,7	-1.003	21,4
Resultados del ejercicio	10.041	2,9	13.893	4,2	3.852	38,4

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

Nota: en este cuadro se presentan las partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: i) los activos descuentan el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas internacionales sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); ii) en los activos y pasivos de esta sección se incluye la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte del pasivo en el balance general del Banco; y iii) otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, los valores del activo y del pasivo presentados en este Informe (COP330.560 mm y COP231.268 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los estados financieros al 31 de diciembre de 2025 (COP333.092 mm y COP233.800 mm).

Fuente: Banco de la República.

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

el resultado del ejercicio de 2025 ascendió a COP 13.893 mm, alcanzando su máximo histórico. Lo anterior fue compensado parcialmente por la transferencia de utilidades al Gobierno Nacional con cargo a los resultados de 2024 por COP 10.031 mm<sup>5</sup>, y por la reducción de la cuenta otro resultado integral (ORI) de COP 1.003 mm (Cuadro 6.1).

## 6.2 Estado de resultados (PyG)

### 6.2.1 Cierre a diciembre de 2025

**En 2025 la utilidad del Banco alcanzó un nuevo registro histórico de COP 13.893 mm, resultado de ingresos por COP 17.283 mm y egresos por COP 3.390 mm (Cuadro 6.2).**

La utilidad fue superior en COP 3.852 mm frente a la observada en 2024, debido al incremento de los ingresos (COP 3.335 mm) y a la disminución de los egresos (COP 516 mm). Al desagregar el PyG entre sus principales componentes, el resultado se explica por los ingresos monetarios netos de COP 14.880 mm, mayores a los egresos netos de la emisión y puesta en circulación de billetes y monedas por COP 190 mm y a los gastos corporativos netos por COP 797 mm.

**Durante 2025 los ingresos se originaron, principalmente, en el resultado neto de las reservas internacionales.** En particular, los ingresos netos<sup>6</sup> registrados en el PyG<sup>7</sup> de estas reservas ascendieron a COP 11.894 mm<sup>8</sup>, superiores en COP 2.555 mm frente a 2024. La mayor parte de estos rendimientos provino de la causación de intereses (COP 8.807 mm). Adicionalmente, los intereses y rendimientos de los TES en poder del Banco y de los repos de expansión ascendieron a COP 3.029 mm y a COP 1.726 mm, respectivamente, con incrementos anuales de COP 549 mm y COP 127 mm. En el caso de los TES, el aumento de los rendimientos se originó, principalmente, en el mayor saldo promedio mantenido por el Banco<sup>9</sup>. En cuanto a los intereses de los repos de expansión, el aumento anual se explicó por el mayor saldo promedio observado en 2025, lo que fue parcialmente contrarrestado por las menores tasas de remuneración, en línea con la reducción gradual de la tasa de interés de política monetaria definida por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) desde diciembre de 2023<sup>10</sup>. Dentro de los ingresos monetarios, los otros ingresos monetarios y las diferencias en cambio ascendieron a COP 6 mm y a COP 5 mm, respectivamente. Por último, el valor facial de la moneda metálica puesta en circulación, COP 342 mm, y los ingresos corporativos, COP 279 mm, fueron superiores a los registrados durante 2024 en COP 115 mm y COP 48 mm, respectivamente.

5 Las utilidades fueron transferidas mediante depósito en las cuentas del Gobierno en el Banco. Véase <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/banrep-obtuvo-utilidad-2024>

6 Netos de recuperaciones.

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

8 El rendimiento total de las reservas internacionales observado en 2025 ascendió a COP 12.463 mm. El rendimiento de las reservas internacionales que se contabiliza en el PyG por COP 11.894 mm se obtiene de: 1) descontar del rendimiento total los traslados al ORI producto de ganancias netas no realizadas del portafolio bajo mandato de administración pasiva durante este período por COP 681 mm, y 2) incluir la realización de ganancias acumuladas de periodos anteriores, reconocidas previamente en el ORI, por COP 112 mm.

9 El incremento anual de las tasas de interés promedio (TIR de compra) también contribuyó al aumento de los rendimientos de los TES, aunque en una magnitud menor.

10 En 2025 la tasa de remuneración y el volumen diario de los repos de expansión fueron, en promedio, 9,34 % y COP 19.330 mm, en comparación con 11,14 % y COP 15.137 mm en 2024.

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

	Observado		Variaciones anuales	
	2024	2025	Absoluta	Porcentual
<b>I. Total ingresos (A+B+C)</b>	13.948	17.283	3.335	23,9
<b>A. Ingresos monetarios</b>	13.490	16.662	3.172	23,5
Intereses, rendimientos y otros	13.419	16.650	3.231	24,1
Reservas internacionales	9.340	11.894	2.555	27,4
TES en poder del Banco	2.480	3.029	549	22,1
Repos de expansión	1.599	1.726	127	8,0
Diferencias en cambio	42	5	-37	-87,9
Otros ingresos monetarios	29	6	-23	-78,1
<b>B. Valor facial de moneda metálica puesta en circulación</b>	228	342	115	50,4
<b>C. Ingresos corporativos</b>	231	279	48	21,0
Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	188	216	28	15,1
Otros ingresos corporativos	43	63	20	46,7
<b>II. Total gastos (A+B+C)</b>	3.907	3.390	-516	-13,2
<b>A. Gastos monetarios</b>	2.493	1.782	-711	-28,5
Intereses y rendimientos	2.337	1.623	-715	-30,6
Depósitos del Gobierno Nacional	1.501	976	-525	-35,0
Depósitos de contracción monetaria	837	647	-190	-22,7
Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	60	66	5	9,1
Comisión de compromiso línea de crédito flexible (FMI)	86	53	-34	-39,1
Diferencias en cambio	8	40	32	420,3
Otros gastos monetarios	1	1	0	2,0
<b>B. Emisión y puesta en circulación de billetes y monedas</b>	412	532	120	29,0
<b>C. Gastos corporativos</b>	1.002	1.076	75	7,5
Gastos de personal	575	592	18	3,1
Gastos generales	215	246	31	14,7
Otros gastos corporativos	212	238	25	11,9
<b>III. Resultado del ejercicio (I - II)</b>	10.041	13.893	3.852	38,4

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

**Por su parte, los egresos se explicaron, mayoritariamente, por la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco y de contracción monetaria, y por los gastos corporativos.** En 2025 la remuneración de los depósitos del Gobierno fue de COP 976 mm, con una reducción anual de COP 525 mm, producto de las disminuciones en el promedio anual de su saldo y de su tasa de interés de remuneración<sup>11</sup>, esto último estuvo asociado con las reducciones de la tasa de política monetaria. A su vez,

<sup>11</sup> En 2025 el saldo promedio diario de estos depósitos fue de COP 10.906 mm, remunerados a una tasa de interés promedio del 9,36%. En 2024 estos valores fueron COP 13.961 mm y 11,35%, respectivamente.

la remuneración de los depósitos de contracción monetaria sumó COP 647 mm, con una disminución anual de COP 190 mm, reflejo tanto del menor saldo promedio de estos depósitos en el Banco como de su tasa de interés de remuneración en 2025<sup>12</sup>. Adicionalmente, los egresos por diferencias en cambio ascendieron a COP 40 mm y fueron mayores en COP 32 mm debido a la apreciación del peso frente al dólar<sup>13</sup>. Cabe mencionar que la línea de crédito flexible (LCF) con el FMI fue cancelada a partir del 1 de octubre de 2025, lo que implicó menores gastos en esta vigencia.

**En cuanto a los gastos corporativos, su ejecución ascendió a COP 1.076 mm, con un incremento anual de COP 75 mm.** Dentro de estos, los gastos de personal por COP 592 mm aumentaron en COP 18 mm, lo que representó un crecimiento anual del 3,1%, menor al ajuste salarial determinado por la Convención Colectiva de Trabajo (6,2%). A su vez, los gastos generales (COP 246 mm) y los otros corporativos (COP 238 mm) aumentaron en un 14,7% y 11,9%, respectivamente, frente a 2024. Estos incrementos se explican, principalmente, por la contribución que tuvo el aumento de los gastos asociados con proyectos y servicios de tecnología, en el primer caso, y las mayores provisiones establecidas por el Departamento Jurídico del Banco de acuerdo con los avances de procesos judiciales, en el segundo caso. Finalmente, los gastos por emisión y puesta en circulación de especies monetarias sumaron COP 532 mm, lo que representó un incremento anual de COP 120 mm, explicado por la mayor demanda de billetes y monedas.

#### 6.2.2 Proyección para 2026

**El presupuesto para 2026 fue aprobado por la JDBR en diciembre de 2025, previo concepto del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) sobre la incidencia de este en las finanzas públicas.** El presupuesto del Banco tiene tres componentes: 1) el monetario, que comprende los resultados de las actividades monetarias, cambiarias y crediticias, de administrador de las reservas internacionales, y de banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito; 2) el de banco de emisión, el cual incluye los ingresos netos por el valor facial de la moneda metálica puesta en circulación, y los gastos de emisión y puesta en circulación de las especies monetarias<sup>14</sup>; y 3) los resultados corporativos, derivados de la gestión administrativa del Banco como, por ejemplo, los ingresos por comisiones y por actividades culturales, y los gastos de personal y funcionamiento (generales y otros).

**Para 2026 se proyecta una utilidad de COP 11.271 mm, superior en COP 759 mm a la considerada en el presupuesto aprobado para 2025<sup>15</sup>, en un entorno económico que favorecería la rentabilidad de las reservas internacionales.** En comparación con el presupuesto de 2025, el incremento anual en pesos de los ingresos superaría el de los egresos (Cuadro 6.3). Por componentes, en 2026 el resultado monetario neto del Banco arrojaría utilidades por COP 12.767 mm, mayores que los egresos netos de banco de emisión y las actividades corporativas por COP 354 mm y COP 1.142 mm, respectivamente.

**Cabe advertir que el resultado estimado tiene un alto grado de incertidumbre asociado, principalmente, con la evolución del rendimiento de las reservas internacionales, y con el crecimiento y fuentes de expansión de la base monetaria.**

12 El volumen promedio diario de los depósitos de contracción fue COP 8.093 mm en 2025, inferior al observado en 2024, cuando ascendió a COP 8.377 mm. Adicionalmente, la tasa de interés promedio de remuneración se redujo del 10,5% en 2024 al 8,32% en 2025.

13 La apreciación del peso generó egresos netos por diferencias en cambio debido al menor valor en pesos de los activos netos en moneda extranjera diferentes de las reservas internacionales y de los pasivos con el FMI (asignaciones de DEG) y con el FLAR (pesos andinos). En 2024 la depreciación del peso generó un resultado neto positivo por diferencias en cambio.

14 Incluye los gastos de distribución y divulgación de especies monetarias, entre otros.

15 A lo largo de esta sección, el presupuesto para 2025 se refiere al aprobado el 20 de diciembre de 2024 por la JDBR.

Cuadro 6.3  
Presupuesto del Banco de la República, 2026  
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto aprobado		Variación	
	2025 <sup>a/</sup>	2026	Absoluta	Porcentual
<b>I. Total ingresos (A+B+C)</b>	14.649	15.902	1.254	8,6
<b>A. Ingresos monetarios</b>	14.059	15.358	1.299	9,2
Intereses y rendimientos	14.045	15.310	1.264	9,0
Reservas internacionales	9.642	9.019	-623	-6,5
TES en poder del Banco	2.618	3.580	962	36,8
Repos de expansión	1.786	2.711	925	51,8
Diferencias en cambio	8	43	35	414,3
Otros ingresos monetarios	5	5	0	7,4
<b>B. Valor facial de moneda metálica puesta en circulación</b>	305	283	-22	-7,1
<b>C. Ingresos corporativos</b>	285	261	-24	-8,5
Comisiones: servicios bancarios y negocios fiduciarios	206	220	14	6,7
Otros ingresos corporativos	79	41	-38	-48,0
<b>II. Total gastos (A+B+C+D)</b>	4.137	4.631	494	11,9
<b>A. Gastos monetarios</b>	2.386	2.591	205	8,6
Intereses y rendimientos	2.215	2.500	285	12,9
Depósitos del Gobierno Nacional	1.686	1.846	159	9,5
Depósitos de contracción monetaria	529	654	126	23,7
Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	78	80	2	2,7
Comisión de compromiso línea de crédito flexible (FMI)	84	0	-84	-100,0
Diferencias en cambio	8	10	2	19,5
Otros gastos monetarios	2	2	-0	-8,1
<b>B. Emisión y puesta en circulación de billetes y monedas</b>	473	637	164	34,7
<b>C. Gastos corporativos</b>	1.277	1.403	125	9,8
Gastos de personal	695	703	8	1,2
Gastos generales	286	357	71	25,0
Otros gastos corporativos	291	336	45	15,6
Disponibilidad presupuestal flexible	6	7	1	10,4
<b>III. Resultado del ejercicio (I - II)</b>	10.512	11.271	759	7,2

a/ El presupuesto para 2025 se refiere al presupuesto aprobado el 20 de diciembre de 2024 por la Junta Directiva.  
Fuente: Banco de la República.

En particular, cambios en las sendas y en las expectativas de las tasas de interés externas podrían tener un efecto significativo en la proyección del rendimiento de las reservas internacionales. De igual forma, un cambio no previsto en el crecimiento o en las fuentes de expansión de la base monetaria modificaría el ingreso neto de política monetaria<sup>16</sup>. A manera de referencia, en 2025 las tasas de interés en los mercados de deuda externa, particularmente en Estados Unidos, y el comportamiento de la tasa de cambio del peso frente a las monedas de reserva mostraron una dinámica volátil. Esta situación incrementó la incertidumbre en las proyecciones de los rendimientos expresados en pesos de las reservas internacionales<sup>17</sup>. Además, la base monetaria presentó un crecimiento mayor al previsto, lo que implicó revisiones al

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

17 Como se mencionó, en el PyG no se registra el ajuste de cambio del saldo de las reservas internacionales resultado de variaciones de las tasas de cambio del peso frente a las monedas en las que se encuentran invertidas estas reservas. Este efecto se registra en la cuenta superávit por ajuste de cambio en el patrimonio del Banco.

alza en las estimaciones del ingreso neto de política monetaria. Estos dos hechos evidenciaron la incertidumbre en la definición de los supuestos para la proyección de las utilidades de 2025<sup>18</sup>, e indican que las estimaciones para 2026 pueden cambiar a lo largo del año.

**En 2026, los ingresos del Banco ascenderían a COP 15.902 mm, lo cual implica un incremento frente a los niveles del presupuesto aprobado para 2025, debido, principalmente, a los mayores rendimientos de los TES en poder del Banco y de los ingresos por operaciones repo de expansión.** El presupuesto aprobado para 2026 considera ingresos monetarios por COP 15.358 mm, dentro de los cuales el rendimiento de las reservas internacionales contabilizado en el PyG sumaría COP 9.019 mm, y los rendimientos de los TES y de los repos de expansión serían de COP 3.580 mm y COP 2.711 mm, respectivamente (Cuadro 6.3). En particular, en 2026 se espera un rendimiento de las reservas internacionales inferior en COP 623 mm frente al presupuestado para 2025. Por su parte, el rendimiento de los TES sería superior en COP 962 mm debido al mayor saldo promedio que mantendría el Banco<sup>19</sup>. Los intereses de los repos de expansión aumentarían en COP 925 mm por el incremento en el saldo y en la tasa de interés de remuneración promedios de estas operaciones<sup>20</sup>. Finalmente, frente al presupuesto aprobado de 2025, se estima que el valor facial de la moneda metálica puesta en circulación, COP 283 mm, y los ingresos corporativos, COP 261 mm, presenten una reducción de COP 22 mm y COP 24 mm, respectivamente.

**Por otra parte, en 2026 se estiman egresos por COP 4.631 mm, superiores a los considerados en el presupuesto aprobado para 2025 debido, en gran medida, a la mayor remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco y de los de contracción monetaria, y al gasto por emisión y puesta en circulación de billetes y monedas.** La remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional y de los de contracción monetaria ascendería a COP 1.846 mm y COP 654 mm, respectivamente, con incrementos de COP 159 mm y COP 126 mm. En ambos casos, el supuesto de incremento de la tasa de interés de remuneración de estos depósitos<sup>21</sup>, que superaría el efecto de los menores saldos promedio, explicaría la mayor remuneración esperada. Por otro lado, en 2026 los gastos de emisión y puesta en circulación de especies monetarias ascenderían a COP 637 mm, superiores en COP 164 mm frente a lo presupuestado para 2025, producto, principalmente, de la mayor demanda de billetes de alta denominación. Por último, los gastos corporativos totalizarían COP 1.403 mm, con una variación anual de COP 125 mm, que se explicaría por los efectos del ajuste salarial, del incremento en el salario mínimo legal, de los gastos de los proyectos y servicios de tecnología, y de los mayores gastos relacionados con las intervenciones en la infraestructura de los edificios del Banco, entre otros.

### 6.3 Constitución de reservas y distribución de utilidades

**De acuerdo con el marco legal del Banco contenido en la Constitución Política, la Ley 31 de 1992 y sus Estatutos, el remanente de las utilidades, una vez descontada la inversión neta en activos para la actividad cultural y apropiadas las reservas estatutarias, será de la Nación.** Con base en lo anterior, el proyecto de transferencia de utilidades al Gobierno sometido a aprobación por parte de la JDBR en febrero de 2026 tuvo en cuenta, principalmente, las siguientes consideraciones:

18 Por ejemplo, las utilidades presentadas para 2025 en el *Informe al Congreso* de marzo de 2025 ascendieron a COP 10.512 mm, mientras que en el *Informe* de julio de ese mismo año se proyectaron en COP 12.571 mm, frente a un resultado final de COP 13.893 mm.

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

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

21 Véase nota anterior.

1. Los resultados del ejercicio del año 2025 por COP13.893 mm.
2. La no utilización ni constitución de reservas patrimoniales, de acuerdo con la Ley 31 de 1992 y con los Estatutos del Banco<sup>22</sup>.
3. La inversión neta en activos culturales en 2025 por COP38 mm, valor que debe ser descontado de la utilidad a transferir al Gobierno Nacional, según el párrafo del artículo 62 de los Estatutos del Banco<sup>23</sup>.

**Teniendo en cuenta lo anterior, el 27 de febrero de 2026 la JDBR aprobó el proyecto de constitución de reservas y distribución de utilidades y, en consecuencia, el Banco trasladó al Gobierno Nacional COP 13.855 mm en marzo.** Esta transferencia se realizó en su mayoría en efectivo mediante depósito en cuenta del Gobierno en el Banco (79%), y el restante con la entrega de TES, valorados a precios de mercado, del portafolio de intervención monetaria del Banco.

Cuadro 6.4  
Constitución de reservas y distribución de utilidades en 2026 con cargo al resultado de 2025  
(miles de millones de pesos)

<b>A. Resultados 2025</b>	<b>13.893</b>
Resultados del ejercicio año 2025	13.893
<b>B. Más utilización de reservas patrimoniales</b>	<b>0</b>
<b>C. Menos constitución de reservas patrimoniales</b>	<b>0</b>
<b>D. Menos otras deducciones</b>	<b>38</b>
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	38
Cruce de cuentas por monto adeudado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público al Banco de la República por administración de los Títulos de Devolución de Impuestos <sup>a/</sup>	0
<b>Resultado neto a favor del Gobierno Nacional: A + B - C - D</b>	<b>13.855</b>

a/ El valor asciende a \$919.062,81.  
Fuente: Banco de la República.

22 Expedidos mediante Decreto 2520 de 1993.

23 De acuerdo con este artículo, la utilidad a transferir o la pérdida que resulte a cargo del Gobierno se define como el resultado de restar de los ingresos del Banco, tanto los egresos, incluyendo la depreciación, como los egresos destinados a atender el funcionamiento e inversión del Banco para el cumplimiento de sus funciones de carácter cultural y científico.

## 07/ Gestión ambiental del Banco de la República

El Banco de la República ha venido desarrollando diversas actividades enfocadas a la sostenibilidad ambiental. En cumplimiento del plan estratégico del Banco 2022-2025, la entidad fortaleció las acciones ambientales dirigidas a la sostenibilidad desde la banca central, así como desde el Banco como institución. En este sentido, trabajó en tres frentes: 1) continuar con las acciones asociadas con entender el efecto del cambio climático en las funciones misionales de la banca central; 2) afianzar la permanencia como entidad carbono neutral, y 3) continuar con la divulgación a los usuarios<sup>1</sup> de los aspectos relacionados con el patrimonio natural.

### 7.1 Acciones para contribuir al mejor entendimiento del cambio climático en las funciones de banca central

**Desde la Subgerencia de Estudios Económicos se avanzó en el desarrollo de la agenda de investigación orientada a comprender los efectos del cambio climático sobre la economía colombiana.** Como parte de este trabajo, en 2024 y 2025 se publicaron catorce investigaciones académicas. Cuatro de ellas analizan los efectos de los riesgos físicos y de transición del cambio climático sobre la inflación, sus expectativas, el riesgo soberano y los mercados financieros<sup>2</sup>. Las otras diez examinan cómo la variabilidad climática, los desastres naturales y las políticas de mitigación inciden en el acceso al crédito, la productividad agrícola y manufacturera, el mercado energético, y las finanzas públicas territoriales, entre otros<sup>3</sup>. En conjunto, estas publicaciones aportan evidencia empírica y marcos analíticos para entender el impacto de los riesgos climáticos sobre la estabilidad macroeconómica y el desempeño productivo en Colombia.

- 
- 1 Usuarios son los ciudadanos que hacen uso de los servicios culturales del Banco, en forma presencial o virtual.
  - 2 Véase: 1) Romero-Chamorro, J. V., Naranjo-Saldarriaga, S. y Muñoz-Martínez, J. (2025). "Inflación inducida por choques climáticos: algunas implicaciones para la política monetaria en una economía pequeña y abierta", Borradores de Economía, núm. 1319; 2) Melo-Velandia, L. F., Parra-Amado, D. y Bermúdez-Céspedes, J. P. (2025). "¿Los desastres naturales y los anuncios de eventos ENSO tienen un impacto en las medidas de expectativas de inflación basadas en el mercado?", Borradores de Economía, núm. 1315; 3) Bermúdez, J., Melo-Velandia, L. F. y Parra, D. (2025). "Sovereign Risk and Stock Market Response to Natural Disasters in Emerging Economies", Borradores de Economía, núm. 1303; 4) Bohórquez-Peñuela, C., Noailly, J. y Shehadeh, N. (2024). "Climate Transition Risks and Bank Lending: Evidence from Colombia", Borradores de Economía, núm. 1294.
  - 3 Véase 1) "Riesgo climático y acceso al crédito: evidencia para productores de papa en Colombia" Borradores de Economía, núm. 1307; 2) Arteaga, J., de Roux, N., Gáfaró, M., Ibáñez, A. M. y Pellegrina, H. (2025). "Distribución del tamaño de las fincas, choques climáticos y productividad agrícola", Borradores de Economía, núm. 1306; 3) Guzmán-Finol, K., Dall'erba, S., Lyons, A., Eiras-Barca, J. (2025). "Efecto de la variabilidad climática en el rendimiento del arroz en Colombia" Borradores de Economía, núm. 1299; 4) Muñoz, J. Pérez, A. y Carabalí, J. (2025). "Choques climáticos, productividad y desempeño de las firmas de la industria manufacturera en Colombia", Borradores de Economía, núm. 1298; 5) Ayala-García, J. y Pérez-Ruidíaz, D. (2024). "Impacto de los desastres naturales en la Vía al Llano sobre el movimiento de carga", DTERU, núm. 329; 6) Ayala-García, J. (2024). "Desastres naturales, declaratoria de emergencia y corrupción"; 7) Ríos, D., Pérez, A., Meneses, L. y Carabalí, J. (2024). "Poder de mercado y eventos climáticos adversos en un mercado de electricidad hidro-dominado", Borradores de Economía, núm. 1266; 8) Ayala-García, J. y Ceballos-Sierra, F. (2024). "How do Environmental Shocks Affect Competitors in a Supply Chain? Evidence from a Competitors' Weighting Matrix"; 9) Blundell, W. y Vélez-Velásquez, J. S. (2024). "Carbon Tax Pass-through: Incidence with Vertical Integration and Price Regulation"; Borradores de Economía, núm. 1292; 10) Gáfaró, M. y Mantilla, C. (2024). "Water Overvaluation in Incentivized Bargaining Games", Borradores de Economía, núm. 1293.

**Adicionalmente, la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica<sup>4</sup> mantiene una agenda de investigación en la que se examinan los efectos macroeconómicos del cambio climático y sus implicaciones sobre las principales variables que inciden en la discusión de la política monetaria.** El objetivo central de esta agenda es comprender cómo estos factores afectan variables macroeconómicas como la inflación, las expectativas de inflación, el crecimiento económico, la estabilidad financiera y las primas de riesgo. Esta línea de trabajo integra enfoques empíricos y cuantitativos para identificar mecanismos de transmisión —como choques climáticos, eventos extremos, desastres naturales y noticias sobre innovación verde— y evaluar sus efectos tanto en el nivel esperado de la actividad económica como en su distribución y volatilidad. Además, se estudian los impactos de la política climática externa sobre la economía local, reconociendo la creciente interdependencia entre la regulación ambiental global, las condiciones financieras y la estabilidad macroeconómica. En particular, se está trabajando en estudios de eventos para evaluar el impacto de desastres naturales en las primas de riesgo soberano, en modelos econométricos (BVAR) para cuantificar los efectos macroeconómicos de las noticias sobre avances tecnológicos futuros en el sector verde, en regresiones cuantílicas para evaluar el riesgo sobre el crecimiento económico frente a choques climáticos de temperatura y en modelos no lineales para estimar los impactos de las lluvias en la inflación de alimentos.

## 7.2 Acciones para reducir el impacto ambiental de la actividad del Banco de la República

**En un esfuerzo por contribuir a disminuir el impacto ambiental derivado de su gestión como entidad, el Banco de la República ha desarrollado distintas actividades.** Estas incluyen un esfuerzo por disminuir su huella de carbono, así como la obtención y el compromiso por mantener su certificación como carbono neutro, siguiendo estándares internacionales.

**En 2025 el Sistema de Gestión Ambiental (SGA) del Banco de la República mantuvo la certificación bajo la norma ISO 14001:2015<sup>5</sup>, lo que evidencia el cumplimiento de sus objetivos y programas ambientales.** En materia de eficiencia energética, el consumo de energía eléctrica fue del 1,23% menor que la meta establecida<sup>6</sup>, debido a los controles operativos implementados y a las inversiones realizadas en sustitución de equipos críticos en consumo de energía, como sistemas de aire acondicionado, compresores, subestaciones eléctricas e iluminación, así como a la automatización de circuitos eléctricos (Gráfico 7.1). Por su parte, en el uso eficiente del agua, el consumo de agua potable en 2025 se redujo en un 3,56% respecto a la meta establecida (Gráfico 7.2). Cabe resaltar que catorce instalaciones del Banco cuentan actualmente con sistemas de aprovechamiento de aguas lluvias.

**En 2025 el Banco recibió la certificación de organización carbono neutro correspondiente a 2024, bajo las normas ISO 14064:2018 y PAS 2060:2014 por su gestión en la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero (GEI<sup>7</sup>) y su correspondiente remoción.** El Banco cuenta con un sistema de gestión de la huella de carbono y ha

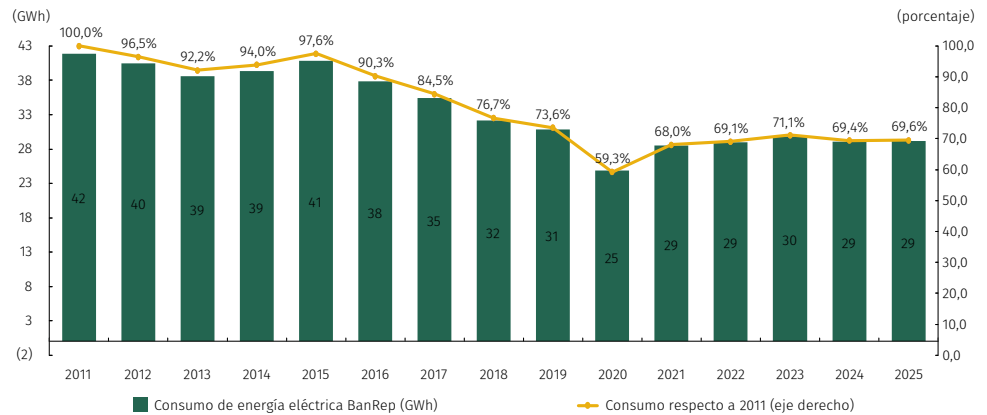
4 Esta agenda está liderada por la Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades, del Departamento de Modelos Macroeconómicos de la Gerencia Técnica.

5 La ISO 14001:2015, denominada “Sistemas de Gestión Ambiental: requisitos con orientación para su uso”, tiene como objetivo proporcionar a las organizaciones un marco de referencia para proteger el medioambiente y responder a las condiciones ambientales cambiantes, en equilibrio con las necesidades socioeconómicas.

6 Meta establecida: promedio de consumo de los años 2023 y 2024.

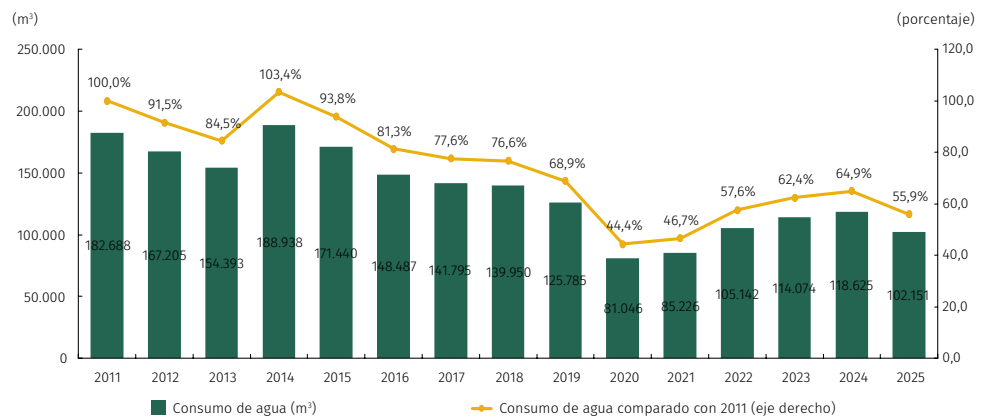
7 El GEI se define como el componente gaseoso de la atmósfera, tanto natural como antropogénico, que absorbe y emite radiación a longitudes de onda específicas dentro del espectro de radiación infrarroja emitida por la superficie de la Tierra, la atmósfera y las nubes.

Gráfico 7.1  
Histórico de consumo de energía eléctrica del Banco de la República



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 7.2  
Histórico de consumo de agua potable del Banco de la República

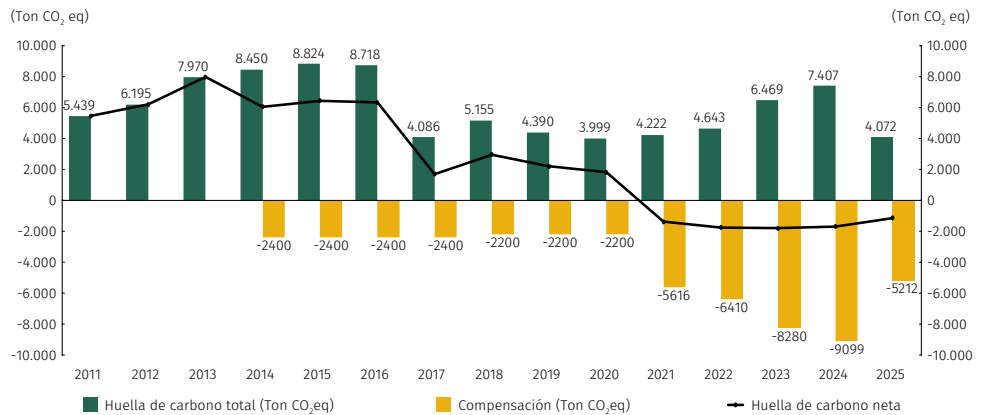


Fuente: Banco de la República.

mantenido esta certificación de manera consecutiva durante 2021, 2022, 2023 y 2024, con un enfoque orientado a generar impactos ambientales positivos (Gráfico 7.3). Para disminuir la generación de GEI se implementaron proyectos de reducción de energía eléctrica, la sustitución de gases refrigerantes en equipos de aire acondicionado, el control de uso de los vehículos para reducir consumo de combustibles, y la reposición mediante vehículos eléctricos. Adicionalmente, para retirar de la atmósfera los gases de efecto invernadero, el Banco realiza siembras vegetales de especies nativas en zonas protegidas de propiedad de municipios colombianos y de la red de Parques Nacionales Naturales (PNN).

**En 2025 el Banco actualizó su política ambiental enfocándose en una de Sostenibilidad Ambiental, que incorpora los criterios de gobernanza, cambio climático, huella de carbono neutra y cultura ambiental.** Dicha política refleja el valor corporativo de sostenibilidad del Banco de producir impactos económicos, ambientales y sociales positivos.

Gráfico 7.3  
Huella de carbono total: Banco de la República<sup>a/</sup>



a/ Con alcance a todas las instalaciones del Banco en el país, donde se tiene control operativo.

Nota 1: HC del 2025 estimada con Factor de Emisión (FE) preliminar publicado por XM.

Nota 2: Compensación estimada en proceso de verificación.

Nota 3: La HC de los años 2023 y 2024 estuvo afectada significativamente por el uso de generación mediante termoeléctricas en el país, lo cual incrementó el FE. En 2025, se redujo el FE por generación de fuentes de energía renovables.

Fuente: Banco de la República.

### 7.3 Avances en la divulgación cultural sobre el cambio climático

**Desde la actividad cultural continúan los proyectos de preservación digital de las colecciones patrimoniales y de generación de conocimiento sobre el cambio climático.** El Banco de la República reconoce el enorme valor patrimonial para los colombianos de las colecciones bibliográfica, arqueológica, etnográfica, de arte, numismática, filatélica y de instrumentos musicales que custodia y gestiona. Por este motivo, continúa las estrategias para conservar las colecciones ante los riesgos que pudieran derivar del cambio climático, por ejemplo, a través de la digitalización de colecciones y garantizar su puesta al servicio del público y el acceso a su contenido en caso de afectación (Cuadro 7.1). Los usuarios pueden explorar parte de estas colecciones a través de servicios específicos para investigadores, la Biblioteca virtual y el portal [banrepcultural.org](http://banrepcultural.org)

**Actualmente, el Banco continúa con la revisión y actualización constante del Plan de Salvamento de Colecciones (PSC) presentado en el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de marzo de 2024.** Este plan determina los lineamientos para la protección de las colecciones patrimoniales del Museo del Oro, la Unidad de Artes y Otras Colecciones y del Departamento de Red de Bibliotecas, definiendo, frente a diferentes tipos de emergencia, qué, cuándo, quiénes, cómo y dónde se resguardan.

**El Banco fortalece el componente de divulgación del patrimonio natural colombiano para aportar a una visión integral frente al cambio climático.** Por un lado, desde 2021 se ha desarrollado el proyecto transversal *El río, territorios posibles*, que reflexiona sobre nuestras cuencas hidrográficas a partir de diálogos transdisciplinarios sobre el significado geográfico, histórico, social y cultural de los ríos. En 2025 se realizaron 200 actividades con 11.245 participantes en 25 ciudades de la red cultural, y se lanzaron dos nuevos contenidos:

- El pódcast *Atrato, madre majestuosa*, con énfasis en el río Atrato, emblemático por su riqueza cultural, biodiversidad y su lucha por la protección de los derechos ambientales y comunitarios. Cuenta con 2.639 descargas.
- La quinta entrega de la serie audiovisual *Los saberes de la gente del río*, enfocada en el río Ranchería, que incluye traducción a lengua de señas colombiana (LSC) y subtitulación. Cuenta con 1.884 visualizaciones.

Cuadro 7.1  
Avance de la digitalización  
(a 31 de diciembre de 2025)

Avance a 31 de diciembre de 2025			
Colección	Cantidad	Avance de digitalización	
		Cantidad	Porcentaje
Arqueológica	54.797	54.797	100
Artes plásticas	6.848	6.848	100
Etnográfica	841	841	100
Filatélica	Banco	39.238	100
	Comodato	435.218	89
Instrumentos musicales	85	85	100
Numismática	18.487	18.487	100
Cantidad a 31 de diciembre de 2025 (acumulado histórico)			
Bibliográfica y documental	Digitalización		3.406.154
	Microfilmación y relavado		15.060
	Transferencia de análogo a digital y/o duplicación de grabaciones sonoras y audiovisuales		26.694

Fuente: Banco de la República.

**En febrero de 2025 se lanzó el proyecto transversal *Semillas, memorias que llevan vida*.** Este proyecto propone un intercambio de saberes y prácticas culturales tradicionales sobre las conexiones entre las semillas como patrimonio biocultural, los procesos alimentarios, la medicina tradicional y su espiritualidad, la autonomía alimentaria, el cambio climático y los aprendizajes de las comunidades para el cuidado de sus territorios. En el marco de la programación cultural se realizaron 155 actividades con 11.029 participantes en las 29 ciudades de la red cultural y se lanzaron los siguientes contenidos:

- Exposición viajera de obras de la colección de arte, que contó con 10.890 usuarios.
- Videos con custodios de semillas y sabedores de distintas regiones.
- Video animado *Las semillas como memoria biocultural*. Cuenta con 427 visualizaciones.
- Serie de seis videos para redes sociales con la creadora de contenido rural Nubia e hijos para divulgar la investigación de los *Usos y rutas de las semillas* sobre 17 semillas, que suman más de 160.000 visualizaciones.

**En el marco del proyecto también se implementó un vivero de los bosques tropicales en el Museo del Oro Tairona en Santa Marta.** Esta iniciativa se desarrolló en alianza con Viveros Hermanos, de la Fundación Estación Biológica Bachaqueros, y acoge 278 árboles de ocho especies en etapa de germinación, resultado de tres ciclos de recolección de semillas realizados por el equipo del Museo. El vivero acompaña todo el ciclo vital, desde la recolección de semillas hasta la siembra y el seguimiento en áreas destinadas para su crecimiento. Este enfoque genera un diálogo continuo entre el museo, la comunidad y distintos actores ambientales. Entre 2026 y 2027, cuando las plántulas adquieran la altura suficiente, serán sembradas en áreas destinadas y acordadas con actores ambientales. Además, el vivero desempeña un papel activo en la dinamización de las colecciones arqueológicas y de arte, al promover reflexiones en torno a las ontologías vegetales. Estas actividades se desarrollaron en el marco de la programación cultural con visitas guiadas realizadas entre marzo y diciembre de 2025, y que contaron con 5.491 participantes.

**En 2023 se inauguró la exposición *El Magdalena, una cuenca posible en la Biblioteca Luis Ángel Arango (BLAA)*.** Esta exposición, que ha itinerado por Girardot, Santa Marta, Honda, Neiva, Cali, Ibagué, Manizales y Popayán, busca promover la reflexión sobre el cambio climático. En total suma 96.662 visitantes y se espera que se exponga en otras ciudades de la red cultural hasta 2029.

**En 2024 se inauguró la exposición *Tiempos de curación. Renovar el mundo desde el Amazonas*.** Esta explora formas de entender la crisis climática global desde las cosmologías de los pueblos indígenas de la Amazonia colombiana. La muestra presenta cómo estas comunidades trabajan por mantener el equilibrio en las relaciones entre los seres del mundo, a partir de prácticas sanadoras del planeta, que incluyen el cuidado del cuerpo individual y colectivo, así como del territorio y la memoria. La exposición ha estado en el Museo del Oro, Ipiales y Leticia, y ha contado con 50.036 visitantes.

**A nivel nacional se incorporó una metodología para disminuir el impacto medioambiental de los materiales usados en la producción de exposiciones y en la actividad cultural del Banco en general.** En su primera etapa en Bogotá, en la Biblioteca Luis Ángel Arango, el Museo del Oro y la Manzana Cultural (Museo de Arte Miguel Urrutia [MAMU], Museo Botero y Museo Casa de Moneda) se gestionó la disposición de 24,3 toneladas de residuos aprovechables, tales como madera, plástico, cartón, vidrio, entre otros, utilizados en el desarrollo de la actividad cultural. Así mismo, se redujo el uso de materiales no reusables en la producción de ocho exposiciones.

## Sombreado 3

# La siembra de mangle en el Parque Nacional Natural Old Providence McBean Lagoon

El Banco de la República trabaja para mantenerse como una organización carbono neutro. Para ello, busca reducir la generación de gases de efecto invernadero (GEI) y, adicionalmente, remueve de la atmósfera los GEI generados. Para lo anterior siembra especies nativas en predios de interés ecológico, buscando promover la regeneración vegetal de las áreas protegidas. Este proyecto se realiza en alianza con la Unidad de Parques Nacionales Naturales (PNN) y su soporte técnico. El proyecto incluye la siembra de mangle y la realización de mantenimientos por tres años por parte del Banco para promover su sobrevivencia.

Durante 2025 se sembraron 12.601 mangles en el PNN Old Providence McBean Lagoon, localizado en la isla de Providencia. Esta acción contribuye a remover parte de los gases de efecto invernadero generado en las operaciones del Banco y permite restaurar una parte de la zona de manglar afectada por el huracán Iota. La recuperación del manglar es fundamental para los habitantes de la isla, ya que estos ecosistemas son zonas de reproducción de pequeños peces y crustáceos que nutren la cadena alimenticia de los pobladores. Además, el manglar actúa como barrera física para la protección de la costa y es fuente esencial de su biodiversidad.

Imagen S3.1  
Zona manglar del PNN Old Providence destruidas por el huracán Iota en 2020



Fuente: Banco de la República.

Imagen S3.2  
Preparación del terreno del manglar y siembra del mangle



Fuente: Banco de la República.

## Anexo

# Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales

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

### 1. Políticas de gestión de riesgo

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

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

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

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

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

**Riesgo de contraparte:** para mitigar el riesgo de contraparte las operaciones se liquidan mediante mecanismos pago contra entrega, para lo cual se requiere que las contrapartes para la negociación de renta fija sean creadoras de mercado y que las contrapartes para la negociación de divisas cuenten con altas calificaciones crediticias. Los mecanismos pago

contra entrega buscan que el intercambio de papeles por efectivo o el intercambio de pagos en una operación de divisas se hagan simultáneamente con el fin de eliminar la posibilidad de que una de las partes del negocio incumpla. Las contrapartes de divisas deben tener una calificación crediticia mínima de A- si cuentan con un contrato marco ISDA<sup>1</sup>. Si no se cuenta con dicho contrato, la calificación mínima es A+.

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

## 2. Tramos del portafolio de inversión

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

El tramo de corto plazo tiene como propósito cubrir las necesidades potenciales de liquidez de las reservas en doce meses. En la actualidad este tramo está conformado por el capital de trabajo y un portafolio pasivo. El capital de trabajo es el portafolio al cual ingresan los recursos que provienen de la intervención en el mercado cambiario y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares. Dado que el objetivo de este tramo es dar liquidez inmediata para propósitos de intervención en el mercado cambiario, el capital de trabajo está concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. Al 31 de diciembre de 2025, el valor del tramo de corto plazo era USD37.953 m.

El portafolio pasivo es el principal componente del tramo de corto plazo. Este portafolio se caracteriza por tener un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo, una composición cambiaria que busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país y una rentabilidad similar a la de su índice de referencia<sup>2</sup>. El portafolio pasivo está invertido en múltiples monedas y en instrumentos que son acordes con los de un índice de referencia que se define con las restricciones de que el rendimiento esperado del portafolio, excluyendo el componente cambiario, sea positivo en doce meses con un nivel de confianza del 95% y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1%.

El tramo de mediano plazo busca aumentar la rentabilidad esperada de las reservas internacionales en el largo plazo, preservando un portafolio conservador, con un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo y al de su índice de referencia. Su objetivo es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares estadounidenses, para la porción del portafolio que se considera menos probable de utilizar en un plazo de doce meses. De esta forma, se busca el máximo retorno sujeto a las restricciones de que el rendimiento esperado en dólares estadounidenses de este tramo sea positivo con una probabilidad del 95% y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1% en un horizonte de tres años. Actualmente el tramo de mediano plazo está conformado, en su mayoría, por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia<sup>3</sup>. Al cierre de 2025, el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD22.901 m.

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

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

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

El último tramo corresponde a las inversiones de las reservas internacionales en oro. Este metal permite diversificar el portafolio de inversión, ya que su precio se comporta de forma diferente al de los títulos en los cuales se invierten los tramos de corto y mediano plazos. Al 31 de diciembre de 2025 el valor de mercado del tramo del oro en las reservas ascendía a USD 647,5 m.

### 3. Índices de referencia

Para administrar el portafolio de inversión de las reservas, el Banco de la República define portafolios teóricos o índices de referencia<sup>4</sup> para los tramos de corto y mediano plazo. Se construyen índices diferentes para cada uno de estos tramos, con el fin de reflejar sus objetivos de inversión. Los índices sirven como marco de referencia para medir la gestión de cada uno de los portafolios. A continuación, se explica la forma como se construyen los dos índices de referencia.

Para construir el índice del tramo de corto plazo<sup>5</sup> se determina, en primer lugar, una composición cambiaria objetivo. Una vez definida la composición cambiaria, se busca el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo<sup>6</sup> y que cumple con las restricciones de pérdida definidas para este tramo. La composición cambiaria de ese índice busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país<sup>7</sup>. Se busca que las monedas diferentes al dólar se aprecien en periodos en los que aumenta el valor en dólares de los pagos externos del país, lo cual implica que el valor de estas monedas puede reducirse frente al dólar en periodos en los que el valor en dólares de los pagos externos disminuye. A diciembre de 2025 la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era 82% dólares estadounidenses, 7% dólares australianos, 8% dólares canadienses y 3% euros. Las restricciones de pérdida definidas para el tramo de corto plazo son: 1) tener retornos positivos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario, y 2) que el valor esperado de una posible pérdida en un horizonte de doce meses no supere el 1% del valor del tramo.

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

A diciembre de 2025 los índices de referencia definidos para ambos tramos tienen un nivel moderado de riesgo de mercado, con una duración efectiva del índice del tramo de corto plazo de 2,71 y del tramo de mediano plazo de 3,08. El Gráfico A1.1 muestra los índices de referencia aprobados para los tramos de corto y mediano plazos<sup>8</sup>.

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

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

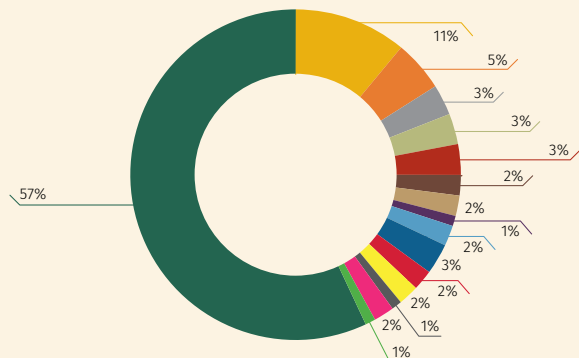
6 La descripción detallada de la metodología para la construcción del índice de referencia se encuentra en los recuadros “Explicación técnica de la metodología de construcción del índice de referencia”, “Restricciones de riesgo de mercado en el proceso de optimización” y “Definición de índices de referencia: introducción de expectativas neutrales en el proceso de optimización” en los *Informes de Administración de las Reservas Internacionales* de 2013, 2019 y 2021.

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

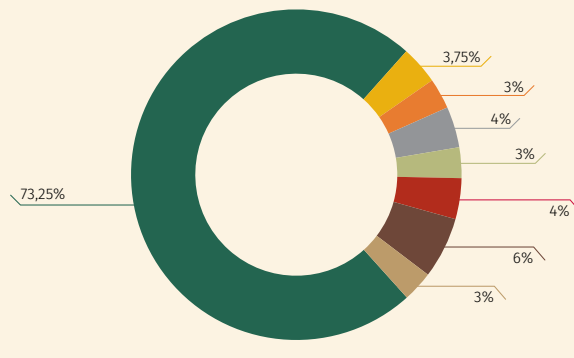
8 Para los diferentes sectores que componen el índice de referencia se utilizan los índices publicados por ICE data Indices.

**Gráfico A1.1**  
Composición de los índices de referencia de los tramos de corto y mediano plazo  
(información al 31 de diciembre de 2025)

**A. Tramo de corto plazo**



**B. Tramo de mediano plazo**



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

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

Fuente: Banco de la República.

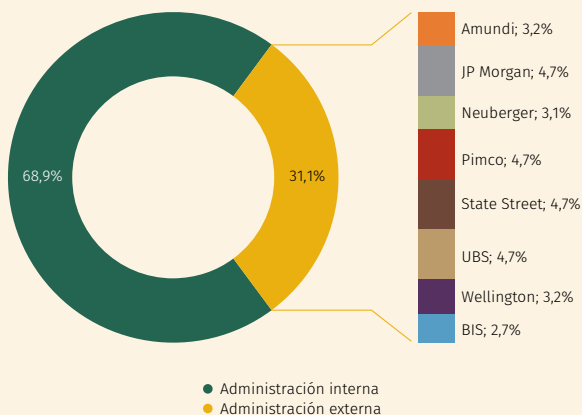
**4. Programa de administración externa**

El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, una porción del tramo de mediano plazo y el tramo del oro. El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios. Al finalizar 2025 la porción del portafolio de inversión administrada internamente corresponde a USD 42.295 m (68,94 % del portafolio de inversión), mientras que el programa de administración externa ascendía a USD 19.059 m (31,06 % del portafolio de inversión).

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

Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica el monto administrado o se revisa su continuidad en el programa. En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: Amundi Asset Management, JP Morgan Asset Management (UK) Limited, Neuberger Berman Investment Advisers LLC, Pacific Investment Management Company LLC, State Street Global Advisors Trust Company, UBS Asset Management (Americas) Inc. y Wellington Management Company LLP (Gráfico A1.2). Los recursos que manejan estas

**Gráfico A1.2**  
Administración del portafolio de inversión  
(información al 31 de diciembre de 2025)



Fuente: Banco de la República.

entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los contratos de los administradores se pueden cancelar cuando se considere necesario. Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, y tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre diferentes países<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> En la actualidad se invierte en un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 1.347,2 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 306,1 m).



---

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

Impreso por Xpress estudio gráfico y digital S. A. S.  
Abril de 2026