

# Carta Financiera

**ANIF** CENTRO DE  
PENSAMIENTO  
ECONÓMICO



## Deterioro fiscal: un problema de todos

Una crisis fiscal empieza en el gobierno, pero termina en el bolsillo del ciudadano. Las acciones que se necesitan urgentemente deben ser parte del debate electoral y un tema central de la próxima administración.

**“ESTE PAÍS TIENE TODO PARA  
RECUPERAR LOS NIVELES DE  
INVERSIÓN”**

Entrevista a Peter Siegenthaler

**LA LEY DE COMPETENCIAS,  
O EL DESPERDICIO DE UNA  
OPORTUNIDAD**

Por Jorge Iván González

**LA GEOPOLÍTICA  
DE LA ENERGÍA**

Por Luz Stella Murgas

# MAESTRO DOBEL® TEQUILA



## SOLO UN MAESTRO SABE ELEGIR EL PRIMER TEQUILA CRISTALINO DEL MUNDO

UNA MARCA  
DISLICORES  
SINCE 1979

DISLICORES TE INVITA A DISFRUTAR CON RESPONSABILIDAD. EL EXCESO DE ALCOHOL ES PERJUDICIAL PARA LA SALUD. LEY 30 DE 1986. PROHIBASE EL EXPENDIO DE BEBIDAS EMBRIAGANTES A MENORES DE EDAD Y MUJERES EMBARAZADAS. LEY 124 DE 1994. LOS GRADOS ALCOHOLÍMETROS VARIAN SEGÚN LA REFERENCIA DEL PRODUCTO, VÉASE LA ETIQUETA.

## Sumario

### EDITORIAL

**4** De la preocupación a la acción  
*Por José Ignacio López*

### EN LA MIRA

**6** Datos relevantes y cifras  
de la economía colombiana



### PORTADA

**8** Respuestas al desafío fiscal  
*Por José Ignacio López*

**14** Infografía  
La cuenta regresiva

**16** Deriva fiscal  
*Por Camilo Pérez-Álvarez y Alejandro Rojas Cano*

**18** Un problema de todos  
*Por Luz Magdalena Salas*

**22** El impuesto invisible del creciente  
riesgo fiscal  
*Por Armando Armenta*

**26** América Latina más allá del FMI  
*Por César Giraldo y Alexandra González*

**29** Columna  
El creciente desafío fiscal  
*Por Diego Pereira y Juan Goldín*

# 30

### ACTUALIDAD ECONÓMICA

**30** En un 2x3

**34** Entrevista  
"Este país tiene todo para recuperar  
los niveles de inversión"  
*Entrevista a Peter Siegenthaler*

**38** La ley de competencias, o el  
desperdicio de una oportunidad  
*Por Jorge Iván González*

**40** Riesgo soberano y tasa neutral  
*Por Munir Jalil*

**44** Columna  
ANIF Lab: cambiar contextos,  
no mentes  
*Por Luz Magdalena Salas*

**46** Gas natural: riesgos para la seguridad  
energética  
*Por equipo de investigaciones ANIF*

**48** Desindustrialización: ¿hacia dónde  
va la estructura productiva?  
*Por equipo de investigaciones ANIF*



### ECONOMÍA GLOBAL

**52** Los guardianes del valor  
*Por Francisco Azuero*

**56** La geopolítica de la energía  
*Por Luz Stella Murgas*

**58** Columna  
Unas conexiones que pueden  
cambiarlo todo  
*Por Tomás Rodríguez*

### Bandera

**Presidente**  
José Ignacio López G.

**Vicepresidente**  
Luz Magdalena Salas B.

**Secretaria General**  
Tatiana Mendoza L.

**Comité editorial**  
Ángela Hurtado  
Jorge Alberto Restrepo

**Editora**  
Natalia Villegas L.

**Diseño y diagramación**  
Brigitte Avellaneda C.  
Dayanna Huertas S.  
Sofía Penagos G.

**Jefe de estudios  
macroeconómicos**  
Valentina Guío

**Jefe de estudios  
sectoriales**  
Fabián Suárez N.

**Investigadores**  
María Carolina Gutiérrez  
María Paula Campos  
Thomas Martínez  
Daniel Aguilar  
Luis Felipe González  
Nicole Torres  
Karen Lozano  
Sebastián Díaz

**Asistente de comunicaciones**  
Ana Sofía Rubiano V.

**Agencia comercial**  
María Inés Vanegas  
Gerente Publimarch  
Cel.: (+57) 310 561 7197  
mivanegas@publimarch.com

**Impresión y distribución**  
Diario Portafolio

**Fotografía**  
DepositPhotos y Adobe Stock

**Información de contacto**  
www.anif.com.co  
PBX: (601) 744 67 00  
E-mail: anif@anif.com.co  
Calle 70 A No. 7-86

Se prohíbe su reproducción con  
fines de publicación o divulgación  
a terceros.

**ANIF** CENTRO DE  
PENSAMIENTO  
ECONÓMICO

# De la preocupación a la acción

**José Ignacio López**

PRESIDENTE DEL CENTRO DE PENSAMIENTO ECONÓMICO ANIF



**E**sta edición de Carta Financiera se publica en medio de un proceso electoral en Colombia. El país se encuentra ad portas de elegir un nuevo Gobierno. Son muchos los temas relevantes y mucho lo que está en juego. No obstante, hay un punto particular en la agenda del país que se destaca por su ausencia, pero que desvela a la mayoría de los analistas económicos: la grave situación fiscal de Colombia.

Muchos ciudadanos, quizás una gran mayoría, no tienen presente lo delicado y complejo del asunto, ya que, en su agitada rutina diaria, el tema fiscal es completamente ajeno. Por su parte, para las diferentes campañas presidenciales, el tema, si bien no es extraño, resulta incómodo: nada más impopular que hablar de recortes de gasto o aumento de impuestos en medio de un proceso electoral. Así las cosas, la preocupación sobre la situación de las finanzas públicas en Colombia bien puede quedar como un tema huérfano.

El problema es que, si no hay una acción concreta y creíble de ajuste fiscal, el próximo Gobierno se enfrentará rápidamente a una serie de callejones sin salida en materia económica que le impedirán pensar en algo diferente. Sin recursos, no se puede atender la salud, la seguridad, la inversión o los programas sociales. Cuando no hay plata, difícilmente se puede pensar en otra cosa.

Es por esta razón que desde ANIF nos hemos propuesto discutir el reto fiscal que enfrentamos como país, no con la ingenua ilusión de hacerlo un tema popular, sino con el objetivo concreto de poner en el foco lo costoso que puede resultar no tener un plan de acción. Esta edición de Carta Financiera es parte de dicho propósito.

Con el esfuerzo de múltiples autores, esta edición presenta diferentes artículos donde se analiza la complejidad del tema fiscal, los posibles efectos sobre todos los colombianos si como país no logramos estabilizar las finanzas públicas, y, de manera propositiva, un plan de acción para corregir el rumbo. Esperamos que el coro de varias voces, desde diferentes perspectivas, ayude a comprender mejor el reto que enfrenta Colombia en esta materia y la necesidad de tomar decisiones al respecto.

Esta edición también discute otros temas de la coyuntura económica de profunda relevancia para el futuro del país, como el devenir de la ley de competencias, que redefine la descentralización en Colombia, la seguridad energética y el proceso de desindustrialización. También incluye una entrevista con el saliente representante del Banco Mundial en Colombia, en la cual discutimos los retos en materia de inversión y el potencial que tiene nuestro país. Con este contenido esperamos seguir contribuyendo al debate económico, tan especialmente necesario en época electoral. //



Asset Management

## Aliado estratégico en la creación y administración de vehículos de inversión como acceso al mercado de capitales.

Con nuestros Fondos de Capital Privado, trabajamos de la mano con los Gestores Profesionales en la creación de oportunidades de alto potencial, como parte de una oferta integral de soluciones fiduciarias, para empresas e inversionistas.

### Otros Servicios:



Fondos de Inversión Colectiva



Portafolios de inversión



Negocios Fiduciarios



Gestión patrimonial

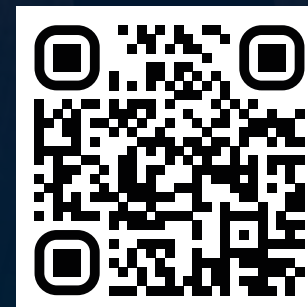


Infraestructura y concesiones

### ESCANEA Y CONTACTA A UN GERENTE COMERCIAL

Déjanos tus datos y recibe asesoría personalizada.

o comunícate a través de nuestros canales de atención:



Línea directa: (601) 755 0340 • Línea nacional gratuita: 01 8000 189 799 Desde tu celular: #432

Correo: [solicitudes@avalfiduciaria.com](mailto:solicitudes@avalfiduciaria.com) Web: [www.avalfiduciaria.com](http://www.avalfiduciaria.com) Aval.fiduciaria / @AvalFiduciaria

Aval Fiduciaria es una sociedad fiduciaria. Las obligaciones de la Fiduciaria son de medio y no de resultado. El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.112 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.

# EN LA MIRA

## Tres datos sobre...

### ... la acelerada adopción de Bre-B en sus primeros seis meses

El Banco de la República lanzó Bre-B como una alternativa clara para reducir los costos transaccionales y el alto uso del efectivo. Su ritmo de adopción supera proporcionalmente a PIX, el exitoso sistema de Brasil.



**35 millones**

de usuarios registrados en el sistema, con más de 100 millones de llaves registradas.



**\$1,2 billones**

se transfirieron en un día récord a través de 5,8 millones de movimientos. En los primeros seis meses, se hicieron más de 708 millones de transacciones.



**80%**

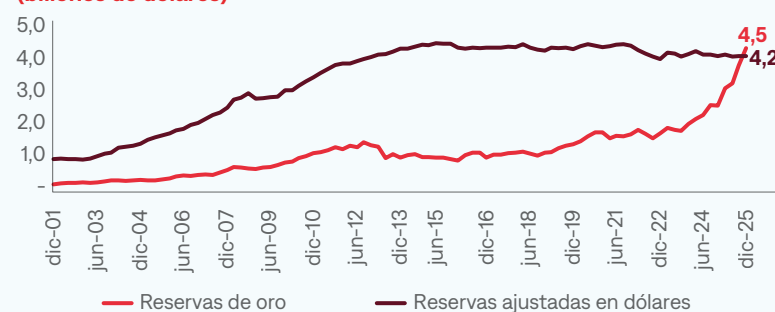
de las transacciones se hace entre personas naturales y el 40% no supera los \$50.000, consolidándose como una herramienta que facilita pagos cotidianos de bajo valor.

Datos con corte al 20 de abril de 2026

## GRÁFICA ANIF

El oro gana protagonismo como activo refugio y ya supera a las reservas en dólares, evidenciando un cambio en la forma en que los bancos centrales protegen su riqueza. Aunque el dólar sigue siendo clave para la liquidez global, crece la diversificación de reservas en un entorno internacional más incierto por las actuales tensiones geopolíticas.

**Gráfico 1. Tenencia de reservas de los Bancos Centrales (billones de dólares)**



Fuente: estimaciones ANIF con base en Bloomberg. Nota: La tenencia de reservas por parte de los bancos centrales es el conjunto de activos externos (como dólares, oro o bonos) que mantienen para respaldar la estabilidad económica y financiera del país



## ¿CÓMO VA EL EMPLEO?

En 2026, el desempleo continúa bajando, con niveles que se ubican en mínimos históricos desde 2001. No obstante, el mercado laboral adolece de los mismos retos estructurales, entre los que se encuentra la calidad del empleo: 9 de cada 10 puestos de trabajo creados durante los primeros meses del año se ubican en ingresos inferiores a un salario mínimo.

## PROYECCIONES ANIF

La economía colombiana perderá dinamismo en 2026. El alza del salario mínimo impulsaría la informalidad y presionaría la inflación, mientras los retos fiscales estructurales limitarían el margen de la política económica.

### CRECIMIENTO

**//2,5%**

El pronóstico del incremento anual del Producto Interno Bruto para el cierre de este año refleja un ritmo más moderado de la economía del país.

### DESEMPLEO

**//9,3%**

Se proyecta un incremento en el desempleo y un posible deterioro en la formalidad, motivado por la menor actividad económica y el incremento en el salario mínimo.

### INFLACIÓN

**//6,3%**

La inflación, por sexto año consecutivo, se mantendría fuera del rango meta del Banco de la República (2%-4%) tras el alza del 23% en el salario mínimo sumado a factores externos.

### TASA DE INTERÉS DEL BANREP

**//12,25%**

Ante una materialización de riesgos inflacionarios y un entorno fiscal desafiante, la política monetaria se ubicaría en un nivel más contractivo en respuesta al repunte de la inflación.

## SEMINARIOS ANIF 2026

Abrimos espacios de diálogo sobre los temas más relevantes de la economía nacional. Esta es nuestra programación del año.

<b>JUN 10</b>	Seminario ANIF "Inclusión Financiera"	<b>JW Marriott Hotel</b> Salón Reales
<b>AGO 19</b>	Seminario ANIF - Asocajas "Futuro del empleo en Colombia"	<b>JW Marriott Hotel</b> Salón Reales
<b>SEPT 10</b>	Seminario Infraestructura y Vivienda. "Sectores clave para el desarrollo económico del país"	<b>Club El Nogal</b> Gran Salón
<b>SEPT 23</b>	Seminario ANIF - CREE "Futuro del sector energético"	<b>Club El Nogal</b> Gran Salón
<b>OCT 14</b>	Seminario ANIF - Cámara de Comercio de Cali "Perspectivas económicas 2026 en Colombia y Cali"	<b>JW Marriott Hotel</b> Salón Reales
<b>OCT 29</b>	Seminario de Mercado de Capitales ANIF - Aval Fiduciaria	<b>JW Marriott Hotel</b> Salón Reales
<b>NOV 11</b>	Asamblea General de ANIF	<b>Club El Nogal</b> Gran Salón

# Respuestas al desafío fiscal

La situación fiscal es tal vez uno de los problemas más graves que enfrenta el país. El margen de maniobra se reduce y el costo de aplazar las decisiones podría terminar pagándose con menor crecimiento, menos inversión y más desigualdad. En ANIF presentamos el diagnóstico y proponemos soluciones concretas.



**José Ignacio López**

PRESIDENTE DEL CENTRO  
DE PENSAMIENTO  
ECONÓMICO ANIF

Colombia enfrenta un grave problema fiscal. Durante las últimas tres décadas, el Gobierno ha incurrido de manera sistemática en desequilibrios entre sus ingresos corrientes y sus obligaciones de gasto. En palabras simples, ha gastado más de lo que recibe en ingresos, generando una acumulación de deuda pública que hoy bordea el 58% del PIB y que, de seguir por el mismo camino, proyecta trayectorias claramente insostenibles.

El país no atraviesa una crisis de coyuntura: atraviesa una crisis estructural de las finanzas públicas que requiere una respuesta de política integral, articulada y con un horizonte de varios años.

**LA MAGNITUD DEL DESEQUILIBRIO**

El indicador más preciso para evaluar la posición fiscal estructural de un gobierno es el balance primario, que es la diferencia entre ingresos y gastos sin contar el pago de intereses sobre la deuda. Al dejar de lado el efecto de la deuda acumulada, este indicador muestra qué tanto esfuerzo fiscal se está realmente haciendo.

El diagnóstico para Colombia es preocupante: en apenas 8 de los últimos

35 años, el Gobierno Nacional Central ha logrado registrar balances primarios positivos. En los 27 años restantes, el Ejecutivo ha gastado –antes de honrar su deuda– más de lo que ha recaudado.

Esta persistencia del déficit primario no puede atribuirse exclusivamente a episodios de choque externo o a ciclos económicos adversos. A diferencia de lo observado en la crisis de finales de los noventa o durante la pandemia de COVID-19, los déficits primarios recientes se presentan en un contexto de relativa estabilidad macroeconómica.

De mantenerse la situación actual, las proyecciones de ANIF indican que el déficit primario del Gobierno Nacional Central se situaría en niveles cercanos o superiores al 3% del PIB en los próximos años, configurando una trayectoria de deuda que podría ser insostenible.

**NIVELES HISTÓRICOS DE DEUDA**

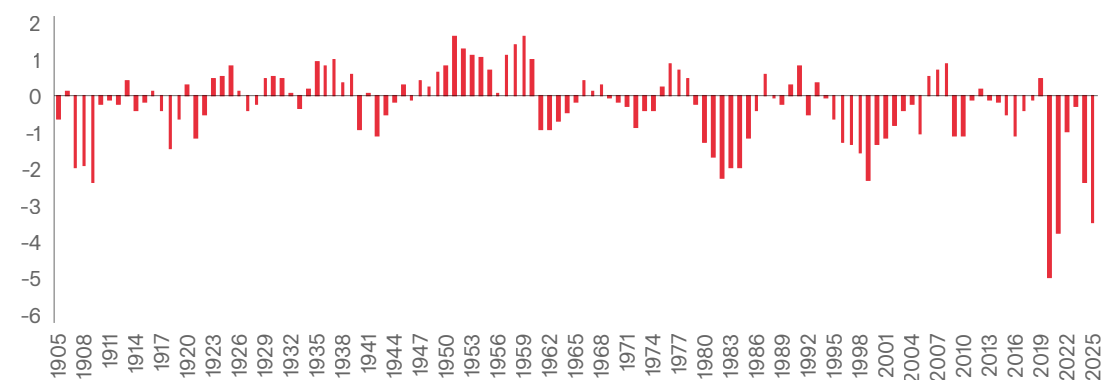
La deuda pública neta se sitúa hoy alrededor del 58% del PIB. Esta cifra, si bien ha sido parcialmente contenida por la apreciación del peso colombiano frente al dólar –dado que aproximadamente el 28% de los pasivos de la Nación se encuentran en mo-

neda extranjera–, no debe interpretarse como señal de sostenibilidad.

La historia de la deuda pública en Colombia registra únicamente un episodio de endeudamiento de magnitud comparable: el de finales del siglo XIX, que desembocó en la Guerra de los Mil Días y en el primer episodio de hiperinflación de América Latina. La corrección posterior se logró mediante décadas de disciplina fiscal que resultaron en niveles de deuda bajos y sostenidos durante la mayor parte del siglo XX.

La literatura sobre sostenibilidad de deuda pública en economías emergentes identifica umbrales a partir de los cuales la dinámica de pasivos se torna rápidamente insostenible. Para una economía con las características institucionales y de acceso a mercados como las que tiene Colombia, ese umbral se ubica en torno al 70% del PIB. Bajo un escenario sin ajuste fiscal, con déficits primarios que continúan deteriorándose por las presiones de gasto en salud, pensiones y transferencias territoriales, la deuda colombiana podría cruzar ese umbral en un horizonte de dos a tres años. Una vez superado ese nivel, la corrección resulta conside-

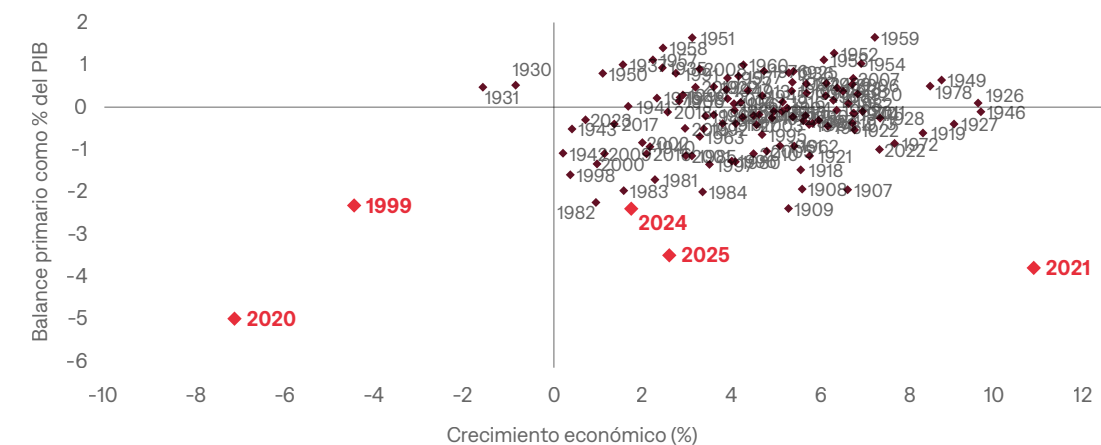
**Gráfico 1. Ingresos del gobierno menos gasto excluyendo intereses como % del PIB (Balance primario como % del PIB)**



En 27 de los últimos 35 años, el Gobierno Nacional Central gastó más de lo que obtuvo en ingresos (sin contar el pago de intereses de deuda). Solamente en 8 años logró un balance primario positivo.

Fuente: cálculos ANIF con base en: Junguito, Roberto y Hernán Rincón. "La política fiscal en el siglo XX en Colombia", en J. Robinson y M. Urrutia (eds.), Economía Colombiana del Siglo. 2004-2020: Banrep y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

**Gráfico 2. Crecimiento económico y balance primario Gobierno Nacional Central (1905-2025,%)**



Fuente: DANE, Ministerio de Hacienda y cálculos ANIF.

En los últimos dos años el Gobierno produjo un déficit fiscal solo comparable con periodos de crisis

rablemente más costosa en términos de ajuste requerido, prima de riesgo y pérdida de acceso a financiamiento en condiciones favorables.

Para contextualizar la carga que esto representa sobre los ciudadanos vale la pena mencionar que, en las actuales circunstancias, el valor de la deuda neta del Gobierno implica una obligación implícita de aproximadamente 20 millones de pesos por habitante. Esta cifra contrasta dramáticamente con los 2 millones de pesos per cápita registrados hace 35 años –en pesos constantes de hoy–, lo que ilustra la magnitud del proceso de acumulación de pasivos públicos que ha tenido lugar desde la expedición de la Constitución de 1991.

**TENEMOS UN PROBLEMA DE GASTO**

Un diagnóstico cuidadoso de la situación fiscal colombiana no puede eludir la conclusión de que tenemos un problema de gasto público. Colombia ha expandido de manera significativa el tamaño del Estado como proporción del PIB en tres décadas, derivado en buena medida de los mandatos constitucionales de 1991 en materia de gasto social, descentralización y transferen-

cias. Sin embargo, ese crecimiento del sector público no ha estado acompañado por mejoras proporcionales ni en el crecimiento económico ni en los indicadores de desigualdad –que permanecen entre los más elevados de América Latina– ni en la calidad de los servicios provistos.

La evidencia comparada internacional, documentada por el Banco Mundial y el FMI, muestra que Colombia es uno de los países de la región con mayor expansión del gasto público en las últimas décadas sin una correlación proporcional en mejoras de bienestar o crecimiento.

La dinámica reciente del gasto de funcionamiento es especialmente preocupante. Salud, pensiones y transferencias a las regiones explican más del 64% del aumento del gasto de funcionamiento en los últimos siete años. Por su parte, la inercia proyectada de estas tres líneas presupuestales –incluso en ausencia de una Ley de Competencias o la aprobación de la reforma pensional– implicaría un aumento adicional de 1,5 puntos del PIB en el gasto de funcionamiento entre 2026 y 2030.

En el caso de la nómina pública, los datos son preocupantes. La Rama



COLOMBIA ES UNO DE LOS PAÍSES DE LA REGIÓN CON MAYOR EXPANSIÓN DEL GASTO PÚBLICO EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS SIN UNA CORRELACIÓN PROPORCIONAL EN MEJORAS DE BIENESTAR O CRECIMIENTO.

Ejecutiva incorporó en promedio ocho nuevos cargos cada día durante siete años consecutivos, lo que se traduce en un crecimiento total de la planta de más del 27% entre 2019 y 2026. Este proceso de expansión de personal no ha estado acompañado, en múltiples entidades, por mejoras verificables en los resultados de gestión.

La Autoridad Nacional de Licencias Ambientales (ANLA) registró un incremento del 545% en su gasto de personal entre 2019 y 2026, mientras que en el mismo período el número de licencias ambientales otorgadas cayó 33%. La DIAN incorporó 10.207 funcionarios adicionales desde 2023, alcanzando 21.937 empleados en 2025, pero incumplió su meta de recaudo en 9,5 billones de pesos en ese mismo año.

En el frente de la inversión pública, un análisis detallado realizado por ANIF —con apoyo de herramientas de inteligencia artificial sobre las fichas técnicas del mapa de inversiones del DNP— concluye que de cada \$100 pesos comprometidos en gasto de inversión en el Presupuesto General de la Nación 2026, apenas \$35 corresponden a inversión productiva real. Los \$65 restantes financian actividades de coordinación, producción de documentos, consultorías y gastos de funcionamiento disfrazados de inversión.

#### EL AJUSTE REQUERIDO

La magnitud del ajuste fiscal necesario para retornar a una senda sostenible de deuda pública —coherente con los parámetros de la Regla Fiscal vigente— se estima en al menos 3 puntos del PIB, aunque el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) ha señalado que el esfuerzo podría ser incluso superior y alcanzar hasta 4 puntos.

ANIF propone alcanzar dicho ajuste mediante una estrategia que priorice la reducción en gasto público, pero incluya algunos elementos de ingresos adicionales para el Gobierno. El ajuste propuesto tendría en ese caso



Con recorte del gasto de funcionamiento, reorientación de la inversión pública, mejora de ingresos y aceleración de crecimiento se puede cerrar el déficit primario de tres a cinco años sin comprometer el núcleo del gasto social estratégico.

tres componentes: 14 billones de pesos en reducción del gasto de funcionamiento (0,7 puntos del PIB), 27 billones en racionalización del gasto de inversión (1,4 puntos del PIB), y 12 billones adicionales por mejora de ingresos (0,6 puntos del PIB). Como se concluye, de 100 pesos de ajuste fiscal, 77 vendrían de una reducción en el gasto público.

En materia de gasto de funcionamiento, el componente de mayor impacto es el de nómina, con un ahorro estimado de 8,5 billones de pesos, derivado del congelamiento de vacantes no provistas y la revisión de los cargos que han venido incorporándose a la Rama Ejecutiva. Le siguen en importancia las medidas de simplificación del Estado —

eliminación de duplicidades funcionales entre entidades, con 2,9 billones; las de eficiencia en subsidios y gastos operativos, incluyendo el ajuste gradual en los precios de los combustibles, con 8,5 billones; y las de indexación —pasar los ajustes salariales del sector público del salario mínimo al IPC como referente—, con 0,4 billones.

En el frente de la inversión, el ajuste de 27 billones se distribuye entre reducción de la contratación pública (10,6 billones), disminución y priorización de la inversión directa (9,6 billones) y focalización de subsidios (6,6 billones). Este componente del ajuste se ve reforzado por el hallazgo ya mencionado, según el cual apenas \$35

de cada \$100 comprometidos tienen como destino inversiones concretas.

Por el lado de los ingresos, las medidas propuestas incluyen fortalecimiento de la fiscalización y control de evasión (5,5 billones), ampliación del universo de contribuyentes (3,2 billones), eliminación de beneficios tributarios sin justificación de eficiencia (1,8 billones) e introducción de mayor progresividad sobre pensiones altas (1,6 billones).

#### CRECER O CRECER

Un ajuste fiscal de la magnitud requerida no puede lograrse únicamente por la vía del gasto y los ingresos tributarios. La economía colombiana necesita recuperar una senda de crecimiento del PIB cercana al 3,5% anual sostenido para que la dinámica de ingresos contribuya de manera significativa al cierre del déficit primario. Las estimaciones de ANIF identifican tres palancas de crecimiento con impacto cuantificable en el corto y mediano plazo: la reactivación de la industria petrolera aportaría 0,3 puntos porcentuales adicionales de crecimiento; los cambios estratégicos en impuestos sectoriales generarían un aporte de 0,4 puntos; y la reanudación de proyectos de infraestructura actualmente paralizados contribuiría otros 0,4 puntos. En conjunto, estas medidas focalizadas de reactivación sectorial podrían sumar aproximadamente 1 punto porcentual adicional al crecimiento anual.

#### LA VIABILIDAD DEL AJUSTE

A pesar de la difícil situación fiscal, Colombia cuenta con los instrumentos necesarios para implementar un ajuste fiscal gradual y ordenado. La combinación de racionalización del gasto de funcionamiento, reorientación de la inversión pública hacia proyectos concretos, mejora incremental de ingresos y aceleración del crecimiento puede cerrar el déficit primario en un horizonte de tres a cinco años sin comprometer el núcleo del gasto social estratégico.

La implementación de las medidas de ajuste en gasto llevaría a una reducción de 3 puntos del PIB en el déficit primario para 2032, y la incorporación del componente de crecimiento permitiría converger a una senda consistente con la Regla Fiscal.

La restricción no es técnica: es política. El ajuste requiere decisiones que afectan intereses organizados en el sector público, como el subsidio al diésel que debe desmontarse gradualmente, las entidades con duplicidades que deben fusionarse o suprimirse— y que históricamente han encontrado resistencia en el proceso presupuestal.

La evidencia comparada en la región sugiere que los ajustes exitosos se han producido invariablemente cuando existe claridad diagnóstica sobre la magnitud del problema, cuando hay un programa articulado de medidas con costos percibidos como equitativamente distribuidos, y cuando las consecuencias de la inacción son comunicadas con precisión a la ciudadanía. Colombia está en condiciones de construir ese consenso.

La pregunta no es si el ajuste es necesario —la respuesta es inequívocamente afirmativa— sino si la clase política y la sociedad están dispuestas a asumirlo de manera ordenada antes de que el mercado lo imponga de manera desordenada. Cada trimestre de postergación incrementa el costo del ajuste eventual y estrecha el margen de maniobra disponible. La diferencia entre ajustar hoy y ajustar bajo presión de los mercados se mide, en última instancia, en los efectos adversos sobre todos los ciudadanos, en particular los más vulnerables.

La responsabilidad de actuar recae sobre el Gobierno Nacional, el Congreso de la República y los organismos de control fiscal. ANIF reitera su disposición a contribuir con análisis técnico y riguroso a la construcción de este consenso, con la convicción de que la estabilidad macroeconómica es condición necesaria —aunque no suficiente— para el desarrollo económico incluyente que Colombia requiere. //

//3

puntos del PIB es el ajuste mínimo que necesita el país para converger a unas finanzas públicas sostenibles.

# La cuenta regresiva

La complejidad de la situación fiscal del país se traduce en algunas cifras clave. Estas son sus causas y los riesgos que podría traer para los ciudadanos.

## 1 La radiografía: ¿cómo llegamos acá?

El gobierno persistentemente gasta más de lo que recibe y la deuda pública podría llegar a ser insostenible en poco tiempo. Mientras tanto, el tamaño del Estado continúa creciendo.

### BALANCE PRIMARIO\* EN LOS ÚLTIMOS 35 AÑOS (1990-2024)

\*Ingresos menos el gasto sin contar intereses de deuda.

**27 años**  
con déficit

(gastó más de lo que recibió)



**8 años**  
con balance positivo

(gastó menos de lo que recibió)

### EXPANSIÓN DEL ESTADO

El gasto del gobierno general pasó de

**12,0%** del PIB en 1993 → **34,6%** del PIB en 2023

mientras el PIB per cápita ha crecido solo 4 veces y el país no muestra una reducción en la desigualdad.

**8**

nuevos cargos por día

se crearon en la rama ejecutiva en los últimos 7 años.

### DEUDA PÚBLICA (% DEL PIB)

**58%**

Nivel actual  
Alto riesgo

**70%**

Proyección a 3 años  
**Umbral de alerta.**  
Corrección muy costosa

**\$20 millones**

es lo que hoy tendría que pagar cada colombiano para saldar la deuda pública. **Hace 35 años** eran \$2 millones a precio actual.



## 2 El impacto en la gente: ¿cómo nos afecta?

Si estalla una crisis fiscal, vivir sería mucho más caro y los créditos se encarecerían. Tomamos algunos ejemplos latinoamericanos para calcular los efectos en Colombia.

### 100% INFLACIÓN

En Brasil, los precios se duplicaron después de un año del estallido de la crisis fiscal de 1982. Así se vería en Colombia.

Mercado básico mensual

**\$550.000**  
Hoy

**\$1.100.000**  
Crisis

Pasaje Transmilenio

**\$142.000** Hoy

**\$284.000** Crisis

### X2 LA PRIMA DE RIESGO

La pérdida de credibilidad eleva las tasas de interés, lo que lleva a un encarecimiento de los créditos. Así se vería en Colombia.

Crédito VIS:

Hoy **\$71,5** millones a 15 años

**13,4%** E.A.  
**1.034.000** cuota mensual

Crisis

**21,2%** E.A.  
**1.262.000** cuota mensual

Crédito comercial microempresa:

Hoy **\$10,6** millones a un año

**40,2%** E.A.  
**1.060.000** cuota mensual

Crisis

**63,6%** E.A.  
**1.194.000** cuota mensual

# Deriva fiscal

Si nos comparamos con países de calificación crediticia y nivel de ingreso similar ¿qué tan grave es la situación fiscal de Colombia? ¿Cómo podríamos recuperar el rumbo?



**Camilo Pérez-Álvarez**

DIRECTOR INVESTIGACIONES ECONÓMICAS BANCO DE BOGOTÁ



**Alejandro Rojas Cano**

ECONOMISTA SENIOR INVESTIGACIONES ECONÓMICAS BANCO DE BOGOTÁ

Colombia enfrenta uno de los desafíos fiscales más significativos de su historia. En 2025 se registró el mayor déficit fiscal al excluir el periodo de la pandemia (2020-2022) y además la comparación con economías comparables por calificación crediticia<sup>1</sup>, entre BB y BB-, y economías de un nivel de ingreso comparable<sup>2</sup>, reafirma sus elevados desbalances presupuestales y niveles de endeudamiento relativo.

De acuerdo con la actualización del Monitor Fiscal del Fondo Monetario Internacional (FMI), mientras la mediana del déficit fiscal primario del gobierno general<sup>3</sup> de los países pares en calificación fue de 0.3% del PIB en 2025, el de Colombia ascendió a 3.5% del PIB.

Para el mismo año, la mediana del déficit primario de los países con niveles de ingreso per cápita similar al de Colombia fue de apenas 0.7% del PIB, lo que deja en evidencia la divergencia que Colombia está registrando.

Utilizando las mismas cifras del FMI, se puede inferir que el problema fiscal del país se origina principalmente en un

elevado nivel de gasto público. En 2025, una economía con un PIB per cápita o una calificación crediticia similar a la de Colombia presenta un gasto del gobierno general cercano a 30% del PIB, mientras que Colombia alcanzó 34% del PIB.

Del lado de los ingresos del gobierno general, en el país equivalen a 28% del PIB, ligeramente por encima de los ingresos observados en los países pares, que se sitúan alrededor de 27% del PIB. A partir de estas cifras se desprenden dos conclusiones. Primero, que el tamaño del Estado colombiano, medido por el nivel de gasto público, resulta elevado en relación con el tamaño de su economía y su nivel de riesgo. Segundo, que el margen para generar ingresos adicionales es limitado, dado que Colombia se encuentra muy cerca de la mediana de recaudo de sus pares.

Este argumento se refuerza si se considera que, pese a las tres reformas tributarias implementadas entre 2019 y 2025, así como el incremento significativo de la inversión en la DIAN, que más que duplicó su presupuesto en ese periodo, los ingresos tributarios de la Nación solo aumentaron de 14.0% a 14.7% del PIB.

Si bien los análisis concuerdan que los ingresos podrían incrementarse mediante la simplificación del estatuto, la eliminación de beneficios tributarios y ajustes en la carga impositiva entre personas y empresas, entre 1% y hasta 4% del PIB, la realidad política dificulta alcanzar la parte alta de dicha estimación.

Por lo anterior, políticas orientadas a estimular el crecimiento económico y mejorar el perfil crediticio de la Nación, de manera conjunta, deben sumarse como parte de la solución del problema.

Un ejemplo de lo anterior se dio entre 2000 y 2008, cuando el PIB per cápita de Colombia se multiplicó por 2.2 veces hasta USD5,600 M, mientras que en América Latina el crecimiento fue de 1.7 veces, y la calificación crediticia mejoró de BB a BB+. Al tiempo, los ingresos tributarios pasaron de 9.4% a 13.4% del PIB, apalancados por cuatro reformas tributarias.

En lo relativo al gasto público, entre 2019 y 2025, 75% del aumento del gasto primario se explicó por el rubro de transferencias. Dentro del componente de transferencias, cuya mayoría es inflexible por mandato constitucional, sobresalen los gastos en pensiones, salud, Sistema General de Participaciones (SGP) y Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). En conjunto, estos fueron dos terceras partes del aumento total del gasto en transferencias.

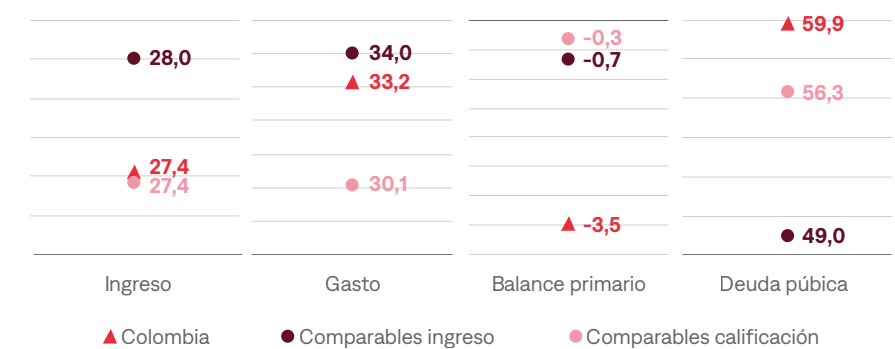
Se proyecta que en los próximos 10 años el gasto en salud y pensiones aumentará cerca de 3.0% del PIB en su conjunto. Para contener estas presiones, en el caso del sistema de

salud se hace necesario buscar fuentes de financiación por fuera del presupuesto, resaltando la importancia de avanzar en políticas de formalización del mercado laboral. En cuanto al gasto en pensiones, se requieren reformas paramétricas y políticas para acotar las pensiones elevadas a cargo del Estado. Dado que solo el FEPC es discrecional, su reducción podría contener el gasto en 0.4% del PIB.

Por tanto, solo una combinación de políticas de ingreso y gasto público, complementadas por aquellas en favor del crecimiento económico, deben ser el camino, siendo la decisión política la que distribuya en qué proporción debe cada una contribuir al cierre de las brechas fiscales.

De no implementarse estas medidas, el deterioro de las finanzas públicas podría traducirse en condiciones financieras adversas, caracterizadas por mayores tasas de interés, inflación elevada y depreciación del peso colombiano, que afectan a todos los agentes económicos del país, incluyendo hogares, empresas y el propio Gobierno. //

Gráfico 1. Indicadores fiscales Gobierno General 2025<sup>2,3,4</sup> (% del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Cálculos Investigaciones Económicas Banco de Bogotá.

## REFERENCIAS

- <sup>1</sup> Países con calificación BB y BB-: República Dominicana, Costa Rica, Brasil, Turquía, Sudáfrica, Jordania, Honduras, Jamaica, Costa de Marfil, Benín, Albania, Macedonia del norte, Georgia, Armenia, Uzbekistán.
- <sup>2</sup> Medido por un PIB per cápita entre USD6,000 y USD9,000. Países con PIB per cápita similar: Sudáfrica, Irak, Paraguay, Belice, Guatemala, Jamaica, Perú, Surinam, Botsuana, Algeria, Tailandia, Gabón, Libia, Moldavia, Azerbaiyán, Kosovo, Macedonia del norte, Georgia, Armenia.
- <sup>3</sup> Métrica utilizada por la entidad y con información disponible de manera transversal para hacer el análisis.



# Un problema de todos

Una crisis fiscal empieza en el gobierno, pero termina en el bolsillo de la gente. Cuando un país no tiene control sobre sus finanzas, las consecuencias se filtran al resto de la economía y termina por afectar el bienestar de las personas.



**Luz Magdalena Salas**

VICEPRESIDENTE DEL CENTRO DE PENSAMIENTO ECONÓMICO ANIF

**C**uando se habla de "déficit fiscal", "regla fiscal" o "calificación crediticia del país", la mayoría de los colombianos pasa la página. Lo percibe como un tema lejano, de economistas y técnicos. Pero la realidad es otra: la situación fiscal de Colombia es, hoy, uno de los factores que más va a definir lo que pasa en cada hogar, en cada empresa y en cada barrio del país en los próximos años.

Colombia atraviesa un momento delicado. El gasto público crece más rápido que los ingresos del Estado. En palabras simples, el país gasta más de lo que le entra y cubre la diferencia endeudándose. En 2025, el déficit del Gobierno Nacional fue de 6,4% del PIB, uno de los más altos de la historia reciente. La deuda ya representa cerca de dos terceras partes de la economía, en un contexto en el que Colombia se financia a tasas cercanas al 13%, muy por encima de lo que pagaba hace pocos años.

El problema es más profundo que esas cifras. Incluso sin la deuda, el Estado ya gasta más de lo que recauda en su operación normal. El desbalance no es temporal: es estructural. Por eso la regla fiscal, ese límite que el propio país se impu-

so para no perder el control de sus finanzas, está bajo presión, y eso prende alertas en los mercados y en las calificadoras.

Cuando un país se acostumbra a gastar más de lo que tiene y a financiarse cada vez más caro, las consecuencias dejan de ser números en un informe y empiezan a sentirse, muy rápido, en la vida diaria de la gente.

## EL PAÍS FUNCIONA COMO UN HOGAR

Pensemos en una familia con un ingreso de cinco millones al mes que gasta seis. El primer mes, la tarjeta de crédito cubre el faltante; el segundo también. Al cabo de unos meses, la cuota y los intereses empiezan a comerse hasta el mercado. Toca recortar: el restaurante del domingo, las clases de los niños, y sin duda, aplazar decisiones. Y si la situación sigue, el banco ya no presta, o presta más caro.

Eso es exactamente lo que le está pasando al país. El Estado se endeuda para cubrir la diferencia, y cada año el pago de intereses se come una porción mayor del presupuesto que debería ir a salud, educación o vías que conecten las áreas remotas del país. Hoy, solo los intereses ya consumen cerca de una cuarta parte de los ingresos tributarios.

## CUANDO EL PROBLEMA BAJA A LA CALLE

Cuando el Estado se queda sin caja y sin un plan sólido para generar ingresos en el corto plazo (hoy Colombia tiene recursos para apenas unos pocos días de gasto), las consecuencias toman cara y nombre propio: doña Marta, maestra de un colegio público en un municipio del Cauca, recibe su salario con dos meses de retraso y no puede pagar el arriendo. En una escuela de Sincelejo, los niños llegan a estudiar y el almuerzo del Programa de Alimentación Escolar no está, porque el giro no se hizo. Una paciente con cáncer en

La Dorada espera un medicamento que la EPS no consigue, porque el sistema le debe a los proveedores.

Camilo, recién graduado en Bucaramanga, envía hojas de vida todos los días sin respuesta porque las empresas frenaron contrataciones. La familia que llevaba años ahorrando para comprar vivienda ve cómo su sueño se aleja por culpa de las altas tasas de interés. Don Eduardo, adulto mayor, depende del subsidio de Colombia Mayor y este mes no le ha llegado: le toca escoger entre los remedios y el mercado. Y está lo que no se ve de inmediato: la doble calzada suspendida, el hospital que no se termina, el cupo en la universidad pública que no se abre.

No son escenarios exagerados: son situaciones que ya ocurren y se multiplicarán si no se corrige el rumbo. Cada golpe se siente en un hogar, en un negocio, en un sueño que se aplaza.

## LOS EMPRESARIOS TAMBIÉN PAGAN LA CUENTA

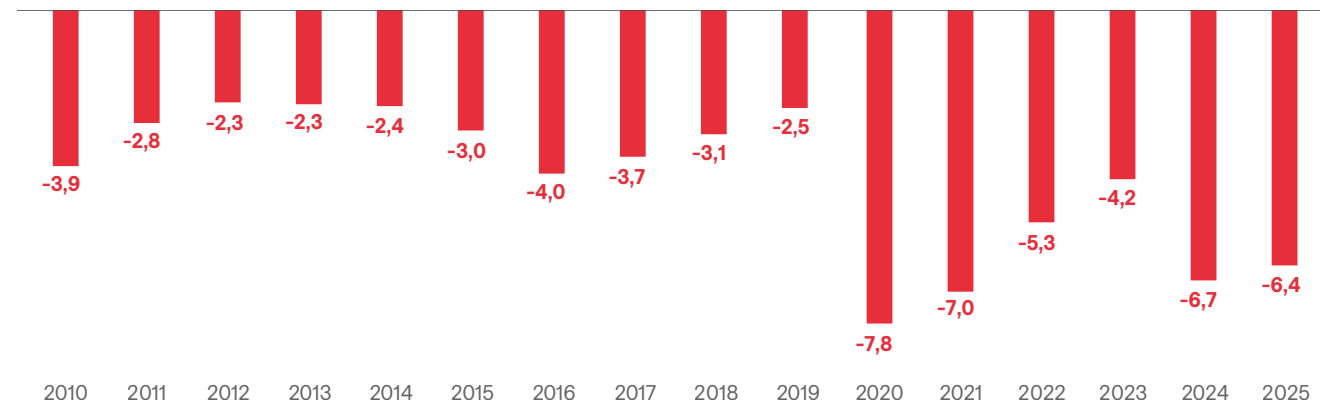
Para quien tiene un negocio, el impacto es inmediato. Primero, las tasas de interés suben y el crédito se vuelve más caro: el panadero, el dueño del taller, la empresa mediana, todos pagan más por la misma plata prestada. Hoy Colombia se financia a tasas más altas que varios países con peor calificación de riesgo, y eso se transmite a toda la economía.

Segundo, la demanda se debilita: si los hogares ajustan, las ventas caen. Tercero, aparece la incertidumbre: ante un panorama fiscal deteriorado, aumenta la probabilidad de nuevas reformas tributarias o cambios en las reglas de juego, lo que lleva a que la inversión se frene. La planta que iba a abrirse en Itagüí espera, y con ella los empleos que generaría. La empresaria que pensaba contratar diez personas, contrata dos. Y ahí se ve claramente el efecto: menos inversión, menos empleo y, por lo tanto, menor crecimiento.



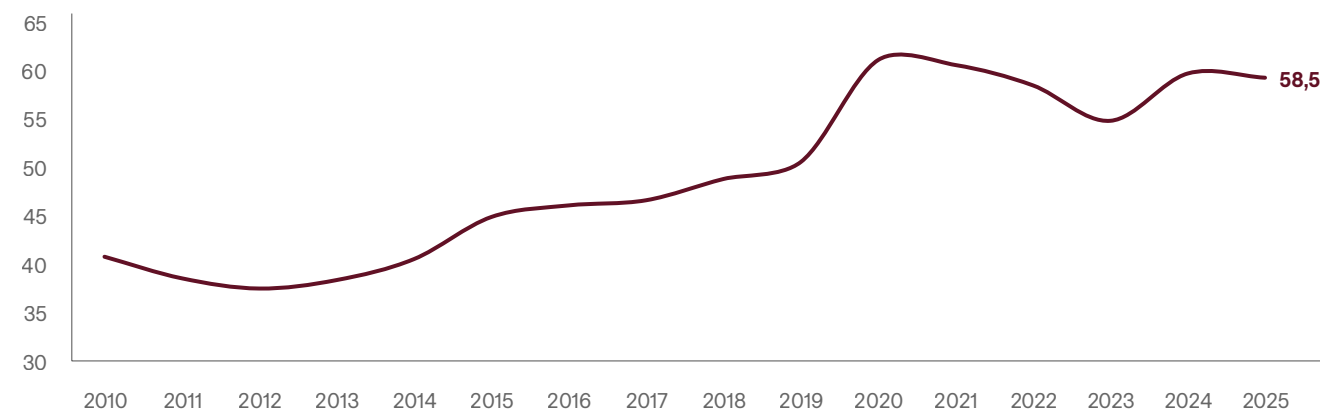
LA SITUACIÓN FISCAL DE COLOMBIA ES, HOY, UNO DE LOS FACTORES QUE MÁS VA A DEFINIR LO QUE PASA EN CADA HOGAR, EN CADA EMPRESA Y EN CADA BARRIO DEL PAÍS EN LOS PRÓXIMOS AÑOS.

**Gráfico 1 . Déficit fiscal total del Gobierno Nacional Central (% del PIB)**



Fuente: elaboración ANIF con datos del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

**Gráfico 2 . Deuda pública neta del Gobierno Nacional Central (% del PIB)**



Fuente: elaboración ANIF con datos del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

**LA CADENA DE LA CONFIANZA**

En suma, la confianza en una economía funciona como la reputación de una persona: toma años construirla y se puede perder muy rápido. Cuando un país da señales de no tener control sobre sus finanzas, la reacción es casi inmediata: le prestan más caro, el pago de intereses aumenta, y una mayor parte de los recursos se va en cubrir deuda en lugar de financiar servicios, inversión o programas sociales. Ese ajuste no se queda en el Gobierno:

se filtra al resto de la economía, el crédito se encarece, la inversión se frena, el crecimiento pierde fuerza y, como una economía que crece menos también recauda menos, el problema fiscal termina alimentándose a sí mismo. En ese punto empieza a estar Colombia, y lo preocupante no es solo el tamaño del déficit sino su tendencia: un deterioro que no llega de un día para otro pero tampoco tarda en hacerse visible, que empieza con tasas más altas, sigue con menor

inversión, después con menos crecimiento, y termina afectando el bienestar de las personas. La sostenibilidad fiscal no es un objetivo abstracto ni una discusión de técnicos, sino una condición básica para que la economía funcione, para que las empresas inviertan, para que haya empleo y para que los programas sociales sean sostenibles. La pregunta ya no es si la situación fiscal nos va a afectar. Es qué tan rápido, y qué tan fuerte, lo vamos a sentir. //

# Colsubsidio lidera la entrega de subsidios con \$1,5 billones y fortalece su impacto social

En un entorno que exige resultados medibles y soluciones sostenibles, Colsubsidio continúa fortaleciendo un modelo que combina escala, eficiencia y generación de valor social. Más allá de una lectura tradicional de resultados, su más reciente Asamblea General evidenció la consolidación de un modelo que convierte cifras en oportunidades concretas para millones de hogares y en un actor relevante dentro del ecosistema empresarial del país.

Los principales indicadores dan cuenta de esta evolución. Más de 2,8 millones de personas —entre trabajadores y sus familias— accedieron a su portafolio de programas, servicios y subsidios.

Este posicionamiento se sustenta en una asignación de recursos que supera los \$1,5 billones en subsidios monetarios, en especie y servicios. De este total, cerca de \$495.000 millones corresponden al subsidio monetario, que benefició a más de 612.000 personas, traducándose en un respaldo directo para cubrir gastos esenciales como alimentación, educación y cuidado familiar.

De forma complementaria, los subsidios en especie continúan consolidándose como instrumentos efectivos para fortalecer condiciones habilitantes del desarrollo. Más de 167.000 trabajadores accedieron al bono lonchera y cerca de 210.000 estudiantes al subsidio escolar, aportando tanto a

la nutrición como a la permanencia en el sistema educativo.

El frente de empleo refleja, a su vez, una capacidad relevante de intermediación laboral. A través de su Centro de Empleo y Talento, más de 91.000 personas recibieron orientación y acompañamiento, y más de 75.000 lograron vincularse laboralmente, con resultados consistentes en términos de ubicación efectiva. Este rol se complementa con mecanismos de protección al cesante: más de 27.000 subsidios al desempleo, por un valor superior a \$123.000 millones, ofrecieron respaldo económico y facilitaron la transición hacia nuevas oportunidades laborales.

En materia de vivienda, la organización mantiene una participación activa en la movilización de recursos. Más de \$773.000 millones en subsidios beneficiaron a cerca de 20.000 hogares, contribuyendo tanto a la estabilidad de las familias como a la dinámica del sector constructor.

La educación sigue siendo un eje estructural del modelo. Más de 37.000 niños en primera infancia, más de 7.800 estudiantes en educación formal y más de 1.500 personas en programas técnicos y tecnológicos reflejan una apuesta sostenida por el desarrollo de capacidades a largo plazo.

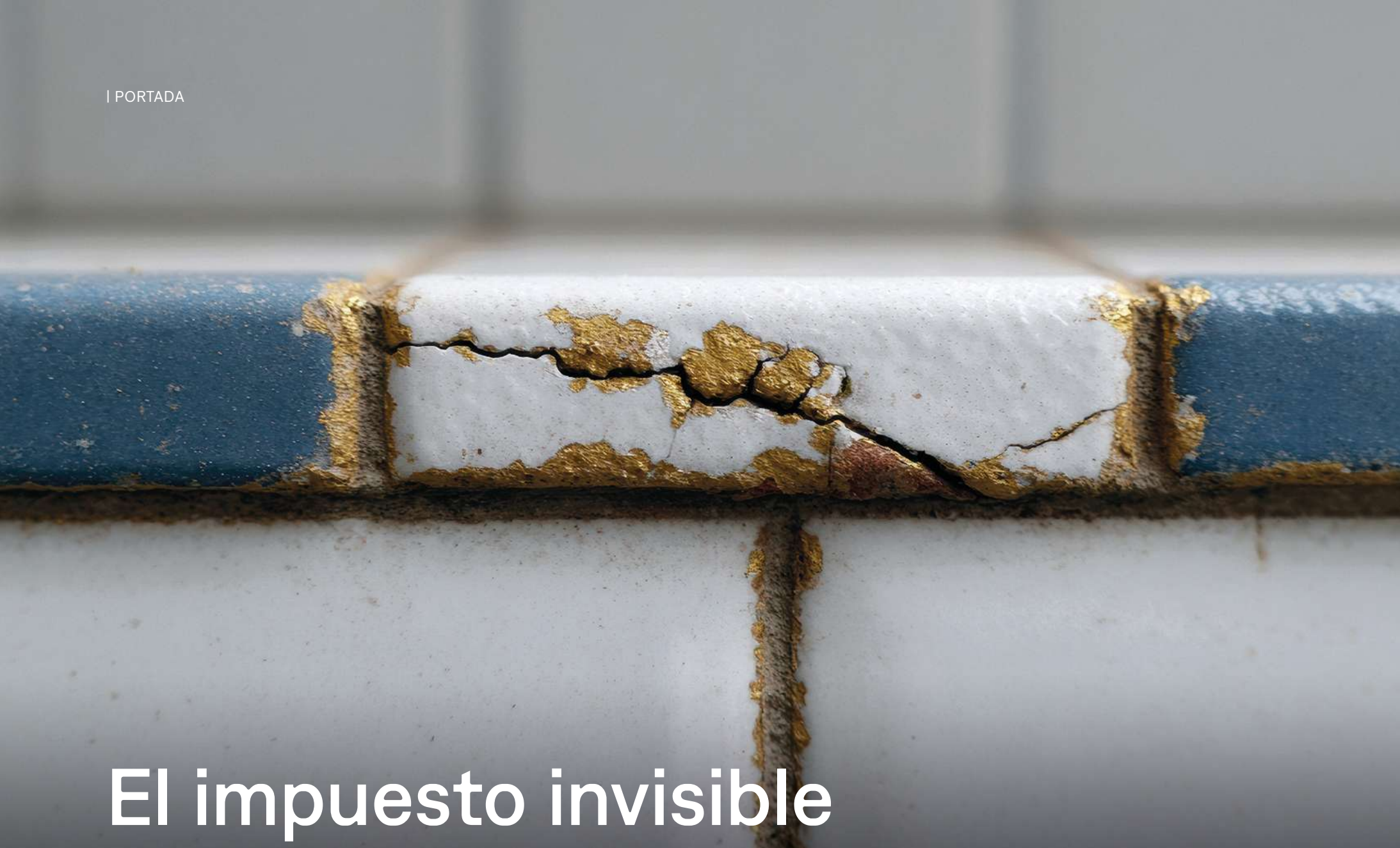
Este desempeño ha sido reconocido a nivel nacional. En 2025, Colsubsidio fue destacada como la empresa más innovadora en el Ranking de Innovación Empresarial de la ANDI

y se posicionó entre las 20 marcas más queridas por los colombianos, según el Brand Love Index.

En esta misma línea, su director general, Luis Carlos Arango Vélez, fue reconocido como Mejor Líder Empresarial en los Premios Portafolio 2025, gracias a una visión enfocada en la sostenibilidad social, económica y ambiental, y a su liderazgo en la transformación de la empresa social con énfasis en el cierre de brechas sociales en Colombia.

En conjunto, estos resultados evidencian un modelo de inversión social con impacto económico. En esa evolución, Colsubsidio no solo amplía su alcance, sino que se consolida como la empresa social de los colombianos, articulando bienestar, productividad y desarrollo en una agenda cada vez más relevante para el entorno empresarial y financiero.





# El impuesto invisible del creciente riesgo fiscal

En economías emergentes, es clave actuar a tiempo cuando se deterioran las cuentas públicas. Ajustes ordenados, centrados en la contención del gasto y acompañados de más inversión, son necesarios para recuperar crecimiento y confianza.

La coyuntura económica actual muestra a Colombia como una casa construida sobre un cimiento fiscal agrietado: aunque las habitaciones de la macro parezcan ordenadas, el efecto del abultado déficit fiscal se refleja en el creciente costo de financiamiento. La macro "no fiscal" luce mejor que la hoja de balance del sector público: el frente externo no muestra señales de estrés agudo e incluso mejora por el aumento en el precio del crudo; el crecimiento, si bien mediocre, no atisba una recesión; y el sector corporativo y los hogares no evidencian descalces ni estrés financiero. El problema es que el sector público incrementa una prima de riesgo transversal: encarece el financiamiento del Estado y, por ende, el del sector privado. Este mayor costo del capital desplaza inversión, reduce el crecimiento potencial y aumenta la vulnerabilidad ante shocks externos.

El *World Economic Outlook* del FMI dimensiona el desajuste. Entre 2014 y 2026, la deuda pública/PIB de Colombia subiría 16,7 puntos porcentuales (aumento levemente mayor a la mediana emergente), pero el salto en intereses es más alarmante: +2,4pp del PIB (percentil 83). El balance primario también se deteriora 3,33pp (percentil 85), señal de que el problema no es solo el nivel de deuda, sino la dinámica del aumento en el déficit y las implicaciones en la senda de la deuda y los intereses. En la práctica, un mayor costo de endeudamiento del soberano opera como un "impuesto invisible": reduce espacio presupuestal y encarece el crédito al sector privado.

En países emergentes con alto nivel de endeudamiento, la política fiscal pierde eficacia contra cíclica. Una expansión fiscal en medio de una recesión puede elevar la prima soberana, encarecer intereses y transmitir ese aumento al crédito corporativo. En ese contexto, el multiplicador del gasto cae e incluso puede ser negativo:

parte del impulso público se diluye vía mayores tasas y menor inversión.

La literatura (Bianchi, Ottonello y Presno, 2019) muestra que, con bajo endeudamiento, el gasto puede estabilizar frente a una recesión; pero con deuda intermedia/alta, el espacio fiscal futuro se comprime y hace inevitable la austeridad. La evidencia muestra que los países con mayor riesgo soberano tienden a aplicar más austeridad en recesiones y muestran un consumo público que implica recortes en periodos de recesión, en especial cuando parten de mayores niveles de deuda pública.

Si la deuda entra en una senda insostenible, el ajuste deja de ser opcional y postergarlo aumenta el tamaño del recorte. Un plan claro y temprano suele reducir el costo porque mejora las expectativas y baja la prima de riesgo. La evidencia internacional sugiere que la composición y la secuencia del ajuste importan: consolidaciones apoyadas en contención de gasto tienden a ser más persistentes y a mejorar expectativas más rápido que alzas tributarias.

Como encuentran Alesina, Favero y Giavazzi, paquetes de ajustes fiscal basado en recorte de gasto pueden ser expansivos logrando mayores disminuciones en deuda/PIB (caídas en deuda de hasta 2 puntos del PIB, por cada punto de ajuste en un horizonte de 4 años) en contraste a paquetes de ajuste basados en alzas de impuestos.

Para la próxima administración, un ancla de déficit primario de 0-1% del PIB ayudaría a llevar la deuda hacia ~50% del PIB. Esto exige una estabilización de 3% del PIB en el cuatrienio, empezando por frenar el crecimiento del gasto. Una consolidación de calidad debería racionalizar la nómina, contener transferencias discrecionales y reducir indexaciones, pasando de reglas atadas al crecimiento nominal o al salario mínimo a reglas ligadas a la inflación y a metas fiscales, sin sacrificar inversión.



**Armando Armenta**

ECONOMISTA SENIOR,  
ALLIANCEBERNSTEIN



EN LA PRÁCTICA, UN MAYOR COSTO DE ENDEUDAMIENTO DEL SOBERANO OPERA COMO UN 'IMPUESTO INVISIBLE': REDUCE ESPACIO PRESUPUESTAL Y ENCARECE EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO.



Las acciones para lograr ajustes fiscales pasan por desmontar gradualmente el subsidio al diésel y dinamizar de nuevo el sector minero-energético.

Esto se consigue desmontando gradualmente el subsidio al diésel (0,5% del PIB), normalizando la nómina pública (0,5%) y capturando eficiencias en el gasto ( $\geq 0,2\%$ ). El CARF estima que las partidas inflexibles subieron de ~89% del gasto total (2019) a 92,4% (2024). Por ley, pueden flexibilizarse transferencias rígidas (0,6%) y bajar a tres salarios mínimos el umbral de subsidios en salud (0,4%).

En ingresos, más que otra reforma tributaria inmediata, el foco puede estar en recuperar crecimiento y base imponible en sectores rezagados. En el sector minero-energético la aritmética es clara: en 2022-23, las utilidades de Ecopetrol transferidas al Gobierno Central alcanzaron 1,8% del PIB, frente a 0,5% del PIB en 2025. Un paquete que acelere permisos, exploración y recobro mejorado, aunado a mejores precios del crudo, puede multiplicar el recaudo sin subir tasas. Como medidas complementarias, conviene privilegiar aumentos de impuestos al consumo sobre mayores cargas a la renta personal o corporativa, recortando exenciones del IVA (0,5% del PIB), gravando entretenimiento y apuestas/plataformas (0,2%), y reforzando impuestos saludables y timbre (0,1%).

La buena noticia es que la estructura de la deuda colombiana ofrece un punto de apoyo: deuda mayoritariamente en moneda local, a tasas fijas y a plazos largos. Para el Gobierno Central, la deuda bruta ronda 60% del PIB en 2025, con una madurez mediana cercana a una década, favorable frente a países como Brasil con 90% del PIB de deuda, duración promedio de 4 años y mayor indexación a tasas flotantes. El manejo de pasivos de la actual administración ha sido un punto a favor: el retiro de bonos globales por cerca de USD 9 mil millones ha disminuido el peso de la deuda en moneda extranjera.

En países emergentes el riesgo fiscal actúa como un impuesto transversal: aumenta *spreads*, encarece el capital y erosiona el potencial de crecimiento. Ajustar temprano con un plan multianual (centrado en gasto y acompañado de medidas para destabar inversión y fortalecer el recaudo) puede recuperar credibilidad y reducir costos financieros. Para Colombia una consolidación bien secuenciada puede reencauzar la trayectoria de la deuda pública, abaratar el costo de financiamiento para la economía y abrir la puerta a recuperar el grado de inversión hacia el final de la década. //

REFERENCIAS

Alesina, A., Favero, C., & Giavazzi, F. (2019). *Austerity: When it works and when it doesn't*. Princeton University Press.  
 Bianchi, J., Ottonello, P., & Presno, I. (2019). *Fiscal stimulus under sovereign risk* (NBER Working Paper No. 26307; revisado en 2023). National Bureau of Economic Research.  
 Fondo Monetario Internacional. (2026). *Perspectivas de la economía mundial (World Economic Outlook)*, abril de 2026. FMI.

# Cuando los fantasmas financieros rondan al CFO



Alfredo Contreras E., Ph.D.

DIRECTOR DE POSGRADOS EN FINANZAS - CESA

En tiempos de estabilidad, las finanzas corporativas se asocian con la valoración y la eficiencia. En tiempos de estrés, revelan su esencia: preservar la continuidad, proteger la liquidez, reasignar recursos escasos y tomar decisiones con información incompleta. Para el CFO (Chief Financial Officer), ese es el verdadero examen. Y ese momento, en Colombia, ha llegado. El deterioro fiscal, la incertidumbre regulatoria, la presión sobre la deuda pública y la volatilidad han devuelto una preocupación incómoda: cuando el manejo fiscal pierde credibilidad, el riesgo deja de ser distante y empieza a condicionar decisiones. En ese contexto, resurge la posibilidad de repre-

sión financiera: políticas que canalizan el ahorro hacia el Estado a costos artificialmente bajos, afectando el crédito, la inversión y la liquidez empresarial. Para las compañías, estos riesgos se traducen en financiación más costosa, menor acceso a crédito, presión sobre márgenes, mayor exposición cambiaria y dificultades para cumplir obligaciones. Ante esto, el rol del CFO cambia: pasa de administrar la normalidad a construir resiliencia. Debe anticipar escenarios, proteger la caja, revisar la estructura de capital y preparar decisiones rápidas. Esto exige más que disciplina operativa. Requiere modelos dinámicos, pruebas de estrés, análisis de sensibilidad y seguimiento constante. La pregunta ya no es solo qué pasará, sino qué tan preparada está la empresa para reaccionar cuando el entorno cambia. Convertir incertidumbre en decisiones oportunas se vuelve una competencia central. En este contexto, la liquidez es el activo estratégico clave. Gestionarla implica anticipar necesidades, diversificar fuentes, renegociar condiciones, extender vencimientos y optimizar el capital de trabajo. La estructura de capital también cobra relevancia: moneda, plazos, tasas y condiciones pueden definir la capacidad de maniobra en momentos críticos. Sin embargo, la adversidad no es solo amenaza. También abre oportunidades para quienes conservan liquidez, disciplina y capacidad analítica. La prudencia no es parálisis, es decidir con método y oportunidad.

Esa capacidad no surge de la intuición. Exige formación sólida, criterio y comprensión del entorno macroeconómico. En el CESA, la Maestría en Finanzas Corporativas busca formar líderes capaces de conectar estrategia, macroeconomía y decisiones financieras, integrando herramientas técnicas con criterio directivo. Hoy, el líder financiero debe dialogar con múltiples actores, incorporar analítica avanzada y actuar con rapidez. La excelencia ya no está solo en el diagnóstico, sino en la oportunidad de la decisión. También se pone a prueba la ética. La transparencia y el buen gobierno no son negociables: preservar la credibilidad es preservar valor en el largo plazo. El riesgo fiscal no se queda en lo público; impacta directamente a las empresas. Ignorarlo es una falla de gestión. El CFO debe anticipar, medir y preparar respuestas antes de que el entorno reduzca su margen de acción. En Colombia, esta tarea será cada vez más exigente. Las empresas no pueden esperar: deben fortalecer su capacidad de análisis, anticipación y decisión. Hoy, el CFO se mide por su capacidad de proteger la empresa en la adversidad. Su valor está en anticipar, ajustar planes con rapidez, preservar liquidez y sostener la confianza. Las finanzas corporativas son, en esencia, una herramienta para construir organizaciones resilientes. Porque el liderazgo financiero no consiste en administrar certezas, sino en decidir cuando dejan de existir.



# América Latina más allá del FMI

La región debería contar con una arquitectura financiera propia capaz de enfrentar crisis externas, con el objetivo de ampliar el margen de acción política económica. Para ello, existen al menos cuatro instrumentos\*.



**César Giraldo**

MIEMBRO DE LA JUNTA DIRECTIVA, BANCO DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA



**Alexandra González**

PASANTE, UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA

\*Marzo 2026. Versión resumida, el documento completo se encuentra en <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/mas-alla-fmi-banco-mundial>

Cada vez que un país latinoamericano enfrenta una crisis externa —una caída de reservas internacionales, dificultades para refinanciar su deuda o presiones cambiarias— el desenlace suele ser previsible: negociación con el Fondo Monetario Internacional, un programa de ajuste macroeconómico y un período de políticas contractivas orientadas a restablecer la confianza de los mercados.

Este patrón no es un accidente. Refleja una característica estructural de la inserción de América Latina en el sistema financiero internacional: la región carece de una arquitectura financiera propia capaz de enfrentar crisis externas sin recurrir inmediatamente a instituciones multilaterales dominadas por las economías centrales (Ocampo, 2017).

La alternativa no consiste en aislarse del sistema financiero global. Consiste en construir mecanismos regionales que amplíen el margen de acción de la política económica y reduzcan la dependencia estructural del dólar y de los programas de ajuste del FMI.

Existen al menos cuatro instrumentos que podrían desempeñar ese papel: sistemas regionales de pagos en monedas locales, fortalecimiento de las instituciones financieras regionales, redes de swaps de monedas entre bancos centrales y medidas de gestión de flujos de capital.

## SISTEMAS REGIONALES

El primer instrumento es el desarrollo de sistemas regionales de pagos que permitan liquidar el comercio en monedas locales. Hoy una gran parte del comercio internacional se realiza en dólares estadounidenses. Esto obliga a las economías latinoamericanas a depender de intermediación financiera en moneda extranjera y las expone a las fluctuaciones del dólar y a las tensiones en los mercados globales de liquidez (BIS, 2022).

Los sistemas regionales de compensación en monedas locales permiten reducir esa dependencia. No buscan reemplazar el sistema financiero internacional, sino diversificar los mecanismos de pago y disminuir la vulnerabilidad frente a choques externos.

En América Latina estos mecanismos han avanzado muy poco. Lo que existe en la actualidad es un sistema de pagos en moneda local entre Argentina y Brasil, posteriormente ampliado a Uruguay y Paraguay, pero de un alcance muy limitado.

La comparación con otras regiones es reveladora. En Asia, varios países han establecido acuerdos para liquidar parte de su comercio bilateral directamente en monedas locales. China desarrolló el sistema CIPS para pagos internacionales en renminbi<sup>1</sup>. En Europa, el sistema de pagos del Banco Central Europeo liquida volúmenes anuales que superan ampliamente el tamaño de toda la economía latinoamericana. Donde existe respaldo institucional sostenido, estos sistemas alcanzan una escala útil para enfrentar las tensiones financieras (BIS, 2022).

En América Latina, en cambio, la fragmentación regional ha impedido que ocurra lo mismo.

## INSTITUCIONES FINANCIERAS REGIONALES

El segundo instrumento es el fortalecimiento de las instituciones financieras regionales. América Latina cuenta con dos organismos relevantes: el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y la Corporación

Andina de Fomento (CAF). Sin embargo, su tamaño sigue siendo pequeño frente a las necesidades potenciales de la región.

El FLAR proporciona financiamiento de corto plazo para enfrentar dificultades de balanza de pagos entre sus países miembros. Aunque ha sido útil en episodios específicos, su capacidad financiera es limitada frente a crisis externas de gran magnitud (FLAR, 2023). La comparación con Asia es nuevamente ilustrativa. La Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada dispone de recursos muy superiores y se apoya en un sistema regional de vigilancia macroeconómica que fortalece su credibilidad.

La CAF, por su parte, se ha consolidado como el principal banco regional de desarrollo de América Latina y ha desempeñado un papel contracíclico importante al sostener financiamiento para infraestructura e integración regional durante períodos de restricción del crédito externo (CAF, 2022). Aun así, su escala sigue siendo modesta en comparación con las instituciones financieras que respaldan la integración económica en Europa o Asia.

## SWAP ENTRE BANCOS CENTRALES

El tercer instrumento son los acuerdos de swap entre bancos centrales. Un swap permite que dos bancos centrales intercambien temporalmente sus monedas para proporcionar liquidez externa cuando los mercados financieros se tensan. Estos acuerdos pueden activarse rápidamente y, a diferencia de los programas tradicionales de ajuste, no implican necesariamente condicionalidades macroeconómicas.

Después de la crisis financiera global de 2008, la Reserva Federal

<sup>1</sup> El CIPS funciona como una infraestructura de liquidación para transacciones transfronterizas en renminbi. No sustituye a SWIFT como sistema de mensajería global ni implica una integración monetaria entre las economías participantes.



CONSTRUIR UNA ARQUITECTURA FINANCIERA REGIONAL MÁS ROBUSTA PERMITIRÍA REDUCIR EL COSTO SOCIAL DE LOS AJUSTES MACROECONÓMICOS.



de Estados Unidos estableció una red permanente de *swaps* con bancos centrales de economías avanzadas. En la práctica, esa red funciona como un respaldo global de liquidez en dólares (Allen & Moessner, 2010). Asia también desarrolló mecanismos regionales similares. La Iniciativa Chiang Mai opera como una red de *swaps* entre países de ASEAN, Japón, China y Corea del Sur destinada a enfrentar crisis externas sin depender completamente del FMI<sup>2</sup>.

En América Latina, en cambio, no existe un mecanismo regional comparable. Existen algunos acuerdos bilaterales, pero son pequeños y dispersos. Como resultado, la región sigue dependiendo de los mercados financieros internacionales y de los orga-

nismos multilaterales tradicionales cuando enfrenta tensiones externas.

#### CONTROLES DE CAPITAL

El cuarto instrumento es el uso de medidas de gestión de flujos de capital. Durante décadas estas políticas fueron rechazadas por el consenso económico dominante. Sin embargo, las crisis financieras recurrentes obligaron a revisar esa postura. Hoy incluso el FMI reconoce que, en determinadas circunstancias, los controles de capital pueden desempeñar un papel legítimo en la política macroeconómica (IMF, 2012).

En conclusión, las crisis recurrentes de balanza de pagos en América Latina no son simplemente errores de política económica. Refle-

jan una arquitectura financiera internacional que concentra el poder monetario y financiero en las economías centrales y deja a la región expuesta a los ciclos del capital global (Rey, 2015). Construir una arquitectura financiera regional más robusta permitiría enfrentar esos choques con mayor autonomía y reducir el costo social de los ajustes macroeconómicos.

No se trata de abandonar el sistema financiero internacional, sino de equilibrarlo mediante instituciones regionales que amplíen el margen de acción de la política económica. Sin esos instrumentos, América Latina seguirá enfrentando cada crisis externa con la misma respuesta: recurrir nuevamente al FMI y aceptar los costos sociales de sus programas de ajuste. //

<sup>2</sup> La Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada es un mecanismo regional de liquidez creado tras la crisis asiática de 1997 que articula a los países del Sudeste Asiático con China, Japón y Corea del Sur.

#### BIBLIOGRAFÍA CITADA

- Allen, W. A., & Moessner, R. (2010). Central bank cooperation and international liquidity. *Journal of International Money and Finance*, 29(1), 1-23.
- BIS. Bank for International Settlements. (2022). Annual economic report 2022.
- CAF – Development Bank of Latin America. (2022). Annual report 2022.
- FLAR. Fondo Latinoamericano de Reservas. (2023). Informe anual 2023.
- IMF. International Monetary Fund. (2012). The liberalization and management of capital flows: An institutional view.
- Ocampo, J. A. (2017). *Resetting the international monetary (non)system*. Oxford University Press.
- Rey, H. (2015). Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. NBER Working Paper.

# El creciente desafío fiscal



## Diego Pereira

ECONOMISTA JEFE PARA COLOMBIA Y AMÉRICA DEL SUR DE JP MORGAN



## Juan Goldin

ECONOMISTA SENIOR COLOMBIA DE JP MORGAN

Independientemente del resultado de las elecciones presidenciales, la próxima administración enfrentará una situación fiscal sumamente compleja. La posición fiscal del país se ha deteriorado de manera constante en los últimos años. El déficit fiscal primario alcanzó el 3,5% del PIB el año pasado, un nivel no visto desde los años de la pandemia (2020/21) y finales del siglo XX. Se prevé un déficit similar para este año, con riesgos inclinados hacia un mayor deterioro.

Sin embargo, el entorno económico actual, tanto interno como externo, difiere notablemente de los periodos previos de estrechez fiscal. La brecha de producto y los términos de intercambio son hoy más favorables, lo que hace que el devenir fiscal impulsado por el rápido crecimiento del gasto carezca de justificación cíclica y resulte más alarmante.

La expansión fiscal estructural y las necesidades récord de financiamiento ya están afectando las condiciones financieras internas, disminuyendo el financiamiento al sector privado y limitando la capacidad del banco central para flexibilizar la política monetaria. El riesgo país se mantiene por encima del de sus pares.

Ante la urgencia, consideramos que la próxima administración debe actuar con rapidez para ajustar el déficit fiscal. Solo un compromiso creíble, basado en recortes sustanciales del gasto, puede reducir de manera sostenible los riesgos fiscales y las primas de riesgo. Confiar solo en mayores ingresos derivados de un crecimiento po-

tencial superior podría resultar en una estrategia arriesgada.

El deterioro fiscal desde la pandemia de 2020 se explica por el aumento sostenido del gasto primario, que ronda el 20% del PIB, 4,5pp por encima del promedio pre-pandémico. Los ingresos, tras varias reformas tributarias, se han estabilizado en torno al 16,5% del PIB, apenas 1pp por encima de la norma anterior.

Cinco factores explican el aumento estructural del gasto primario: salud, transferencias sociales, inversión, pensiones y subsidios a combustibles. Además, el gasto en salud está subreportado, lo que ya limita la capacidad del sistema y añade presión futura. Existe también una deuda con empresas energéticas. Las reformas pendientes, especialmente las transferencias regionales (SGP) y la reforma de pensiones, implican costos fiscales adicionales.

Para restaurar la sostenibilidad fiscal, Colombia debe aspirar a un superávit primario de al menos 1% del PIB. Por el lado del gasto, será necesario implementar ajustes estructurales para evitar un crecimiento insostenible del gasto primario y disminuir rigidices. Sin una reforma tributaria integral, el margen para aumentar ingresos es limitado. Se demandará capital político para allanar el ajuste.

La próxima administración deberá actuar con decisión para reencauzar la política fiscal. La racionalización en el gasto primario será esencial para reducir los riesgos fiscales; esfuerzos por aumentar ingresos podrían ser complementarios. //

# EN UN 2X3

Basados exclusivamente en sus programas de gobierno, le pedimos a la IA que nos dijera qué responderían las campañas presidenciales de los tres candidatos punteros a dos preguntas sobre la situación fiscal del país. Verificamos cuidadosamente que la información fuera correcta y estas son las respuestas.

## ¿Cuáles serían las acciones que tomaría al llegar a la presidencia para corregir la situación fiscal del país?

Nuestra respuesta a la situación fiscal parte de un principio claro: quien debe apretarse el cinturón es el gobierno, no el pueblo. Desde el primer día presentaremos al Congreso una Ley de Austeridad Republicana y dictaremos medidas ejecutivas para reducir el gasto sueltuario del alto gobierno. Reduciremos los salarios del presidente y los ministros, eliminaremos todo gasto ostentoso en publicidad, viajes y representación, y destinaremos cada peso ahorrado al gasto social. Paralelamente, perseguiremos la evasión fiscal con determinación, sin privilegios ni excepciones. Y atacaremos la macrocorrupción, porque

recuperar los recursos que hoy se saquean del erario es también una política fiscal: cada peso recuperado debe convertirse en un derecho restituido para el pueblo colombiano.

**Fuente en el programa:** Noveno y décimo eje programático.

## ¿Qué propone para fomentar el crecimiento económico del país?

El programa de gobierno no aborda este punto específicamente con una propuesta de política económica de crecimiento en términos convencionales. El documento no plantea metas de crecimiento del PIB, política monetaria, inversión extranjera ni estrategias de competitividad. Sin embargo, el programa sí propone una transformación estructural de la economía a través de la Revolución Agraria, que busca multiplicar la capacidad productiva de la economía campesina y popular, recuperar cadenas productivas estratégicas como el algodón, el cacao y el café, crear redes de abastecimiento alimentario que conecten el campo con las ciudades, y modificar el régimen de contratación pública para que las comunidades sean protagonistas del desarrollo económico territorial.

**Fuente en el programa:** Cuarto y sexto eje programático.

**Iván Cepeda**  
CANDIDATO A LA PRESIDENCIA



Foto: Cortesía Portafolio - El Tiempo

## ¿Cuáles serían las acciones que tomaría al llegar a la presidencia para corregir la situación fiscal del país?

Nuestra prioridad es desactivar la crisis fiscal para que no disminuya el bienestar de los colombianos, ordenando las finanzas públicas, recortando el despilfarro y combatiendo la corrupción. La meta es reducir el déficit en 50 billones sin afectar bienes y servicios del Estado. Para lograrlo, eliminaremos ministerios y entidades, se reducirá la burocracia en un 25% de los gastos de funcionamiento de toda la Rama Ejecutiva y congelaremos las órdenes de prestación de servicios en un 30%. También refinanciaremos la deuda pública con cooperación in-

ternacional y recuperaremos el grado de inversión con una regla fiscal estricta, enviándole a la comunidad internacional una señal clara de seriedad.

**Fuente en el programa:** Introducciones sección 4 y 5, y puntos 40, 41 y 107.

## ¿Qué propone para fomentar el crecimiento económico del país?

Nuestra apuesta parte de una idea de dignidad: en Colombia trabajar, emprender, ahorrar, invertir y producir tiene que volver a valer la pena. Creceremos a una tasa del 5% del PIB cada año, con el sector exportador como motor, generando 10 mil millones de dólares adicionales. Los sectores de infraestructura y minero-energético recuperarán los niveles de productividad; vamos a producir un millón de barriles diarios de petróleo. La inversión llegará al menos al 25% del PIB, respaldada por seguridad jurídica y respeto a los contratos. Atraeremos al menos 2 mil millones de dólares anuales en inversión extranjera directa. En materia tributaria, reduciremos el impuesto de renta empresarial, eliminaremos el impuesto al patrimonio y simplificaremos el estatuto tributario. Queremos una Colombia donde el pequeño negocio crezca y la formalidad sea una escalera, no una barrera.

**Fuente en el programa:** Introducciones sección 4 y 7, y puntos 36, 37, 38, 39 y 85.

**Paloma Valencia**  
CANDIDATA A LA PRESIDENCIA



Foto: campaña Paloma Valencia

## ¿Cuáles serían las acciones que tomaría al llegar a la presidencia para corregir la situación fiscal del país?

Lo primero es una reforma integral que reduzca el Estado en un 40%. Eliminamos ministerios inútiles y burocracia clientelista, implementamos meritocracia estricta, realizamos auditorías implacables e implementamos un saneamiento fiscal de choque con reasignación hacia seguridad, justicia e infraestructura. Eso nos ahorra entre \$25 y \$30 billones anuales. Paralelamente, lanzamos un ataque frontal a la corrupción para recuperar \$25 billones anuales. Y todo esto sin subirle un solo peso de impuestos a los colombianos. Al contrario: simplificamos el sistema tributario

y ampliamos la base gravable a través del crecimiento económico. El financiamiento de los pilares del gobierno se logra mediante la optimización del gasto, no mediante atracos fiscales.

**Fuente en el programa:** Diapositivas 7, 8, 10 y 17.

## ¿Qué propone para fomentar el crecimiento económico del país?

Nuestra apuesta es una economía libertaria orientada al empleo masivo. Desde el primer día declaramos una emergencia económica para eliminar trabas. Creamos zonas económicas especiales con exenciones tributarias controladas, y blindamos jurídicamente a los inversionistas nacionales y extranjeros. Reactivamos los hidrocarburos para generar entre \$15 y \$20 billones adicionales en regalías. Reducimos impuestos a las empresas que generen empleo formal, priorizamos las compras públicas a empresas nacionales y PYMES, y creamos un régimen especial para programadores y expertos en inteligencia artificial. A esto se suma el turismo: con la meta de 5 millones de visitantes anuales, proyectamos ingresos adicionales de entre \$2 y \$3 billones. La meta global es alcanzar un crecimiento del 5% del PIB y generar 3 millones de empleos en cuatro años.

**Fuente en el programa:** Diapositivas 9, 10, 11, 15 y 18.

**Abelardo de la Espriella**  
CANDIDATO A LA PRESIDENCIA



Foto: Cortesía Portafolio - El Tiempo

# Panamá: una decisión estratégica, no una tendencia



En un contexto global donde la diversificación dejó de ser una opción, Panamá se consolida como uno de los destinos más consistentes para proteger, estructurar y proyectar capital en el largo plazo.

En los últimos años, los inversionistas han migrado de decisiones tácticas a estrategias estructurales. La búsqueda ya no se limita a rentabilidad inmediata, sino a estabilidad, respaldo jurídico y sostenibilidad en el tiempo. Panamá responde con fundamentos claros.

Su economía dolarizada elimina el riesgo cambiario, mientras que su estabilidad política y legal ha permitido consolidar un entorno confiable para la inversión extranjera. A esto se suma un desempeño macroeconómico sostenido: para 2026, organismos como el Banco Mundial y la CEPAL proyectan un crecimiento cercano al 4%, posicionando al país por encima del promedio regional.

Este dinamismo se apoya en pilares estructurales. El Canal de Panamá, uno de los activos logísticos más relevantes del mundo, generó una ganancia neta de 4,134 millones de dólares en 2025, superando proyecciones y reafirmando su rol como motor económico del país. A su vez, secto-

res como logística, turismo y servicios financieros continúan impulsando el crecimiento, con un PIB que se proyecta por encima de los \$95 mil millones de dólares.

Este contexto ha tenido un impacto directo en el mercado inmobiliario. Solo en 2025, el segmento de apartamentos creció un 11%, con una marcada migración hacia desarrollos de gama alta, impulsados por la demanda internacional. Inversionistas de Norteamérica y América Latina encuentran en Panamá una combinación difícil de replicar: ingresos en dólares, conectividad global y calidad de vida.

Pero más allá de sus indicadores, Panamá ofrece algo aún más valioso: previsibilidad.

En un entorno donde los mercados fluctúan, invertir en un activo inmobiliario en Panamá representa una forma tangible de preservar patrimonio, generar ingresos y diversificar riesgo dentro de una jurisdicción sólida y en crecimiento.

Este contexto ha sido interpretado y desarrollado por actores con visión de largo plazo. Empresas Bern, fundada en 1978, ha sido parte activa de la evolución inmobiliaria de Panamá, con más de 160 proyectos desarrollados que abarcan residencias, activos

de renta corta, desarrollos corporativos, retail y proyectos del sector salud.

Su estructura integrada —que incluye construcción, cementera, vidriera y gestión de propiedades— le permite mantener control y consistencia en cada etapa del desarrollo, consolidando un modelo que prioriza calidad, ejecución y sostenibilidad.

A esto se suma su división hotelera, Bern Hotels & Resorts, que administra, opera y comercializa nueve hoteles en el país bajo marcas internacionales como Westin, Le Méridien, InterContinental y Holiday Inn, además de activos propios como Gamboa Rainforest Reserve, fortaleciendo su vínculo con el sector turístico y la demanda internacional.

En un mercado donde la confianza es determinante, la solidez del desarrollador se convierte en un factor clave en la toma de decisión.

Adicionalmente, el marco legal panameño refuerza el atractivo de la inversión inmobiliaria. A través del programa de inversionista calificado, es posible optar por residencia permanente mediante una inversión mínima de USD\$300,000 en bienes inmuebles, integrando así beneficios migratorios a una estrategia patrimonial.

Invertir en Panamá no es reaccionar al mercado, es anticiparse a él.

## Empresas Bern

# Construye el Panamá que el mundo elige

Empresas Bern ha sido parte de la evolución urbana de Panamá, desarrollando proyectos residenciales, de rentas cortas y branded, con el respaldo de marcas de renombre internacional.



- The Westin Residences Playa Bonita, Panama
- Seaside
- Pinoalto
- Nogal
- Generation Tower
- Aurum
- Uptown

### Un robusto portafolio...

diseñado para generar ingresos en dólares, proteger patrimonio y capitalizar la demanda mundial.

## MÁS DE 48 AÑOS LIDERANDO, SIEMPRE INNOVANDO



**The Westin Residences Playa Bonita**  
Residencial  
Playa Bonita  
Desde 80m2



**Uptown**  
Rentas Cortas  
Calle Uruguay  
Desde 35m2



**Generation Tower**  
Rentas Cortas  
Costa del Este  
Desde 53m2



**Seaside**  
Rentas Cortas  
Calle Uruguay  
Desde 56m2



**Pinoalto**  
Rentas Cortas  
Boquete  
Desde 47m2



**Aurum**  
Residencial  
Costa del Este  
Desde 83m2

empresasbern.com | @empresasbern | +507 6679-2204



# “Este país tiene todo para recuperar los niveles de inversión”

Hasta el pasado mes de abril, Peter Siegenthaler fue el representante del Banco Mundial en Colombia. José Ignacio López, presidente de ANIF, charló con él para conocer la visión que se lleva tras su paso por el país. El balance es mixto.

**Jose Ignacio López:** Después de cuatro años y medio como representante del Banco Mundial en Colombia, ¿cuál es su balance entre los ámbitos con más avances y aquellos donde todavía tenemos retos importantes?

**Peter Siegenthaler:** Tal vez lo más retador en Colombia es que hay temas estructurales que determinan el destino del país y que limitan su vocación de generar oportunidades para su gente.

En estos cuatro años y medio he visto muchos esfuerzos del sector privado, del gobierno, de los gobiernos

regionales y también de los Centros de Pensamiento, como ANIF, para atacar los desafíos estructurales que tiene el país, como, por ejemplo, la desigualdad y la falta de avances en la productividad. Pero también he sentido la dificultad para ir verdaderamente al fondo de esos problemas.

El balance en ese aspecto es mixto. Es positivo porque hay iniciativas, pero todavía quedan retos estructurales que caracterizan el ADN económico y social del país.

**JIL:** Un reto muy claro en Colombia es precisamente la disparidad geográfica en niveles de ingreso, en conectividad, en productividad. Hay unas regiones que han logrado consolidarse, mientras la periferia del país no avanza.

**PS:** La desigualdad territorial es tal vez el reto principal para la política pública. Y no es solamente un problema en sí, de justicia social o incluso de ética, sino también un freno al crecimiento económico en este país.

Hay mucho potencial no realizado en estas zonas, humano y de recursos naturales, que no se aprovecha debido a las desigualdades: la falta de conectividad, de oportunidades. Por eso enfatizamos en la convergencia regional como un factor clave que explica la falta de dinamismo económico. Que Colombia crezca a 3% en un buen año claramente no es suficiente y no está alineado con el potencial que tiene el país.

**JIL:** Usted que lo ha visto de primera mano ¿cuáles son esos factores que impiden aprovechar ese potencial y que las regiones apartadas del país avancen con mayor velocidad hacia estándares de vida como, por ejemplo, el de Bogotá o el de Antioquia?

**PS:** Claro, esa desigualdad regional la vemos en la ejecución de nuestros proyectos. Es un tema práctico ¿Por qué toma tantos años construir una planta de agua en un lugar apartado como Tumaco? Sin duda, por problemas como el conflicto armado y la falta de infraestructura. Pero también tiene mucho que ver con cómo se diseñan y ejecutan proyectos de infraestructura en este país.

Hay una gran discrepancia de capacidad entre Bogotá y Timbiquí, Amazonas o Vaupés. Las necesidades son diferentes, pero también hay una gran falta de capacidad de gestión. En ese sentido, hay que adaptar los proyectos a esas realidades y se tienen que encontrar soluciones diferentes. Nosotros no hemos encontrado la mejor forma de traer infraestructura a esas zonas, y esa es una de las agendas fundamentales para el futuro.

**JIL:** Hablemos de inversión. Una de las preocupaciones recientes es que, a pesar de que la economía colombiana está en un proceso de re



A la izquierda, Peter Siegenthaler exrepresentante del Banco Mundial en Colombia. A la derecha, José Ignacio López, presidente del centro de pensamiento económico ANIF.

activación, sobre todo cuando se compara con otros países de la región, tenemos un gran lunar: unos niveles de inversión que se mantienen estancados. ¿Cómo describe el clima de inversión hoy en día en Colombia y qué podría hacer el país para impulsarla?

**SP:** El factor número uno que determina la inversión es la confianza. En eso influyen elementos exógenos: cómo va el mundo, cómo va la región, que tal vez en este momento frenan el apetito a riesgo de los inversionistas. Por otro lado, el país pasa por una coyuntura interna con una lista de factores que genera incertidumbre, como el conflicto o los grandes cambios en los gobiernos, de un extremo al otro.

Pero este país tiene todo para recuperar los niveles de inversión de más del 20% del PIB, o incluso de acercarse a los punteros en el mundo: recursos naturales en abundancia, una matriz energética bastante limpia, un talento humano increíble y una gran diversidad.

El país ha mostrado resiliencia y la economía se ha mantenido a flote a pesar de la volatilidad. Yo tengo cierto optimismo en ese sentido: si se mejoran los factores externos e internos, el repunte de la inversión podría darse relativamente rápido. El desafío para los actores políticos va a ser generar las condiciones de confianza no solo para llegar al potencial de crecimiento, sino empujarlo hacia arriba.

**JIL:** Aprovecho para que hablemos del tema central de esta edición de Carta Financiera: la situación fiscal, una gran preocupación nuestra y de muchos analistas.

Ustedes han advertido que existe una presión fiscal que el país no está discutiendo con los méritos que tiene. ¿Cómo lograr que esa discusión sea más central, técnica y responsable?

**PS:** La pregunta es importante porque este puede ser un tema relativamente abstracto. No se escucha mucho en el diálogo político porque no toca directamente el bolsillo de la gente en la calle. La inflación está más o menos bajo control, el empleo se ha recuperado y la pobreza ha caído por debajo de los niveles prepandemia.

El problema es que la situación fiscal se traduce principalmente en la falta de recursos para hacer las inversiones públicas que el país necesita para mejorar la calidad de vida de los colombianos, para enfrentar desafíos como las desigualdades territoriales que mencionábamos, o desarrollar infraestructura para conectar mejor al país. Ese es el punto que se debería enfatizar en el debate público.

También se debe comunicar la seriedad del problema y el esfuerzo que se requiere para corregirlo. Para llegar a una senda más sostenible en la situación fiscal, se necesita un ajuste de 4 puntos del PIB en los próximos tres años. Ese es un ajuste inédito en la historia del país.

**JIL:** ¿Y cuál es el camino que ustedes están viendo para llegar a ese ajuste?

**PS:** No se trata de plantear respuestas simplistas, como subir los impuestos y punto, o recortar brutalmente el gasto. Se debe pensar inteligentemente cómo se puede, por

ejemplo, mejorar el gasto público en transferencias sociales mejor focalizadas, que lleguen a la gente que más lo necesita y les ayude a conectarse con fuentes de ingreso, más ligadas al empleo.

Una mejor política fiscal por el lado del gasto no significa simplemente cortar, sino mirar en detalle todos los programas y revisar dónde se puede mejorar el enfoque, el diseño y la implementación para gastar menos, pero también obtener mejores resultados.

La misma lógica se aplica al ingreso. Hay formas de reformar el sistema tributario para mejorar los incentivos a la actividad económica y, al mismo tiempo, ampliar las bases, recaudar más y mejorar la progresividad. Es un trabajo arduo y nosotros, como Banco Mundial, hemos contribuido con ideas para ese tipo de reformas.

**JIL:** Aquí hay una discusión muy relevante, en los programas de transferencias sociales, en últimas se busca que las personas se gradúen de dichos programas y encuentren trabajos, porque los empleos de calidad son los que realmente transforman el bienestar de las personas.

Colombia en el pasado reciente ha tenido un mercado laboral más resiliente de lo que se anticipaba, pero persiste la informalidad y el trabajo precario. El Banco Mundial ahora está haciendo un énfasis muy grande en el tema de empleo.

**PS:** Ese énfasis en el empleo parte de una convicción clara: la mejor forma de sacar a una persona de la pobreza y mejorar su vida es darle un trabajo formal y de calidad, y eso está probado.

Pero hay datos contundentes. Calculamos que en los próximos diez años 1.200 millones de jóvenes alcanzará la edad para participar del mercado laboral en los países en desarrollo, mientras habrá solamente 400 millones de puestos de trabajo disponibles. Si no se reduce esa brecha, todos podemos imaginar lo que puede ocurrir en términos de migración, conflictos, seguridad alimentaria y estabilidad social.

Por eso es tan relevante la agenda del empleo formal y de calidad, y es totalmente válida para Colombia. Incluso con el cambio demográfico, que en el caso del país reducirá el número de personas que entran al mercado laboral.

**JIL:** Cuéntenos un poco de esa agenda que vienen buscando implementar y qué lecciones podría adoptar nuestro país.

**PS:** Es una agenda compleja y amplia. Hay una serie de reformas fundacionales, que tienen que ver con una agenda regulatoria horizontal. Aunque en Colombia ha avanzado, todavía falta bastante para que, por ejemplo, alguien pueda crear una empresa y lograr que crezca en producción y en empleo formal. Persisten muchas trabas regulatorias, institucionales y de entorno político.

También tenemos la agenda de infraestructura, que ya mencionamos, y estamos haciendo mayores esfuerzos para ayudar a la movilización de capital privado, porque hacen falta recursos.

Otra dimensión importante es pensar en los sectores que podrían generar más oportunidades de empleo en el país. Por mencionar algunos, el turismo es un candidato evidente, pero también están sectores como infraestructura, la manufactura, y los servicios de valor agregado, aprovechando el talento humano que existe en el país.

Hay que pensar tanto en los sectores como en las medidas concretas que pueden ayudar a generar oportunidades de empleo en esos sectores.

**JIL:** Antes de terminar, no quería dejar pasar la oportunidad para hacer una pregunta personal. Sabemos de su afición al ciclismo en un país donde también hay un gran fervor por este deporte. Además de esta afición ¿qué otras cosas vas a extrañar de Colombia?

**PS:** Muchas cosas, y casi todo tiene que ver con la gente, incluso el ciclismo tiene que ver con la gente. En la aplicación *Strava*, que es donde registras tus salidas en bicicleta, el trayecto de Bogotá a Patios es el que

tiene más registros en el mundo. Cuando uno sube a Patios un domingo por la mañana hay miles de ciclistas. Hay una verdadera cultura ciclista y eso es parte de lo que me gusta de estar aquí.

En términos generales, lo que más me llevo es la calidad de la gente, el calor humano que hay. Esa es la ventaja comparativa número uno del país: su gente. Eso va a ayudar mucho y es parte de lo que hablaba antes sobre mi optimismo. La gente en Colombia es muy creativa y tiene mucha resiliencia, porque la verdad es que el contexto es complicado.

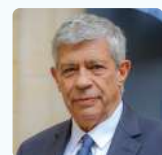
Por eso me voy con recuerdos muy lindos de esos encuentros, pero también con la convicción de que este país va a salir adelante. //



LA MEJOR FORMA DE SACAR A UNA PERSONA DE LA POBREZA Y MEJORAR SU VIDA ES DARLE UN TRABAJO FORMAL Y DE CALIDAD.

# La ley de competencias, o el desperdicio de una oportunidad

La propuesta del Gobierno para redefinir las transferencias territoriales termina atrapada en una visión sectorial. El proyecto deja de lado la geografía y aplaza, una vez más, el cierre de las brechas regionales.



**Jorge Iván González**

EXDIRECTOR DEL DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN

**E**n el proyecto de ley de competencias presentado por el Gobierno se está desperdiciando la oportunidad de repensar la descentralización y la autonomía de las regiones. Tal y como está formulado, impide que haya convergencia regional. Este ideal fue expresamente formulado en el plan de desarrollo de López *Para Cerrar la Brecha. Plan de Desarrollo Social, Económico y Regional 1975-1978*. Ha pasado

medio siglo y las diferencias regionales se han ampliado. El proceso de descentralización no ha sido exitoso.

El plan de desarrollo de este Gobierno *Colombia Potencia Mundial de la Vida*, incluye como una de sus cinco transformaciones la convergencia regional. A pesar de estas declaraciones formales las brechas continúan siendo significativas. En el 2025 la incidencia de la pobreza multidimensional en Bogotá fue 2,2%, mientras que en Vichada fue 55,2%.

Animado por el mismo espíritu del cierre de las diferencias regionales, el Acto Legislativo 03 de 2004 considera que el aumento de las transferencias a los municipios y departamentos contribuye a lograr este objetivo. Su reflexión sobre la descentralización rescata el espíritu de la Constitución del 91.

Durante el 2025 el Gobierno tuvo la oportunidad de presentar la ley de competencias, que se deriva de dicho Acto Legislativo. Dejó pasar todo el año, y solamente al final llegó a la carrera con un proyecto de ley que no les presta atención a los temas de geografía y termina enredado en disposiciones casuísticas de corte sectorial. Este articulado no capta los problemas sustantivos relacionados con el cierre de brechas. En contra del espíritu del Acto Legislativo, le da prioridad a lo sectorial y desconoce la geografía.

No es conveniente que se siga imponiendo la lógica sectorial porque por esta vía no es posible cerrar las brechas. El mensaje del Acto Legislativo es contundente y obliga a cerrar tres brechas, la *económica*, la *sectorial* y la *territorial*.

Los problemas del proyecto, que no permiten cerrar las brechas son: (i) Desconoce la geografía y persiste en la distribución sectorial de los recursos.

(ii) No propone una tipología de municipios y departamentos que permita diferenciar competencias. (iii) Insiste en distribuir los recursos de acuerdo con porcentajes fijos. (iv) No ofrece una mirada integral de la fiscalidad.

El plan de desarrollo *Colombia Potencia Mundial de la Vida* considera que el ordenamiento del territorio es el principal problema de economía política del país. El plan pone en evidencia la relación estrecha que existe entre el ordenamiento del territorio y el desarrollo económico. Es una invitación para reflexionar de manera sistemática sobre el papel de la geografía en el mejoramiento de la productividad y de la competitividad.

Preocupa el desconocimiento de la geografía en los análisis de la política económica. En los diagnósticos del Ministerio de Hacienda no se considera la espacialidad. Tampoco en los análisis de las secretarías de hacienda de los municipios y departamentos. No tiene sentido que en sus proyecciones fiscales los gobiernos locales reproduzcan las metodologías del Gobierno Nacional, sin considerar los impactos significativos que tienen las densidades y las distancias en los resultados económicos. Los rendimientos crecientes derivados de la dinámica de las aglomeraciones no se incluyen en ningún diagnóstico.

La geografía obliga a reconocer que el litoral Pacífico, la Amazonía y la Orinoquía son regiones riquísimas, que generan el agua que se consume en las ciudades andinas y del Caribe. Quienes gozan del agua deben transferir recursos a las regiones que la producen. Y el criterio para realizar la transferencia no debe ser la población sino la conservación de la riqueza ambiental.

La tipología actual, resultado de la ley 617 de 2000, es absurda porque

incluye 967 municipios en categoría 6. Una nueva clasificación, que debe ser incluida de manera explícita en la ley, tiene que integrar densidades, distancias y capacidad institucional. El artículo 40 del actual plan de desarrollo permite que se modifique la tipología.

Los porcentajes fijos son perversos desde el punto de vista de una planeación discrecional. Los ingresos se deben distribuir de manera flexible, en función de la amplitud de las brechas. Una de las razones por las cuales no se ha avanzado hacia la convergencia ha sido el énfasis excesivo en porcentajes sectoriales (educación, salud, agua y saneamiento), que siempre son arbitrarios. El proyecto de ley del Gobierno terminó siendo la expresión de la disputa burocrática entre educación y salud por los recursos adicionales.

Finalmente, el proyecto tiene una concepción estrecha de la fiscalidad. Una mirada amplia debería cumplir tres condiciones. Una, es el balance fiscal global. Ello significa que los recursos (Nación, departamentos y municipios) tienen que converger alrededor de proyectos estratégicos. Dos, es la reducción progresiva de las transferencias del Gobierno Central hacia a las ciudades grandes e intermedias, que tienen enormes potencialidades fiscales gracias a la Ley 388 de 1997. Tres, el reconocimiento explícito del desbalance geográfico entre ciudades que consumen el agua y las regiones que la originan (Pacífica, Orinoquía, Amazonía...). Las primeras tienen que contribuir a la financiación de las segundas.

En síntesis, todavía hay tiempo de modificar un proyecto de ley que es *pésimo*. El nuevo Congreso debería considerarlo como una prioridad. //



EN EL 2025 LA INCIDENCIA DE LA POBREZA MULTIDIMENSIONAL EN BOGOTÁ FUE 2,2%, MIENTRAS QUE EN VICHADA FUE 55,2%.

# Riesgo soberano y tasa neutral

Colombia debe trabajar por un sistema financiero más inclusivo y un mercado de capitales más profundo. Solo así, podrá transformar el ahorro en desarrollo sostenible, productividad e igualdad de oportunidades.



Munir Jalil

ECONOMISTA JEFE ANDINOS, BTG PACTUAL

## UNA SEÑAL COMÚN DESDE DOS FRENTES

El Banco de la República viene realizando aumentos en su tasa de política, en respuesta a una inflación que se ha alejado de la senda de convergencia hacia la meta. Al mismo tiempo, S&P Global Ratings redujo la calificación soberana de Colombia en moneda extranjera de BB a BB-, manteniendo una perspectiva estable.

En principio, ambos hechos podrían interpretarse como eventos separados. El primero, como una decisión de política monetaria frente a presiones inflacionarias persistentes. El segundo, como una reacción de las calificadoras ante el deterioro fiscal y la ausencia de señales claras de consolidación. Sin embargo, una lectura conjunta ofrece una conclusión más relevante: Colombia enfrenta un encarecimiento estructural de su costo de financiamiento.

La revisión al alza de la tasa de interés neutral, conocida como r-star, estimada por el Banco de la República,

y la rebaja de la calificación soberana son dos manifestaciones de un mismo fenómeno: el aumento persistente de la prima de riesgo país. En el frente monetario, esa prima se refleja en un mayor r-star. En el frente fiscal y crediticio, se traduce en menores calificaciones, mayor carga de intereses y una percepción de riesgo más elevada frente a los pares regionales.

El punto central es que Colombia no sólo enfrenta tasas altas por razones coyunturales. En ausencia de un ajuste fiscal creíble, el país parece estar transitando hacia un equilibrio de tasas estructuralmente más alto.

## EL NUEVO DEBATE GLOBAL SOBRE R-STAR

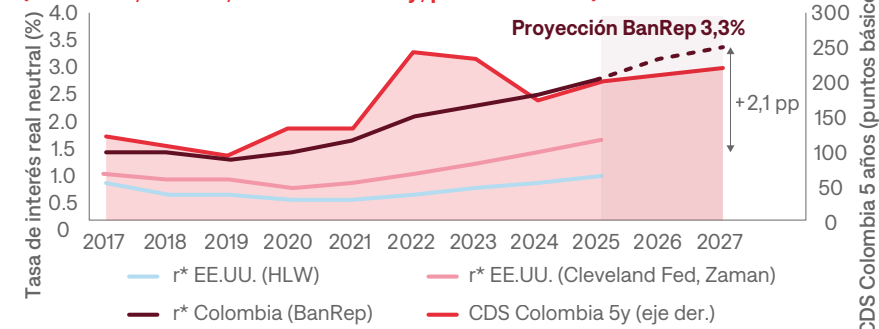
Durante buena parte de la década pasada, el debate internacional sobre la tasa de interés neutral estuvo dominado por la hipótesis del estancamiento secular. Bajo esa visión, factores como el envejecimiento poblacional, la baja productividad y el exceso de ahorro global apuntaban a tasas reales neutras bajas durante un período prolongado.

La evidencia posterior a la pandemia ha matizado esa narrativa. En varias economías avanzadas, las estimaciones de r-star han aumentado frente a los niveles observados antes de 2020. En Estados Unidos, distintos modelos muestran una tasa neutral real superior a la estimada antes de la pandemia, mientras que las proyecciones del FOMC sugieren una tasa neutral nominal cercana a 3%. La eurozona presenta una dinámica similar, aunque con niveles y velocidades de ajuste diferentes.

La literatura reciente identifica varios factores detrás de este aumento: una política fiscal más expansiva, mayores necesidades de inversión pública, cambios en la relación entre ahorro e inversión, y una posible interacción entre la persistencia inflacionaria y la propia política monetaria.

Para las economías emergentes, sin embargo, el diagnóstico es más heterogéneo. En algunos casos, un mayor r-star puede estar asociado a mejores perspectivas de productividad. En otros, a mayores riesgos fiscales o

Gráfico 1. La tasa neutral real colombiana se desacopla de la de EE.UU. (r-star real, % anual; CDS soberano 5y, puntos básicos)



Fuente: BanRep (Informe de Política Monetaria, enero 2026, anexo estadístico anual); Federal Reserve Bank of New York (HLW); Cleveland Fed (modelo Zaman, 2025).  
Nota: Líneas punteadas = proyección BanRep 2026-2027. Datos de EE.UU. anuales aproximados a partir de estimaciones trimestrales publicadas. Cálculos: BTG Pactual.

externos. Colombia parece ubicarse en este segundo grupo.

## LA SEÑAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

El Informe de Política Monetaria de enero de 2026 contiene una señal que merece mayor atención. De acuerdo con las estimaciones del equi-

po técnico del Banco de la República, la tasa de interés real neutral habría pasado de un promedio cercano a 1,3 % en el período 2017-2019 a una proyección de 3,3 % para 2027. En términos nominales, y suponiendo una inflación en la meta de 3%, esto implica una tasa neutral cercana a 6,3 % hacia el final del horizonte de pronóstico.

El cambio es significativo. Supone que el nivel de tasa compatible con una postura monetaria neutral habría aumentado alrededor de dos puntos porcentuales frente al período prepandemia. En otras palabras, una misma tasa de intervención hoy genera una postura monetaria menos restrictiva que la que habría generado hace algunos años.

La metodología es clave para entender el resultado. En el marco utilizado por el Banco, la tasa neutral doméstica depende de tres componentes principales: la tasa neutral externa, la depreciación esperada y la prima de riesgo país. Por tanto, el aumento del r-star colombiano no debe leerse únicamente como un fenómeno técnico o externo. En buena medida, refleja el deterioro de la percepción de riesgo soberano.

Esta es una diferencia fundamental frente a otros debates internacionales. En Colombia, el aumento de la tasa neutral no parece estar explicado por una mejora sustancial de la productividad ni por un cambio demográfico favorable. La explicación más consistente es el aumento de la prima de riesgo.

## LA REBAJA DE S&P Y EL DETERIORO FISCAL

La decisión de S&P apunta en la misma dirección. La calificadoras redujo la nota soberana de Colombia a BB- en moneda extranjera y destacó el bajo avance en la consolidación fiscal, en un contexto de mayor incertidumbre política y electoral. Más allá de la decisión puntual, las cifras incluidas en el comunicado son relevantes para evaluar la sostenibilidad macroeconómica.

S&P proyecta que el pago de intereses absorberá una proporción elevada de los ingresos fiscales durante los próximos años. También anticipa una convergencia lenta de la inflación hacia la meta y un crecimiento real moderado. Este conjunto de factores reduce el margen de maniobra de la

política económica y aumenta la vulnerabilidad fiscal ante choques de tasas, crecimiento o tipo de cambio.

Un elemento adicional es particularmente importante: el acortamiento de la duración de la deuda interna. Esta estrategia puede aliviar parcialmente el servicio de deuda en el corto plazo, pero aumenta la exposición del Gobierno a condiciones financieras más exigentes en cada refinanciación. En un entorno de tasa neutral más alta, esta vulnerabilidad se vuelve más relevante.

La conexión con la política monetaria es directa. Si la prima de riesgo soberano eleva el  $r$ -star, y ese mismo deterioro explica la rebaja crediticia, entonces ambos diagnósticos son consistentes. La calificadora y el Banco de la República están observando el mismo problema desde ángulos distintos.

#### COLOMBIA FRENTE A LA REGIÓN

La comparación regional refuerza el diagnóstico. Mientras varios países de América Latina se han beneficiado de menores primas de riesgo, apreciación cambiaria y una mejor percepción relativa de sus activos, Colombia ha mostrado una divergencia persistente. El credit default swap colombiano cerró 2025 por encima del promedio regional, ampliando la brecha frente a sus pares.

Esta divergencia no parece responder a un choque transitorio. Tampoco se explica por un aumento visible del crecimiento potencial. Según las estimaciones del propio Banco de la República, el PIB potencial para 2025-2027 se mantiene en niveles similares a los observados antes de la pandemia. Esto limita la posibilidad de atribuir el aumento de la tasa neutral a un mejor desempeño estructural de la economía.

La implicación es relevante para la política pública. Si el  $r$ -star aumenta por productividad, la economía puede absorber tasas más altas sin un deterioro significativo de la sostenibilidad. Si aumenta por factores demográficos, el margen de acción es limitado. Pero si

aumenta por prima de riesgo soberano, como parece ser el caso colombiano, el fenómeno es potencialmente reversible. La condición es una mejora creíble en la trayectoria fiscal.

#### IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Para la política monetaria, el aumento del componente tendencial de  $r$ -star cambia la lectura de la postura del Banco de la República. En un entorno en el que la tasa neutral es más alta, una misma tasa real ex ante genera una postura menos restrictiva que hace cinco años. Dicho de otra manera, no basta con comparar la tasa de intervención actual con sus niveles históricos; lo relevante es medirla frente a una tasa neutral que también se desplazó al alza.

Esta distinción es central para entender el ciclo actual. Si la tasa neutral nominal se ubica ahora en niveles superiores a los observados antes de la pandemia, el Banco de la República necesita una tasa de política más alta para alcanzar el mismo grado de restricción monetaria. Una tasa que en el pasado habría sido claramente contractiva puede ser hoy sólo moderadamente restrictiva si el nivel de equilibrio de la economía también aumentó.

La consecuencia es que la transmisión de la política monetaria opera con menor potencia. Para una tasa real ex ante dada, el impulso contractivo sobre la demanda, el crédito y las expectativas es menor cuando la tasa neutral ha subido. Por tanto, el

proceso de desinflación puede requerir una postura monetaria más exigente que en ciclos anteriores.

Esto implica que el Banco de la República podría necesitar incrementar más su tasa de política, o mantenerla en niveles elevados durante más tiempo, para alcanzar una postura suficientemente restrictiva y asegurar la convergencia de la inflación hacia la meta. No se trata de una sobreacción, sino de una recalibración frente a un nuevo nivel de neutralidad. Si la prima de riesgo soberano elevó el piso sobre el cual opera la política monetaria, la tasa necesaria para producir el mismo efecto desinflacionario también aumenta.

El reto de comunicación es importante. El debate público tiende a concentrarse en el nivel absoluto de la tasa de intervención, pero la señal relevante es la brecha entre esa tasa y la tasa neutral. Si esa brecha es menor de lo que sugieren las comparaciones históricas, el mercado podría subestimar el grado de ajuste requerido. En ese contexto, una política monetaria que luzca restrictiva frente al pasado puede no serlo suficientemente frente al nuevo equilibrio.

En suma, el aumento del  $r$ -star no sólo reduce el espacio para recortes futuros. También puede elevar la tasa terminal necesaria en el ciclo actual. Mientras la prima de riesgo permanezca elevada, la política monetaria tendrá que operar sobre un terreno más exigente: con una neutral más alta, mayores tasas son necesarias para producir el mismo efecto desinflacionario.

#### IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA FISCAL

El frente fiscal enfrenta una restricción aún más exigente. Una tasa neutral más alta encarece el financiamiento público, eleva la carga de intereses y reduce el espacio para gasto primario. Además, si el aumento de la prima de riesgo responde a dudas sobre la consolidación fiscal, posponer el ajuste puede agravar el problema.

El mecanismo es circular. Una trayectoria fiscal poco creíble aumenta la prima de riesgo. Esa prima eleva la tasa neutral y el costo de financiamiento. A su vez, mayores intereses deterioran las cuentas fiscales y hacen más exigente el ajuste futuro. Romper esa dinámica requiere una señal fiscal clara, verificable y consistente con la regla fiscal.

En este sentido, la discusión no se limita al cumplimiento formal de la regla. El punto central es recuperar credibilidad. Para ello, el próximo gobierno deberá presentar una estrategia de consolidación que combine realismo en los supuestos macroeconómicos, control del gasto, mayor eficiencia tributaria y una trayectoria descendente de la deuda.

#### IMPLICACIONES PARA LOS MERCADOS

Para los mercados financieros, el mensaje es igualmente claro. La curva de TES debe incorporar una prima estructural más alta, no sólo una compensación transitoria por volatilidad política o inflacionaria. La pérdida adicional de calificación consolida a Colombia en un universo de mayor riesgo relativo y puede afectar la demanda de inversionistas institucionales globales.

El acortamiento de la duración de la deuda pública también puede tener efectos sobre la pendiente de la curva. A medida que más vencimientos deban refinanciarse en un entorno de tasas elevadas, el mercado exigirá una compensación mayor por riesgo de tasa, riesgo fiscal y riesgo de refinanciación.

En el frente cambiario, una prima de riesgo estructuralmente más alta debilita el ancla de mediano plazo del peso colombiano. Aunque factores globales, como la debilidad del dólar, o factores regulatorios locales, como restricciones a la inversión externa de fondos de pensiones, pueden contener temporalmente la depreciación, el equilibrio de largo plazo es menos favorable si la prima soberana permanece elevada.

#### EL RIESGO DE UNA LECTURA EQUIVOCADA

El principal riesgo analítico es interpretar estos eventos como episodios aislados. La decisión del Banco de la República no responde únicamente a un choque inflacionario puntual, y la rebaja de S&P no es sólo una reacción al ciclo político. Ambas señales apuntan a un cambio más profundo en las condiciones de financiamiento de la economía colombiana.

El  $r$ -star colombiano se ha vuelto una variable de política económica en sentido amplio. Su trayectoria dependerá menos de factores globales y más de la credibilidad fiscal doméstica. En ese sentido, la tasa neutral no es sólo un parámetro técnico para modelos de política monetaria; también es un indicador de confianza en la sostenibilidad macroeconómica del país.

Reducir la tasa neutral y mejorar la calificación soberana requieren la misma condición: reconstruir la credibilidad fiscal. Sin una trayectoria clara de consolidación, Colombia seguirá enfrentando un costo de financiamiento más alto, una política monetaria con menor espacio de maniobra y una prima de riesgo persistentemente superior a la de sus pares regionales.

La rebaja a BB- no debe entenderse como el cierre de un episodio, sino como la confirmación de un nuevo equilibrio. La pregunta relevante es si la política económica logrará modificarlo. //



//3,3%

sería la tasa de interés real neutral para 2027 según el Banco de la República. En el período 2017-2019 era de 1,3%.



**Luz Magdalena Salas**

VICEPRESIDENTE DEL CENTRO DE PENSAMIENTO ECONÓMICO ANIF



MEJORAR DECISIONES NO PASA SOLO POR CAMBIAR LO QUE SABEN LAS PERSONAS, SINO POR MEJORAR EL ENTORNO EN EL QUE DECIDEN.

## ANIF Lab: cambiar contextos, no mentes

**D**urante años confiamos en que la educación financiera sería suficiente para que las personas tomaran mejores decisiones con su dinero. La evidencia muestra que no. Los meta-análisis más recientes indican que estos programas explican apenas entre 0,2% y 0,5% de los cambios reales en comportamiento financiero. En la práctica, es marginal.

No es que la información no sirva. Es que no alcanza.

Las decisiones financieras no se toman en abstracto. Se toman en contextos concretos, atravesados por fricciones, atajos mentales y la influencia de lo que hacen otros. El cliente que sabe que debería ahorrar y no lo hace no es ignorante: es humano, y decide en un entorno que muchas veces no está diseñado para ayudarlo.

De ese punto de partida nace ANIF Lab, una nueva área de investigación aplicada que lanzamos el pasado 23 de abril. Su propósito es claro: combinar ciencias del comportamiento con experimentación rigurosa para mejorar la toma de decisiones en el país. Partimos de un reto concreto, diseñamos una intervención, la probamos con grupos de comparación, medimos su efecto y, solo entonces, decidimos qué escalar. Este trabajo lo desarrollamos en articulación con aliados internacionales como Common Cents Lab de la Universidad de Duke y equipos de investigación de King's College London, lo que nos permite traer metodologías de frontera y adaptarlas al contexto colombiano.

El momento no podría ser más relevante. El sistema financiero colombiano enfrenta tres transformaciones

simultáneas: una oferta creciente de productos digitales que multiplica las decisiones del usuario; ingresos cada vez más volátiles, especialmente entre microempresarios e informales; y una población que envejece sin ahorro suficiente. Ninguno de estos retos se resuelve únicamente con más información. Todos requieren repensar el contexto en el que las personas deciden.

En ANIF Lab ya estamos generando evidencia. En 2025, en alianza con la Secretaría de Hacienda de Bogotá, evaluamos cinco tipos de mensajes para incentivar el aporte voluntario en los impuestos predial y vehicular. El resultado fue claro: quienes recibieron mensajes con enfoque conductual fueron 2,6 veces más propensos a aportar en el impuesto vehicular y 1,1 veces más en predial. Los mensajes más efectivos fueron aquellos basados en norma social e identidad. No cambiamos la ley ni la tarifa: cambiamos el contexto, y las decisiones cambiaron.

ANIF Lab trabaja con el sector público y privado a través de tres líneas: diagnósticos conductuales, pilotos experimentales e investigación sectorial. No es consultoría tradicional. Es investigación aplicada que produce evidencia, permite aprender qué funciona y deja capacidad instalada en las organizaciones.

Colombia necesita mejores decisiones. En tributación, inclusión financiera, pensiones, salud o seguridad ciudadana. Pero mejorar decisiones no pasa solo por cambiar lo que saben las personas, sino por mejorar el entorno en el que deciden. Ese es el rol de ANIF Lab, porque el contexto, casi siempre, pesa más que la mente. //

# Cuando los datos deciden

Porque treinta años de conocimiento siguen siendo una ventaja competitiva



**Eduardo Montanez Silva**

CEO LISIM INTERNATIONAL S.A.S

**¿** Cómo convertir datos en decisiones rentables, rápidas e inclusivas? En 2026, con economías volátiles y millones de personas fuera del crédito formal, evaluar riesgo con precisión dejó de ser un diferencial tecnológico para convertirse en un factor de sostenibilidad empresarial. LiSim lleva tres décadas construyendo esa capacidad.

El problema es de información, no solo de liquidez. En Colombia, ape-

nas el 35% de los adultos accede a financiación con entidades vigiladas, y cerca de 22,9 millones de personas permanecen sin ningún producto de crédito. En la región, menos del 20% de las MiPymes —que representan el 99% del tejido empresarial y generan más del 60% del empleo— accede a crédito formal. Las entidades no otorgan crédito a quienes no pueden evaluar, y los modelos convencionales continúan dejando por fuera a quienes no encajan en parámetros de historial financiero tradicional.

LiSim entendió que en América Latina la informalidad no es excepción: es condición estructural. Su modelo *LiSim Score Inclusión* (LSI) evalúa clientes sin historial crediticio usando *machine learning*, georreferenciación socioeconómica, comportamiento de seguridad social, formalidad mercantil e información vehicular. El resultado: originación más inclusiva sin renunciar a la gestión técnica del riesgo.

Pero el diferencial de LiSim no se limita al acceso. Su ecosistema cubre cada etapa del ciclo de decisión: *ABC Scoring Solution* automatiza originación en la nube (Azure, .Net Core)

e integra validación de identidad, listas SAGRILAFT, antecedentes judiciales y estimación de ingresos en un solo flujo. *Stratega* segmenta cartera por probabilidad de pago y anticipa deterioro antes de que la mora se materialice. *Churnless* predice deserción. *Targeting* orienta venta cruzada. *Provision* calcula pérdida esperada bajo NIIF 9.

Con presencia en ocho países de América Latina y clientes en banca, cooperativas, fintech, telcos y utilities —entre ellos Serfinanza, ETB, TIGO, Fincomercio y el BID—, LiSim además de construir sus modelos desde la teoría: los construyó desde la operación real, atravesando crisis financieras, cambios regulatorios y transformaciones estructurales del mercado regional. Su infraestructura tecnológica está certificada bajo ISO 9001:2015 e ISO 27001, y desplegada sobre Azure con ambientes independientes de desarrollo, certificación y producción.

Ese es su activo más difícil de replicar. América Latina no necesita más digitalización genérica: necesita mejores decisiones. Y en esa diferencia, treinta años de conocimiento cuentan.

# Gas natural: riesgos para la seguridad energética

La menor disponibilidad de gas natural comienza a comprometer la confiabilidad del sistema eléctrico y la capacidad de respuesta ante choques climáticos. Además, vendrían presiones inflacionarias y afectaciones al bienestar de los hogares.\*

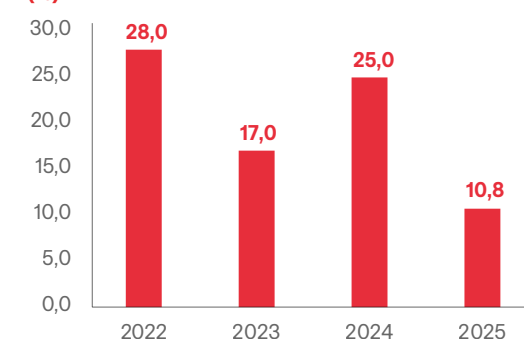
**C**olombia enfrenta una coyuntura crítica en su sistema energético. El riesgo de desabastecimiento energético en el corto y mediano plazo se ha convertido en una posibilidad concreta, impulsada por una combinación de factores internacionales y estructurales internos.

Entre ellos se destacan las tensiones geopolíticas globales, las presiones inflacionarias, la disminución sostenida de las reservas nacionales de gas natural, el aumento de la dependencia de importaciones y la intensificación prevista del fenómeno de El Niño en el país.

En el contexto internacional, el conflicto entre Estados Unidos e Irán ha reavivado el riesgo de un nuevo choque energético global con implicaciones sensibles para el mercado de gas natural. Las eventuales disrupciones en el Estrecho de Ormuz (corredor estratégico por donde transita cerca del 20% del gas natural comercializado a nivel mundial) han generado choques que tienden a traducirse en mayores precios y volatilidad en el gas natural licuado (GNL).

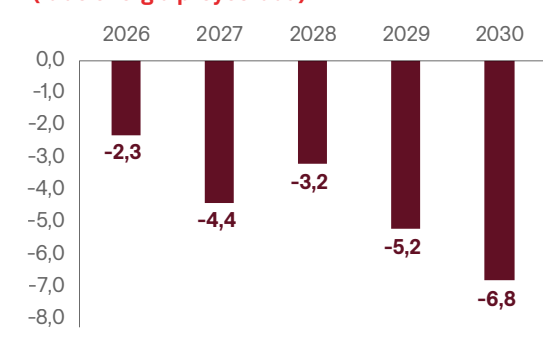
Aunque Colombia no depende físicamente de este corredor, sí se ve afectada de manera indirecta a través del en carecimiento del GNL en los mercados internacionales, aumentando el costo de las importaciones. Esto resulta relevante si se tiene en cuenta que la participación de las importaciones de gas en el país pasó de menos del 3% entre 2015 - 2023 a más del 23% en el primer trimestre de 2026.

**Gráfico 1. Balance de energía firme del sistema (%)**



Fuente: elaboración de ANIF datos tomados de XM.

**Gráfico 2. Ejecución de proyectos de generación (% de energía proyectada)**



Colombia se ha consolidado históricamente como un país con estabilidad en su abastecimiento energético, sin embargo, los indicadores recientes muestran un deterioro acelerado del balance entre oferta y demanda.

Un estudio del Centro Regional de Estudios de Energía (CREE) advierte que el abastecimiento de gas natural entrará en una fase crítica a partir de 2026. Las probabilidades de déficit mensual alcanzarían el 39% en 2026 y el 58% en 2027. Esta tendencia ya encuentra respaldo en los datos recientes: la producción nacional de gas cayó 17,1% en 2025, y en febrero de 2026 se registró uno de los niveles más bajos desde 2009.

Esta situación tiene implicaciones directas en un contexto en el que el sistema eléctrico en Colombia depende en gran medida de la generación hidroeléctrica. No obstante, cuando hay sequías, esa fuente pierde capacidad y el sistema recurre a las plantas térmicas, cuyo principal combustible es el gas natural. Así, la menor disponibilidad de este insumo, sumada a la necesidad de

importar GNL en condiciones de alta volatilidad, incrementa los costos de generación y reduce el margen de maniobra del sistema.

De acuerdo con cifras de XM, el país presentaría un déficit cercano al -2,3% en la energía que puede asegurar, reflejando una menor capacidad de respuesta ante escenarios críticos de demanda (Gráfico). Este deterioro se ve agravado por el retraso en la entrada de nuevos proyectos de generación. En particular, frente a la energía esperada, solo se incorporó el 28% en 2022, mientras que, en 2026, en lo corrido del año apenas ha ingresado el 0,6% de la capacidad proyectada.

Ante el creciente riesgo de desabastecimiento en el corto plazo, se requieren medidas inmediatas como preservar los niveles de los embalses, garantizar la operación de las plantas térmicas, asegurar el suministro de gas y acelerar nuevos proyectos de generación. De no adoptarse medidas oportunas, el país podría enfrentar un deterioro significativo del sistema energético, con efectos negativos en la economía y el bienestar de los hogares. //

\*Este texto fue publicado como Comentario Económico de ANIF el 23 de abril de 2026.

Probabilidades de déficit mensual en el abastecimiento de gas:

**//39%**  
en 2026

**//58%**  
en 2027



# Desindustrialización: ¿hacia dónde va la estructura productiva?

Mientras la industria manufacturera pierde peso en la economía colombiana, un agro menos sofisticado gana terreno y crecen servicios de baja productividad. El rezago en inversión agrava el panorama. ¿Cómo están nuestros pares regionales?

**L**a industria manufacturera ha sido históricamente uno de los principales motores de crecimiento, empleo formal y productividad. Sin embargo, en Colombia su peso en la economía se ha reducido de forma persistente en los últimos lustros.

Entre 2005 y 2025, su participación en el PIB pasó de 16% a 9,9%, una caída de 38% en términos relativos y una reducción promedio anual de -2,3% (Gráfico 1). La tendencia atravesó ciclos de expansión y desaceleración económica, lo que sugiere un cambio estructural más que un fenómeno coyuntural.

En paralelo, el sector servicios aumentó su participación de 56,7% a 62,5%. A primera vista esta cifra podría interpretarse como una transición ordenada: la industria cede espacio y los servicios lo absorben. Sin embargo, el crecimiento de estos fue modesto (0,5% anual) y no compensa la velocidad de la contracción industrial. Colombia no está creciendo rápidamente en servicios, está perdiendo industria sin construir un reemplazo equivalente.

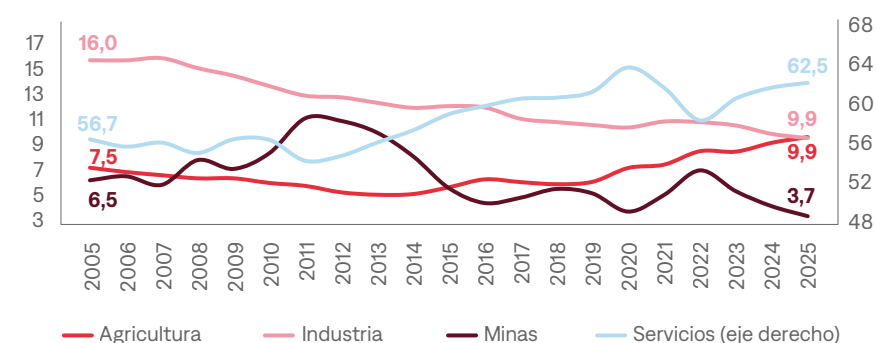
Además, el dinamismo relativo del agro, que registró un crecimiento promedio de 1,6% anual, hace más complejo el diagnóstico. La transformación no parece seguir la trayectoria clásica de las economías desarrolladas (de industria hacia servicios de alta productividad) sino un movimiento parcial hacia actividades primarias, lo que refuerza la hipótesis de una reprimarización productiva.

El análisis de los servicios confirma esta preocupación. Han ganado participación actividades profesionales y de apoyo, una señal positiva por su mayor intensidad en habilidades. No obstante, estos sectores no absorben fácilmente la mano de obra menos calificada desplazada de la industria, como advierte Dani Rodrik (2015).

También crecieron comercio, alojamiento y servicios de comida, sectores caracterizados por baja productividad y alta informalidad. En contraste, información y comunicaciones (uno de los servicios intensivos en capital, con mayor potencial de productividad) cayó de 3,5% a 2,3% del PIB entre 2005 y 2025. Al mismo tiempo, aumentó el peso de administración pública, salud, educación y entretenimiento, lo que sugiere que buena parte de la expansión de servicios depende más del gasto público y del consumo interno que de una verdadera sofisticación productiva.

El patrón es claro: la economía pierde su sector de mayor productividad sin consolidar una alternativa con igual capacidad de generar empleo formal, encadenamientos y exportaciones.

Gráfico 1. Participación (%) del valor agregado por sectores en el PIB 2005 - 2025



Fuente: elaboración ANIF con base en DANE.

Esa combinación de menor peso industrial, mayor presencia de actividades primarias y expansión de servicios de baja dinámica económica o dependencia del Estado es precisamente lo que la literatura identifica como desindustrialización prematura. De acuerdo con Rodrik (2015), este fenómeno ocurre antes de que el país haya alcanzado niveles suficientes de ingreso per cápita o de densidad industrial.

### UNA CAÍDA CONCENTRADA EN LOS SECTORES MÁS ESTRATÉGICOS

La pérdida industrial no ha sido homogénea. La contracción se concentra en actividades que representan cerca del 51% del valor agregado manufacturero.

La elaboración de alimentos, bebidas y tabaco, que representa 30,2% de la industria, cayó de 5% a 3,1% del PIB. Más preocupantes aún son los

casos de textiles y de productos metalúrgicos, aparatos eléctricos y vehículos automotores, por sus fuertes encadenamientos productivos.

El sector textil, que representa 8,3% de la industria, pasó de 2% a menos de 1% del PIB, prácticamente reduciéndose a la mitad en dos décadas. Por su parte, la fabricación de productos metalúrgicos y equipo eléctrico, con un peso de 13% en la industria, cayó de 2,6% a cerca de 1,3%.

Existe una relación negativa entre los encadenamientos hacia atrás de cada subsector y su cambio en participación: cuanto mayor su capacidad de arrastrar otros sectores, mayor fue su caída. Mientras tanto, el único componente relativamente estable fue coquización y refinación de petróleo, justamente el más ligado a recursos naturales, mientras los subsectores con mayor intensidad tecnológica, capaci-

//38%

se redujo la participación de la industria manufacturera en el PIB entre 2005 y 2025.

dad de absorción laboral y generadores de encadenamientos son los que más retroceden. Esto refuerza el argumento de reprimarización.

### LA PARTICIPACIÓN DE LA INDUSTRIA EN AMÉRICA LATINA

Para evaluar si Colombia sigue una tendencia regional o enfrenta un problema más profundo, se comparó su trayectoria con Perú, Chile, México y Brasil en el mismo periodo. Con excepción de México, todos muestran alguna contracción industrial entre 2005 y 2025 (Gráfico 2). Sin embargo, Colombia registra la caída más pronunciada: de 16% a 9,9% del PIB.

Lo que hace a este caso particularmente llamativo no es solo la magnitud de la caída sino su contraparte. Como ya se mencionó, el sector agropecuario incrementó su participación, mientras los servicios crecieron moderadamente. De esta manera, Colombia es el único país del grupo donde la industria cede terreno de forma significativa al tiempo que evidencia un crecimiento pronunciado del sector primario, lo que indicaría un fenómeno de reprimarización parcial de la estructura productiva.

Perú presenta un patrón similar, pero con marcadas diferencias. Su industria cayó de 16,6% a 12,2%, y los servicios también perdieron participación pa-

sando de 61% a 54% del PIB, lo que puede explicarse por la expansión del sector extractivo minero, que pasó de representar el 5,6% a 11,7% del PIB. Así, Perú muestra una reprimarización aún más acentuada que Colombia, aunque centrada en la minería antes que en la agricultura.

Brasil también redujo su participación industrial, de 24% a cerca de 18 hacia 2018-2019, pero después mostró una capacidad de recuperación que lo llevó a situarse en el 20% en 2025. Simultáneamente, el sector agropecuario brasileño registró un crecimiento notable, pasando de representar el 4,7% al 8,3% del PIB. Sin embargo, la naturaleza de ese proceso difiere cualitativamente del colombiano, el agonegocio brasileño es un sector de alta productividad, intensivo en tecnología y fuertemente orientado a la exportación, lo que lo aproxima a consolidarse como un sector dinámico más que a una actividad de refugio.

Chile presenta una reprimarización centrada en minería: la industria cayó de 11,9% a 8,3%, mientras la minería pasó a representar 11,6% del PIB, impulsada por el cobre, un sector que opera con niveles de productividad y sofisticación tecnológica considerablemente más altos que los del agro colombiano y que genera encadenamientos distintos hacia la industria y los servicios especializados.

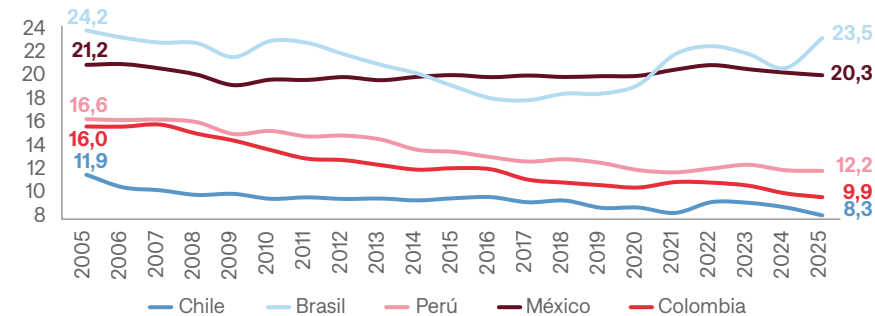
México, finalmente, es el principal contraste. Su industria se mantuvo prácticamente estable, de 21,2% a 20,3%, gracias a su integración en cadenas globales de valor manufactureras a través del T-MEC. La fabricación de equipo de transporte pasó de representar 13% a 29% de la industria. Del grupo de países, en México también se evidencia una estabilidad del sector agropecuario, con una participación de 3,1% en 2005 y 3,4% en 2025, lo que indica que su estructura productiva no se reprimarizó sino que mantuvo el ancla manufacturera.

El gráfico 3 resume estas trayectorias. Para el caso de la agricultura, Colombia es el caso más llamativo.



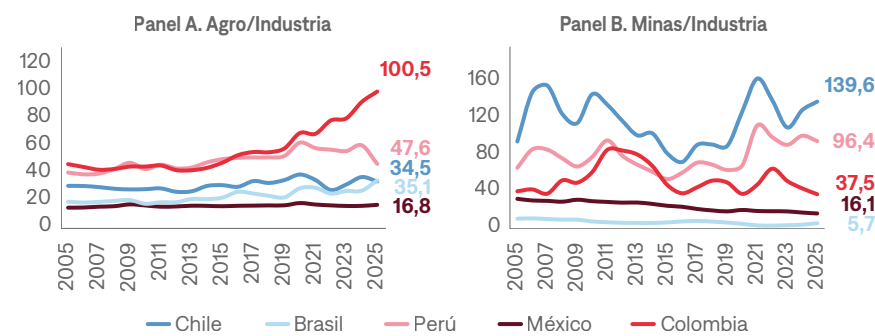
La estructura productiva del país parece vivir una reprimarización parcial, ya que la industria cede terreno de forma significativa mientras se evidencia un crecimiento pronunciado del sector primario.

Gráfico 2. Participación (%) del valor agregado de la industria manufacturera sobre el PIB



Nota: los datos de México, Chile y Brasil están disponibles hasta tercer trimestre de 2025. Fuente: elaboración ANIF con base en DANE y oficinas de estadística.

Gráfico 3. Índice de reprimarización: participación del agro y la minería relativa a la industria en el PIB



\*los datos de México, Chile y Brasil están disponibles hasta tercer trimestre de 2025. Nota: Un valor de 100 indica que el sector tiene el mismo tamaño que la industria en el PIB. Fuente: elaboración ANIF con base en DANE y oficinas de estadística.

Este alcanzó en 2025 un tamaño equivalente al de toda la industria manufacturera: el indicador Agro/Industria llegó a 100,5, un hecho sin precedentes en el grupo analizado. Perú también avanza en esa dirección, mientras Chile domina en reprimarización minera.

### EL REZAGO EN INVERSIÓN AGRAVA EL PROBLEMA

El diagnóstico se profundiza al observar la inversión. Colombia es el

único país del grupo que no ha recuperado sus niveles prepandemia: permanece 8,2% por debajo. Además, mantiene la tasa de inversión más baja de la región (Gráfico 4), sin señales claras de corrección.

Esto no es un hecho aislado: refleja una debilidad estructural que se hace visible al examinar la composición sectorial de la inversión. Industria y construcción concentran el 87,4% de la inversión total, con participaciones

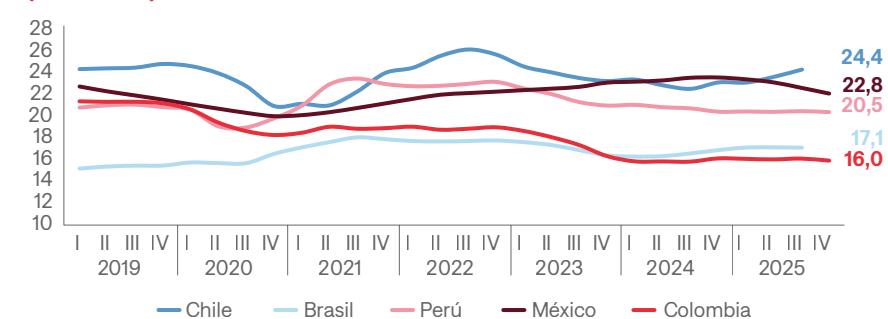
de 52% y 35%, respectivamente. La paradoja es evidente: la industria sigue siendo el principal destino de inversión, pero es también el sector que más pierde peso relativo.

La relación entre inversión y desindustrialización es bidireccional. La contracción industrial reduce los incentivos para invertir en nueva capacidad productiva, mientras la baja inversión impide modernizar procesos, incorporar tecnología y recuperar competitividad.

La literatura es clara: sin inversión suficiente en los sectores adecuados, no puede darse una transición hacia servicios sofisticados y transables. Actividades como tecnología, logística avanzada o servicios financieros requieren infraestructura, capital humano y acumulación sostenida de capital público y privado.

Si esa inversión no ocurre, el crecimiento seguirá concentrado en servicios de baja productividad, con empleos más precarios y menores salarios. La desindustrialización será entonces prematura no solo por el nivel de ingreso en que ocurre, sino porque no existe un destino productivo claro para los recursos que libera. //

Gráfico 4. Evolución de la tasa de inversión, suma 4 trimestres (2019-2025)



Nota: los datos de México, Chile y Brasil están disponibles hasta tercer trimestre de 2025. Fuente: elaboración ANIF con base en DANE y oficinas de estadística de cada país.

Las discusiones sobre las responsabilidades de la banca central como preservadora del valor de la moneda y de la solidez del sistema financiero se han activado en los últimos años. Por ejemplo, en Estados Unidos, en Turquía y en Colombia se han agudizado los enfrentamientos entre el poder Ejecutivo y las autoridades monetarias sobre la conveniencia o no de elevar las tasas de interés de intervención en respuesta a amenazas de inflación. Además, está en discusión el papel que deben desempeñar estas instituciones frente a la mayor digitalización de la economía.

Todo ello ha puesto de presente la necesidad de reabrir el debate sobre los objetivos que deben tener los bancos centrales, la necesidad de su independencia frente a los gobiernos y el tipo de coordinación que debe existir con otras políticas económicas, como la fiscal.

#### ORÍGENES Y FUNCIONES

Las funciones de la banca central han evolucionado con el tiempo. Si bien el propósito original de los primeros de ellos –el Banco de Inglaterra establecido en 1694 y el Riksbank de Suecia, en 1667– era el de ayudar a los gobiernos en sus esfuerzos bélicos, esa relación se fue transformando con el tiempo y, en especial desde principios del siglo XX, sus responsabilidades empezaron a ser otras.

Hoy buscan la estabilidad económica mediante cuatro pilares fundamentales. Primero, proveen un sistema de pagos eficiente. Segundo, velan por la solidez del sector financiero a través de crédito de liquidez o de operaciones como los “repos”, y supervisan los riesgos de las entidades bancarias, aun cuando en algunos países como Colombia, esa labor de vigilancia es ejercida por una entidad diferente. Tercero, aseguran la estabilidad en el valor de la moneda: regulan la oferta monetaria para lograr un balance entre el control de la inflación y el crecimiento económico. Finalmente, después de la

# Los guardianes del valor

¿Son los bancos centrales simples técnicos o los últimos salvavidas de la economía? Análisis sobre su independencia, sus retos digitales y su papel crítico frente a los desbordamientos fiscales que amenazan la estabilidad de los países. \*



**Francisco Azuero Zúñiga**

PROFESOR ASOCIADO, FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN DE LA UNIVERSIDAD DE LOS ANDES

Segunda Guerra Mundial y con el auge de las políticas Keynesianas, se encargó a los bancos centrales el papel de contribuir a la estabilidad macroeconómica, buscando disminuir la intensidad de los ciclos económicos.

La historia de la banca central ha sido un proceso de aprendizaje permanente. Por ejemplo, la hiperinflación de los años 20 en Alemania, durante la República de Weimar, tuvo su origen en la emisión incontrolada por parte del Reichsmark (antecesor del actual Bundesbank). Según G. Feldman, la absoluta falta de independencia de este banco central permitió que la inflación

fuera utilizada como herramienta política para demostrar que Alemania no podía pagar las reparaciones que le habían sido impuestas por el tratado de Versalles, el cual puso fin a la primera guerra mundial.

#### LA INDEPENDENCIA: ¿UN DOGMA O UNA NECESIDAD?

Basada en la experiencia histórica, la literatura resalta la importancia de la independencia del banco central frente a presiones políticas de corto plazo. Esta se manifiesta en tres dimensiones: un mandato legal con objetivos claros (como preservar el valor

de la moneda), una gobernanza técnica en la elección de su directiva y restricciones estrictas para financiar el gasto público mediante emisiones.

En Colombia, la Constitución de 1991 consagró esta independencia. Le encargó al Banco de la República velar por la capacidad adquisitiva de la moneda, prohibió el financiamiento al Estado (salvo con la unanimidad de su Junta) y garantizó una junta directiva autónoma.

#### EL FANTASMA DEL “DOMINIO FISCAL”

También en los años ochenta, la literatura académica empezó a encender las alarmas sobre un riesgo latente: la pérdida de capacidad de

los bancos centrales para combatir la inflación cuando los gobiernos incurren en déficits fiscales excesivos. Sargent y Wallace argumentan que, si los intereses de la deuda superan el crecimiento económico, la demanda de bonos flaquea y el Banco Central se ve forzado a emitir dinero para cubrir el faltante, sacrificando el control de la oferta monetaria.

En esta tensión entre políticas, Leeper propone una distinción entre lo “activo” y lo “pasivo”. Si la política monetaria es activa, el gobierno debe ajustar sus cuentas para evitar la inflación. Pero si la política fiscal se vuelve dominante y el gobierno no ajusta sus balances, el Banco Central queda reducido a un papel pasivo, perdiendo el control sobre la inflación. Cochrane lleva esta tesis al extremo, afirmando que la inflación depende de la confianza del mercado en que la deuda actual se pague con superávits futuros. Si esa confianza se rompe, la deuda se “licúa” mediante el impuesto inflacionario, trasladando recursos de la sociedad al Estado a través del aumento de precios.

En Colombia, este debate aterriza en el concepto de “coordinación”



de la moneda), una gobernanza técnica en la elección de su directiva y restricciones estrictas para financiar el gasto público mediante emisiones.

A partir de los años ochenta, la independencia de los bancos centrales empezó a ser una tendencia, basados principalmente en cuatro razones. En primer lugar, el problema de inconsistencia intertemporal: los gobiernos, influidos por ciclos electorales, tienden a privilegiar el corto plazo, generando “sorpresas monetarias” para estimular la economía hoy, aunque causen inflación mañana.

En segundo lugar, el manejo de las expectativas sobre la inflación,

porque estas pueden convertirse en profecías autocumplidas. Para que las metas del banco sean asimiladas por la sociedad, deben ser creíbles. Tercero, la independencia entre la política fiscal y la monetaria, que busca evitar que el Banco Central sea la “caja menor” del gobierno. La emisión para financiar déficits fiscales es un vicio que suele derivar en episodios de alta inflación o hiperinflación.

Cuarto, la especialización técnica, porque la política monetaria exige que hoy las decisiones se basen en modelos sofisticados, que demandan conocimientos profundos de la econo-

EL BANCO CENTRAL MODERNO NO ES UN SIMPLE GESTOR DE TASAS, ES EL GARANTE DE UN BIEN PÚBLICO INTANGIBLE: LA CONFIANZA. EN UN MUNDO DE CRISIS RECURRENTE, SU INDEPENDENCIA ES EL ÚNICO DIQUE CONTRA EL POPULISMO MONETARIO.



del Banco de la República con la política general. Aunque la ley estipula esta armonía (art 3 de la Ley 31 de 1992), también aclara que el Banco no debe ceder si se compromete su misión constitucional de preservar el valor de la moneda. Por ello, si un programa oficial pretende que el Banco financie al gobierno o manipule las tasas para facilitar su endeudamiento, la autoridad

monetaria no está obligada a colaborar. Los legisladores colombianos parecen haber blindado así la dominancia de la política monetaria sobre la fiscal. No obstante, el peligro persiste: un déficit fiscal desbordado, sea explícito o disfrazado, puede presionar las tasas de interés y terminar obligando al Banco a acomodarse a una política fiscal expansiva, comprometiendo su autonomía.

#### EL DINERO DIGITAL Y LA SOBERANÍA

El futuro de la banca central se disputa hoy en los códigos de programación. La digitalización ha traído dos desafíos: las criptomonedas privadas y las monedas digitales de banco central (CBDC). Mientras que el Bitcoin carece de un respaldo institucional que garantice su estabilidad, las CBDC representan una oportunidad para modernizar los pagos y reducir costos de transacción. Existe en este último caso la probabilidad de riesgos sistémicos: si en una crisis los ciudadanos mueven masivamente sus ahorros de los bancos comerciales hacia cuentas directas en el Banco Central, la desintermediación financiera podría amenazar la liquidez de los bancos y restringir completamente el crédito para el sector privado.

El Banco Central moderno no es un simple gestor de tasas; es el garante de un bien público intangible: la confianza. En un mundo de crisis recurrentes, su independencia es el único dique contra el populismo monetario. La lección de la historia es implacable: cuando el dinero se pone al servicio de las urgencias políticas, el costo real lo terminan pagando los ciudadanos a través del impuesto más injusto y regresivo de todos: la inflación. La estabilidad no es un fin en sí mismo, sino un cimiento indispensable sobre el cual se construye el crecimiento sostenible. //

\*Este texto es una versión corta del ensayo original de Francisco Azuero Zúñiga, publicado en anif.com.co.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Cochrane, J. (2023). The fiscal theory of price level. Princeton University Press.  
 Feldman, G. (1997). The Great Disorder: Politics, Economics, and Society in the German Inflation, 1914-1924. Oxford University Press.  
 Lepper, E. (1991). Equilibria under "active" and "passive" monetary and fiscal policies. Journal of Monetary Economics, 27 (1), 129-147.  
 Sargent, T., & Wallace, N. (Fall 1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 1-17.

# FLOR DE CAÑA

celebra su **135 aniversario** con su lanzamiento más añejo a la fecha: **un ron ultra-lujo de 35 años**



En celebración de 135 años de tradición y maestría, Flor de Caña, una de las empresas más antiguas de Centroamérica, devela con orgullo su creación más extraordinaria y lanzamiento más añejo a la fecha: **Flor de Caña 35 Años**. Esta obra maestra representa la cúspide del compromiso de la marca con la sostenibilidad, la excelencia y la calidad, un legado forjado por cinco generaciones familiares desde 1890.

Añejado de manera natural y sostenible durante 35 años en barricas de roble blanco americano en la reserva privada de la familia, este excepcional ron nació en el *terroir* volcánico de Nicaragua, ubicado entre el majestuoso volcán San Cristóbal y el Océano Pacífico. Esta armonía de tierra, mar y fuego ha otorgado al líquido su com-

plejo perfil de sabor y un acabado exquisitamente suave.

Solo 350 *decanter*s de cristal (700 ml) estarán disponibles a nivel mundial, con un precio de US\$4,000, acompañados de un certificado de autenticidad numerado individualmente. Cada uno es una obra de arte, con siluetas y relieves esculpidos que evocan las líneas del volcán San Cristóbal, capturando su fuerza y belleza atemporal. Acabado a mano y pulido a la perfección, el *decanter* resalta los tonos cálidos y dorados del extraordinario líquido en su interior.

Cada pieza está coronada con un tapón de roca de obsidiana de origen volcánico hecho a la medida y ajustado individualmente a su botella, adornado con un fino collarín de cuero, símbolo del compromiso histórico

de Flor de Caña con la sostenibilidad. Se presenta en un distinguido estuche de nogal, delicadamente grabado con ilustraciones de la exuberante flora que crece al pie del volcán.

"Flor de Caña 35 Años representa la esencia, los valores familiares y la tradición artesanal que han definido nuestra marca durante 135 años. Más que un objeto de colección, es un raro tesoro del tiempo, creado para quienes valoran la autenticidad y la excelencia", afirmó Tomás Cano, el reconocido Maestro Ronero de Flor de Caña durante casi cuatro décadas.

También estarán disponibles *decanter*s en formato de 100 ml, con un precio de US\$630 cada uno, presentados en un elegante estuche de color verde esmeralda.



#### Sobre Flor de Caña

Flor de Caña es una marca de ron premium y el primer destilado en el mundo certificado Carbono Neutral y Fair Trade. Con una historia familiar desde 1890, es destilado con energía 100% renovable y añejado naturalmente a los pies de un volcán activo sin azúcar ni ingredientes artificiales. Reconocida como líder global en sostenibilidad, la marca ha recibido distinciones como "Productor Sostenible de Destilados" (Francia), "Premio Marca Ética" (Reino Unido) y "Mejor Destilería Sostenible de Ron" (EE.UU.). [www.flordecana.com](http://www.flordecana.com)  
**Sitio Web Oficial Flor de Caña 35 Años:** <https://www.flordecana.com/35-year>

# La geopolítica de la energía

En un contexto global de tensiones latentes y alta volatilidad, el gas natural debe ser un escudo de soberanía y competitividad para el país.



**E**n el actual escenario de fragmentación global, la seguridad energética ha dejado de ser una variable técnica para convertirse en la piedra angular de la estabilidad macroeconómica y la soberanía nacional. El reciente conflicto de Medio Oriente, particularmente la escalada de tensiones en el entorno de Irán y las amenazas latentes sobre el Estrecho de Ormuz, no son simplemente ruidos en las pantallas de los mercados internacionales.

Para Colombia, que enfrenta una presión creciente entre oferta y demanda de gas natural, estos choques externos son una señal clara: depender de fuentes externas implica asumir la volatilidad de un mercado global cada vez más inestable, lo que refuerza la necesidad de un balance entre oportunidades locales y recursos externos.

El Estrecho de Ormuz es, sin lugar a duda, una de las coordenadas



**Luz Stella Murgas**

PRESIDENTA DE  
NATURGAS

estratégicas del sistema energético mundial. Por este paso transita aproximadamente una quinta parte del petróleo y de Gas Natural Licuado (GNL) del mundo. Cualquier disrupción operativa o política en esta arteria logística genera un efecto dominó que presiona al alza los precios internacionales, incluso para

aquellos países que, como Colombia, no compran directamente moléculas en esa región.

Hoy, Colombia importa cerca del 23% de la demanda total de gas para asegurar el respaldo de su sistema eléctrico y parte del consumo industrial. Si bien nuestro GNL proviene principalmente de fuentes atlánticas como Trinidad y Tobago (55%) y Estados Unidos (45%), los precios se rigen por un mercado globalizado donde el factor de mayor sensibilidad es nuestra exposición a las compras de corto plazo. Actualmente, contamos con contratos de precio garantizado que cubren nuestras necesidades solo hasta mayo de 2026.

Cuando el riesgo geopolítico se dispara en el Golfo Pérsico, el mercado de GNL reacciona con primas de riesgo que encarecen el suministro para todos los compradores. En este contexto, la autosuficiencia energética no es una consigna ideológica, es el seguro de vida

de nuestra economía frente a guerras ajenas que pretenden pasarle factura al bolsillo de las familias colombianas.

La parálisis en la ejecución de proyectos estratégicos locales nos obliga a mirar hacia afuera en un momento de máxima incertidumbre. El análisis es sencillo pero contundente: si el conflicto se prolonga, los volúmenes de gas que compremos a partir de junio de 2026 podrían verse afectados por la presión de los mercados internacionales.

Aunque el país enfrenta un escenario desafiante debido a la baja actividad exploratoria; el declive natural de la producción de los campos maduros; la migración de la demanda industrial de gas natural hacia energéticos más contaminantes y un entorno internacional incierto y complejo, el gas natural sigue siendo garantía de confiabilidad para la generación de energía eléctrica y la producción de alimentos y bebidas, papel, textiles, vidrio, entre otros. No debemos

olvidar que el gas natural no compite con la transición, la hace posible.

## UNA POLÍTICA DE ESTADO

Desde Naturgas, hemos planteado una visión que puede ayudar a proteger la seguridad energética, a través del programa "Colombia Energía Segura". Esta iniciativa no busca cerrar las puertas al comercio internacional, pues entendemos el gas importado como un respaldo estratégico necesario, pero no como la única fuente de suministro a la que debe apostarle el país. La lógica correcta es la de un portafolio diversificado donde la producción nacional sea el eje rector.

Para blindar el futuro energético de los próximos 30 años, Colombia necesita decisiones de Estado que trasciendan los ciclos políticos. Esto requiere entorno habilitante con reglas de juego claras y estables en el largo plazo, mayor agilidad en la ejecución de proyectos estratégicos, así como decisiones oportu-

nas que eviten retrasos en la entrada de nueva oferta. A la par, es clave avanzar en infraestructura de regasificación y transporte, para contar con un sistema más flexible, resiliente y capaz de responder a cualquier eventualidad.

En conclusión, la lección de la geopolítica actual es clara, la seguridad energética debe gestionarse con un enfoque pragmático y anclado al potencial geológico del país; en el sector del gas, ese rigor nos advierte que renunciar a la autosuficiencia energética equivale a entregarle a terceros las llaves de nuestra casa.

La misión que tenemos ahora es convertir el potencial que tenemos en bienestar real para todos. Solo con un equipo unido entre Estado, industria y comunidades, podremos asegurar que la llama del progreso siga encendida en Colombia, sin importar cuán fuertes soplen los vientos de conflicto en el resto del mundo. //



**Tomás Rodríguez**

PROFESOR ASOCIADO DE LA FACULTAD DE ECONOMÍA DE LA UNIVERSIDAD DE LOS ANDES

# Unas conexiones que pueden cambiarlo todo

**E**n Colombia deberíamos apostarle a crear un número de colegios de bachillerato de excelencia como parte del sistema estatal de educación. Un colegio con la mejor infraestructura, diseñado y construido por los mejores arquitectos y dotado de los mejores rectores y docentes del magisterio (compensados e incentivados de manera acorde) costaría entre tres y cinco veces lo que cuesta un colegio estatal promedio. Gruesamente, esto implica que con 1,5 billones de pesos anuales (para poner el reto en contexto, aproximadamente el costo anual del extinto Ser Pilo Paga traído a pesos de 2026) podríamos comenzar con cinco colegios de este tipo en cada una de las cinco principales ciudades, con 200 estudiantes por cohorte desde 6° a 11°. Es decir, anualmente estos colegios graduarían a 5.000 estudiantes.

Estos colegios estarían abiertos a todas las familias y asignarían sus muy limitados cupos a los mejores estudiantes entre los postulantes, de acuerdo con las pruebas Saber 5. Los 5.000 graduandos anuales representarían cerca del 1% del sistema. Sin embargo, hay razones para pensar que esta podría ser la semilla de una transformación social importante.

En primer lugar, permitirían comenzar a desagregar el sistema educativo. Familias de estratos 3, 4, 5 y 6, que hoy no consideran lo público, intentarían que sus hijos entraran. Serían, por tanto, mucho más diversos que la mayoría de los colegios actuales. Para preservar su vocación integradora, los cupos se asignarían combinando excelencia académica con criterios de diversidad territorial y socioeconómica. Además, podrían convertirse en un argumento electoral poderoso: si funcionan, crear más será una promesa fácil de hacer.

Tras cuatro o cinco ciclos electorales, su número crecería y podríamos empezar a reducir de forma real la segregación educativa. El impacto de que dentro de 25 años el 3 o 4% de los mejores colegios de todo el sistema sean estatales y menos segregados que el resto puede ser grande, como lo sugieren Watts y Strogatz: unos pocos vínculos fuertes entre grupos inicialmente distantes de una comunidad son suficientes para reducir radicalmente las distancias sociales entre todos.

Pero también hay un argumento de eficiencia. En Colombia tenemos selecciones de fútbol de talla mundial porque muchos crecemos soñando con ser futbolistas y casi todos tenemos un espacio y un balón para intentarlo. Así, los dos o tres seleccionados de una cohorte emergen de una base amplia de 450.000 niños y niñas. La historia de nuestros científicos de frontera es distinta. De esos 450.000 estudiantes, solo una fracción pequeña contará con las bases necesarias al terminar el colegio. No porque tengan más talento, sino porque por su contexto familiar acceden a mejor educación.

Dado el costo de formar talento de alto nivel y sus enormes beneficios sociales, hace una gran diferencia si esas oportunidades se asignan entre los mejores de toda la cohorte o dentro de un subconjunto pequeño. Hoy estamos haciendo lo segundo. Un grupo de colegios de excelencia nos ayudaría como a Francia, a Perú o a Singapur a comenzar a asignar estas oportunidades muy escasas de mejor manera para todos.

En el fondo, una sociedad no es solo un conjunto de personas que viven juntas. Es un conjunto de personas que se educan juntas. Y en Colombia no lo estamos haciendo. //

“ UNA SOCIEDAD NO SOLO ES UN CONJUNTO DE PERSONAS QUE VIVEN JUNTAS. ES UN CONJUNTO DE PERSONAS QUE SE EDUCAN JUNTAS. ”

## Tu bienestar nos inspira

a darte mejores alternativas para que tus trabajadores sean más sanos, productivos y felices

### Algunos beneficios de nuestro Plan Ideal

- ↘ Tarifas diferenciales por convenios colectivos.
- ↘ Acceso directo a todas las especialidades médicas.
- ↘ Odontología general y especializada.
- ↘ Bolsa de medicamentos por reembolso.
- ↘ Convalidación de antigüedad de otras medicinas prepagadas y del Plan Complementario Especial de Compensar.
- ↘ Orientación médica y atención domiciliaria 24/7.
- ↘ Programa personalizado de bienestar integral.
- ↘ La mejor red de clínicas del país
- ↘ Asistencia internacional para viajes por USD/EUR 50.000.
- ↘ Medicina alternativa

**Y mucho más...**

Infórme en: [medicinaprepagada.compensar.com](http://medicinaprepagada.compensar.com)



Aplican términos y condiciones

# Tu retiro se construye hoy

Con **+Porvenir Retiro**, el + es para ti, cada decisión consciente suma un + para tu mañana.

Empieza a construir **tu tranquilidad a tu ritmo**, con el monto que definas y el acompañamiento experto que te ayuda a tomar las mejores decisiones.

Porque cuando **ahorras con constancia**, cada aporte suma un + que te acerca al **retiro que imaginas**.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



Escanea y da el primer paso.

Tu Porvenir es  
**Bienestar Financiero Sostenible**