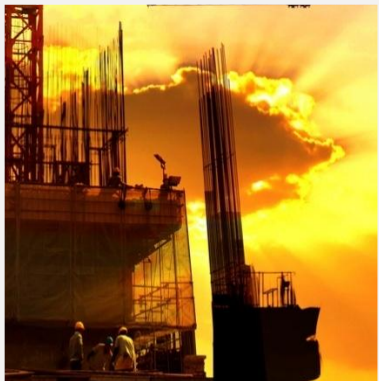
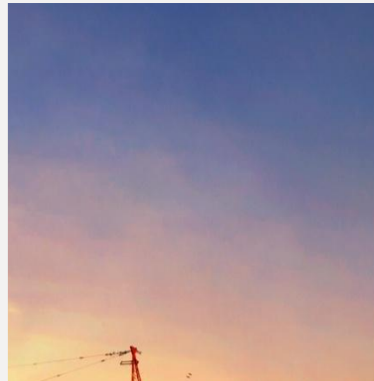


Informe Semanal

Se nos va el tren: el rezago de la infraestructura en el país



Se nos va el tren: el rezago de la infraestructura en el país

Informe Semanal

24 de noviembre de 2025

EDITORIAL: SE NOS VA EL TREN: EL REZAGO DE LA INFRAESTRUCTURA EN EL PAÍS (PÁG 3)

- La construcción de infraestructura ha sido, históricamente, uno de los pilares de la política pública en Colombia, no solo por su capacidad para mejorar la conectividad y reducir costos logísticos, sino también por sus amplios efectos socioeconómicos. **Sin embargo, en los últimos cuatro años el sector perdió el avance logrado entre 2014 y 2020.**
- Tras alcanzar un aporte superior al 2% del PIB en 2019, la participación de obras civiles se redujo a 1,1% en 2023, **el valor más bajo en lo corrido del siglo.**
- La producción total de obras civiles está 27,8% por debajo de los niveles prepandemia, mientras que el rezago en la construcción de carreteras y calles es 43,8%.
- Se ha dado **una transición incompleta entre las concesiones 4G y 5G, donde las primeras están finalizando y las segundas han tardado en despegar.**
- El avance de la infraestructura multimodal también ha sido limitado. **A octubre de 2025, las metas del Plan Nacional de Desarrollo relacionadas muestran un avance del 47%.**
- La inversión pública también está rezagada. **El Invías, con el séptimo presupuesto de inversión más alto entre 222 entidades, presenta una ejecución promedio de solo 50% entre 2022 y 2025.**
- **La confianza del sector se ha visto afectada por la incertidumbre institucional:** amenazas sobre el pago de vigencias futuras, rezagos en la actualización de peajes y señales regulatorias ambiguas han elevado la percepción de riesgo contractual.
- En contraste, **las regiones se han convertido en los principales motores actuales del sector.**
- **La política pública no debería centrarse únicamente en reactivar las obras actuales, sino en restablecer una agenda integral de infraestructura que permita retomar el ciclo de inversión perdido.** Para ello se requiere: (i) restablecer la confianza en el modelo APP garantizando la estabilidad contractual, la protección de las vigencias futuras y el cumplimiento de acuerdos -como los ajustes de peajes- para evitar presiones fiscales como el DR13; (ii) planear nuevos proyectos según las prioridades de competitividad; y (iii) optimizar costos —especialmente financieros— evaluando mejoras al modelo APP.

MERCADO DE DEUDA (PÁG 10)

- La curva de rendimientos de los Tesoros americanos se valorizó y se empinó (*bull steepening*). En promedio, la curva se desplazó hacia abajo en ocho puntos básicos (pbs).
- Las curvas de rendimientos de los TES en tasa fija y UVR se desvalorizaron en cerca de 23 y 43 pbs, frente al cierre de una semana atrás.

CONTEXTO EXTERNO Y MERCADO CAMBIARIO (PÁG 16)

- Las cifras del mercado laboral de septiembre mostraron señales mixtas (tasa de desempleo al alza, creación de nóminas moderada y debilidad en manufacturas y servicios), mientras el cierre parcial del Gobierno generará un vacío de estadísticas clave de empleo e inflación, lo que eleva las expectativas de que la Fed adopte una postura más cautelosa en su reunión de diciembre.
- En septiembre, las importaciones colombianas crecieron 18,7% a/a hasta USD 6.129 millones CIF, en medio del buen desempeño de la demanda interna, especialmente del consumo privado. En este contexto, el dinamismo importador superior al de las exportaciones amplió el déficit comercial de mercancías a USD 1.164 millones FOB.
- El peso colombiano se depreció 1,3% la semana pasada y cerró en \$3.805, en medio del fortalecimiento global del dólar, pero con una volatilidad superior a la de sus pares.

ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL (PÁG 21)

- El DANE reportó que la economía colombiana creció un 3,6% anual en el tercer trimestre de 2025 en su serie original y un 3,4% en su serie desestacionalizada. En términos trimestrales, el PIB avanzó un 1,2%, tres veces lo observado en el segundo trimestre. Estos resultados reflejan que la economía mantiene un ritmo de crecimiento positivo, consolidando una fase clara de aceleración, aunque persisten las dudas sobre su sostenibilidad.

Se nos va el tren: el rezago de la infraestructura en el país

Editor:

César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de
 Investigaciones Económicas
cesar.pabon@corfi.com

Autores:

Andrés Felipe Gallego

Analista Sectores y Sostenibilidad
andres.gallego@corfi.com

Fabián Osorio Quintero

Director Sectores y Sostenibilidad
cristhian.osorio@corfi.com

- La construcción de infraestructura ha sido, históricamente, uno de los pilares de la política pública en Colombia, no solo por su capacidad para mejorar la conectividad y reducir costos logísticos, sino también por sus amplios efectos socioeconómicos. **Sin embargo, en los últimos cuatro años el sector perdió el avance logrado entre 2014 y 2020.**
- Tras alcanzar un aporte superior al 2% del PIB en 2019, la participación de obras civiles se redujo a 1,1% en 2023, **el valor más bajo en lo corrido del siglo.**
- La producción total de obras civiles está 27,8% por debajo de los niveles prepandemia, mientras que el rezago en la construcción de carreteras y calles es 43,8%, evidenciando una pérdida de dinamismo sin precedentes en dos décadas.
- Se ha dado **una transición incompleta entre las concesiones 4G y 5G, donde las primeras están finalizando y las segundas han tardado en despegar.** Aunque la inversión 5G superó por primera vez a la de 4G en 2025, su ejecución sigue siendo baja: en lo corrido de 2025 se ha ejecutado solo el 16,5% de la inversión de las 4G observada en 2019.
- El avance de la infraestructura multimodal también ha sido limitado. **A octubre de 2025, las metas del Plan Nacional de Desarrollo relacionadas muestran un avance del 47%, y ningún proyecto 5G multimodal (aeropuertos, ferrocarriles y canales) ha iniciado obra.**
- La inversión pública también está rezagada. **El Invías, con el séptimo presupuesto de inversión más alto entre 222 entidades, presenta una ejecución promedio de solo 50% entre 2022 y 2025.** Su programa insignia “Caminos Comunitarios de la Paz Total”, con una inversión propuesta de \$8 billones, apenas alcanza un avance del 26%.
- **La confianza del sector se ha visto afectada por la incertidumbre institucional:** amenazas sobre el pago de vigencias futuras, rezagos en la actualización de peajes y señales regulatorias ambiguas han elevado la percepción de riesgo contractual, afectando proyectos en curso y la estructuración de nuevas iniciativas.
- En contraste, **las regiones se han convertido en los principales motores actuales del sector.** Proyectos como la Primera Línea del Metro de Bogotá (67% de avance) y el Túnel del Toyo (con frentes que superan el 90%) han mostrado que las regiones continúan avanzando incluso en un contexto nacional de menor tracción.
- Aun bajo escenarios optimistas, **en los próximos años la inversión en infraestructura no alcanzará los niveles de la década pasada.** Por ello, es urgente retomar una agenda ambiciosa de infraestructura, avanzando en proyectos estratégicos como el Regiotram de Occidente, el Tren de Cercanías del Valle y la Segunda Línea del Metro de Bogotá.
- **La política pública no debería centrarse únicamente en reactivar las obras actuales, sino en restablecer una agenda integral de infraestructura que permita retomar el ciclo de inversión perdido.** Para ello se requiere: (i) restablecer la confianza en el modelo APP garantizando la estabilidad contractual, la protección de las vigencias futuras y el cumplimiento de acuerdos - como los ajustes de peajes- para evitar presiones fiscales como el DR13; (ii) planear nuevos proyectos según las prioridades de competitividad; y (iii) optimizar costos —especialmente financieros— evaluando mejoras al modelo APP.

La construcción de infraestructura ha sido, históricamente, uno de los pilares de la política pública en Colombia, no solo por su capacidad para mejorar la conectividad y reducir costos logísticos, sino también por sus amplios efectos socioeconómicos. La inversión en obras civiles y transporte terrestre tiene un efecto multiplicador significativo. Por cada peso invertido, la economía genera 2,3 pesos adicionales en producción, 2,5 pesos en salarios y 4,9 pesos en recaudo tributario (Pabón & Benavides, 2023)¹.

¹ Benavides J. & Pabón C. (2023). El aporte de las concesiones mediante APP en infraestructura de transporte al crecimiento y el bienestar de Colombia. Bogotá: Fedesarrollo, 50 p. <https://fedesarrollo.org.co/construccion-vivienda-y-desarrollo-urbano/e9591c55-b262-4f6d-8f1a-56a92a258d57>

Este sector está estrechamente vinculado al desarrollo económico de largo plazo y, durante décadas, ha impulsado la competitividad territorial, la integración regional y la productividad empresarial. En lo corrido del siglo, el avance de la infraestructura en el país ha estado acompañado de ajustes institucionales que han permitido la participación de diversos actores. **El fortalecimiento del sistema de concesiones y la expedición de la Ley de Asociaciones Público-Privadas (APP) en 2012, entre otros hitos, facilitaron la estructuración y ejecución de proyectos de gran envergadura**, en la medida en que este modelo mejoró la asignación de riesgos, alivió la carga fiscal, incorporó incentivos a la innovación y a la calidad, e introdujo criterios de eficiencia, entre otras virtudes. De hecho, este modelo permitió la construcción de aproximadamente 10.000 km de carreteras principales que no hubieran sido viables mediante contratos de obra pública debido a las condiciones fiscales del país (Pabon & Benavides, 2023). De esta forma, se consolidó un marco institucional robusto que incentiva la participación del sector privado, optimiza el uso de los recursos públicos y acelera la modernización de la infraestructura nacional.

Gracias a este fortalecimiento institucional, las obras civiles crecieron a un ritmo doble que la economía entre 2012 y 2019 (6,6% frente a 3,1%), lo que permitió que este sector pasara de representar el 1,6% del PIB en 2012 a 2,1% en 2019. No obstante, **su participación se redujo a 1,1% del PIB en 2023, la más baja registrada en lo corrido del siglo** (Gráfico 1). Junto con la extracción de carbón, las obras civiles se destacan como el subsector con mayor rezago frente a los niveles prepandemia: **en el tercer trimestre de 2025 su valor agregado se ubicó 27,8% por debajo del observado en el último trimestre de 2019**. En suma, el sector de infraestructura ha perdido el terreno ganado entre 2012 y 2019: hoy su participación es la de hace veinte años y su nivel de actividad es similar al registrado en 2013 (Gráfico 2).

En este sentido, es prioritario que el país adopte una estrategia que restituya a la infraestructura su papel determinante en el desarrollo nacional. Para ello, **resulta fundamental aprovechar las fortalezas institucionales del modelo de APP**, introducir los ajustes necesarios para adaptarlo al contexto de altas tasas de interés y diseñar un plan que responda a las necesidades estratégicas del país. Con ello será posible acelerar tanto la ejecución de los proyectos que hoy se encuentran en etapas previas a la obra como la materialización de las iniciativas que se requieren para fortalecer la competitividad nacional.

Gráfico 1. Participación de las obras civiles en PIB

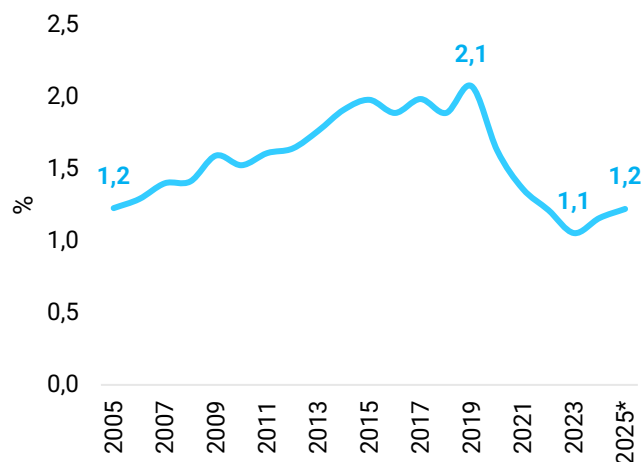
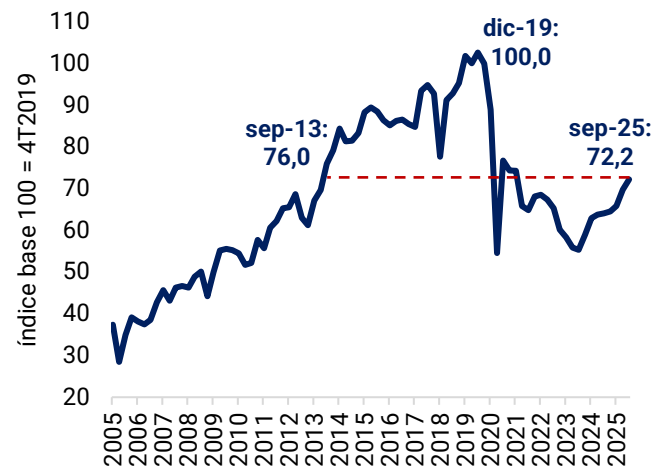


Gráfico 2. Valor agregado de obras civiles



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana. *Cifra a tercer trimestre de 2025. Precios constantes.

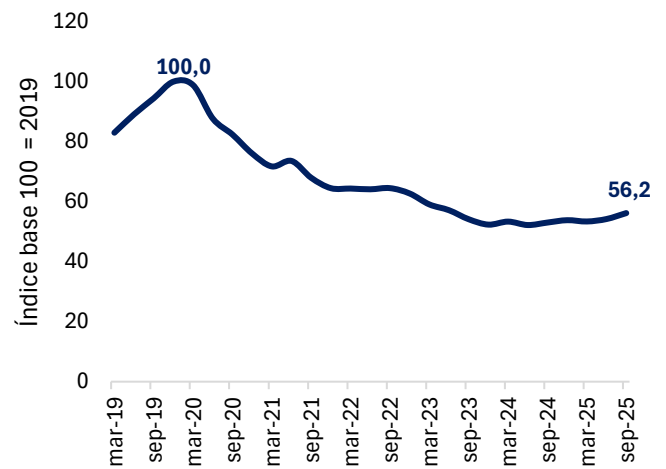
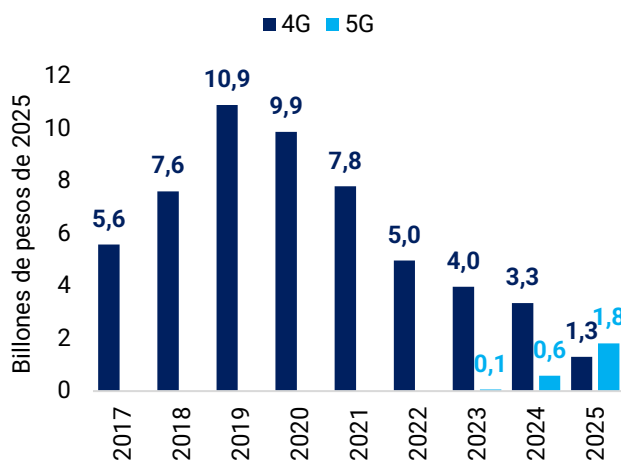
El impulso perdido

Ante la finalización de las obras 4G, que fueron el pilar de la infraestructura vial en la década pasada, se esperaba que las 5G tomaran el liderazgo en la inversión del sector. **Como era previsible, el aporte de las 4G es cada vez más marginal.** Luego de alcanzar inversiones anuales superiores a \$10 billones en 2019, en lo corrido del año hasta octubre las inversiones en este grupo de proyectos apenas suman \$1,3 billones, en un contexto en el que 40% de las obras ya registra un avance del 100%, 30% supera el 90% y otro 10% el 80%.

Por su parte, la primera obra 5G (Accesos Cali y Palmira) apenas inició su fase de construcción en octubre de 2023 y, posteriormente, solo tres proyectos adicionales entraron en construcción (Nueva Malla Vial del Valle, Troncal del Magdalena C1 y C2). Estos cuatro proyectos, que en conjunto tienen una inversión estimada de \$10,7 billones, han ejecutado apenas \$2,4 billones. **Apenas en 2025, el año con la menor ejecución de las obras 4G, la inversión de las 5G logró superar por primera vez a la de las 4G, lo que evidencia la ausencia de un relevo efectivo en el ciclo de inversión vial** (Gráfico 3). A su vez, dos proyectos (Alo Sur y Accesos Norte II) permanecen en pre-construcción, y uno (Santuario–Caño Alegre) sigue en estructuración, retrasando aún más la consolidación de la nueva ola de concesiones.

Ante esta situación, **la producción de carreteras y calles al tercer trimestre de 2025 se encuentra 43,8% por debajo de los niveles observados en 2019** (Gráfico 4). Este ha sido el principal factor por el cual la construcción de obras civiles en el país aún no recupera sus niveles prepandemia. Este rubro representa cerca del 50% de la producción total de obras civiles, de modo que la baja ejecución de los grandes proyectos carreteros limita de manera decisiva el dinamismo del sector y en general de la economía.

Gráfico 3. Ejecución de la inversión en la construcción de vías **Gráfico 4. Indicador de producción real de carreteras y calles (promedio doce meses)***



Fuente: Aniscopeo y DANE. Cálculos: Corficolombiana. *Se utiliza la producción de carreteras a precios corrientes del IPOC y se deflacta con el Índice de Costos de la Construcción de Obras Civiles (carretero)

En el Plan Nacional de Desarrollo 2022–2026, el Gobierno fijó como prioridad la integración territorial bajo el principio de la conectividad física, con un énfasis especial en la multimodalidad. Entre sus metas se incluyó la construcción de cuatro canales de acceso a

24 de noviembre de 2025

puertos marítimos, la intervención de 105 instalaciones portuarias fluviales, la adjudicación de 1.817 kilómetros de vías férreas y el mejoramiento de 15 aeropuertos no concesionados. Sin embargo, **a octubre de 2025, a solo diez meses de finalizar el cuatrienio, los avances son limitados, con un progreso promedio del 47%**. Solo la construcción de canales de acceso marítimos registra una ejecución del 100%. La intervención de instalaciones fluviales cuenta con un avance del 53,3%, solo se ha adjudicado el 28,9% de las vías férreas previstas y apenas se ha alcanzado el 6,7% de las mejoras proyectadas en aeropuertos no concesionados.

A ello se suma que ninguna obra multimodal 5G ha iniciado su fase de construcción (Tabla 1). Estos proyectos, que representan un Capex de \$15,5 billones, permanecen en pre-construcción o prefactibilidad. Los más avanzados –Canal del Dique, Dorada-Chiriguana y la ampliación del aeropuerto de Cartagena– han logrado ser adjudicados, pero no han iniciado obra. El resto de las obras se encuentran en etapas aún más tempranas.

Tabla 1. Estado de proyectos 5G no carreteros

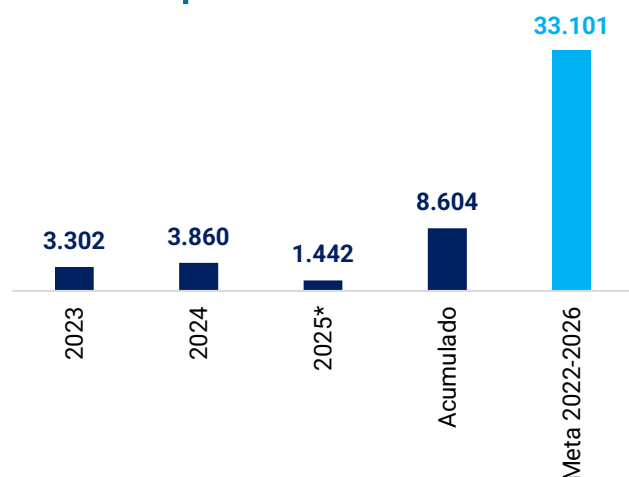
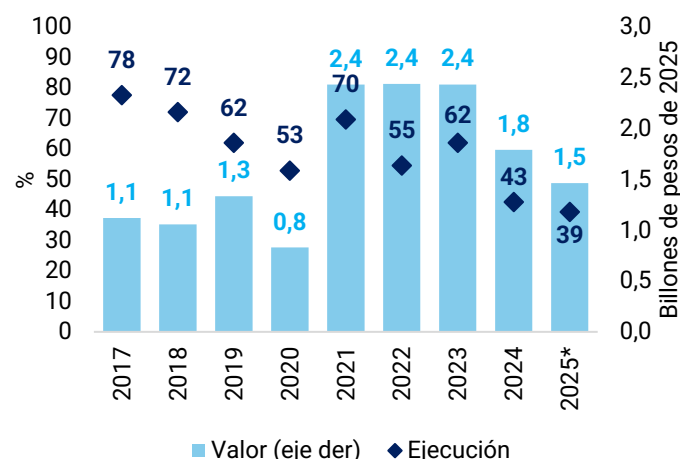
Proyecto	Modo	Capex (billones)*	Estado
IP Nuevo Aeropuerto de Cartagena	Aeroportuario	4,5	En definición de viabilidad
Canal del Dique	Fluvial	3,4	Adjudicado (sin iniciar construcción)
Dorada-Chiriguana	Férreo	2,3	Adjudicado (sin iniciar construcción)
IP Transporte Ferroviario del Caribe	Férreo	1,4	Prefactibilidad
IP Aeropuerto de Suroccidente	Aeroportuario	1,2	A la espera de la adjudicación
IP Campo de Vuelo Aeropuerto El Dorado	Aeroportuario	1,0	Incluida en el proyecto de APP de IP EDMAX
IP Aeropuerto de Cartagena	Aeroportuario	0,7	Adjudicado (sin iniciar construcción)
IP Chiriguana – Dibulla	Férreo	0,7	Prefactibilidad
IP Aeropuerto de San Andrés	Aeroportuario	0,4	Se declaró desierto
Total		15,5	

Fuente: Proindesa y Aniscopio. Cálculos: Corficolombiana. *Valores a precios de 2025.

Uno de los programas insignia del Gobierno, “Caminos Comunitarios de la Paz Total”, proyectaba la construcción de 33 mil kilómetros de vías terciarias con una inversión de 8 billones de pesos, un monto superior al de cualquier obra 4G individual. Sin embargo, a la fecha **solo se han construido 8,6 mil kilómetros, lo que representa un avance de apenas 26%** (Gráfico 5). Además, aunque el progreso ya había sido lento en 2023 y 2024, en 2025 (corte a octubre) se ejecutó menos de la mitad de lo alcanzado en cada uno de esos años, evidenciando una fuerte desaceleración en el programa que debía convertirse en el principal impulsor de la infraestructura regional durante este gobierno.

La baja ejecución no se ha limitado a este programa, sino que se ha reflejado en la inversión pública en infraestructura en general. Entre 2022 y 2025, **el INVÍAS, entidad que cuenta con el séptimo presupuesto de inversión más alto entre las 222 del Gobierno nacional (cerca de \$3,7 billones), ha tenido una ejecución promedio de apenas 50%** (Gráfico 6). En detalle, la inversión efectivamente ejecutada a través del INVÍAS pasó de \$2,4 billones anuales entre 2021 y 2023 a apenas \$1,5 billones en lo corrido de 2025, lo que implica una reducción cercana al 40%. Dada la magnitud de su presupuesto, esta subejecución tiene efectos directos sobre la economía, al ralentizar la implementación de obras esenciales.

24 de noviembre de 2025

Gráfico 5. Avance del Programa Caminos Comunitarios para la Paz en kilómetros

Gráfico 6. Ejecución del presupuesto de inversión en el Inviás


Fuente: DNP y Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana. *Con corte a octubre.

Los factores macroeconómicos han jugado un papel relevante en este rezago. El aumento del costo de la deuda fue un elemento que desincentivó la inversión: en el periodo pospandemia, las tasas de interés a la que se financiaban proyectos viales promediaron 17%, frente al 11% registrado entre 2015 y 2019. A esto se sumó el marcado incremento en los costos de los insumos asociados al choque inflacionario global: en el primer trimestre de 2023, se registraron aumentos históricos del asfalto y el cemento (35,7% y 30,1%, respectivamente). No obstante, desde el segundo trimestre de 2024, el incremento de estos insumos se ha moderado, acercándose a las variaciones observadas en el periodo prepandemia.

Sin embargo, más allá de los costos financieros y de construcción, **el atraso en los proyectos de infraestructura refleja, sobre todo, la creciente incertidumbre sobre las reglas de juego del sector.** En los últimos años han surgido amenazas sobre el pago de los compromisos adquiridos mediante vigencias futuras, afectando no solo a los proyectos en ejecución, sino también a aquellos que están por iniciar o que podrían estructurarse en el futuro. A esto se suma la brecha acumulada en los cobros de peajes, que en muchos casos no han incorporado plenamente los ajustes pactados en los contratos, generando un desalineamiento entre los ingresos esperados y los riesgos asumidos por los concesionarios.

Regiones al rescate

Aunque el fenómeno inflacionario y el encarecimiento del financiamiento afectaron de manera generalizada a los proyectos de infraestructura, tanto a nivel nacional como regional, **el esfuerzo destacado de las regiones mostró que era posible mantener el impulso incluso ante choques macroeconómicos adversos.** En los últimos años, las obras impulsadas desde los gobiernos subnacionales han ganado protagonismo, convirtiéndose en uno de los principales motores de la actividad del sector y evitando un retroceso mayor, mientras los proyectos a cargo del Gobierno nacional han mostrado un desarrollo limitado y una baja ejecución.

En Bogotá, por ejemplo, **la Primera Línea del Metro de Bogotá ha tenido un avance significativo desde el inicio de su construcción en el segundo semestre de 2021, y a octubre de 2025 cuenta con un avance general del 67%.** En Antioquia, además, se destaca, por ejemplo, la finalización del tramo II del Túnel del Toyo, el túnel vial más largo de Latinoamérica,

24 de noviembre de 2025

que conectará a Medellín con el Mar de Antioquia en la subregión de Urabá. **Este tramo, que inicialmente estaba a cargo de la Nación, pasó a manos de la Gobernación de Antioquia luego de que el Gobierno nacional cediera el contrato ante las dificultades para obtener fuentes de financiación.** Las obras del tramo I, correspondientes a la Gobernación y al Municipio de Medellín, presentan un avance del 99%. Por su parte, el sector I del tramo II, cedido a la Gobernación en diciembre de 2024, registra un 70% de ejecución, mientras que el sector II, también inicialmente a cargo de la Nación, quedó bajo la responsabilidad conjunta de la Gobernación y del Distrito.

Consideraciones finales

En Colombia, el avance de la infraestructura ha sido limitado en los últimos cuatro años, en un contraste marcado con la trayectoria que el país venía construyendo desde inicios de siglo. Hoy, la producción total de obras civiles está 28% por debajo de los niveles prepandemia y, en el caso de carreteras, el rezago asciende a 44%. **Esto responde a una transición incompleta entre las concesiones 4G y 5G, a retrasos en proyectos estratégicos de conectividad multimodal, a la baja ejecución de la inversión pública y a un entorno de mayor incertidumbre institucional que ha deteriorado las señales para la inversión.**

La política pública no debería centrarse únicamente en reactivar las obras actuales, sino en restablecer una agenda integral de infraestructura que permita retomar el ciclo de inversión perdido. El Gráfico 7 ilustra que, aun bajo un escenario optimista en el que la mayoría de los proyectos de la primera ola de 5G inicien construcción entre 2026 y 2027, en los próximos años la inversión total del sector no alcanzaría los niveles de la década pasada.

Más que un retroceso inevitable, **el momento actual debe entenderse como un llamado a reconstruir una estrategia nacional de infraestructura.** A diferencia de ciclos anteriores, cuando las 3G (2002–2010) y las 4G (2012–2019) definieron trayectorias claras de inversión, hoy las 5G no han logrado consolidarse como el nuevo motor del sector y la brecha frente al pasado reciente se mantendría abierta. Por ello, es fundamental avanzar no solo en la ejecución de las concesiones vigentes, sino también en proyectos urbanos y regionales como el Regiotram de Occidente, el Tren de Cercanías del Valle, la Segunda Línea del Metro de Bogotá, así como a otras iniciativas orientadas a fortalecer la competitividad del país.

Para asegurar el avance exitoso de los proyectos de infraestructura, **la estrategia nacional debe comenzar por enviar señales claras de estabilidad contractual en el modelo de APP.** Este esquema, considerado uno de los más exitosos del mundo (Pabón y Benavides, 2023), permitió un avance histórico en la construcción de carreteras —algo que habría sido imposible sin dicho modelo—. Sin embargo, la incertidumbre reciente ha debilitado la confianza en este mecanismo, introduciendo dudas que amenazan su continuidad y expansión. En este contexto, resulta crucial reafirmar el papel de las vigencias futuras como un instrumento de financiación jurídicamente sólido y protegido. La sola posibilidad de modificar su naturaleza ha incrementado en los últimos años la percepción de riesgo entre los inversionistas, encareciendo la financiación y poniendo en riesgo la ejecución de los proyectos. No obstante, la menor ejecución reciente en APP abre una oportunidad: entre 2027 y 2030, los pagos por vigencias futuras se reducirán alrededor de un 30% frente a los niveles de 2025 y 2026.

La recuperación de la confianza también contribuirá a aliviar las presiones financieras de los proyectos y permitirá revisar otros aspectos contractuales que han suscitado inquietudes. Una de las principales preocupaciones se relaciona con los mecanismos de pago en las concesiones, en particular los diferenciales de recaudo (DR). Estos surgen cuando la recaudación real —por ejemplo, ingresos por peajes, variaciones macro, cambios en patrones de movilidad, entre otros factores— no coincide con las proyecciones utilizadas para

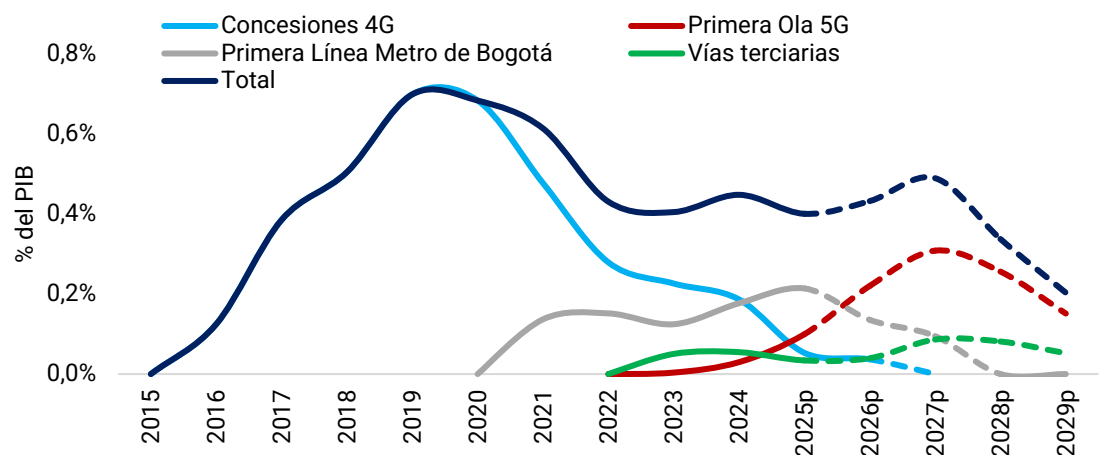
24 de noviembre de 2025

estructurar el contrato. Estas desviaciones generan brechas entre los ingresos esperados por el concesionario y los efectivamente percibidos. Se estima que el DR a 13 años (DR13) podría representar entre 10 y 12 billones. Si no se realizan ajustes tarifarios, como los incrementos de peajes acordados, la presión fiscal asociada al DR13 aumentaría, generando incertidumbre sobre la capacidad del Gobierno para honrar estos compromisos. Este diferencial podría reducirse significativamente si se aplicaran las decisiones tarifarias pendientes, especialmente considerando que alrededor de 50% de los ingresos de este tipo de proyectos proviene de peajes (Ramírez y Villar, 2015)². La ausencia de estos ajustes puede comprometer la sostenibilidad financiera del sistema, salvo que se identifique una fuente de ingresos más estable o sustitutiva.

En síntesis, **la política más efectiva en este ámbito es garantizar el cumplimiento de los acuerdos contractuales, preservando la distribución de riesgos originalmente pactada**. De cara al futuro, **los nuevos proyectos de infraestructura deben planearse estratégicamente y orientarse a las necesidades de competitividad del país**. Esto implica definir las apuestas productivas —los sectores o actividades en los que Colombia busca especializarse— y, a partir de ello, diseñar un plan de infraestructura que conecte los nodos de producción con los puntos de exportación, mejore la logística, reduzca costos y fortalezca la competitividad nacional.

Finalmente, **es pertinente explorar mejoras al modelo de APP, especialmente ante el complejo panorama fiscal que enfrentará el país en los próximos años**. La prioridad debe ser optimizar los costos de los proyectos para garantizar su viabilidad y permitir la priorización de iniciativas estratégicas. Uno de los aspectos más sensibles es el costo del financiamiento. Dado que **las condiciones financieras seguirán siendo exigentes, resulta necesario evaluar mecanismos que permitan equilibrar mejor los flujos disponibles con el pago por disponibilidad, sin comprometer la ejecución de las obras**. Aunque este esquema ofrece claridad en la asignación de riesgos y alinea los incentivos entre el sector público y privado, también obliga a los concesionarios a depender de financiamiento de largo plazo a tasas elevadas, reduciendo su apetito por invertir en el contexto actual. El esquema del Proyecto Metro de Bogotá constituye una referencia valiosa que podría considerarse para extenderse a otros proyectos.

Gráfico 7. Ejecución de grandes proyectos de infraestructura



Fuente: Proindesa, Aniscopio y Metro de Bogotá, DNP. Cálculos: Corficolombiana.

² Ramírez, J.M. & Villar, L. (2015). Macroeconomía de las concesiones de cuarta generación. Bogotá: Fedesarrollo, 33 p. https://www.repository.fedesarrollo.org.co/bitstream/handle/11445/3172/Repor_Marzo_2015_Ramirez_y_Villar.pdf

Mercado de deuda

Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija
felipe.espitia@corfi.com

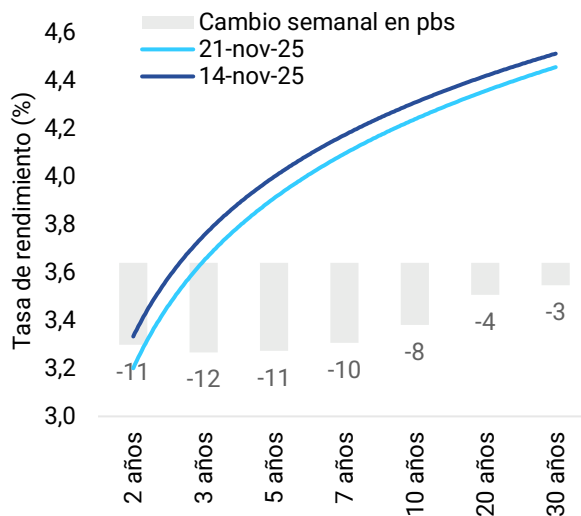
- La curva de rendimientos de los Tesoros americanos se valorizó y se empinó (*bull steepening*). En promedio, la curva se desplazó hacia abajo en ocho puntos básicos (pbs).
- Las curvas de rendimientos de los TES en tasa fija y UVR se desvalorizaron en cerca de 23 y 43 pbs, frente al cierre de una semana atrás.

Mercado internacional

La semana anterior, la curva de rendimientos de los Tesoros americanos se valorizó y se empinó (*bull steepening*). Este escenario refleja un nuevo aumento en la probabilidad de recorte en la tasa de política monetaria de la Fed para la última reunión de 2025. Los mercados han interpretado posibles señales de varios de la Fed que el ciclo de recortes iniciado hace dos meses podría volver a entrar en pausa.

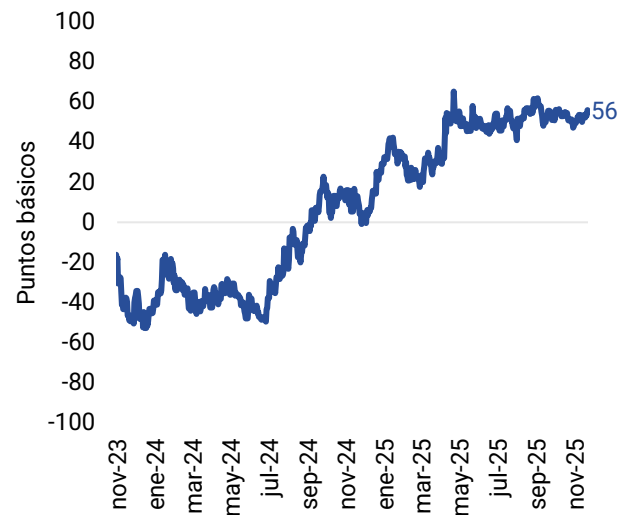
En particular, la curva de rendimientos de los Tesoros americanos se valorizó, en promedio, ocho puntos básicos (pbs), percibiendo las mayores reducciones en las tasas de rendimiento de los bonos con menor plazo (Gráfico 1). De esta forma, el empinamiento de la curva terminó en 56 pbs, siendo el punto más alto en el último mes (Gráfico 2).

Gráfico 1. Curva de rendimientos de los Tesoros americanos



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 2. Pendiente de la curva de rendimientos de los Tesoros americanos (2 - 10 años)



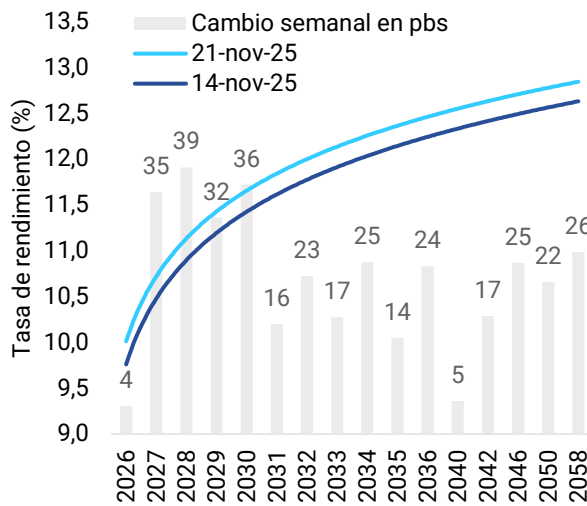
Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

Mercado local

En Colombia, el mercado descuenta con una mayor probabilidad los riesgos de iniciar un escenario de aumentos en la tasa de política monetaria que fija el BanRep y el buen desempeño de la economía en el tercer trimestre del año. Los efectos de esta expectativa y el resultado del PIB consolidaron las desvalorizaciones que se vienen percibiendo a lo largo del mes en el mercado de deuda pública colombiano.

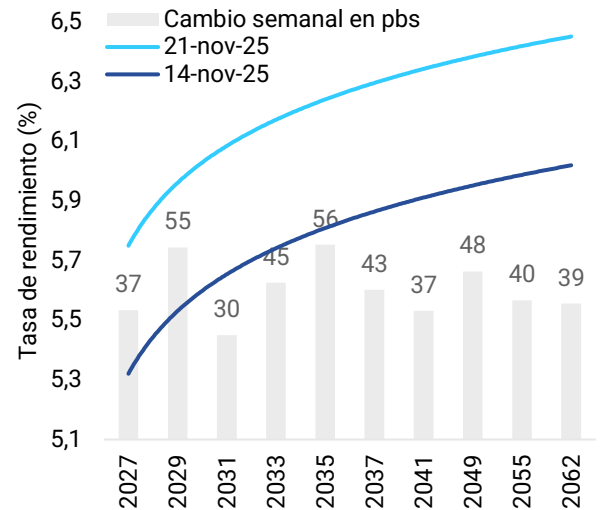
De parte de la curva de rendimientos de los TES en tasa fija se presentó un aumento cercano a 23 pbs en las tasas que componen esta curva. Las presiones en la parte corta y media de la curva son las que más destacan en la semana y descuentan un cambio en la postura de política del BanRep (Gráfico 3). De igual manera, la curva de los títulos en UVR se desvalorizó, en promedio, 43 pbs, mostrando un comportamiento más transversal a lo largo de la curva (Gráfico 4).

Gráfico 3. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija, cambio semanal



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 4. Curva de rendimientos de los TES en UVR, cambio semanal



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

24 de noviembre de 2025

Cifras de deuda pública interna

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada (años)	Tasa		Precio	
				14-nov-25	21-nov-25	14-nov-25	21-nov-25
TES Tasa Fija							
TFIT15260826	7.50%	26-ago-26	0.76	9.20%	9.24%	98.65	98.71
TFIT08031127	5.75%	3-nov-27	1.89	10.30%	10.65%	92.23	91.74
TFIT16280428	6.00%	28-abr-28	2.25	10.98%	11.37%	89.69	89.03
TFIT05220829	11.00%	22-ago-29	3.19	11.65%	11.96%	98.01	97.11
TFIT16180930	7.75%	18-sep-30	4.09	11.79%	12.15%	85.66	84.55
TFIT10260331	7.00%	26-mar-31	4.31	12.00%	12.16%	80.93	80.46
TFIT16300632	7.00%	30-jun-32	5.17	12.08%	12.31%	77.61	76.80
TFIT11090233	13.25%	9-feb-33	4.67	12.15%	12.32%	104.97	104.15
TFIT11240135	11.75%	24-ene-35	5.50	12.07%	12.32%	98.17	96.87
TFIT16181034	7.25%	18-oct-34	6.42	12.32%	12.46%	73.41	72.84
TFIT16090736	6.25%	9-jul-36	7.15	12.10%	12.34%	65.90	64.87
TFIT16281140	12.75%	28-nov-40	6.66	12.33%	12.38%	102.79	102.47
TFIT21280542	9.25%	28-may-42	7.75	12.22%	12.40%	79.15	78.17
TFIT23250746	11.50%	25-jul-46	7.99	12.30%	12.55%	93.94	92.21
TFIT31261050	7.25%	26-oct-50	9.15	12.10%	12.32%	62.22	61.09
TFIT34130358	12.00%	13-mar-58	8.09	12.34%	12.60%	97.16	95.16
TES UVR							
TUVT11170327	3.30%	17-mar-27	1.29	5.00%	5.37%	97.83	97.41
TUVT10180429	2.25%	18-abr-29	3.26	5.62%	6.17%	89.75	88.27
TUVT07220131	6.50%	22-ene-31	4.33	6.16%	6.46%	101.44	100.14
TUVT20250333	3.00%	25-mar-33	6.46	5.80%	6.25%	83.59	81.30
TUVT20040435	4.75%	4-abr-35	7.42	5.74%	6.30%	92.94	89.24
TUVT18250237	3.75%	25-feb-37	8.83	5.87%	6.30%	82.84	79.84
TUVT17200341	5.00%	20-mar-41	10.33	5.96%	6.33%	90.49	87.16
TUVT32160649	3.75%	16-jun-49	14.04	5.82%	6.30%	73.78	69.07
TUVT31190555	5.25%	19-may-55	14.16	5.90%	6.30%	90.97	86.04
TUVT38010262	6.50%	1-feb-62	14.23	5.92%	6.31%	108.55	102.64

Fuente: LSEG - Workspace, SEN. Cálculos: Corfi colombiana.

24 de noviembre de 2025

Cifras de deuda pública externa

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada (años)	Z-Spread (pbs)	Tasa		Precio	
					14-nov-25	21-nov-25	14-nov-25	21-nov-25
COLGLB26	4.500%	28-ene-26	0.19	91	4.85%	4.86%	99.90	99.91
COLGLB27	3.875%	25-abr-27	1.39	108	4.54%	4.49%	99.08	99.16
COLGLB29	4.500%	15-mar-29	3.06	173	5.03%	5.00%	98.39	98.49
COLGLB30	3.000%	30-ene-30	3.89	224	5.55%	5.52%	90.68	90.80
COLGLB30a	7.375%	25-abr-30	3.81	224	5.46%	5.53%	107.32	107.01
COLGLB31	3.125%	15-abr-31	4.92	255	5.75%	5.88%	88.05	87.55
COLGLB32	3.250%	22-abr-32	5.72	264	6.03%	6.03%	85.52	85.54
COLGLB33	8.000%	20-abr-33	5.71	287	6.21%	6.28%	110.31	109.86
COLGLB34	7.500%	2-feb-34	6.14	291	6.48%	6.37%	106.32	107.00
COLGLB35	8.500%	25-abr-35	6.74	303	6.53%	6.55%	113.48	113.36
COLGLB35n	8.000%	14-nov-35	7.36	311	6.70%	6.65%	109.24	109.60
COLGLB36	7.750%	7-nov-36	7.85	336	6.85%	6.95%	106.77	106.02
COLGLB37	7.375%	18-sep-37	8.27	316	6.86%	6.81%	104.02	104.47
COLGLB41	6.125%	18-ene-41	9.49	341	7.13%	7.18%	90.81	90.39
COLGLB42	4.125%	22-feb-42	10.82	337	7.10%	7.20%	71.82	71.06
COLGLB44	5.625%	26-feb-44	10.67	355	7.27%	7.38%	83.61	82.62
COLGLB45	5.000%	15-jun-45	11.59	338	7.25%	7.26%	76.78	76.77
COLGLB49	5.200%	15-may-49	12.24	351	7.29%	7.39%	76.74	75.87
COLGLB51	4.125%	15-may-51	13.35	338	7.08%	7.27%	65.56	63.94
COLGLB53	8.750%	14-nov-53	12.31	338	7.36%	7.25%	116.26	117.75
COLGLB54	8.375%	7-nov-54	12.18	386	7.37%	7.68%	111.87	107.99
COLGLB61	3.875%	15-feb-61	14.75	307	6.76%	6.92%	61.52	60.15

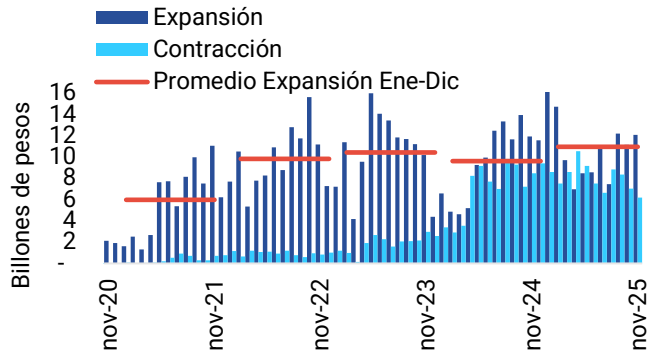
Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

Inflación implícita extraída de la curva cero cupón de TES

Fecha	1 año	2 años	3 años	5 años	10 años
31-dic-24	5.39%	5.00%	5.00%	5.46%	6.74%
21-nov-24	3.53%	3.61%	3.98%	4.58%	5.27%
22-oct-25	3.72%	4.03%	4.36%	4.83%	5.43%
14-nov-25	4.17%	4.83%	5.17%	5.44%	5.72%
21-nov-25	4.34%	5.10%	5.37%	5.51%	5.66%
Cambios (pbs)					
Semanal	16	27	20	7	-6
Mensual	62	107	101	68	24
Anual	80	149	139	93	39
Año corrido	-105	10	37	6	-107

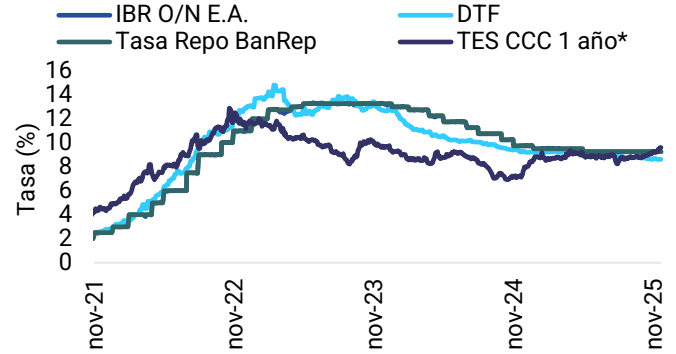
Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



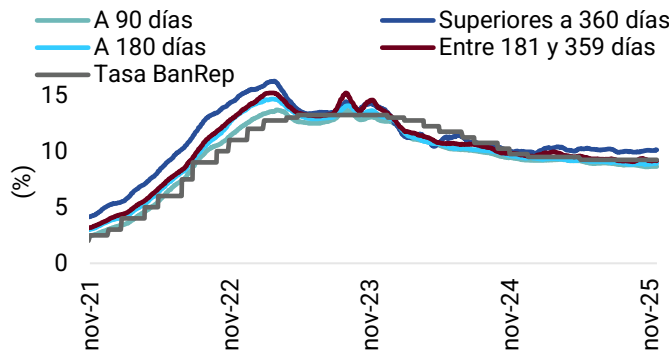
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Tasas de interés de corto plazo



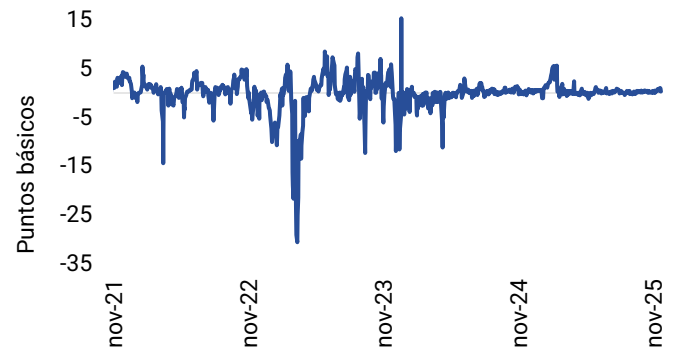
Fuente: BanRep y Precia. Cálculos: Corficolombiana

Tasas de captación (promedio móvil 20 días)



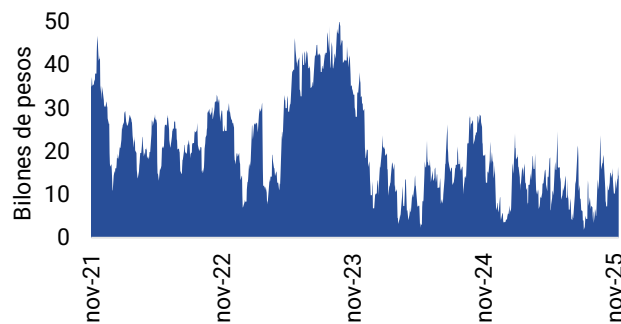
Fuente: Superintendencia Financiera y BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Brecha IBR O/N EA y tasa BanRep



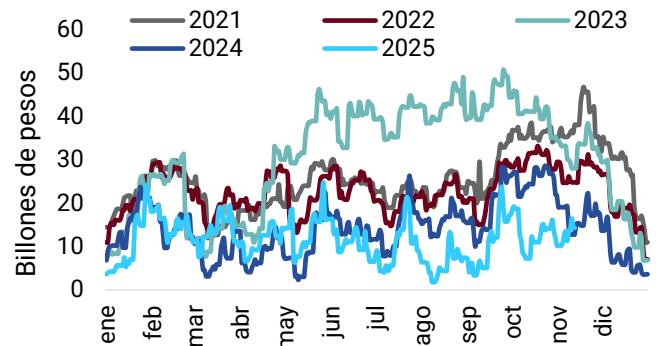
Fuente: Superintendencia Financiera y BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep



Fuente: BanRep.

Saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep, estacional



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

24 de noviembre de 2025

Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)

Fecha	Total*		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	666.9	4.18%	650.8	5.36%	16.2	-28.19%
hace un año	678.3	1.70%	660.6	1.52%	17.7	9.17%
cierre 2024	687.8	3.30%	669.1	2.71%	18.7	30.15%
hace un mes	715.7	6.09%	700.8	6.53%	14.9	-11.23%
7-nov.-25	720.3	6.20%	705.7	6.83%	14.6	-17.29%

Fuente: Banco de la República

* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)

Fecha	Comercial		Consumo		Hipotecaria	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	336.1	5.96%	209.7	-0.78%	102.7	7.81%
hace un año	348.6	3.70%	199.6	-4.83%	110.3	7.46%
cierre 2024	353.4	5.68%	201.5	-3.26%	112.7	7.89%
hace un mes	363.4	4.97%	208.6	4.57%	121.6	11.25%
7-nov.-25	364.3	4.51%	210.8	5.61%	122.8	11.33%

Fuente: Banco de la República

* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

Créditos comerciales del sistema financiero (Billones de pesos)

Fecha	Total		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	336.1	5.96%	320.8	8.50%	15.4	-28.88%
hace un año	348.6	3.70%	331.9	3.48%	16.6	8.27%
cierre 2024	353.4	5.68%	335.7	4.64%	17.7	30.11%
hace un mes	363.4	4.97%	349.5	5.78%	13.9	-11.99%
7-nov.-25	364.3	4.51%	350.7	5.65%	13.6	-18.08%

Fuente: Banco de la República

Contexto externo y mercado cambiario

- Las cifras del mercado laboral de septiembre mostraron señales mixtas (tasa de desempleo al alza, creación de nóminas moderada y debilidad en manufacturas y servicios), mientras el cierre parcial del Gobierno generará un vacío de estadísticas clave de empleo e inflación, lo que eleva las expectativas de que la Fed adopte una postura más cautelosa en su reunión de diciembre.
- En septiembre, las importaciones colombianas crecieron 18,7% a/a hasta USD 6.129 millones CIF, en medio del buen desempeño de la demanda interna, especialmente del consumo privado. En este contexto, el dinamismo importador superior al de las exportaciones amplió el déficit comercial de mercancías a USD 1.164 millones FOB.
- El peso colombiano se depreció 1,3% la semana pasada y cerró en \$3.805, en medio del fortalecimiento global del dólar, pero con una volatilidad superior a la de sus pares.

Gabriela Bautista

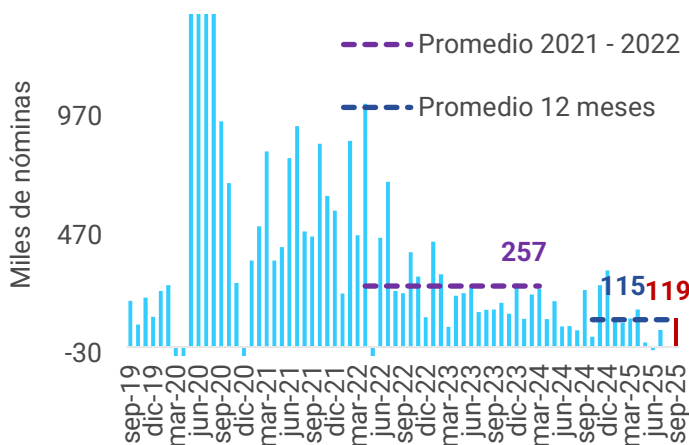
Analista de Investigaciones
gabriela.bautista@corfi.com

EE. UU: Señales mixtas del mercado laboral y mayor cautela esperada de la Fed ante el vacío de datos

Los datos del mercado laboral de Estados Unidos correspondientes a septiembre mostraron señales mixtas. La tasa de desempleo sorprendió al alza, incrementándose en 0,1 p.p. hasta 4,4%, cuando el consenso esperaba que se mantuviera en 4,3%, en medio del leve avance de la tasa de participación laboral hasta 62,4% (desde 62,3%), sugiriendo que una mayor proporción de la población se mantiene activa en la búsqueda de empleo.

Por su parte, el ritmo de creación de nóminas no agrícolas (NFP) sorprendió positivamente con 119 mil nuevas plazas, más del doble de las 53 mil que anticipaba el mercado y el mayor registro desde abril (Gráfico 1). No obstante, el dato de agosto fue revisado significativamente a la baja, pasando de una creación inicialmente reportada de 22 mil empleos a una destrucción de 4 mil, lo que atenúa parcialmente la lectura positiva del registro de septiembre con dos meses de destrucción neta de empleos este año. En detalle, en el sector manufacturero,

Gráfico 1. Creación mensual de nóminas no agrícolas



Fuente: LSGE – Workspace.

Tabla 1. Cambio en el número de nóminas no agrícolas por sector

	sep-25	12 meses
Total	119	1312
Educación y salud	59	823
Ocio y hospitalidad	47	235
Gobierno	22	136
Construcción	19	38
Financiero	5	60
Información	0	-4
Otros ss	-2	71
Comercio, transporte y utilities	-2	123
Minería	-3	-14
Manufactura	-6	-94
SS profesionales	-20	-62

Fuente: LSGE – Workspace.

aunque el resultado fue algo mejor a lo esperado, se registró una destrucción de 6 mil nóminas (frente a -8 mil previstas) y en 12 meses registró una caída de 94 mil, lo que confirma que la industria sigue siendo un foco de debilidad relativa (Tabla 1). Entre tanto, las mayores caídas

24 de noviembre de 2025

en el número de empleos se registraron en los servicios de transporte (-25 mil) y profesionales (-20 mil). En términos de presiones salariales, los ingresos medios por hora aumentaron 0,2% mensual y 3,8% anual.

La Oficina de Estadísticas Laborales anunció que no se publicarán los resultados de octubre de la Encuesta de Hogares (Household Survey) ni las cifras del Índice de Precios al Consumidor, dado que no fue posible recopilar la información necesaria mediante encuestas. En consecuencia, no se dispondrá de información oficial de corto plazo sobre la situación del mercado de trabajo (tasa de desempleo, participación laboral y empleo total) ni de inflación, en la medida en que estos datos no pueden obtenerse de forma retroactiva. Adicionalmente, en diciembre se divulgarán conjuntamente los resultados de la Encuesta a Establecimientos (nóminas no agrícolas, salarios, pensiones) correspondientes a octubre y noviembre, así como la inflación del IPC de noviembre y algunos índices de precios de octubre que no se estiman a partir de encuestas.

En este contexto, para la próxima decisión de política monetaria de la Reserva Federal (Fed), prevista para el 10 de diciembre, se configurará un vacío estadístico: más allá del reporte de vacantes laborales, no habrá nuevos datos relevantes de empleo e inflación IPC (Tabla 2). Además, se desconoce el calendario de publicación de la inflación PCE. Esto aumentará la dependencia de la Fed y de los mercados en otros indicadores de actividad de alta frecuencia y en información cualitativa proveniente de encuestas y reportes empresariales.

Tabla 2. Nuevas fechas de publicación de datos estadísticos en EE. UU.

Publicación	Período de referencia	Fecha de publicación programada	Fecha de publicación revisada
Situación laboral	sep-25	03-oct-25	20-nov-25
Ingresos reales	sep-25	15-oct-25	21-nov-25
Inflación IPP	sep-25	16-oct-25	25-nov-25
Índices de precios de importación y exportación	sep-25	17-oct-25	03-dic-25
Ofertas de empleo y rotación laboral	sep-25 y oct-25	02-oct-25	09-dic-25
Situación laboral	oct-25	07-nov-25	Cancelado
Inflación IPC	oct-25	13-nov-25	Cancelado
Decisión de política monetaria de la FED	dic-25	10-dic-25	10-dic-25
Situación laboral*	nov-25	05-dic-25	16-dic-25
Inflación IPC**	nov-25	10-dic-25	18-dic-25
Gastos de consumo	2024	30-oct-25	19-dic-25

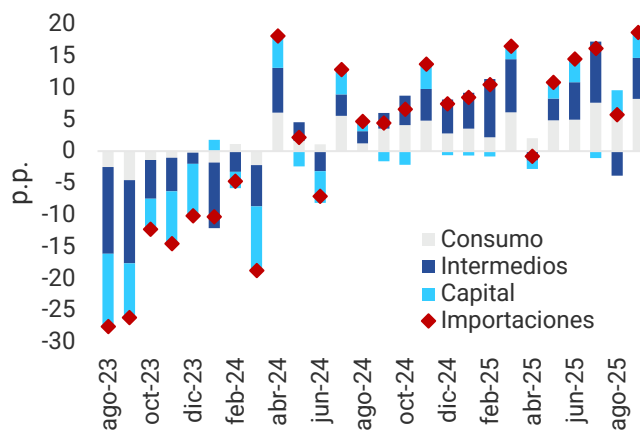
Fuente: Bureau of Labor Statistics. *Incluye solo los datos de la Encuesta de empleo Actual. **Incluirá solo índices de oct-25 que no se recopilen a través de encuestas y no incluirá variaciones mensuales.

Colombia: Mayor dinamismo de las importaciones y aumento del déficit comercial

En septiembre, el valor de las importaciones aumentó 18,7% anual, al alcanzar USD 6.129 millones CIF, con aumentos generalizados en los tres grandes grupos de bienes. Puntualmente, las compras externas de bienes de consumo crecieron 29,5% anual, destacándose el fuerte dinamismo de los bienes durables (45,8% a/a), en donde las adquisiciones de vehículos aportaron 3,7 p.p. al crecimiento total. Por su parte, las importaciones de bienes intermedios aumentaron 14,1% anual, explicadas principalmente por las mayores compras de materias primas y productos para la industria (con una incidencia de 4,9 p.p.) y de combustibles y lubricantes (1,2 p.p.). Finalmente, las importaciones de bienes de capital se expandieron 15,3% anual, con un repunte particularmente significativo en los bienes para la agricultura (69% a/a), mientras que el principal aporte provino de los bienes de capital para la industria, especialmente máquinas y aparatos de oficina, partes y accesorios de maquinaria industrial y otros equipos fijos.

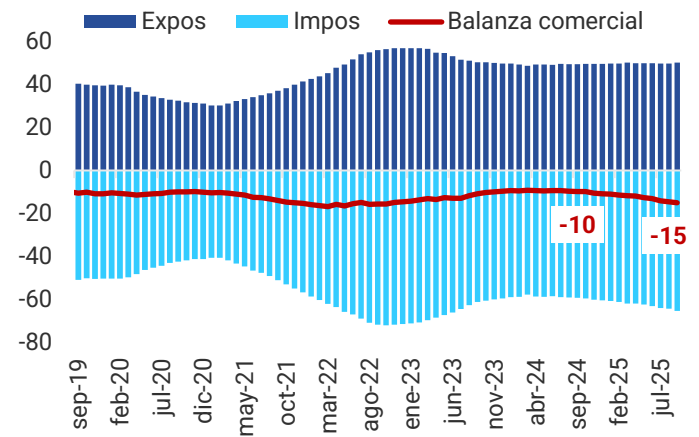
Con este comportamiento, las importaciones totales aumentaron 10,9% anual en lo corrido del año a septiembre, hasta 51.978 millones de USD CIF, impulsadas por la sólida demanda interna y con aportes significativos de las compras de manufacturas y de bienes agropecuarios, alimentos y bebidas. Con esto, el déficit comercial de mercancías se amplió de manera importante: en septiembre alcanzó USD 1.164 millones FOB, frente a USD 660 millones FOB un año atrás, en un contexto en el que el dinamismo de las importaciones ha superado ampliamente al de las exportaciones, presionando al alza el desbalance externo de bienes.

Gráfico 2. Aportes al crecimiento de las importaciones



Fuente: DANE

Gráfico 3. Aportes a la balanza comercial de mercancías (año móvil)



Fuente: DANE

24 de noviembre de 2025

Tabla 3. Cifras publicadas durante la semana

Fecha	País/Región	Información	Período	Observado	Esperado	Anterior
19-nov-25	UK	IPC Núcleo (a/a)	Oct	3,40%	3,40%	3,50%
19-nov-25	UK	IPC (a/a)	Oct	3,60%	3,50%	3,80%
19-nov-25	UK	IPP (a/a)	Oct	0,50%	0,70%	0,70%
19-nov-25	EZ	Cuenta corriente	Sep	23,1B	15,9B	22,2B
19-nov-25	EZ	IPC Núcleo (a/a)	Oct	2,40%	2,40%	2,40%
19-nov-25	EZ	IPC (a/a)	Oct	2,10%	2,10%	2,20%
19-nov-25	US	Balanza comercial	Ago	-59,60B	-61,30B	-78,20B
19-nov-25	CH	Decisión tasa de préstamos (PBoC)		3,00%	3,00%	3,00%
20-nov-25	US	Nuevas peticiones de subsidio de desempleo		220K		228K
20-nov-25	US	Tasa de desempleo	Sep	4,40%	4,30%	4,30%
20-nov-25	US	Nóminas no agrícolas	Sep	119K	53K	-4K
20-nov-25	EZ	Confianza del consumidor (p)	Nov	-14,2	-14	-14,2
20-nov-25	US	Venta de viviendas usadas	Oct	4,10M	4,08M	4,05M
20-nov-25	JP	IPC Núcleo (a/a)	Oct	3,00%	3,00%	2,90%
20-nov-25	JP	IPC (a/a)	Oct	3,00%		2,90%
20-nov-25	JP	Exportaciones (a/a)	Oct	3,60%	1,10%	4,20%
20-nov-25	JP	Importaciones (a/a)	Oct	0,70%	-0,70%	3,00%
20-nov-25	JP	Balanza comercial	Oct	-231,8B	-280,0B	-234,6B
20-nov-25	UK	Confianza del consumidor	Nov	-19	-18	-17
20-nov-25	JP	PMI Manufacturero y Servicios (S&P)(p)	Nov	52		51,5
21-nov-25	UK	Ventas minoristas (a/a)	Oct	0,20%	1,50%	1,00%
21-nov-25	EZ	PMI Compuesto (S&P)(p)	Nov	52,4	52,5	52,5
21-nov-25	EZ	PMI Manufacturero (S&P)(p)	Nov	49,7	50,1	50
21-nov-25	UK	PMI Compuesto (S&P)(p)	Nov	50,5	51,8	52,2
21-nov-25	UK	PMI Manufacturero (S&P)(p)	Nov	50,2	49,3	49,7
21-nov-25	US	PMI Compuesto (S&P)(p)	Nov	54,8	54,5	54,6
21-nov-25	US	PMI Manufacturero (S&P)(p)	Nov	51,9	52	52,5
21-nov-25	US	Confianza del consumidor (U Michigan)	Nov	51	49	50,3

Fuente: Investing Calendario Económico

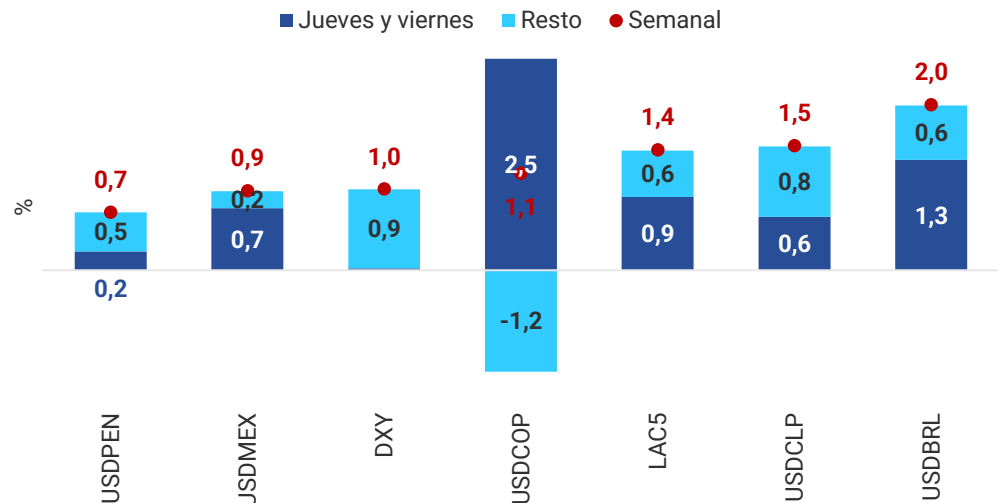
Tasa de cambio USDCOP: fuerte depreciación devuelve al peso por encima de \$3.800

El tipo de cambio USDCOP repuntó la semana pasada y cerró el viernes en 3.805 pesos por dólar, lo que representó un alza semanal de 1,3% (equivalente a 54 pesos). Este movimiento se dio en un contexto de fortalecimiento global del dólar, en medio de información incompleta y señales mixtas en EE. UU., que han reconfigurado las expectativas de política monetaria hacia una mayor cautela. En particular, la ausencia de nuevos datos de empleo e inflación, unas minutas recientes que reflejaron el escepticismo de varios miembros frente a la posibilidad de un recorte en el corto plazo, y la sorpresa positiva en la creación de empleo no agrícola ponen sobre la mesa la posibilidad de que la FED preferirá mantener una postura prudente y dependiente de los datos disponibles, es decir, que no recorte su tasa de referencia en diciembre.

24 de noviembre de 2025

En este contexto, el índice del dólar (DXY) aumentó 1,0% en la semana y volvió a ubicarse por encima de los 100 puntos, reflejando una mayor demanda por activos en dólares y un sesgo de endurecimiento relativo de las condiciones financieras globales. En línea con ello, las principales monedas latinoamericanas se depreciaron en promedio 1,4% frente al dólar durante la semana, con caídas lideradas por el real brasileño y el peso chileno. No obstante, a nivel local destacó la elevada volatilidad: el peso colombiano registró una apreciación marcada en la primera mitad de la semana, para luego sobrerreaccionar al comportamiento externo en la segunda (Gráfico 4).

Gráfico 4. Depreciación semanal de las principales monedas latinoamericanas vs. dólar



Fuente: LSGE – Workspace y Setfx. Cálculos: Corficolombiana.

Finalmente, durante la semana pasada se negociaron USD 4.719 millones en la sesión *spot*, con un promedio diario de negociación de USD 1.180 millones, en una semana que contó con solo cuatro jornadas de negociación por el festivo del lunes. El valor máximo alcanzado durante la semana fue de 3.824 pesos por dólar, registrado el martes, mientras que el valor mínimo fue de 3.703 pesos, observado en la sesión del miércoles.

Tabla 4. Principales indicadores financieros de la semana

Principales indicadores	País	Cierre	Variación		
			Semanal	12 meses	Año corrido
TRM	Colombia	3.741,27	0,58%	-10,76%	-2,11%
Dólar Interbancario	Colombia	3.805,35	1,27%	-13,97%	-13,61%
USDBRL	Brasil	5,403	0,66%	-7,57%	9,91%
USDCLP	Chile	937,65	-0,12%	-4,57%	5,28%
USDPEN	Perú	3,385	0,15%	-10,96%	-8,80%
USDMXN	México	18,45	0,41%	-8,54%	8,41%
USDJPY	Japón	156,39	1,88%	1,82%	11,63%
EURUSD	Europa	1,15	-0,89%	8,80%	4,45%
GBPUSD	Gran Bretaña	1,31	-0,90%	3,06%	2,68%
DXY - Dollar Index		100,16	1,01%	-6,11%	-2,64%

Fuente: LSGE - Workspace

Actividad Económica Local

Nicolás Cruz

Analista de Investigaciones
Nicolas.cruz@corfi.com

- El DANE reportó que la economía colombiana creció un 3,6% anual en el tercer trimestre de 2025 en su serie original y un 3,4% en su serie desestacionalizada. En términos trimestrales, el PIB avanzó un 1,2%, tres veces lo observado en el segundo trimestre. Estos resultados reflejan que la economía mantiene un ritmo de crecimiento positivo, consolidando una fase clara de aceleración, aunque persisten las dudas sobre su sostenibilidad.

La economía se aceleró en el tercer trimestre

El Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) reveló que la economía colombiana creció un 3,6% anual en el tercer trimestre de 2025 en su serie original y un 3,4% su serie en la desestacionalizada, sorprendiendo al alza la expectativa de los analistas (3,2%). En términos trimestrales, el crecimiento fue del 1,2%, 3 veces el incremento intertrimestral del segundo trimestre (0,4%). Además, el DANE revisó al alza el crecimiento de la primera mitad del año a 2,6%. Estos resultados reflejan que la economía mantiene un ritmo de crecimiento positivo, consolidando una fase clara de aceleración. El dinamismo continúa sustentado principalmente en la recuperación del sector servicios, en particular comercio, transporte y hoteles, así como en la resiliencia del consumo privado y el aporte del gasto público.

Desde el enfoque de los principales componentes, la demanda interna —que agrupa la inversión, el consumo de los hogares y el gasto público— creció un 5,0% anual, impulsada principalmente por el consumo de los hogares y el gasto público. La demanda interna contribuyó en 5,3 puntos porcentuales (p.p) a la variación del PIB, 2,9 p.p, aportados por el consumo privado, 0,5 p.p por la inversión y 1,9 p.p por el gasto del gobierno (Gráfico 1)

En particular, el consumo registró un crecimiento anual de 4,2%, acelerando en su ritmo de expansión respecto al segundo trimestre (3,6% en 2T25). Por durabilidad, el consumo de servicios y de bienes no durables fueron los que más contribuyeron al aumento, con aportes de 1,6 y 1,4 p.p., respectivamente. Asimismo, sobresale el notable dinamismo de los bienes durables, cuyo crecimiento alcanzó 17,2% (0,7 pps) que continúa acelerándose, mientras que los semidurables avanzaron 8,2% (0,4 pps).

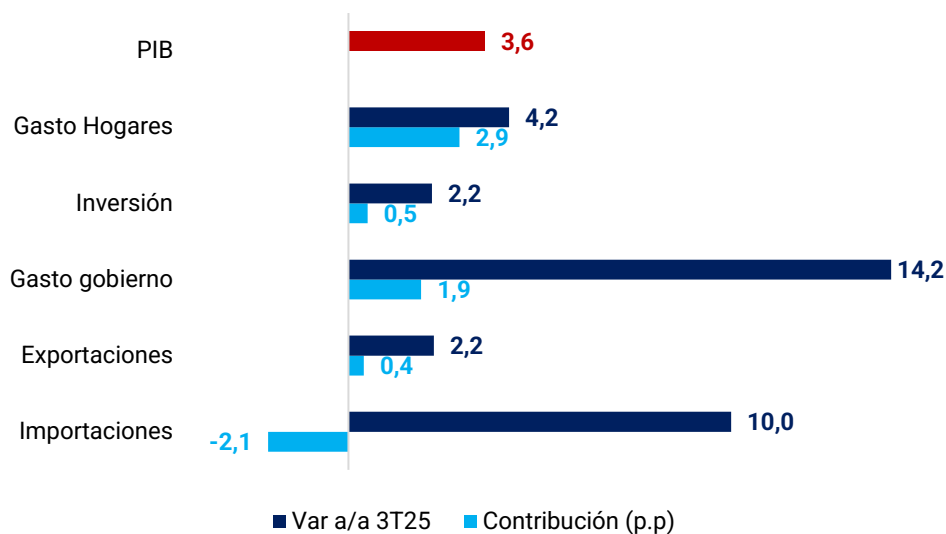
El gasto público creció 14,2% anual, expandiéndose 1,4%, frente al segundo trimestre de 2025, consolidándose como un actor relevante en la dinámica del crecimiento. El resultado del tercer trimestre estuvo explicado por la política fiscal expansiva que ha estado llevando a cabo al continuar con su elevado gasto público.

Por su parte, la inversión creció 2,2% anual, en línea con una aceleración de la formación bruta de capital que avanzó 4,8% anual, expandiéndose 1,9% frente al segundo trimestre de 2025. Este resultado refleja la caída del 8,6% en la inversión en construcción, que contrasta con el crecimiento del 13,9% en maquinaria y equipo y 3,9% en infraestructura. No obstante, tanto la inversión total como la inversión fija siguen rezagadas en 5,5% y 8,6%, respectivamente, frente a sus niveles prepandemia, debido principalmente al significativo rezago del 26% en la inversión en construcción. En consecuencia, la tasa de inversión como proporción del PIB se mantiene en 17,7%, un nivel históricamente bajo.

Por otro lado, el comercio exterior aportó -1,7 p.p. al crecimiento anual del PIB (Gráfico 1), destacándose los -2,1 p.p. que otorga el crecimiento del 10,0% en las importaciones, ante el

24 de noviembre de 2025

aumento de la demanda interna por consumo e inversión en bienes de capital, y 0,4 p.p. ante la aceleración de las exportaciones que crecieron 2,2%, explicado por el crecimiento de 2,7% de las exportaciones de bienes.

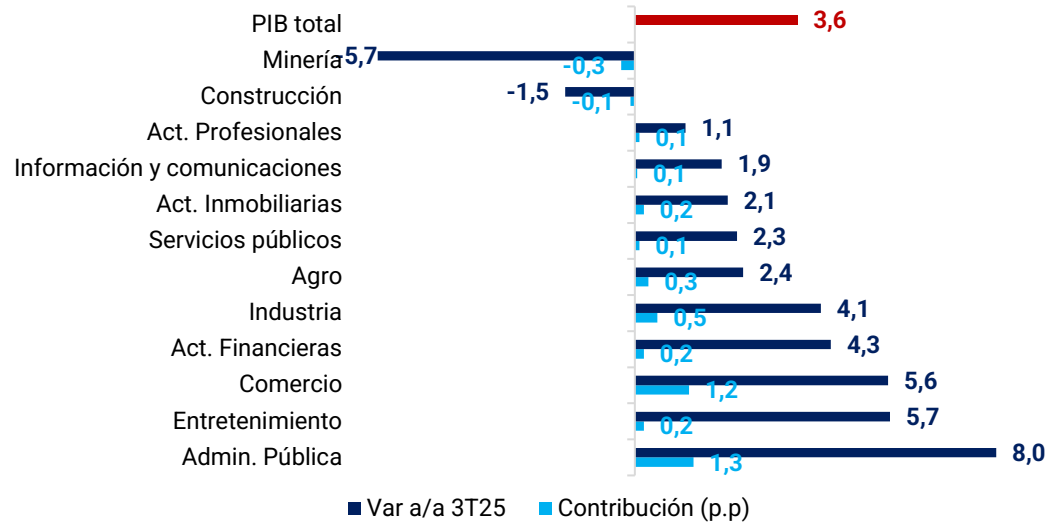
Gráfico 1. Crecimiento anual


Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana

En términos sectoriales, la dinámica productiva mostró un comportamiento heterogéneo. Administración pública 8,0% (contribución 1,3 pps), comercio 5,6% (contribución 1,2 pps) e industria 4,1% (contribución 0,5 pps), explicaron el 83% del crecimiento. Los sectores que contribuyeron negativamente al crecimiento fueron la minería con un crecimiento de -5,7% (contribución de -0,3pp), que acumula siete trimestres consecutivos en terreno negativo, y construcción que registró una caída de 1,5% (contribución de -0,1pp), a pesar del crecimiento de en obras civiles de 13,1%, compensado por la contracción de 8,2% en edificaciones (Gráfico 2). Así, 10 de los 12 sectores crecieron, con claro protagonismo de los servicios apalancados en el consumo privado y el gasto público —en particular comercio, entretenimiento y administración pública—, mientras la industria completa cuatro trimestres de expansión

24 de noviembre de 2025

Gráfico 2. Crecimiento anual sectorial



Fuente: DANE. Cálculos Corfi colombiana.

El PIB del 3T25 confirma una economía en clara fase de recuperación, con un dinamismo mayor al previsto y apoyado en una demanda interna muy robusta, donde el consumo de los hogares y, sobre todo, el gasto público juega un papel protagónico. La inversión muestra señales de reactivación, aunque con rezagos evidentes en construcción, mientras que el frente externo continúa siendo un lastre, dada la mayor dependencia de importaciones para atender el auge del gasto. En conjunto, el trimestre perfila un escenario de crecimiento más favorable para el año, pero sustentado en impulsos fiscales y de ingreso que no lucen plenamente sostenibles y que acentúan vulnerabilidades externas y fiscales que la política económica deberá manejar con cuidado.

24 de noviembre de 2025

Cifras al cierre de la semana

Tabla 1: Tasas de referencia

Tasa	Último	Una semana atrás	Variación semanal (pbs)	Un mes atrás	Cierre 2024	Un año atrás
DTF E.A. (24 - 30 noviembre)	8,68%	8,63%	5,0	8,65%	9,25%	9,22%
DTF T.A. (24 - 30 noviembre)	8,24%	8,19%	4,5	8,21%	8,75%	8,24%
IBR E.A. overnight	9,25%	9,26%	-0,2	9,25%	9,51%	9,75%
IBR E.A. a un mes	9,25%	9,25%	0,1	9,25%	9,47%	9,76%
TES - Feb 2033	12,31%	12,08%	23,0	11,56%	12,08%	10,25%
Tesoros 10 años	4,07%	4,15%	-8,3	3,95%	4,53%	4,53%
Global Brasil Mar 2034	5,95%	5,95%	0,0	6,26%	6,26%	6,18%
SOFR	3,91%	4,00%	-9,0	4,21%	4,37%	4,57%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Refinitiv Eikon

Tabla 2: Evolución del portafolio

Indicador	Último	Variación semanal	Variación último mes	Variación año corrido	Variación 12 meses
Deuda Pública – IDP Corficolombiana	751,47	-0,75%	-3,42%	10,19%	3,00%
COLCAP	2033,99	-1,80%	7,70%	47,44%	46,52%
COLEQTY	1412,74	-1,55%	6,36%	34,23%	35,16%
Cambiario – TRM	3741,27	0,58%	-13,13%	-15,33%	-15,24%
Acciones EE. UU. - Dow Jones	46245,41	-1,91%	-1,45%	8,62%	5,41%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Refinitiv Eikon, BVC, Corficolombiana

Calendario económico

Estados Unidos

Fecha	US	hora	Información	Período	Esperado	Anterior
Martes 25	US	8:30	IPP (a/a)	Sep	2,70%	2,60%
Martes 25	US	8:30	IPP (m/m)	Sep	0,30%	-0,10%
Martes 25	US	8:30	Ventas minoristas (a/a)	Sep		5,00%
Martes 25	US	8:30	Ventas minoristas (m/m)	Sep	0,40%	0,60%
Martes 25	US	10:00	Confianza del consumidor (CB)	Nov	93,5	94,6
Miércoles 26	US	8:30	PIB (t/t)(p)*	3T25		3,80%
Miércoles 26	US	8:30	Índice de precios núcleo PCE (p)*	3T25		2,60%
Miércoles 26	US	8:30	Índice de precios PCE (p)*	3T25		2,10%
Miércoles 26	US	8:30	Nuevas peticiones de subsidio de desempleo		227K	220K
Miércoles 26	US	10:00	Índice de precios núcleo PCE (m/m)*	Oct		
Miércoles 26	US	10:00	Índice de precios núcleo PCE (a/a)*	Oct		
Miércoles 26	US	10:00	Índice de precios PCE (a/a)*	Oct		
Miércoles 26	US	10:00	Índice de precios PCE (m/m)*	Oct		
Miércoles 26	US	10:00	Ventas de viviendas nuevas	Sep	709K	800K
Miércoles 26	US	10:00	Ventas de viviendas nuevas (m/m)	Sep		
Jueves 27	US		Festivo: Día de Acción de Gracias			

(*): Datos tentativos a ser ajustados por restablecimiento del gobierno federal
Fuente: LSEG Workspace

Euro zona

Fecha	EZ	hora	Información	Período	Esperado	Anterior
Jueves 27	EZ	5:00	Confianza del consumidor	Nov	-14,2	-14,2

Fuente: LSEG Workspace

Colombia

Fecha	CO	hora	Información	Período	Esperado	Anterior
Martes 25	CO	10:00	Subasta de TES de corto plazo por 900 mil millones			
Miércoles 26	CO	10:00	Subasta de TES TF de largo plazo por 800 mil millones			
Miércoles 26	CO	11:00	Índice de Confianza Comercial (Fedesarrollo)	Oct		20,4%
Jueves 27	CO	13:00	Recaudo mensual DIAN	Oct		31,75B
Viernes 28	CO	10:00	Tasa de desempleo	Oct		8,20%

Fuente: LSEG Workspace

Japón

Fecha	JP	hora	Información	Período	Esperado	Anterior
Jueves 27	JP	18:30	Tasa de desempleo	Oct	2,50%	2,60%
Jueves 27	JP	18:50	Producción industrial (m/m)(p)	Oct	-0,60%	2,60%
Jueves 27	JP	18:50	Ventas minoristas (m/m)	Oct		0,30%

Fuente: LSEG Workspace

24 de noviembre de 2025

Brasil

Fecha	BR	hora	Información	Período	Esperado	Anterior
Lunes 24	BR	7:00	Confianza del consumidor (FGV)	Nov		88,5
Martes 25	BR	6:30	Cuenta corriente	Oct		-9,77B
Viernes 28	BR	7:00	Tasa de desempleo	Oct		5,60%

Fuente: LSEG Workspace

México

Fecha	MX	hora	Información	Período	Esperado	Anterior
Martes 25	MX	7:00	Ventas minoristas (a/a)	Sep		2,40%
Martes 25	MX	7:00	Ventas minoristas (m/m)	Sep		0,60%
Martes 25	MX	10:00	Cuenta corriente	3T25		206M
Jueves 27	MX	7:00	Balanza comercial	Oct		831M
Viernes 28	MX	7:00	Tasa de desempleo	Oct		2,70%

Fuente: LSEG Workspace

Chile

Fecha	CL	hora	Información	Período	Esperado	Anterior
Viernes 28	CL	7:00	Producción manufacturera (a/a)	Oct		5,00%
Viernes 28	CL	7:00	Ventas minoristas (a/a)	Oct		6,20%
Viernes 28	CL	7:00	Tasa de desempleo	Oct		8,50%

Fuente: LSEG Workspace

24 de noviembre de 2025

Proyecciones económicas

	2021	2022	2023	2024	2025p
Actividad Económica					
Crecimiento real					
PIB (%)	10,8	7,3	0,6	1,8	2,6
Consumo Privado (%)	14,7	10,7	0,8	1,4	2,4
Consumo Público (%)	9,8	0,8	1,6	0,1	1,1
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	16,7	11,5	-9,5	2,0	2,9
Exportaciones (%)	14,6	12,3	3,4	3,8	0,6
Importaciones (%)	26,7	23,6	-15,0	3,0	4,7
Mercado laboral					
Tasa de desempleo nacional, promedio anual (%)	13,8	11,2	10,2	10,5	10
Precios					
Inflación, fin de año (%)	5,6	13,1	9,3	5,0	5,4
Inflación, promedio anual (%)	3,5	10,2	11,8	6,6	5,2
Tasas de Interés					
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	3,00	12,00	13,00	9,50	9,25
DTF E.A., fin de año (%)	3,21	13,70	12,69	9,04	8,40
TES TF 2 años (Tasa, %)	6,36	12,12	9,35	8,1	8,8
TES TF 10 años (Tasa, %)	8,38	13,25	10,02	10,9	12,1
Finanzas Públicas					
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-7,1	-5,3	-4,3	-5,6	-7,5
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-3,7	-1,0	-0,4	-0,9	-2,6
Deuda Neta GNC (% PIB)	63,0	57,6	53,4	59,3	61,5
Sector Externo					
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	4.070	4.850	3.875	4.379	4.030
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	3.768	4.278	4.352	4.110	4.113
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-5,6	-6,1	-2,5	1,8	2,3
Inversión extranjera directa (% PIB)	2,9	4,9	4,7	3,7	3,8

Equipo de investigaciones económicas

César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

cesar.pabon@corfi.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corfi.com

Gabriela Bautista

Analista Contexto Externo

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corfi.com

Nicolas Cruz Walteros

Analista Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

nicolas.cruz@corfi.com

Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corfi.com

Mariapaula Castañeda

Analista economías Sudamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

mpaula.castañeda@corfi.com

Mateo Pardo

Analista economías Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

mateo.pardo@corfi.com

Juan Andrés Novoa Villarreal

Estudiante en práctica

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

juan.novoa@corfi.com

Análisis Financiero

Andrés Duarte

Director Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corfi.com

Jaime Cárdenas

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

jaime.cardenas@corfi.com

Daniel Monroy

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

danielf.monroy@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Fabián Osorio Quintero

Director de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

cristhian.osorio@corfi.com

Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

andres.gallego@corfi.com

Angela Sofía Rodríguez

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

angela.rodriguez@corfi.com

Alejandra Gacha

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

alejandra.gacha@corfi.com

24 de noviembre de 2025

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

Información de interés

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.