



# Anatomía de la caída del dólar en Colombia

Factores globales, fiscales y de mercado detrás de la revaluación del peso - 2022 a 2026

**\$5.061**

TRM máximo histórico (3-nov-2022)

**\$4.409**

TRM 1-ene-2025

**\$3.441**

TRM 1-jul-2026

**-22%**

caída del dólar ene-25 a jul-26



# ¿A quién le sirve cada nivel del dólar? Siempre hay ganadores y perdedores

*No existe una tasa de cambio 'buena' para todos: cada nivel del dólar redistribuye ingresos entre sectores; el mismo Gobierno gana y pierde a la vez según el rol que juega.*

## GANAN CON DÓLAR CARO (TRM alta)



### Exportadores (café, flores, manufactura)

Más pesos por cada dólar vendido; la revaluación les quita ~\$500.000 por carga de café.



### Hogares que reciben remesas

Los US\$13.098 M girados en 2025 rinden más pesos para el consumo familiar.



### Turismo receptivo y hotelería

Colombia se vuelve un destino barato para el visitante extranjero.



### Industria y agro que compiten con importados

El producto importado se encarece y protege la producción nacional.



### Gobierno: créditos externos y balanza comercial

Cada dólar de crédito externo rinde más pesos; exportar es más competitivo.



### Importadores (maquinaria, insumos, tecnología)

Pagan menos pesos por sus compras externas y bajan sus costos.



### Consumidores

Importados, tecnología y viajes más baratos; menos inflación importada.



### Gobierno al pagar su deuda externa

El servicio en dólares (US\$5.588 M en 2026) cuesta menos pesos.



### Empresas y hogares endeudados en dólares

Sus cuotas e intereses en moneda extranjera se abaratan.



### BanRep y la balanza de pagos

Menos inflación importada; financiar el déficit externo resulta más barato.



# El dolar no esta barato





# EE. UU.: decisiones que debilitan el dólar frente al mundo

01

- Tasas: tras el ciclo de recortes de 2025, la Fed mantiene los fondos federales en 3,50%-3,75% (abr-2026), reduciendo el atractivo del dólar frente a monedas de alta tasa.
- Pérdida de confianza: déficits fiscales crecientes y presión política sobre la Fed (nuevo presidente Kevin Warsh, may-2026); el Tesoro a 10 años ronda 4,2% por la mayor prima exigida a la deuda de EE. UU.
- Guerras comerciales y reales: aranceles de la administración Trump y conflicto EE. UU.-Irán (cierre del Estrecho de Ormuz, mar-2026) elevan la incertidumbre sobre activos estadounidenses.
- Operaciones de mercado: menor ritmo de reducción del balance de la Fed y diversificación gradual de reservas (dólar: 56,9% de las reservas mundiales, FMI, III-2025).



# Menor deuda externa: recomposición, no reducción total

02

**41,8%**

deuda externa como % del total de  
deuda GNC (2022)

**24,1%**

misma medida en may-2026 (mínimo  
histórico)

- La deuda externa del GNC bajó de 18,4% a 17,5% del PIB (I-25 a I-26), pero la deuda bruta subió a 61,2% del PIB: se cambiaron dólares por pesos (TES).
- Deuda externa total del país (pública + privada): US\$252.493 M = 52,7% del PIB (mar-2026).
- Efecto mecanico: con peso fuerte, la deuda en dólares vale menos en pesos y el PIB en dólares crece; los ratios mejoran sin pagos adicionales.

## Efecto de segunda ronda: se rompe el círculo vicioso

1. Devaluacion del peso

2. Servicio de deuda externa más caro en pesos

3. Deterioro fiscal: sube la prima de riesgo

4. Salida de capitales: más devaluacion

*Con solo ~24% de la deuda de la Nación en moneda extranjera, una depreciacion golpea mucho menos el balance fiscal: el circuito pierde fuerza y la moneda gana soporte estructural.*



# Prima de riesgo país: de 400 a ~190 puntos básicos

03

>400

pbs EMBI Colombia, pico  
2022

192

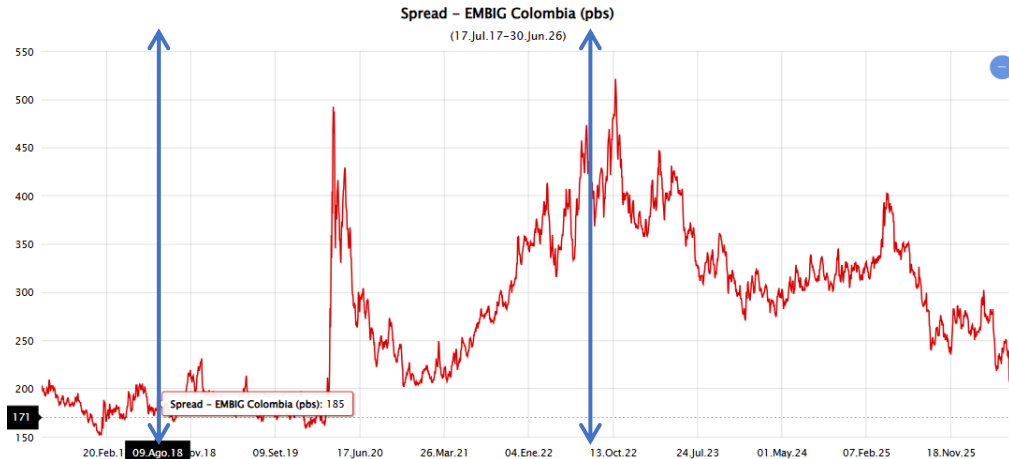
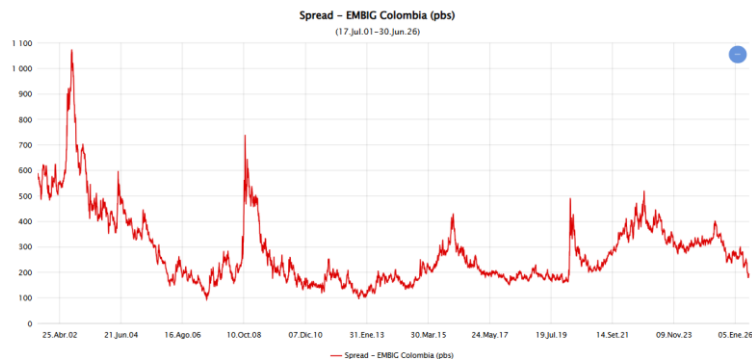
pbs EMBI (25-jun-2026)

## ¿Por qué bajó?

- Desdolarización de la deuda (cierre TRS).
- Resultado electoral pro-mercado (jun-2026).
- Tasa BanRep alta defiende el peso.
- Petróleo firme mejora términos de intercambio.

## Causalidad en doble vía con la tasa de cambio

- Riesgo a TRM: menor EMBI/CDS atrae inversión de portafolio (TES, acciones); la entrada de dólares aprecia el peso. En 2022, EMBI >400 pbs coincidió con dólar cerca de \$5.000; hoy 192 pbs coincide con \$3.441.
- TRM a riesgo: el peso fuerte reduce la deuda/PIB medida en pesos y abarata el servicio externo, comprimiendo la prima. La relación se retroalimenta.
- Matiz deuda/PIB: la deuda bruta del GNC sigue alta (61,2% del PIB) y el déficit fiscal 2025 fue 6,4% del PIB; la prima baja refleja composición de deuda y expectativas políticas, no una mejora fiscal de fondo (Wells Fargo advierte pérdida de anclaje fiscal).
- Series históricas: EMBIG Colombia en BCRP Data (diaria/mensual, descargable); CDS 5 años en Bloomberg; BanRep las grafica en sus informes.



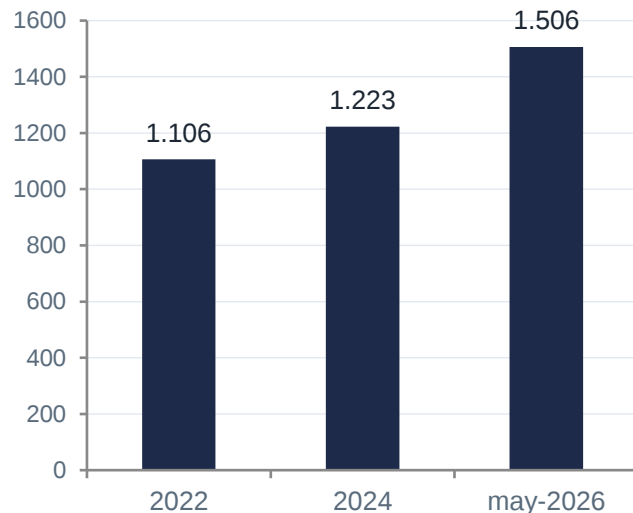


# Compras temporales de dólares: conversión deuda USD a COP

04

- Abr-2026: el Gobierno compró dólares antes de la recompra de bonos externos por US\$4.000 M (Bloomberg), presionando el dólar al alza.
- May-2026: Hacienda colocó \$4,4 billones en TES de corto plazo y compró ~US\$1.100 M para cerrar el 100% del Total Return Swap (TRS).
- Las compras oficiales marcaron un piso temporal de la TRM cerca de \$3.650 (Banco Agrario); concentradas y sorpresivas, mueven el precio en el margen pero no la tendencia.
- El flujo oficial es de doble vía: CTFEX registró ventas del sector público por US\$2.100 M en un mes (abr-2026) que apoyaron la apreciación.
- Escala: ~US\$1.100 M equivale a ~4% del volumen spot de un mes; el efecto dura días, no trimestres.

Mercado spot USD/COP: volumen diario (US\$ M)



*Mayo-2026 fue récord de volumen justo por las compras oficiales del Tesoro.*



# ¿Qué hay dentro del volumen diario del mercado del dólar?

05

Estimación sobre un día típico de ~US\$1.400 M (spot, 2026)



## Cómo leer esta estimación

- Metodología: flujos anuales oficiales (BanRep, DANE) divididos entre ~245 días hábiles; el residuo se asigna a operaciones financieras. SET-FX no publica desglose por propósito: son órdenes de magnitud, no cifras oficiales.
- Flujos 'reales' (comercio, remesas, turismo, deuda, IED) suman ~US\$640 M: menos de la mitad del volumen. Además, parte no pasa por el spot (cuentas de compensación y neteo bancario).
- Flujos financieros (~55%): especulación e intermediación, coberturas y portafolio de corto plazo. Son los que fijan el precio en el margen, como se vio en 2022 y 2026.
- El mercado de forwards mueve un monto adicional comparable, dominado por coberturas de fondos y del sector real.



# Turismo: nueva fuente estructural de dólares

06

**US\$11.166 M**

divisas por viajes y transporte aéreo en  
2025 (récord)

**+9,4%**

crecimiento vs. 2024 (US\$10.202 M)

**6,5 M**

visitantes no residentes en 2025

**> carbon y café**

el turismo supera esas divisas por  
primera vez

- Impacto cambiario: los turistas venden dólares y compran pesos; es oferta recurrente de divisas en la cuenta de servicios de la balanza de pagos, que compensa parte del menor ingreso minero-energético.
- Tendencia sostenida: US\$8.938 M (2023), US\$10.202 M (2024), US\$11.166 M (2025); en el cuatrienio, ~US\$34.430 M en divisas por turismo.
- Paradoja del peso fuerte: la revaluación encarece a Colombia como destino; BanRep destaca el gasto de turistas extranjeros como motor del consumo, pero el sector pierde competitividad cambiaria hacia adelante.



# Remesas: el mayor amortiguador externo

07

**US\$13.098 M**

remesas 2025, máximo histórico  
(+10,5%)

**~3% PIB**

peso macroeconómico (2024 y 2025)

**> IED**

superan la inversión extranjera  
(US\$11.469 M), 1a vez desde 2004

**53%**

proviene de EE. UU. (BBVA Research)

- Oferta estable de divisas: a diferencia del capital de portafolio, las remesas no huyen con la volatilidad; financian consumo y amortiguan el déficit externo (18,4% de las exportaciones totales en 2025, BBVA).
- Superan a petróleo y café: a sep-2025 sumaban US\$9.761 M, casi el triple del café y más que el crudo; el III-2025 marcó récord trimestral (US\$3.354 M).
- Riesgos 2026: impuesto de 1% a giros en efectivo en EE. UU. (impacto limitado: excluye transferencias electrónicas) y política migratoria estadounidense moderarían el crecimiento.



# Exportaciones no minero-energéticas: canasta en transición

08

## 52,6%

participación no minero-energética en el total exportado  
2025: récord histórico

## US\$159 M

IED en minas y canteras 2025 (vs. US\$3.442 M en 2023: -95%)

- Reconfiguración: agroindustria (cacao +60% en volumen), manufactura y servicios (turismo) ganan peso mientras caen carbón y petróleo.
- Efecto cambiario ambiguo: oferta de divisas más diversificada y estable, pero el sector minero-energético -que traía IED masiva- se contrajo, restando dólares por inversión.
- El peso fuerte castiga al exportador: Analdex alerta pérdida de competitividad con TRM < \$3.500; café y flores (17,9% de las exportaciones) pierden ~\$500.000 por carga de café solo por tipo de cambio (U. de los Andes).
- Lectura neta: la diversificación hace la oferta de divisas más resiliente, pero la revaluación amenaza justo a los sectores que la sostienen: síntomas de 'enfermedad holandesa' vía remesas y turismo.



# Petróleo 2026: choque geopolítico que favoreció al peso

09

- Conflicto EE. UU.-Irán: cierre del Estrecho de Ormuz (mar-2026) y ataques cruzados (jun-2026) dispararon los precios; el WTI operó en el rango US\$72-75 tras el pico, con negociaciones de paz en Doha.
- Colombia sigue siendo petro-exportadora: la relación exportaciones de crudo/PIB es de las más altas de la región (Credicorp); los precios altos mejoran términos de intercambio y balanza comercial.
- Doble vía: el mismo choque que fortaleció al peso vía petróleo elevó la inflación global de energía y frenó los recortes de la Fed.
- Vulnerabilidad: con menos IED petrolera y menor exploración, el beneficio de precios altos se capta con producción declinante; es un viento de cola frágil.

## US\$72-75

rango del WTI (jun-2026), sostenido por riesgo geopolítico

### Canal de transmisión

Petróleo alto: más dólares por exportaciones y regalías, mejor balanza comercial, apoyo al peso. El COP lideró Latam en marzo-2026 pese a la aversión global al riesgo.



# Balanza de pagos: el marco que ordena todos los flujos

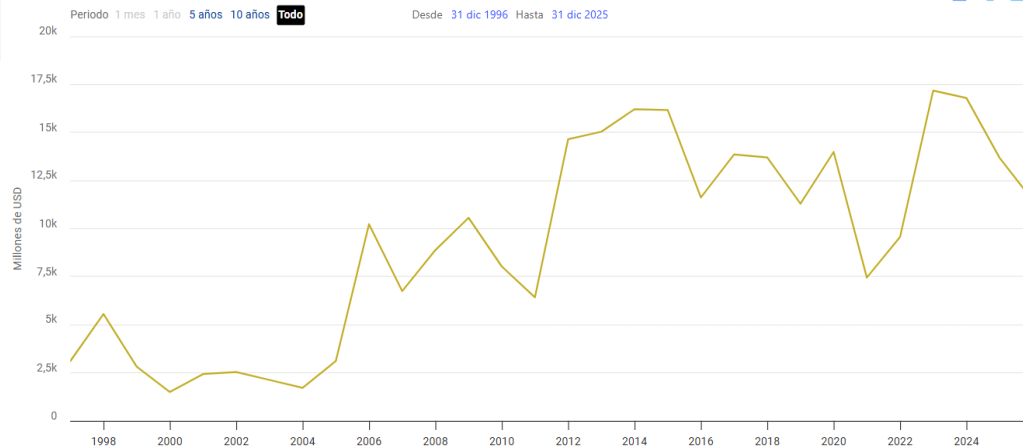
10

## ¿Qué es?

Registro de todas las transacciones de Colombia con el resto del mundo: (i) cuenta corriente (bienes, servicios, rentas y transferencias como las remesas) y (ii) cuenta financiera (IED, portafolio, préstamos, reservas). Un déficit corriente debe financiarse con entradas de capital: por eso su tamaño y su financiamiento mueven la tasa de cambio.

## Otras consideraciones 2025-2026

- IED cayó a US\$11.469 M en 2025 (-33% vs. el récord de 2022) y -10% en I-2026: menos dólares por inversión productiva.
- El hueco lo llenan remesas (US\$13.098 M), turismo (US\$11.166 M) y capital de portafolio atraído por tasas altas: financiamiento más volátil y sensible al riesgo.
- Posición deudora neta con el mundo: -45,9% del PIB (I-2026).
- Contraste con 2022: déficit corriente ~6% del PIB con la Fed subiendo tasas hundió al peso hasta \$5.000. Hoy el déficit es menor y el financiamiento sobra: peso fuerte.



**-1,2%**

déficit cuenta corriente I-2026 (vs. -1,7% I-2025)

**-3,1%**

déficit IV-2025: la demanda interna presiona



# Actividad y empleo: demanda fuerte, con grietas

11

**8,9%**

desempleo 2025: mínimos históricos  
del siglo

**2,6%**

crecimiento del PIB 2025 (DANE /  
BBVA)

**2,2%**

crecimiento PIB I-2026 (DANE,  
preliminar)

**55,8%**

informalidad laboral (nov-2025)

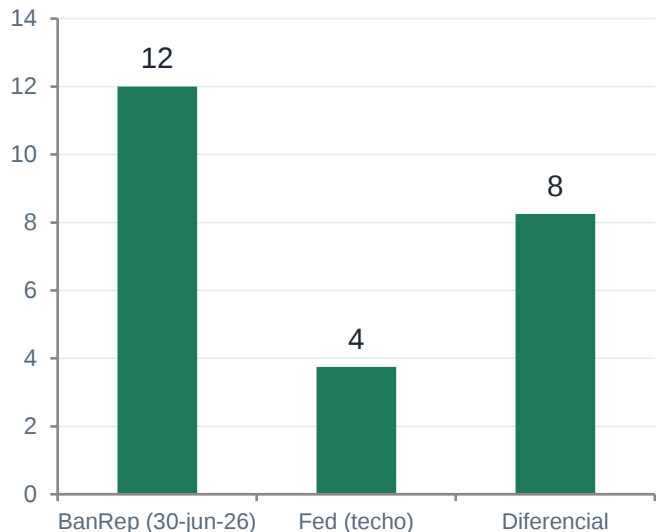
- Impacto cambiario: pleno empleo y consumo vigoroso (impulso fiscal, remesas, turismo, café) hacen la economía atractiva para capital de corto plazo, pero generan excesos de demanda que presionan inflación y déficit externo (BanRep).
- El crecimiento es liderado por gasto público (administración pública, salud y educación +5,7% en I-2026, el mayor contribuyente), no por inversión: sostiene el peso hoy, pero deteriora las cuentas fiscales que lo amenazan mañana.
- Señal para el dólar: mientras empleo y consumo aguanten, BanRep mantiene tasas altas y el carry trade sigue; una desaceleración brusca (Banco Mundial proyecta 2,2% en 2026) invertiría el flujo.



# BanRep y el carry trade: el motor inmediato del peso

12

Diferencial de tasas Colombia - EE. UU.  
(pp)



- BanRep endureció: subió la tasa a 10,25% (ene-2026) y hasta 12% (+75 pbs, 30-jun-2026) ante una inflación de 5,84% (may-2026) lejos de la meta de 3%, presionada por salario mínimo (+23%), arriendos y energía.
- Carry trade: con la Fed en 3,50%-3,75%, invertir en TES o CDT en pesos financiándose en dólares paga un diferencial cercano a 8 pp; en 2025 el retorno combinado (tasa + apreciación) de COP, MXN y BRL superó 20% (UBS).
- Ese flujo de portafolio fija el precio en el margen: explica que el peso lidere las monedas emergentes en 2026 (+9,5% al 2-jun) pese al deterioro fiscal.
- Riesgo de reversa: recortes de BanRep hacia 2027 o menor apetito global de riesgo desarmarían posiciones; Davivienda proyecta \$3.850 al cierre de 2026.



# Lectura desde la Teoría Monetaria Moderna (MMT)

13

## Lo que la MMT destacaría

- Un Estado que se endeuda en su propia moneda no puede ser forzado al default: siempre puede honrar pesos. La migración de deuda de 41,8% a 24,1% externa amplía el 'espacio de política' soberano.
- La restricción relevante no es financiera sino real: inflación y capacidad productiva. El límite del gasto no es 'quedarse sin pesos' sino recalentar la economía.
- La desdolarización elimina el riesgo cambiario del balance público, el talón de Aquiles clásico de los emergentes (el 'pecado original').

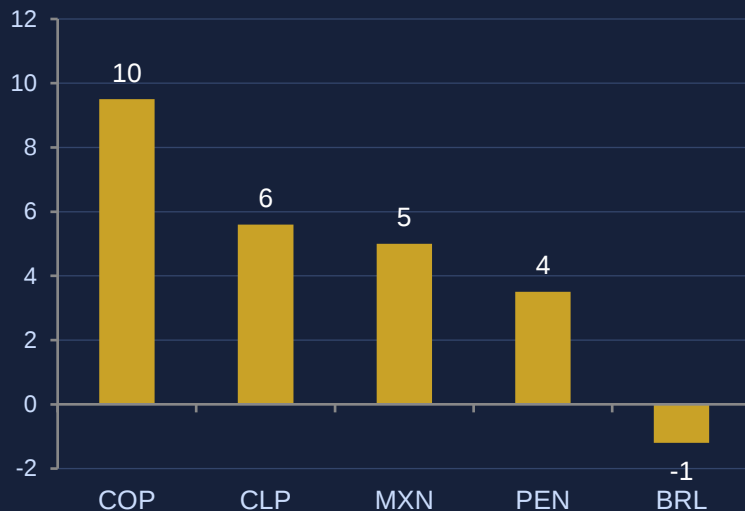
## Los límites que Colombia ilustra

- El peso no es moneda de reserva: la restricción externa (balanza de pagos) sigue viva; importaciones, deuda privada externa y salidas de capital exigen dólares que el Estado no emite.
- La restricción de inflación ya operó: déficit primario más alto en 30 años sin crisis (CARF) y salario mínimo +23% llevaron la inflación a 5,84% y a BanRep a subir a 12%. El 'espacio' se pagó con tasas.
- Financiarse en pesos no es gratis: TES sobre 13% (BBVA) y roll-over de deuda de corto plazo que pasa de 6,5x a 19x en 2026: el riesgo de moneda se transformó en riesgo de refinanciación y de tasa.



# Síntesis: lo global explica la dirección; lo local, la magnitud

Monedas Latam vs. dólar, acumulado 2026  
(%, al 2-jun)



*Todas las emergentes ganan con el dólar débil (factor común), pero el COP lidera: tasas de 12%, petróleo, remesas récord y giro político son idiosincráticos.*

## Global (común a todos)

Fed en 3,50-3,75%, DXY débil, apetito por riesgo emergente, petróleo alto por geopolítica.

## Local estructural

Deuda externa GNC en mínimos (24,1%), remesas y turismo récord, canasta exportadora 52,6% no minera.

## Local coyuntural

Carry trade con tasa BanRep 12%, prima de riesgo comprimida (EMBI 192 pbs), alivio electoral jun-2026.

## Riesgos

Deficit fiscal 6,4% del PIB, deuda bruta 61% del PIB, roll-over 19x, exportadores golpeados; consenso ve TRM \$3.800-4.000 al cierre.