



Julio 9 de 2025

Inflación sin arroz y papa

Autores:

Natalia Ossa M.

P.S. - Macroeconomía

natalia.ossa@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas

Tesorería

Las cifras disponibles de 2T25 sugieren que la actividad económica habría ganado impulso respecto al trimestre anterior, controlando el efecto calendario generado por semana santa. El consumo de los hogares y el gasto público siguen explicando en su totalidad este comportamiento, en contraste con un flojo desempeño de la inversión. En este entorno, los sectores ligados al gasto total sin inversión siguen liderando el crecimiento económico, sumados al sector agropecuario. La información preliminar de 3T25, aún escasa, sugiere una dinámica del producto algo inferior a la de 2T25.

Los principales indicadores del mercado laboral continúan mostrando mejoras en el balance, consistente con la recuperación de la actividad económica. La tasa de desempleo permanece en mínimos de varios años y por debajo de sus niveles estructurales. Asimismo, la demanda de trabajo continúa ganando tracción, empujada especialmente por una mayor dinámica en la ocupación de sectores de servicios y el agropecuario. Sin embargo, la mayor generación de empleos sigue concentrada en la informalidad y en el empleo no asalariado.

La inflación se desaceleró nuevamente en junio y alcanzó su menor nivel desde octubre de 2021, en gran medida por fuertes caídas en los precios de algunos alimentos como el arroz y la papa. Las expectativas de inflación descendieron en el balance durante el último mes, pero persisten por encima de la meta de política monetaria. En este entorno, BanRep dejó estable la tasa de interés en 9.25%. La postura de política monetaria del emisor sigue en terreno contractivo.

La demanda de créditos continúa ganando tracción, al tiempo que el riesgo de impago en el sistema sigue disminuyendo y las restricciones a la oferta de crédito se han flexibilizado. Las tasas de interés activas y pasivas se estabilizaron, debido a la pausa de los recortes de tasas por parte de BanRep. Las perspectivas del crédito en el corto plazo siguen siendo positivas, pero persisten algunos riesgos de demanda.

La actividad económica de los socios comerciales del país se ha debilitado en lo corrido de 2025, en medio de una notable heterogeneidad entre ellos. La incertidumbre alrededor de la guerra de aranceles se mantiene y sigue creando riesgos sobre el crecimiento del PIB global, si bien en 2T25 la mayoría de indicadores no mostró deterioros significativos. El canal de transmisión de este choque a la inflación global sigue siendo altamente incierto.

Actividad económica

Las cifras disponibles de 2T25 sugieren que la actividad económica habría ganado algo de impulso respecto al trimestre anterior, incluso controlando el efecto calendario generado por semana santa. El consumo de los hogares y el gasto público siguen explicando en su totalidad este comportamiento, en contraste con un flojo desempeño de la inversión. En este entorno, los sectores ligados al gasto público y consumo privado siguen liderando el crecimiento económico. La información preliminar de 3T25, aún escasa, sugiere que la dinámica del producto estaría perdiendo algo de impulso.

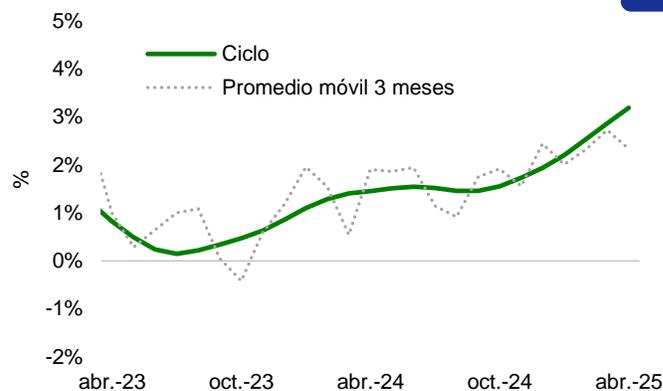
En esto entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió en abril 1.1%¹ en su serie original, su menor ritmo en los últimos seis meses, algo que se debe principalmente al efecto base generado por semana santa, que en 2025 tuvo lugar en el mes de abril, pero en 2024 fue en marzo. Controlando este efecto, la variación anual del ISE en su serie ajustada por estacionalidad y efectos calendario fue 2.5%. En tendencia, el reciente comportamiento del ISE sigue marcando un claro patrón de recuperación (Gráfico 1).

El ISE de la cadena **primaria** se contrajo 1.7% en abril, pero en tendencia mantiene un buen comportamiento (Gráfico 2). Dentro de las actividades agropecuarias, la producción de cultivos agrícolas se sigue destacando, especialmente la del sector cafetero, cuya producción se expandió 14.8% durante los primeros cinco meses de 2025 si se compara con el mismo periodo de 2024. El sector ganadero también mantiene un buen desempeño, con aumentos particulares en el sacrificio de ganado bovino tipo exportación. En contraste, las actividades del sector minero-energético, especialmente petróleo y carbón, volvieron a registrar fuertes contracciones que sustentan la menor producción de esta cadena.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, también perdió impulso en abril y registró una fuerte caída de 3.9%. La recuperación de este sector sigue siendo lenta y mantiene un rezago importante frente a otras actividades productivas.

Tendencia central del ISE en últimos dos años

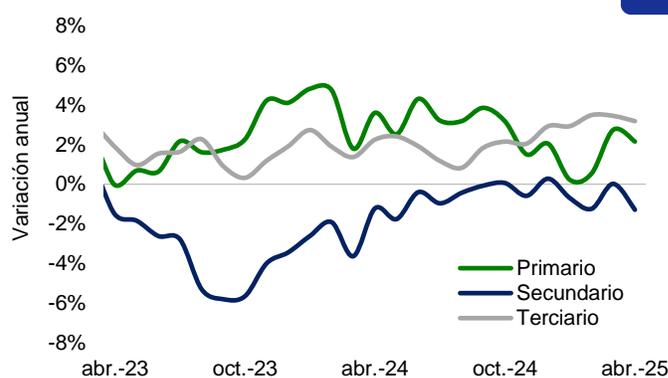
1



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución del ISE por cadenas de producción*

2



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series suavizadas con un promedio móvil de 3 meses.

¹De aquí en adelante, todas las tasas de crecimiento a las cuales haremos referencia son variaciones anuales, excepto en los casos donde se especifique lo contrario.

Las actividades manufactureras, que concentran buena parte de la producción industrial, en tendencia se siguen recuperando gradualmente. Allí sobresale la producción agroindustrial, en línea con el buen comportamiento del sector agropecuario, con crecimientos del orden de 1.5%. En contraste, la reactivación del sector de la construcción sigue siendo muy lenta, afectado principalmente en el segmento de edificaciones por factores mayoritariamente de oferta.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en bienes y servicios, registró un crecimiento de 2.6% en abril, manteniendo una dinámica no sólo superior a la del año pasado sino también frente al resto de cadenas productivas de la economía. Esto estuvo explicado por una recuperación en su componente privado, el cual se expandió 3.3%. Por su parte, el componente público registró un crecimiento de 1.8%, el más bajo de los últimos cinco meses.

Dentro de esta cadena se destaca el índice de ventas reales del comercio minorista, que en tendencia sigue ganando tracción y en el último mes tuvo una sobresaliente expansión de 11.4%. Las ventas reales de bienes no durables crecieron 8%, las de bienes semidurables lo hicieron en 9.2% y las ventas de bienes durables en 17%, estas últimas siendo las más sensibles a tasas de interés y tipo de cambio. Las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS) mostraron una reducción de 0.9% en los ingresos reales de los servicios en el último mes, pero en 2025 su dinámica sigue superando los registros del año pasado.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB cayeron 2% en mayo. Lo anterior se explicó principalmente por una reducción de 13% en las ventas externas tradicionales, donde las exportaciones de petróleo cayeron 24.6% y las de carbón lo hicieron en 13.4%. Por su parte, las exportaciones de café crecieron 61% y continúan beneficiándose tanto por el aumento en sus precios como por la mayor producción local. Las exportaciones no tradicionales, concentradas en productos agroindustriales, aumentaron 10.7%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de 6.6% de las exportaciones (Gráfico 3). Lo anterior se encuentra en línea con los volúmenes de bienes exportados en el último mes, cuya dinámica de

Variables de comercio internacional (PM3)

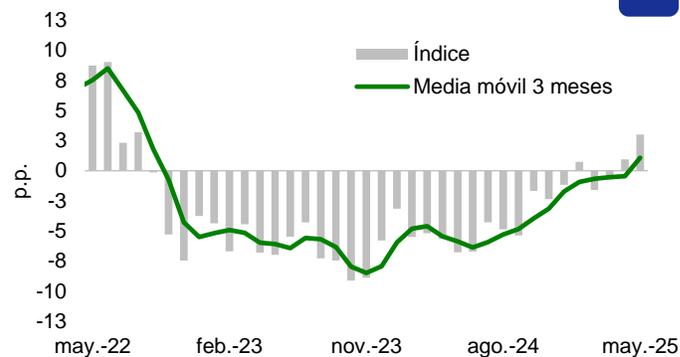
3



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Confianza conjunta de los agentes en Colombia*

4



Fuente: Fedesarrollo, Fenalco y Sectorial. Elaboración IE - BAC.
*Series estandarizadas desde enero de 2018 a la fecha actual. Incluye índices de confianza del consumidor y de empresas.

crecimiento prácticamente se estancó. Este comportamiento de las exportaciones se explica en su totalidad por las afectaciones de sectores transables como el minero-energético, pero también por un menor crecimiento de nuestros socios comerciales en 2025.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB registraron su primera reducción en los últimos diez meses, con una caída de 1% en abril, pero en tendencia siguen exhibiendo una sólida dinámica consistente con el buen comportamiento de la demanda interna. Las compras externas se concentraron principalmente en bienes de capital para el sector agrícola y bienes de consumo duradero, con crecimientos de 30.7% y 27.6%, respectivamente. En línea con lo anterior, en términos reales las importaciones cayeron 5.3%.

La información de indicadores adelantados y a tiempo real de la actividad sugieren, en el balance, que la economía mantendría en 3T25 ritmos de crecimiento algo inferiores a los registrados en 2T25. Adicionalmente, varios indicadores adelantados de actividad apuntan a una continuidad en el actual ciclo de recuperación económica.

Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintos índices disponibles de confianza de hogares y empresas, repuntó en mayo (Gráfico 4). Dada su naturaleza de índice adelantado, la lectura de este indicador sugiere un mayor dinamismo del gasto interno de la economía de cara a 3T25.

El consumo real de los hogares continuó ganando tracción y alcanzó su mejor dinámica en los últimos tres años. En efecto, el gasto real de los hogares, según cifras de RADDAR, habría crecido 4% en 2T25, por encima de los registros de 1.9% de 1T25. Este resultado sigue estando en línea con la favorable dinámica de las ventas minoristas, que es otro buen indicador del gasto de los hogares (Gráfico 5).

Adicionalmente, el PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad secundaria con información más actualizada, anticipa un comportamiento de la industria que podría retomar su senda de recuperación en el futuro cercano. En efecto, las cifras de 2T25 alcanzaron los 51.7 puntos, superando el promedio de 50.7 puntos de 1T25.

La demanda de energía no regulada, una buena variable *proxy* de inversión fija y de actividad del sector secundario

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

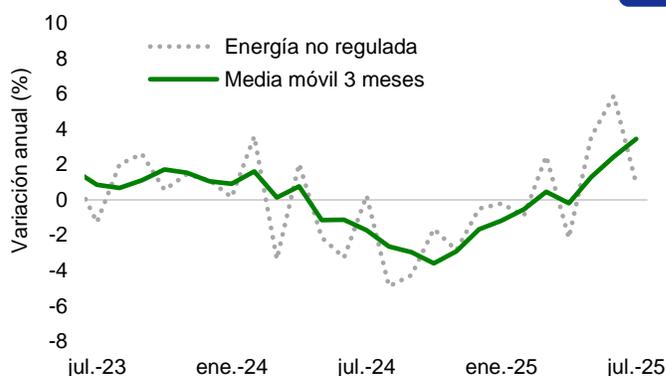
5



Fuente: RADDAR y DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Demanda total de energía no regulada

6



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

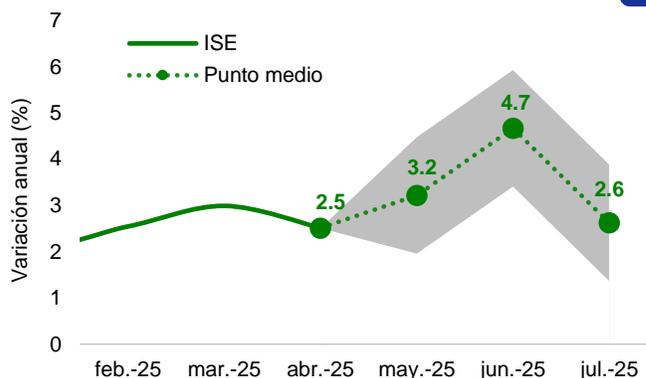
a tiempo real, también sugiere un comportamiento de la inversión fija similar a lo que apunta el PMI. En efecto, la tendencia de esta variable entre 2T25 y 3T25 apunta a una recuperación frente a los pobres resultados de 1T25 (Gráfico 6).

Teniendo en cuenta toda la información anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere una expansión de la actividad económica de 3.2% en mayo y 4.7% en junio, aunque en julio se estaría desacelerando hacia ritmos de 2.6% (Gráfico 7). De esta forma, **estimamos de manera preliminar una expansión de 3.5% del PIB en 2T25**, superior al 2.7% de 1T25.

Para el año completo de 2025 **mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 2.5%**, aunque con la positiva información reciente advertimos que este estimativo contiene un sesgo alcista. Las ramas de actividad que más sesgo a la baja tienen sobre sus perspectivas de crecimiento de corto plazo son el minero-energético y la construcción, mientras que los servicios de entretenimiento, el comercio y el sector agropecuario lucen como los motores del crecimiento económico este año.

Intervalo de pronóstico de corto plazo del ISE*

7



Fuente: Investigaciones Económicas - BAC. *Nivel de confianza al 90%.

Mercado laboral

Los principales indicadores del mercado laboral continúan mostrando mejoras en el balance, consistente con la recuperación de la actividad económica en el agregado. La tasa de desempleo permanece en mínimos de varios años y por debajo de sus niveles estructurales. Asimismo, la demanda de trabajo continúa ganando tracción, empujada especialmente por una mayor dinámica en la ocupación de sectores como el primario y el terciario. Sin embargo, dicha creación de empleos se sigue concentrando en la informalidad y en el empleo no asalariado.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional se ubicó en mayo en 9% y persiste en mínimos desde 2016 (Gráfico 8). No obstante, teniendo en cuenta el aumento que ha presentado la población por fuera de la fuerza laboral tras la pandemia (inactividad), la tasa de desempleo ajustada por dicho factor se sitúa alrededor de 13.3%. Lo anterior es coherente con una tasa de informalidad que en abril se situó en 56.8%, niveles máximos de los últimos dos años.

La tasa de desempleo nacional permanece por debajo de sus niveles estructurales o no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales se estiman alrededor de 11.7%. Esto indica que la brecha de empleo en la economía sigue siendo positiva (desbalance de demanda).

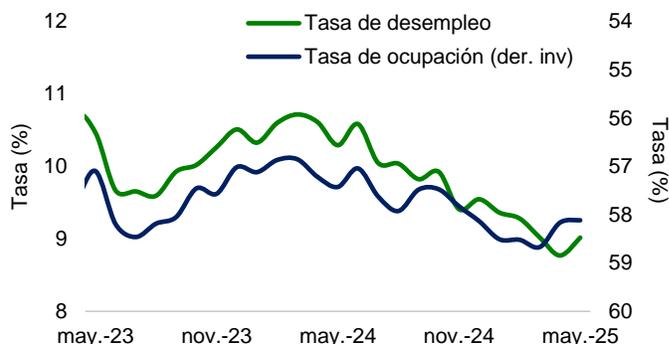
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo también se situó en 9%. El desempleo en las grandes ciudades permanece por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones del equipo técnico de BanRep, se ubica cerca del 10.2% (Gráfico 9).

En línea con lo anterior, y tomando también las series con ajuste estacional, la tasa de ocupación retrocedió levemente en el último mes hasta 58.1%, pero permanece cerca de los máximos de siete años alcanzados en 1T25. Por su parte, la tasa global de participación aumentó hasta niveles de 63.9%.

A nivel sectorial, la generación de empleos en las diferentes ramas de actividad ha mostrado un buen comportamiento, con excepción de los sectores más

Principales indicadores del mercado laboral*

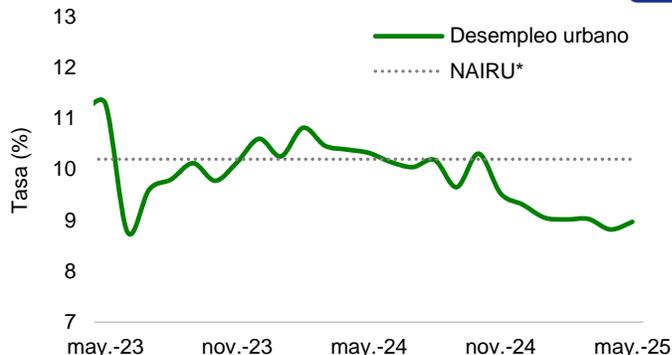
8



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Se toman las series que están ajustadas por efectos estacionales.

Evolución del desempleo en grandes ciudades*

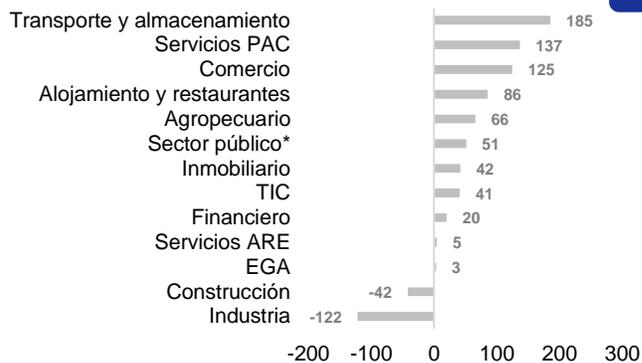
9



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Estimación desempleo estructural de BanRep. RML - Abril de 2025.

Generación anual de empleos por sector

10



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Administración pública y defensa, educación y atención de la salud humana.

ligados a la inversión fija. El total de ocupados aumentó 3.6% en el trimestre finalizado en mayo, favorecido por un crecimiento de 4.7% en el acervo de ocupados del sector primario. La ocupación en el sector terciario aumentó 3.8% y la ocupación de la cadena secundaria registró un incremento de 1.9%.

Los sectores que más adicionaron empleos fueron los de transporte y almacenamiento, actividades profesionales y comercio, con aumentos de 185, 137 y 125 mil personas, respectivamente. Por su parte, los sectores de industrias manufactureras y construcción registraron reducciones de 122 y 42 mil ocupados durante el último año con corte a mayo, en ese mismo orden (Gráfico 10).

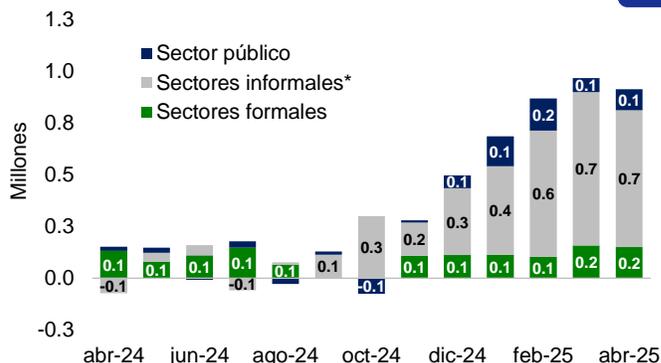
La creación de empleos asalariados y formales en la economía se ha deteriorado en meses recientes. En efecto, el acervo de los empleos asalariados creció 1% en términos anuales al mes de mayo, mientras que la demanda de empleo no asalariado lo hizo en 4.3%. Por su parte, con cifras al corte de abril, el empleo formal creció 2.8%, mientras que el informal lo hizo en 5%. Aislando el empleo del sector público, estimamos que aproximadamente el 70% del empleo generado en el último año ha sido de sectores con una elevada tasa de informalidad (Gráfico 11).

La recuperación en la demanda de trabajo, sumado a los fuertes ajustes del salario mínimo en los últimos años (ver “Otro año más por fuera” en [CE – Enero 20 de 2025](#)), se han reflejado en una lenta desaceleración de los salarios nominales (Gráfico 12). Al corte de abril, la inflación salarial se ubicó en 7.5% y permanece por encima de la inflación al consumidor en cerca de 2.3 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 25 meses en terreno positivo y sigue apoyando mejoras del gasto de los hogares, aunque con un efecto colateral sobre los costos laborales para las empresas.

Seguimos esperando que la brecha positiva de empleo en el mercado laboral se mantenga este año. Esto implica que la demanda de trabajo continuará robusta en el corto plazo y que el desempleo permanecerá por debajo de sus niveles estructurales. **Estimamos una tasa de desempleo nacional promedio para 2025 en 9.5%.**

Empleo sectorial clasificado por formal e informal

11

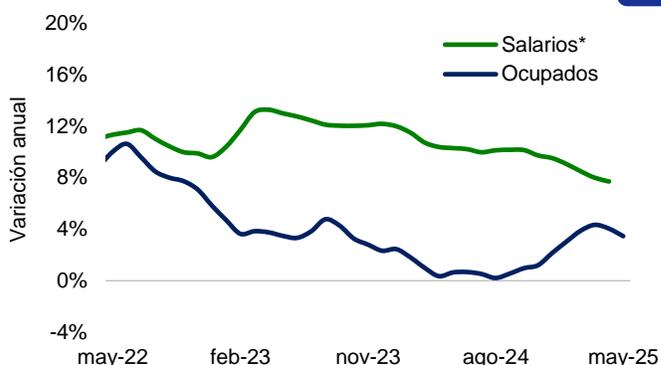


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Incluye agro, comercio, construcción, RyB, transporte y servicios ACRE.

Salarios nominales vs demanda de trabajo (PM3)

12



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Incluye comercio, industria, vivienda, construcción pesada y servicios.

Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 0.1% en junio, muy por debajo de nuestra estimación (0.22%) y del consenso de analistas (0.19%). Frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación también fue sustancialmente inferior a su promedio histórico de 0.23% para el mismo mes, así como a la variación mensual de 0.32% de junio de 2024 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de -0.08%. La subcanasta del IPC de alimentos perecederos registró una caída mensual de 1.75%, incorporando en buena medida las caídas en los precios de algunos productos como el arroz y la papa, donde existe una fuerte sobreoferta en el mercado interno. En contraste, el IPC de alimentos procesados registró un aumento de 0.38%.

El IPC de bienes y servicios regulados registró una caída mensual de 0.34% y fue el componente que más le restó a la inflación. Los precios que más contribuyeron a la reducción en la inflación en esta canasta fueron las tarifas de electricidad, las cuales cayeron 1.95%, seguido por el IPC del gas, que tuvo una reducción de 0.5% afectado en gran medida por la fuerte apreciación del tipo de cambio. Por su parte, los precios de los combustibles aumentaron 0.23%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.17% y viene superando en cerca de 0.18 p.p. el promedio mensual del primer semestre de 2024, en línea con la recuperación del gasto de los hogares. Allí se destacan el aumento de 0.28% del IPC de bebidas alcohólicas, seguido por la variación de 0.25% del IPC de muebles y electrodomésticos, y la variación de 0.2% en los precios de productos de aseo y cuidado personal. Por su parte, el IPC de vehículos y autopartes se redujo 0.07%, también favorecido por la apreciación de la tasa de cambio en los últimos meses.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.34%, la más alta de los componentes del IPC. Dentro de los rubros que más contribuyeron en esta canasta a la inflación total se destacan el aumento

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

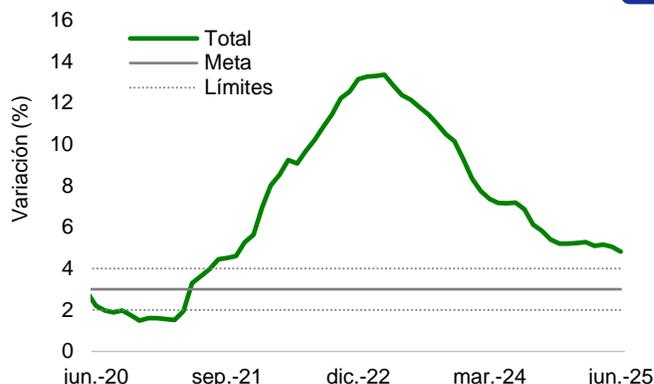
		A	R	B	S	Total
Mensual	jun.-25	-0.08	-0.34	0.17	0.34	0.10
	jun.-24	0.30	0.43	0.04	0.40	0.32
Anual	jun.-25	4.31	5.49	1.58	6.00	4.82
	may.-25	4.71	6.31	1.45	6.06	5.05
Cont.	jun.-25	0.65	0.95	0.30	2.93	4.82
	may.-25	0.71	1.09	0.27	2.96	5.05
A/C	jun.-25	4.80	4.81	1.42	3.72	3.74
	jun.-24	3.79	6.62	0.46	4.67	4.12
Tendencia*		▲	▼	▲	▼	▼

Fuente: BanRep. *Diferencia en la inflación año corrido.

A = Alimentos; R = Regulados; B = Bienes; S = Servicios.

Inflación al consumidor en últimos 5 años

13



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

de 0.33% de los arrendamientos y la variación de 0.43% del IPC de restaurantes y bares.

De esta forma, la inflación anual se desaceleró en junio hasta 4.82%, su menor nivel desde octubre de 2021, si bien continúa por encima del rango meta de BanRep (Gráfico 13). La inflación del IPC de servicios ahora es la más elevada de todas las canastas por clasificación BanRep, viajando a ritmos del orden de 6%. A este componente le sigue el IPC de regulados, cuya inflación se sitúa en 5.49%, muy cerca de sus promedios históricos, y el IPC de alimentos con una inflación anual de 4.31%. La inflación del IPC de bienes se mantiene como la más baja dentro de estas canastas con ritmos de 1.58%, aunque su tendencia en lo corrido del año ha sido alcista por el empuje de demanda que constituye la buena dinámica del gasto de los hogares.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo también se desaceleró hasta 4.94%, mínimos no observados desde enero de 2022, pero persiste por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 se situó en 5.12%, seguida por la inflación sin alimentos que se ubicó en 4.94%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, se mantuvo relativamente estable en 4.77% (Gráfico 14).

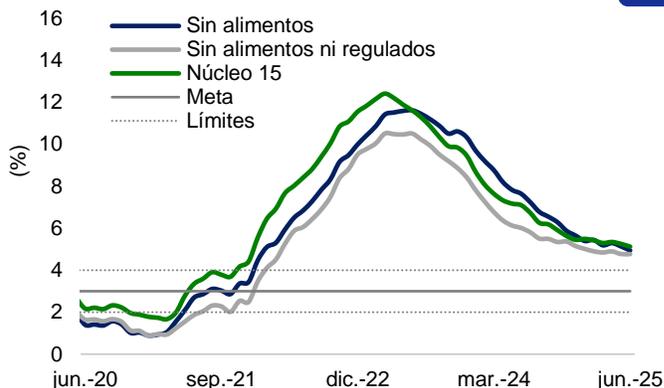
Las expectativas de inflación en el balance descendieron en junio, pero persisten en niveles que también superan la meta de 3% de BanRep. Las expectativas de los analistas a horizontes de 1, 2 y 5 años descendieron hasta 3.89%, 3.44% y 3.18%, respectivamente. Asimismo, las expectativas de cierre de 2025 y 2026 se ubicaron en 4.8% y 3.72%, respectivamente. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES descendió hasta 5.11% (Gráfico 15).

Para el mes de julio pronosticamos una variación mensual de 0.18% en el IPC, con lo cual la inflación anual se desaceleraría levemente hasta 4.79%. Nuestros ejercicios de pronóstico siguen sugiriendo que la inflación se mantendría en niveles levemente inferiores al 5% para lo que resta del año. **Mantenemos nuestra estimación de cierre de la inflación para 2025 en 4.9%.**

Tornando el análisis a las decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió mantener inalterada la tasa de interés de

Principales medidas de inflación núcleo

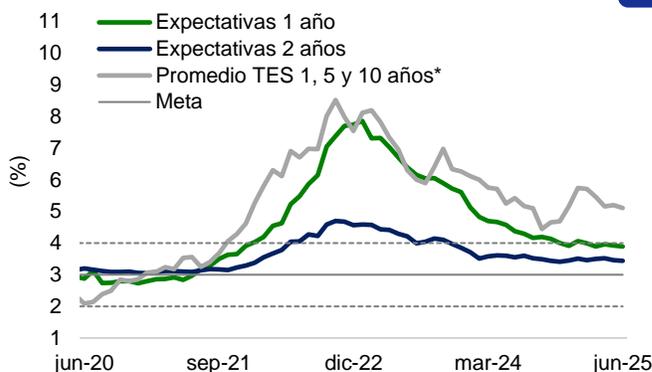
14



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Expectativas de inflación analistas vs mercado

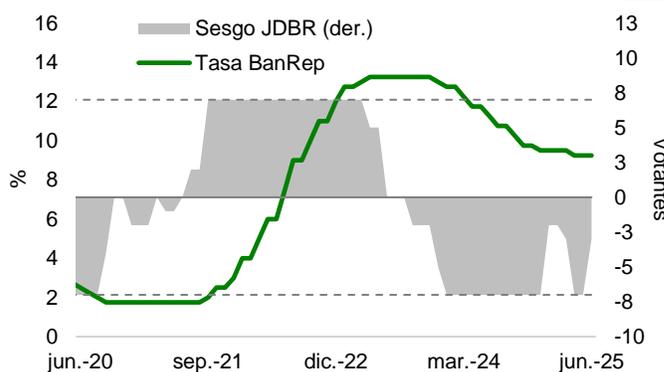
15



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.

Tasa de referencia vs distribución JDBR

16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

referencia en 9.25% durante su reunión de junio, en línea con nuestras expectativas (Gráfico 16).

Como lo habíamos anticipado, la JDBR sigue muy dividida y en esta oportunidad cuatro codirectores (grupo mayoritario) votaron por estabilidad de tasas. En los restantes, dos codirectores votaron por un recorte de tasas de 50 pbs y uno de ellos lo hizo por una reducción de 25 pbs.

El grupo mayoritario considera que es necesario mantener la cautela en un entorno donde: 1) el mayor déficit fiscal y la reducción en la calificación soberana de Colombia por parte de algunas calificadoras implican mayor tasa de interés real neutral y limitan el margen de maniobra del emisor; 2) persisten riesgos sobre el aumento del salario mínimo para 2026; y 3) la demanda interna sigue sólida, particularmente por el consumo de los hogares.

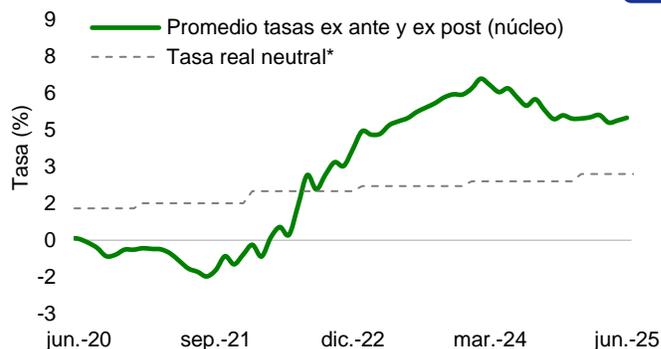
Por su parte, los miembros que votaron en disenso destacaron que, si bien la actividad económica se ha venido recuperando, ha sido un proceso insuficiente y heterogéneo, donde la respuesta de la inversión sigue siendo escasa. Adicionalmente, destacan que una tasa de intervención elevada implica costos elevados de financiamiento para el Gobierno, lo que profundiza el riesgo fiscal.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política monetaria se ubicó en junio en 4.99% y lleva aproximadamente 8 meses estable (Gráfico 17). La tasa real acumuló 36 meses por encima del nivel neutral (no inflacionario) estimado por el equipo técnico de BanRep, lo que sigue reflejando una postura restrictiva del emisor.

Teniendo en cuenta el reciente comportamiento de la inflación, así como unos menores riesgos inflacionarios derivados del comportamiento de la tasa de cambio, estimamos una probabilidad muy alta de que la JDBR retome los recortes de tasas de interés en su reunión de este mes. Así, anticipamos un recorte de 25 pbs en la tasa de interés de política monetaria en julio hasta 9%. **Ratificamos nuestra proyección de tasas de interés para el cierre de 2025 en 8.5%.**

Evolución de la tasa real de política monetaria

17



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
 *Tasa de política neutral estimada por el equipo técnico de BanRep.

Mercado de créditos

La dinámica de la cartera total de créditos del sistema financiero sigue ganando tracción, en línea con un mejor comportamiento de la demanda interna de la economía y menores tasas de interés. El riesgo de impago también ha descendido, en medio de mejoras en los niveles de cartera vencida y morosidad que han permitido flexibilizar restricciones en la oferta de créditos.

Si bien la cartera en términos reales (descontando inflación) sigue cayendo, en el mes de junio se contrajo apenas 0.3%, su menor caída de los últimos 2 años (Gráfico 18). La dinámica de los créditos hacia los hogares continúa siendo la más rezagada, en parte afectada por condiciones todavía algo restrictivas en la oferta de estos créditos. Por su parte, las colocaciones hacia las empresas lideran esta recuperación de la cartera total.

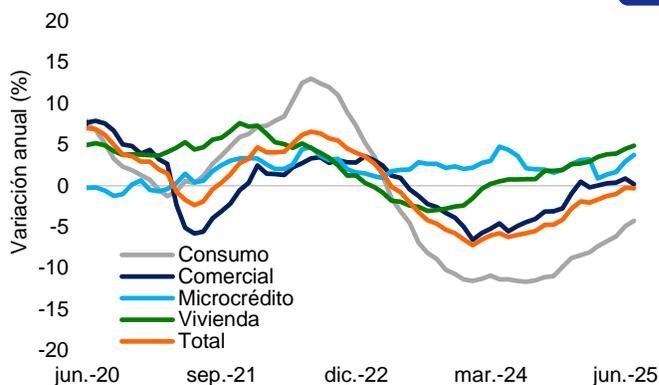
Por modalidades, las carteras de vivienda y microcrédito exhiben los mayores crecimientos con ritmos reales de 4.9% y 3.7%, respectivamente. La cartera de microcréditos sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular y pequeños productores-empresarios, como es el caso de los créditos irrigados en el marco del pacto por el crédito.

La cartera comercial, que históricamente ha sido la más correlacionada con el ciclo macroeconómico, parece haberse estabilizado y tuvo una expansión real de 0.2%. Por su parte, la cartera de consumo registró una variación real negativa de 4.3%, su menor contracción desde mayo de 2023. El balance de ahorro-inversión de los hogares se ha equilibrado, luego de 2 años de fuerte ahorro por parte de los consumidores. Este factor sugiere un mayor apalancamiento de los hogares, en medio de unos niveles de desempleo bajos.

Por el lado de la oferta, varios indicadores señalan un menor riesgo de impago en el sistema y sustentan mejoras para la irrigación de crédito (Gráfico 19). Con información disponible con corte a abril, la dinámica del saldo de la cartera vencida del sistema se redujo por quinto mes consecutivo a una tasa de 8.2%.

Crecimiento real de la cartera por modalidad

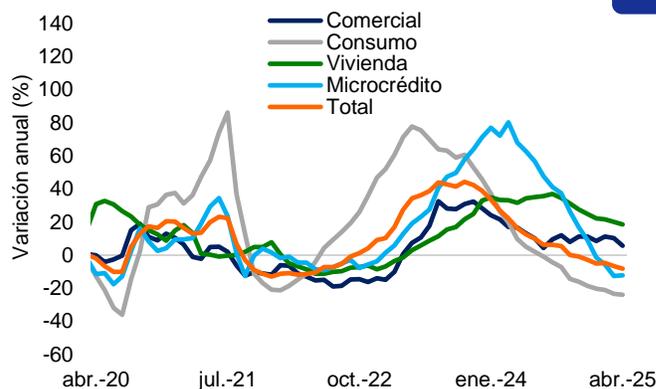
18



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

19



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El crecimiento más elevado de cartera vencida lo exhibe la modalidad de vivienda con 18.5%, seguido por la cartera comercial con 5.7%. La cartera vencida de microcrédito se contrajo 12.2%, mientras que la cartera vencida de consumo completó diez meses consecutivos de contracción y registró una caída de 24%.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema permaneció en 4.6%. Por modalidades, el ICV de microcrédito y el de consumo han descendido a sus menores niveles desde 2023, mientras que en el ICV de vivienda y créditos comerciales se observa relativa estabilidad en los últimos meses (Grafico 20).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total cayó 1% en abril, consistente con una menor presión en provisiones comparado con el año anterior. Así, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito habría aumentado en 2T25 hasta niveles del orden de 1.3%, pero todavía se sitúa por debajo de su promedio histórico.

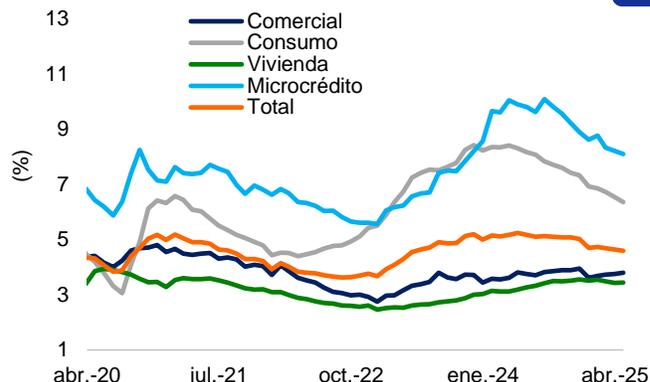
Los agregados monetarios de menor liquidez, como el M2 y el M3, crecen a ritmos inferiores en comparación con los de alta rotación como el M1 (Gráfico 21). Este último sigue ganando terreno como consecuencia de un aumento del efectivo circulante y mayores preferencias de liquidez, resultado de las medidas de flexibilización monetaria de BanRep y un mayor crecimiento del producto. De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 14.9% en junio, donde sobresale el crecimiento de 21.7% del efectivo.

En este entorno, las tasas de interés activas y pasivas se han estabilizado respecto a los registros de 1T25, en línea con la pausa en recortes de tipos de interés de BanRep (Gráfico 22). En promedio, en 2T25 las tasas de colocación se ubicaron en niveles de 14.3%, mientras que el promedio de las tasas de captación bordea el 7.9%.

Teniendo en cuenta el reciente comportamiento del mercado de créditos y la cautela en el ciclo de recortes de tasas de interés por parte de BanRep, **ahora estimamos un crecimiento real de la cartera de créditos de 0.4% para 2025.**

Evolución calidad de la cartera por modalidad

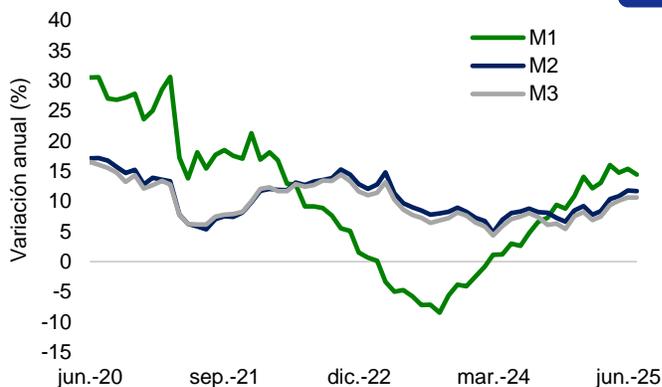
20



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

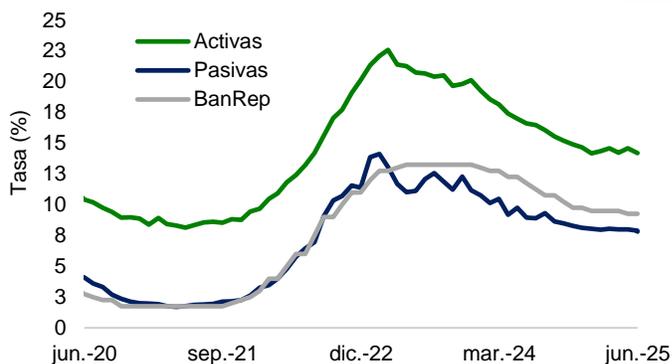
21



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas de interés en el sistema financiero*

22



Fuente: BanRep. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

*Promedios ponderados por tipo de cartera y productos de captación.

Contexto externo

La información disponible de 3T25 en el frente externo sugiere un crecimiento de nuestros socios comerciales que, en el balance, se sigue desacelerando en medio de una notable heterogeneidad. La desaceleración de la inflación global ha perdido velocidad y se ha estabilizado, en la mayoría de los casos, por encima de las metas de política monetaria de los Bancos Centrales (BC).

Los riesgos sobre el crecimiento del PIB mundial continúan siendo altos, en medio de una elevada incertidumbre suscitada por la guerra de aranceles. Si bien en los últimos meses se han alcanzado algunos acuerdos entre EEUU y sus contrapartes, los niveles de incertidumbre permanecen elevados, lo que constituye un problema no despreciable para variables clave como la inversión y el empleo. Los efectos de esta coyuntura sobre la inflación, así como sus canales de transmisión, siguen siendo muy inciertos.

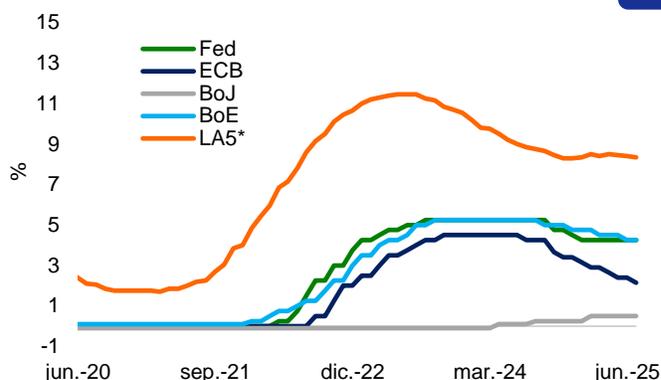
En este entorno, el ciclo de flexibilización de política monetaria de los BC se ha desincronizado, pues mientras que en Europa las tasas de referencia siguen descendiendo, en EEUU han permanecido estables y en otras economías como las de Japón y LATAM han aumentado. En el balance, esto ha hecho más lenta la velocidad de la flexibilización monetaria global (Gráfico 23).

En EEUU, la Fed mantuvo estable su tasa de referencia en el rango de 4.25% - 4.5% durante su última reunión de política monetaria. El emisor mantiene su cautela en un entorno en el que cambios imprevistos en las políticas comerciales, fiscales, regulatorias y de inmigración pueden desviar la inflación y el empleo de sus objetivos de política (ver “Esperar y observar, no necesariamente está mal” en [CE – Junio 24 de 2025](#)). En este contexto, **esperamos estabilidad en las tasas de interés de la Fed durante su reunión de julio en el rango 4.25% - 4.5%.**

En cuanto a las cifras recientes de actividad económica, los últimos datos del PMI compuesto en las grandes economías muestran un alto grado de heterogeneidad entre ellos y mucha volatilidad (Gráfico 24). En las economías de Reino Unido, China y EEUU es donde más se observa retrocesos en la actividad durante 2025. No

Tasas de interés de política monetaria

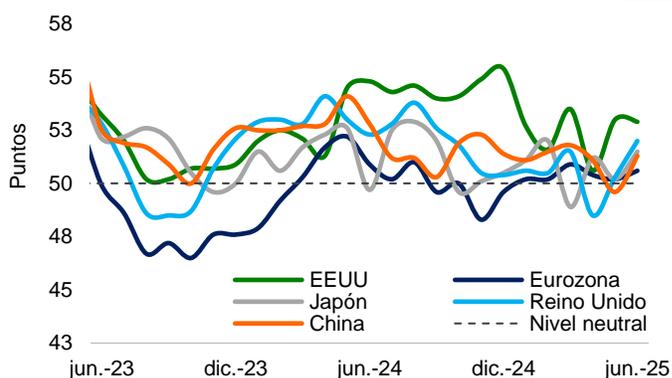
23



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio de tasas de política en Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.

Evolución PMI compuesto en economías grandes

24



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

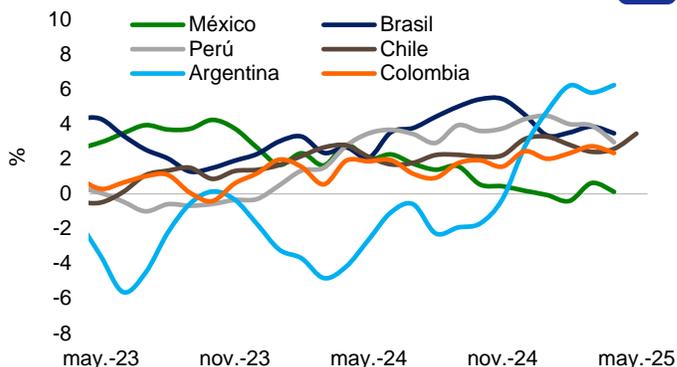
obstante, en EEUU se sigue registrando la mayor expansión relativa a otras economías avanzadas.

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 2T25 habría sido de 1.7%, inferior frente a la expansión registrada en 1T25, en medio de una elevada heterogeneidad que persiste desde el año pasado (Gráfico 25). La economía de Argentina sigue liderando el crecimiento de la región con una expansión sobresaliente de 7.7%, seguido por las economías de Chile y Brasil que habrían registrado en 2T25 expansiones de 3.7% y 2.5%, respectivamente. Por su parte, la economía mexicana se habría contraído 1.6% y sigue siendo la más expuesta a los riesgos sobre el crecimiento en EEUU.

En este entorno, según la más reciente encuesta de Bloomberg a analistas económicos, la probabilidad de una recesión durante los próximos 12 meses ha descendido, si bien se mantiene relativamente alta. La probabilidad de recesión en la Eurozona se sitúa alrededor de 30%, mientras que la de EEUU se redujo a 37.5%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión descendió levemente a 27.9%.

Índices de actividad en economías de LATAM*

25



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series suavizadas con un promedio móvil de 3 meses.

Proyecciones Económicas

	2023	2024	2025(p)	2026(p)	
Demanda agregada					
PIB (%)	0.7	1.6	2.5	2.7	↑
Consumo privado (%)	0.4	1.6	3.7	4.2	↑
Gasto público (%)	1.6	0.7	3.5	1.6	↑
Inversión fija (%)	-12.7	3.2	1.3	3.2	↓
Demanda interna (%)	-2.5	2.0	4.0	3.7	↑
Exportaciones (%)	3.1	2.5	1.3	2.2	
Importaciones (%)	-9.9	4.4	8.6	6.5	↑
Sectores actividad económica					
Agropecuario (%)	1.7	8.0	3.6	3.1	↓
Comercio (%)	-3.6	1.4	3.5	4.1	↑
Construcción (%)	-3.1	1.9	-1.1	1.6	↓
Financiero (%)	8.9	0.4	3.1	4.8	
Industria (%)	-2.7	-2.1	1.0	0.6	↓
Minería (%)	2.6	-5.0	-2.2	1.2	↑
Precios, tasas de interés y desempleo					
Inflación (final del periodo %)	9.3	5.2	4.9	3.8	↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	13.00	9.50	8.50	7.50	↑
DTF EA (promedio año %)	13.2	10.2	8.9	8.4	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	13.0	11.4	9.1	8.1	↑
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	10.4	11.7	12.3	11.5	↑
Tasa de desempleo nacional (%)	10.2	10.2	9.5	9.8	
Sector externo					
Tasa de cambio (promedio anual)	4326	4074	4200	4435	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	3950	4402	4375	4470	↓
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-2.2	-1.8	-2.5	-3.4	
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	4.5	3.5	2.9	3.1	
Finanzas públicas					
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-4.3	-6.7	-7.1	-6.2	↓
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	53.4	59.3	61.3	63.0	↑

Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Convenciones de flechas (↑↓) indican revisión de proyecciones.

AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
