



Agosto 13 de 2025

La cautela está de moda

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 se habría acelerado hasta sus ritmos de expansión más altos en casi 3 años. 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 fija cuyo crecimiento habría sido negativo. La información preliminar de 3T25 apunta a una dinámica del producto todavía robusta, aunque estaría perdiendo algo de impulso frente a los registros de la primera mitad del año.

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 cerca de mínimos históricos y levemente por debajo de sus niveles estructurales. Asimismo, la demanda de trabajo continúa fuerte, empujada especialmente por una mayor dinámica en la ocupación de sectores de servicios. Sin embargo, esta mayor generación de empleos sigue concentrada altamente en la informalidad y en empleo no asalariado.

La inflación se aceleró levemente en julio, afectada por fuertes aumentos en los precios de algunos alimentos perecederos. La inflación núcleo y las expectativas de inflación se incrementaron en el balance, y persisten por encima de la meta de política monetaria. En este entorno, considerando la postura expansiva de la política fiscal, BanRep dejó estable su tasa de intervención en terreno contractivo y mantuvo cautela en su proceso de flexibilización monetaria.

La demanda de créditos continúa ganando tracción, en medio de un riesgo de impago en el sistema y restricciones en la oferta de créditos que continúan moderándose. Las tasas de interés activas y pasivas se estabilizaron, debido a la pausa de los recortes de tasas por parte de BanRep, pero permanecen por debajo de los registros de un año atrás. Las perspectivas del crédito para el corto plazo siguen mejorando, en línea con la fortaleza de la demanda interna.

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. Los riesgos sobre el crecimiento del PIB mundial continúan siendo altos, en medio de la actual guerra de aranceles. No obstante, tarifas arancelarias más bajas frente a las anunciadas en abril han disipado parcialmente dichos riesgos sobre el crecimiento económico global. 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 se habría acelerado hasta sus ritmos de expansión más altos en casi 3 años. 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 fija cuyo crecimiento habría sido negativo. La información preliminar de 3T25 sugiere una dinámica del producto robusta, aunque estaría perdiendo algo de impulso frente a los registros de la primera mitad del año.

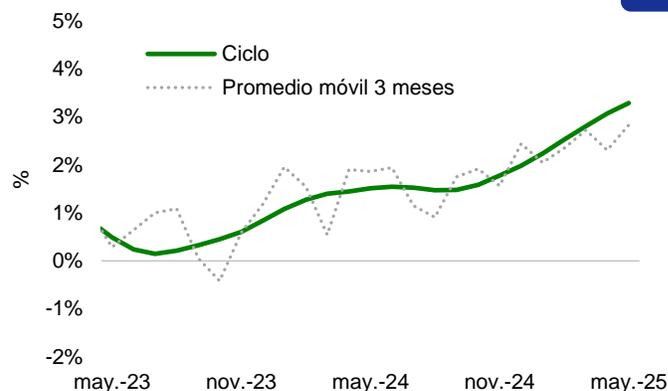
En esto entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió en mayo 2.8%¹ en su serie original, su mayor ritmo en los últimos cinco meses. En línea con lo anterior, la variación anual del ISE en su serie ajustada por estacionalidad y efectos calendario fue 2.7%. En tendencia, el reciente comportamiento del ISE sigue marcando un claro patrón de recuperación hacia crecimientos del orden de 3% (Gráfico 1).

El ISE de la cadena **primaria** se contrajo 0.8% en mayo, pero en tendencia mantiene un buen comportamiento (Gráfico 2). Dentro de las actividades agropecuarias, la producción de cultivos agrícolas estaría perdiendo algo dinamismo, especialmente el sector cafetero, aunque buena parte de este comportamiento obedece a un efecto de elevada base de comparación tras el fuerte impulso que tuvo el sector desde finales de 2023 (ver “Impulso con aroma de café” en [CE – Mayo 20 de 2025](#)). 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 en su dinámica de producción.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, registró una caída de 0.9%. La recuperación de este sector sigue siendo lenta y mantiene un rezago importante frente a otras actividades productivas, afectada en parte por el ciclo recesivo de la inversión fija pero también por afectaciones derivadas de un menor

Tendencia central del ISE en últimos dos años

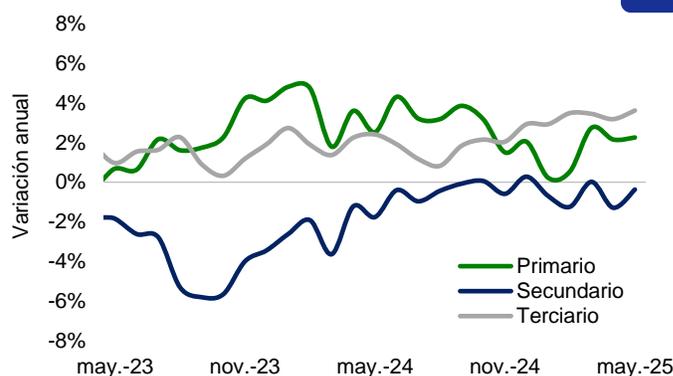
1



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.

crecimiento de las ventas externas de productos industriales.

Las actividades manufactureras, que concentran buena parte de la producción industrial, se han estancado en su crecimiento durante los últimos meses alrededor del 1.6%. Allí continúa sobresaliendo la producción agroindustrial, con crecimientos de 2.4% y en línea con el buen desempeño del sector agropecuario. En contraste, el sector de la construcción mantiene tasas de crecimiento negativas, afectado principalmente en el segmento de edificaciones por factores tanto de oferta como de demanda, aunque también por una reciente debilidad vista en el componente de obras civiles.

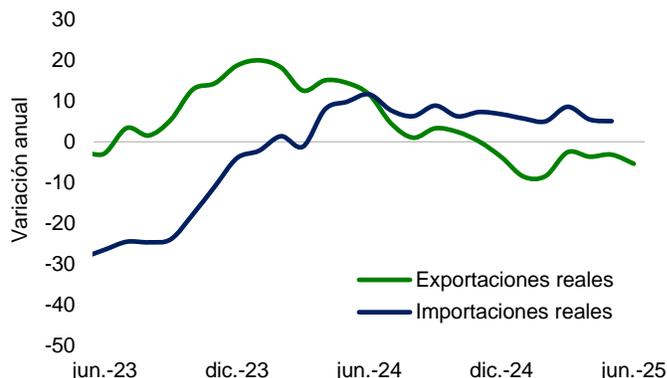
El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en bienes y servicios, registró un crecimiento de 4.2% en mayo, alcanzando su mayor crecimiento en los últimos trece meses y manteniendo una dinámica superior a la del resto de cadenas productivas en la economía. Esto estuvo explicado por una recuperación importante en su componente privado, el cual se expandió 4.7% y alcanzó su mayor ritmo en más de dos años, algo que está en línea con la notable recuperación del consumo de los hogares (ver “De excesos de gasto y otros demonios” en [CE – Agosto 11 de 2025](#)). El componente público mantuvo un buen comportamiento y su crecimiento fue de 4.4%.

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 13.2%, su mayor expansión en los últimos tres años. Las ventas reales de bienes no durables crecieron 6.1%, las de bienes semidurables lo hicieron en 11% y las ventas de bienes durables en 19.8%, estas últimas siendo las más sensibles a los movimientos de las tasas de interés y el tipo de cambio. Las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS) mostraron un crecimiento de 4% en los ingresos reales de los servicios en el último mes y también dan cuenta de un buen comportamiento del consumo en servicios.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB crecieron 2.6% en junio. Lo anterior se explicó principalmente por un aumento de 46.4% en las exportaciones de café y de 15.1% en las ventas externas no tradicionales, concentradas en productos agroindustriales. En contraste, las ventas

Variables de comercio internacional (PM3)

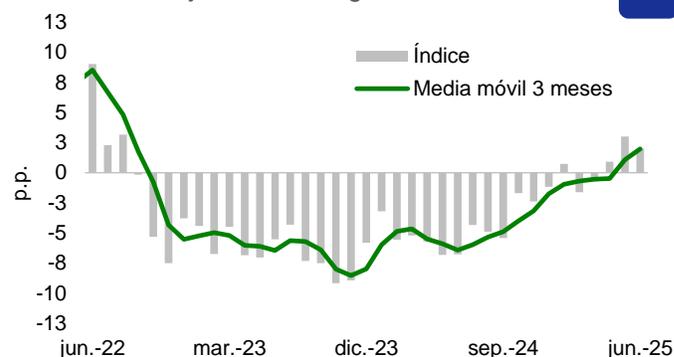
3



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.

externas de petróleo cayeron 15.6% y siguen perdiendo participación como producto de exportación tradicional.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de 1.3% de las exportaciones (Gráfico 3). Lo anterior se encuentra en línea con los volúmenes de bienes exportados en el último mes, cuyo crecimiento alcanzó 5%. No obstante, en tendencia las ventas externas siguen perdiendo impulso, lo que se explica en su totalidad por las afectaciones en 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 una expansión de 10.7% en mayo y siguen exhibiendo una sólida dinámica, consistente con el buen comportamiento de la demanda interna. Las compras externas se concentraron principalmente en bienes intermedios para la industria y bienes de consumo duradero, con crecimientos de 12.9% y 27.8%, respectivamente. En línea con lo anterior, en términos reales las importaciones crecieron 6.8%.

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 importantes, pero algo inferiores a los registros del primer semestre. Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintos índices disponibles de confianza de hogares y empresas, se viene recuperando con fuerza (Gráfico 4). Dada su naturaleza de índice adelantado, la lectura de este indicador en 2T25 sugiere un mayor dinamismo del gasto interno de cara a los próximos meses y lo que resta del año.

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, creció 4.4% en 2T25, por encima de los registros de 1.9% de 1T25. Este resultado se encuentra en línea con la favorable dinámica de las ventas minoristas, tal como lo explicamos anteriormente y que es otro buen indicador del gasto de los hogares (Gráfico 5).

El PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad secundaria con información más actualizada, anticipa un comportamiento de la industria que podría acelerarse levemente en el futuro cercano. En efecto, las

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

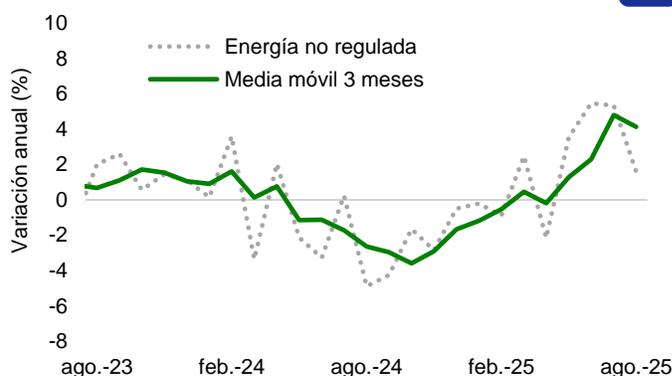
5



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

Demanda total de energía no regulada

6



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

cifras preliminares de 3T25 estarían alcanzando los 51.9 puntos, superando el promedio de 51.7 puntos de 2T25 y manteniéndose en terreno de expansión (valores por encima de 50 puntos).

La demanda de energía no regulada, una buena variable *proxy* de inversión fija y de actividad del sector secundario a tiempo real, también sugiere un comportamiento de la inversión algo mejor en 3T25. En efecto, la tendencia de esta variable durante los últimos meses ha sido claramente alcista y apunta a una recuperación de cara a lo que resta del año (Gráfico 6).

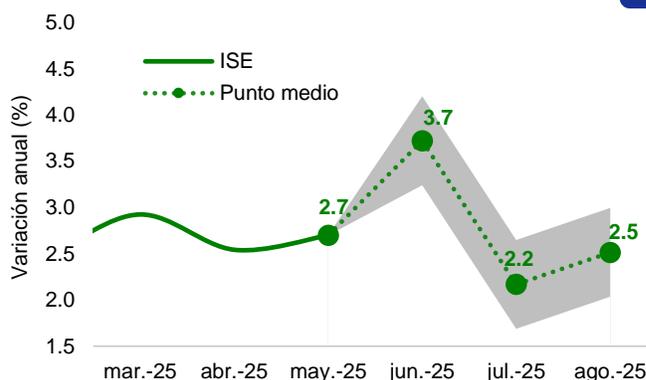
De esta forma, nuestro modelo *Nowcast* sugiere una expansión de la actividad económica de 3.7% en junio, aunque en julio y agosto se estaría moderando hacia ritmos del orden de 2.2% y 2.5%, respectivamente (Gráfico 7). Así, **estimamos de manera preliminar una expansión de 3% del PIB en 2T25**, superior al 2.7% de 1T25.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, **revisamos al alza nuestra proyección de crecimiento del PIB para todo 2025 desde 2.5% hasta 2.7%**. El fuerte impulso del gasto de los hogares y el carácter expansivo de la política fiscal, que implica un gasto público también elevado, sustentan estas mejores perspectivas de corto plazo a pesar del pobre desempeño de la inversión fija.

Los riesgos bajistas sobre nuestro pronóstico central han descendido, en la medida que buena parte de la incertidumbre alrededor de las tensiones comerciales y la guerra de aranceles se han moderado. Por el contrario, consideramos que algunos cambios en la última orden ejecutiva de EEUU en materia de tarifas arancelarias ofrecen algunas ventajas competitivas para sectores transables, especialmente para el agropecuario. Las ramas de actividad que tienen al mayor sesgo a la baja sobre el pronóstico de crecimiento de corto plazo son el minero-energético y la construcción. Los servicios de Arte, Cultura, Recreación y Entretenimiento (ACRE), así como el comercio y el sector agropecuario, siguen siendo los motores del crecimiento económico.

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 sólida recuperación de la actividad económica en el agregado. La tasa de desempleo permanece en mínimos históricos y cerca a sus niveles estructurales. Asimismo, la demanda de trabajo continúa fuerte, empujada especialmente por una mayor dinámica en la ocupación del sector terciario. Sin embargo, dicha creación de empleos sigue concentrado en un alto grado de informalidad y empleo no asalariado.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional se ubicó en junio en 8.9% (Gráfico 8), mínimos no observados desde 2016. La tasa de desempleo nacional permanece cerca de sus niveles estructurales o no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales se estiman entre 9% y 10%. Esto indica que la brecha de empleo en la economía podría ya ser ligeramente positiva, aunque no necesariamente tan abultada para crear riesgos inflacionarios.

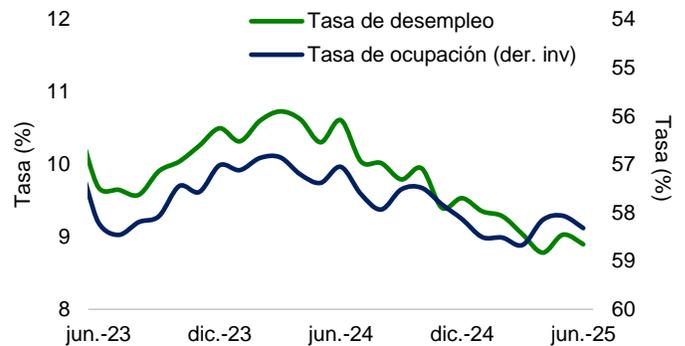
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo descendió hasta 8.4%, un mínimo histórico. El desempleo en las grandes ciudades permanece por debajo de su tasa NAIRU que, según estimaciones del equipo técnico de BanRep, se ubica alrededor del 10.2% (Gráfico 9).

En línea con lo anterior, y tomando también las series con ajuste estacional, la tasa de ocupación aumentó en el último mes hasta 58.3% y permanece cerca de sus máximos de siete años alcanzados en 1T25. Asimismo, la tasa global de participación alcanzó niveles de 64% e indica una mayor absorción de empleos en el mercado laboral.

A nivel sectorial, la generación de empleos en las diferentes ramas de actividad ha mostrado un buen comportamiento, incluso una recuperación en los sectores ligados a la inversión fija. El total de ocupados aumentó 3.1% en el trimestre finalizado en junio, favorecido por un crecimiento de 3.7% en el acervo de ocupados del sector terciario. La ocupación en el sector primario aumentó 1.4% y la ocupación de la cadena secundaria registró un incremento de 2.7%.

Principales indicadores del mercado laboral*

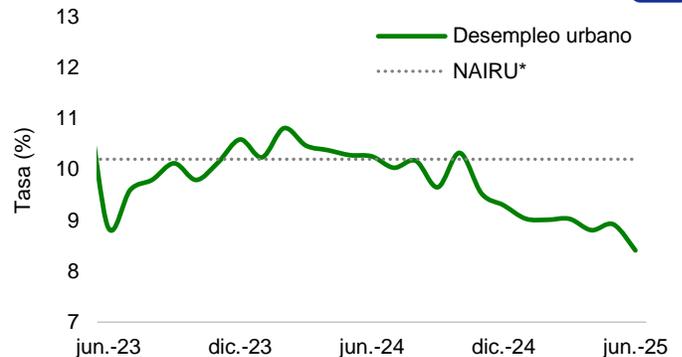
8



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

Evolución del desempleo en grandes ciudades*

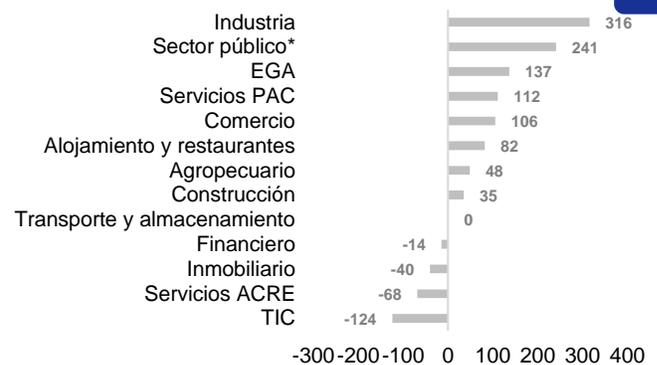
9



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

Los sectores que más adicionaron empleos fueron los de industrias manufactureras, sector público y suministro de energía, gas y agua (EGA), con aumentos de 316, 241 y 137 mil ocupados, respectivamente. Por su parte, los sectores de servicios TIC, servicios ACRE y actividades inmobiliarias, registraron reducciones de 124, 68 y 40 mil ocupados durante el último año con corte a junio, en ese mismo orden (Gráfico 10).

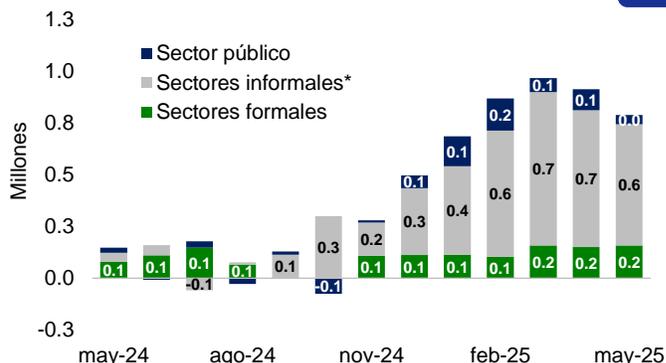
La creación de empleos asalariados recuperó algo de terreno en el último mes. En efecto, el acervo de los empleos asalariados creció 3.7% en términos anuales, superando por primera vez en 6 meses la demanda de empleo no asalariado que lo hizo a una tasa de 3.5%. Por su parte, con cifras al corte de mayo, el empleo formal creció 3.2%, mientras que el informal lo hizo en 3.6%. Aislado el empleo del sector público, estimamos que aproximadamente el 74% del empleo generado en el último año ha sido en 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 mayo, la inflación salarial se ubicó en 8.2% y permanece por encima de la inflación al consumidor en cerca de 3.1 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 26 meses en terreno positivo, apoyando vía mejoras en el ingreso disponible el gasto de los hogares, si bien esto contiene un efecto colateral sobre los costos laborales para las empresas.

Seguimos estimando una sólida demanda de trabajo en el corto plazo y un desempleo que permanecerá cerca de sus mínimos históricos. Esto implica una brecha de empleo ligeramente positiva en el horizonte de pronóstico que no necesariamente representa riesgos alcistas sobre la inflación. **Revisamos a la baja nuestra proyección de tasa de desempleo nacional promedio-año para 2025 hasta 9%**, inferior a nuestro pronóstico inicial de 9.4%.

Empleo sectorial clasificado por formal e informal

11

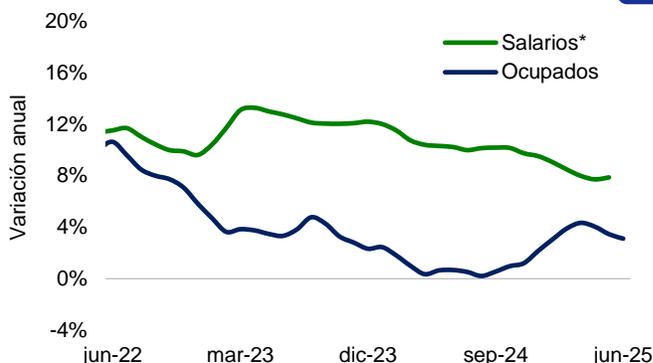


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 0.28% en julio, superior a nuestra estimación (0.21%) y a la del consenso de analistas (0.2%). Frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación también fue sustancialmente mayor a su promedio histórico de 0.16% para el mismo mes, así como a la variación mensual de 0.2% de julio de 2024 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.82%, la más alta de todos los componentes. La subcanasta del IPC de alimentos perecederos registró un aumento mensual de 2.99%, incorporando los efectos de bloqueos viales por el paro arrocero y de mineros, así como por los cierres de algunas vías arterias para el abastecimiento nacional de alimentos producto de la temporada invernal. El IPC de alimentos procesados, por su parte, registró un aumento de 0.21%.

El IPC de bienes y servicios regulados registró una caída mensual de 0.1%, siendo el único componente que registró un retroceso en el último mes. El subcomponente que más contribuyó a esta caída fue el IPC del gas, que tuvo una reducción de 1.19% afectado en gran medida por la apreciación del tipo de cambio. A este le siguieron las tarifas de electricidad, las cuales cayeron 0.2%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una leve variación mensual de 0.02%, también afectado por el comportamiento de la tasa de cambio y conteniendo las presiones derivadas del mayor gasto de los hogares. Allí se destacan el aumento de 0.14% del IPC de bebidas alcohólicas, seguido por la variación de 0.1% en los precios de productos de aseo y cuidado personal, y por la variación de 0.05% del IPC de muebles y electrodomésticos. Por su parte, el IPC de vehículos y autopartes se redujo 0.02%.

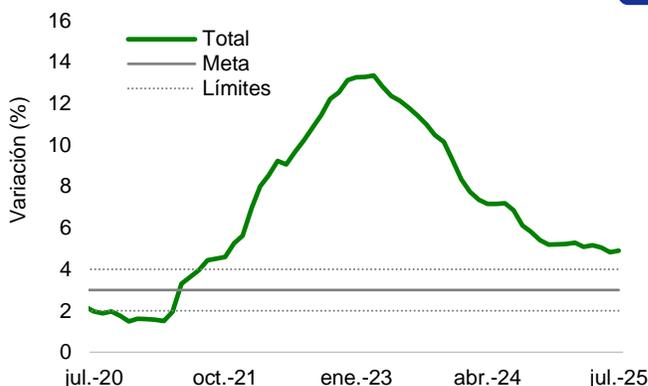
En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.3%. Dentro de los rubros que más contribuyeron en esta canasta a la inflación total se destacan el aumento de 0.32% de los arrendamientos, así como el IPC de restaurantes y bares que tuvo una variación mensual de 0.36%.

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

		A	R	B	S	Total
Mensual	jul.-25	0.82	-0.10	0.02	0.30	0.28
	jul.-24	0.21	0.18	-0.05	0.30	0.20
Anual	jul.-25	4.94	5.20	1.66	6.00	4.90
	jun.-25	4.31	5.49	1.58	6.00	4.82
Cont.	jul.-25	0.74	0.90	0.31	2.93	4.90
	jun.-25	0.65	0.95	0.30	2.93	4.82
A/C	jul.-25	5.65	4.71	1.44	4.04	4.03
	jul.-24	4.01	6.81	0.41	4.99	4.32
Tendencia*		▲	▼	▲	▼	▼

Fuente: BanRep. *Diferencia en la inflación año corrido.
A = Alimentos; R = Regulados; B = Bienes; S = Servicios.

Inflación al consumidor en últimos 5 años



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

13

De esta forma, la inflación anual se aceleró levemente en julio hasta 4.9%, pero se mantiene muy estable cerca del 5% (Gráfico 13). La inflación del IPC de servicios es la más elevada de todas las canastas por clasificación BanRep, viajando a ritmos anuales del orden de 6%. A este componente le sigue el IPC de regulados, cuya inflación se sitúa en 5.2%, muy cerca de sus promedios históricos, y el IPC de alimentos con una inflación anual de 4.94%. La inflación del IPC de bienes se mantiene como la más baja dentro de estas canastas con ritmos de 1.66%, 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 se aceleró hasta 4.97% y persiste por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 aumentó hasta 5.22%, seguida por la inflación sin alimentos que se ubicó en 4.89%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, también se aceleró hasta 4.8% (Gráfico 14).

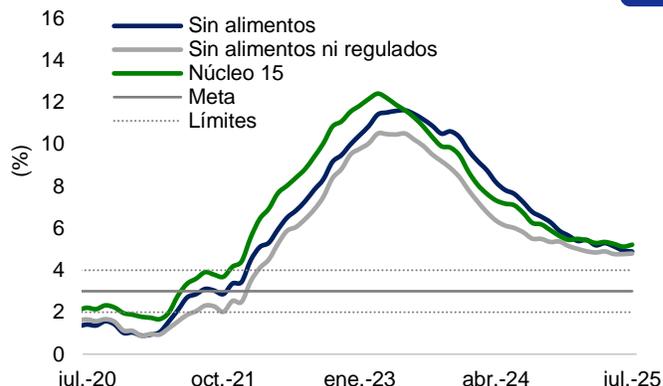
Las expectativas de inflación en el balance aumentaron en julio y persisten en niveles que también superan la meta de 3% de BanRep. Las expectativas de los analistas a horizontes de 1, 2 y 5 años aumentaron hasta 3.9%, 3.49% y 3.27%, respectivamente. Asimismo, las expectativas de cierre de 2025 y 2026 se ubicaron en 4.79% y 3.8%, respectivamente. Por su parte, el promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES descendió hasta 4.7% (Gráfico 15).

Para el mes de agosto pronosticamos una variación mensual de 0.09% en el IPC, con lo cual la inflación anual se aceleraría hasta 4.99%. Nuestros ejercicios de pronóstico siguen apuntando a una inflación que se mantendría alrededor del 5% para lo que resta del año. En este sentido, **mantenemos nuestra estimación de cierre de la inflación para 2025 en 4.9%**. Como lo explicamos al detalle en un informe reciente, a pesar de la notable recuperación del gasto de los hogares en 2025, no existe evidencia que sugiera fuertes presiones inflacionarias asociadas a este factor que pueda sesgar al alza nuestro pronóstico central (ver “De excesos de gasto y otros demonios” en [CE – Agosto 11 de 2025](#)).

Tornando el análisis a las decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República

Principales medidas de inflación núcleo

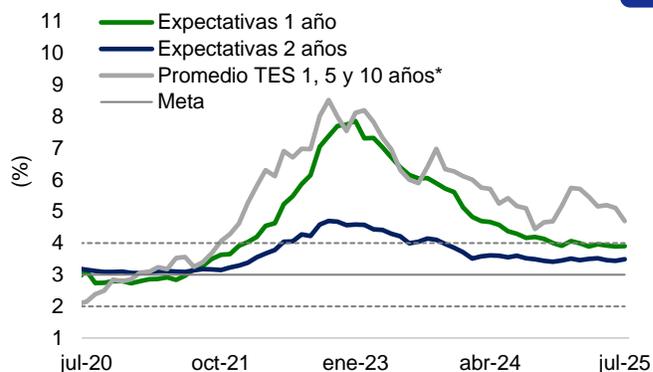
14



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.

(JDBR) sorprendió a los analistas y al mercado dejando inalterada su tasa de interés de referencia en 9.25% durante su reunión de julio (Gráfico 16).

Al igual que en la reunión de junio, una vez más la decisión de la JDBR fue muy dividida. De los siete codirectores, cuatro (grupo mayoritario) votaron por estabilidad de tasas, 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) no se tiene certeza sobre la convergencia de la inflación hacia la meta de 3% en un horizonte de tiempo prudente, 2) el mayor déficit fiscal genera presiones inflacionarias y un incremento sobre la prima de riesgo país; 3) persisten riesgos sobre el aumento del salario mínimo para 2026; y 4) la demanda interna sigue sólida, particularmente el consumo de los hogares.

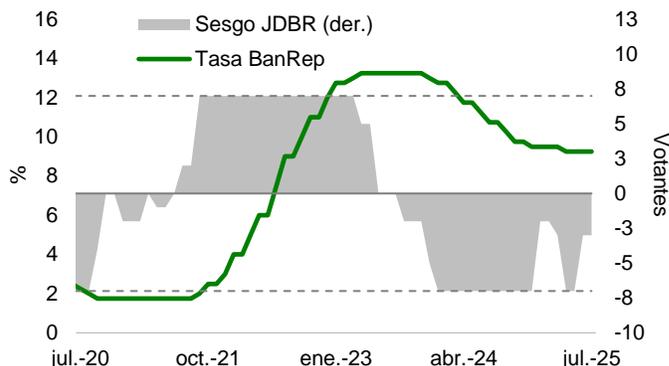
Por su parte, los miembros que votaron en disenso destacaron que: 1) la tasa de interés real de política monetaria sigue en terreno altamente restrictivo; 2) la inflación total lleva un descenso acumulado importante en los últimos años; 3) las expectativas de inflación a 12 y 24 meses ya se ubican cerca del rango meta de BanRep; 4) reducciones sobre la tasa de interés facilitarían la recuperación de la industria e impulsarían el microcrédito y la economía popular; y 5) a pesar de la activación de la cláusula de escape y la reducción de la calificación soberana, la prima de riesgo ha venido descendiendo.

El equipo técnico de BanRep revisó al alza su proyección de crecimiento para 2025 de 2.6% a 2.7%, en línea con nuestro pronóstico de PIB. Asimismo, para 2026 ahora estima un crecimiento de 2.9% que supera el crecimiento de 2.7% del PIB tendencial. En materia de inflación, la proyección para 2025 aumentó desde 4.4% hasta 4.7% y para 2026 ahora se estima un cierre de 3.2%.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política monetaria se ubicó en julio en 4.98% y lleva prácticamente 1 año cerca de esos niveles (Gráfico 17). La tasa real acumuló 37 meses por encima del nivel neutral (no inflacionario) estimado por el equipo técnico de BanRep, lo que sigue reflejando una postura restrictiva del emisor.

Tasa de referencia vs distribución JDBR

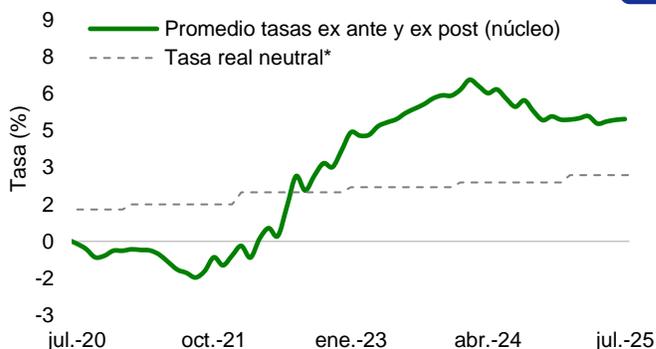
16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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.

Teniendo en cuenta el reciente comportamiento de la inflación total y núcleo, así como la dinámica de las expectativas de inflación y el persistente riesgo fiscal, esperamos que la JDBR mantendrá una actuación prudente y de cautela en sus próximas reuniones de política monetaria. Desde el frente externo, las tasas de interés también han entrado en una fase de relativa estabilidad y eso también seguirá influyendo en las próximas decisiones de BanRep.

De esta manera, anticipamos estabilidad en la tasa de intervención hasta el mes septiembre y esperamos ahora que BanRep retome los recortes de tasas en 4T25. En consecuencia, **revisamos al alza nuestra proyección de tasas de interés para el cierre de 2025 desde 8.5% hasta 8.75%.**

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 la cartera vencida y morosa que, a su vez, han permitido flexibilizar restricciones en la oferta de créditos por parte de los establecimientos de crédito.

Tras más de dos años de contracción de la cartera en términos reales (descontando inflación), en julio se registró el primer crecimiento positivo de 0.4% (Gráfico 18). La dinámica de los créditos hacia los hogares continúa rezagada frente al comportamiento de los créditos hacia las empresas. Buena parte de esto obedece a unas condiciones todavía restrictivas en la oferta de créditos hacia los hogares, relativo a las restricciones de oferta de los créditos corporativos.

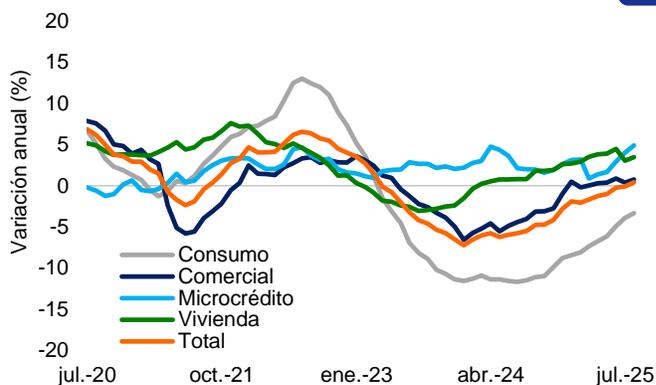
Por modalidades, las carteras de microcrédito y vivienda exhiben los mayores crecimientos con ritmos reales de 4.9% y 3.5%, respectivamente. La cartera de microcréditos sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular y pequeños productores-empresarios, 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 0.8%. Por su parte, la cartera de consumo registró una variación real negativa de 3.3%, pero es su menor contracción desde abril de 2023 y en tendencia sigue mejorando. Esto es consistente con una sana recuperación del gasto de los hogares en ausencia de excesos de apalancamiento.

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 en el futuro cercano (Gráfico 19). Con la información disponible a corte de mayo, la dinámica del saldo de la cartera vencida del sistema se contrajo por séptimo mes consecutivo a una tasa de -10.3%.

Crecimiento real de la cartera por modalidad

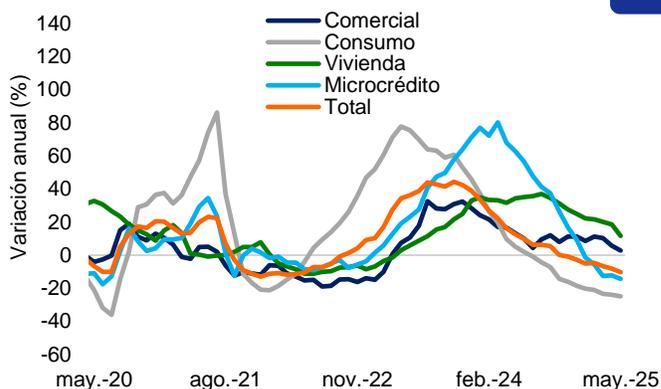
18



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 11.6%, seguido por la cartera comercial con 2.8%, pero en ambos casos la tendencia reciente sigue siendo bajista. La cartera vencida de microcrédito se contrajo 14.3%, mientras que la cartera vencida de consumo completó once meses consecutivos de contracción y registró una caída de 24.8%.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema descendió a 4.4%. 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 (Gráfico 20).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total cayó 2.1% en mayo, 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 muy por debajo de su promedio histórico.

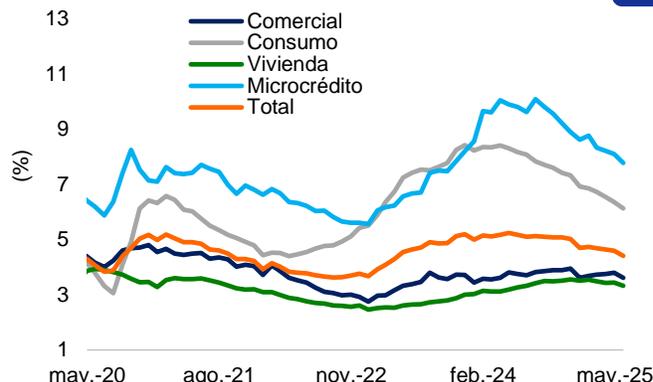
Por el lado los agregados monetarios, los de menor liquidez, como el M2 y el M3, siguen creciendo a ritmos inferiores en comparación con los de alta rotación como el M1 (Gráfico 21). Este último continúa ganando terreno como consecuencia de un aumento del efectivo circulante y mayores preferencias de liquidez, resultado de las medidas de flexibilización monetaria de BanRep y un mayor crecimiento económico. De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 14.4% en julio, donde sobresale el crecimiento de 20.8% del efectivo.

En este entorno, las tasas de interés activas y pasivas se han estabilizado respecto a los registros de 2T25, en línea con la pausa en recortes de tipos de interés de BanRep (Gráfico 22). En promedio, las tasas de colocación en 3T25 se ubican en 14.2%, mientras que el promedio de las tasas de captación bordea el 7.8%.

Teniendo en cuenta el reciente comportamiento del mercado de créditos y una mayor proyección de crecimiento económico, **revisamos al alza nuestra estimación de crecimiento real de la cartera de créditos desde 0.4% hasta 1.2% para 2025.**

Evolución calidad de la cartera por modalidad

20



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

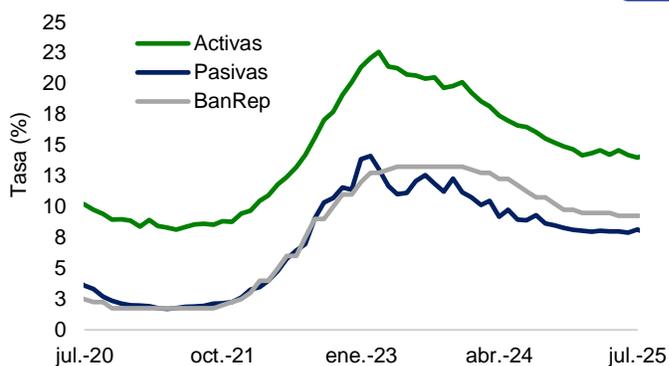
21



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 estaría desacelerando en medio de una elevada heterogeneidad. El proceso de desinflación global ha perdido velocidad y la dinámica de los precios al consumidor 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. No obstante, desde el pasado mes de abril se han dado avances en las negociaciones de estas tarifas entre EEUU y varios países que han disipado parcialmente dichos grados de incertidumbre. En semanas recientes, una nueva orden ejecutiva publicada por el Gobierno de EEUU también da cuenta de una tarifa efectiva *ad valorem* a las importaciones que ya no sería del 24% como se estimaba en abril, sino del orden del 17%.

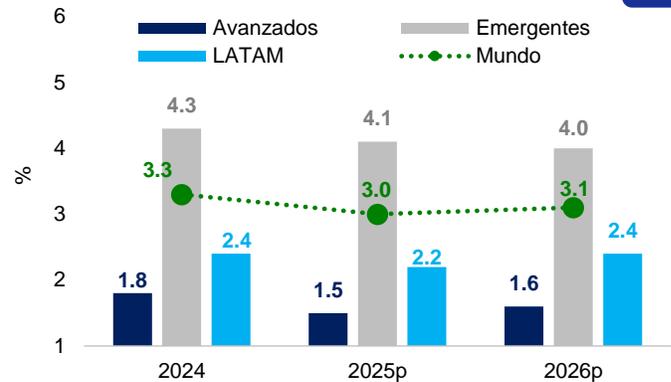
En línea con lo anterior, según la más reciente actualización de proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento del PIB mundial se desaceleraría en 2025-2026 hacia ritmos del orden de 3% (Gráfico 23), pero el choque de los aranceles se prevé ahora menos severo frente a lo estimado en su reporte de abril. Para las economías avanzadas se prevé ahora crecimientos para 2025 y 2026 de 1.5% y 1.6%, respectivamente, mientras que para las economías emergentes se estiman expansiones de 4.1% y 4%, en ese mismo orden. Para LATAM, el FMI proyecta crecimientos de 2.2% en 2025 y 2.4% en 2026.

En este entorno, el ciclo de flexibilización de política monetaria de los BC ha perdido grados de sincronización, pues mientras que en Europa y en la mayoría de las economías de LATAM las tasas de referencia han descendido, en EEUU han permanecido estables. Incluso en otras economías como las de Japón y Brasil, las tasas de política monetaria han aumentado. En el balance, esto ha hecho más lenta la velocidad de la flexibilización monetaria global (Gráfico 24).

En EEUU, la Fed mantuvo estable su tasa de referencia en el rango de 4.25% - 4.5% durante su última reunión de

Proyección del FMI para el crecimiento del PIB

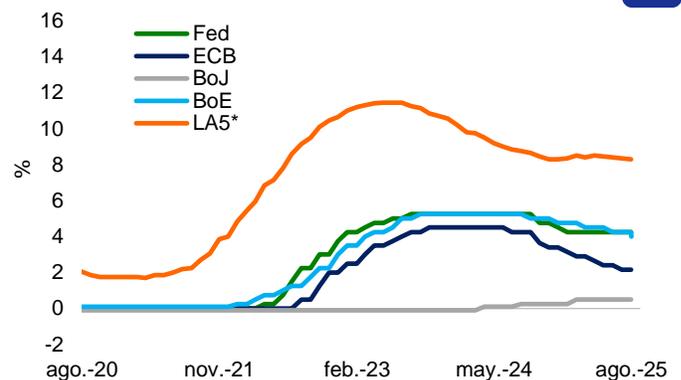
23



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas de interés de política monetaria

24



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Promedio de tasas de política en Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.

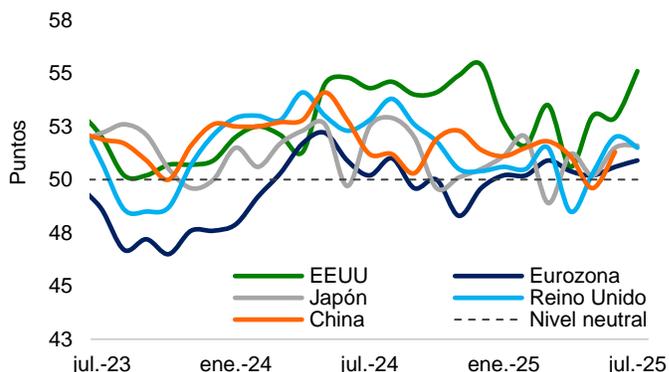
política monetaria. El emisor mantiene su cautela en un entorno en el que la imposición de aranceles, si bien en magnitud sería inferior a lo previsto inicialmente, ya empieza a afectar al alza algunos precios, si bien su impacto total sobre la economía y la inflación de EEUU aún es incierto. En este contexto, **mantenemos nuestra expectativa de que la Fed retome sus recortes sobre la tasa de interés en los próximos meses, aunque vemos ahora una probabilidad de ocurrencia más alta hacia 4T25.**

En cuanto a las cifras recientes de actividad económica, los últimos datos del PMI compuesto en las grandes economías siguen exhibiendo alta volatilidad, pero en el balance apuntan a un menor crecimiento este año frente al 2024 (Gráfico 25). Los índices de Reino Unido, China, EEUU y Japón muestran los retrocesos más significativos de la actividad durante 2025. En EEUU, las cifras recientes de 3T25 han mostrado mejoras frente a 2T25, en línea con una menor incertidumbre alrededor de la guerra de aranceles.

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 2T25 habría sido de 2%, inferior frente a la expansión registrada en 1T25, en medio de una elevada heterogeneidad que persiste desde el año pasado (Gráfico 26). La economía de Argentina sigue liderando el crecimiento de la región y se está acelerando, con una expansión sobresaliente del orden de 6.5%, seguida por las economías de Chile y Brasil que habrían registrado en 2T25 expansiones de 3.4% y 2.8%, respectivamente. Por su parte, la economía mexicana se habría contraído 1% y sigue siendo la más expuesta a los riesgos sobre el crecimiento en EEUU.

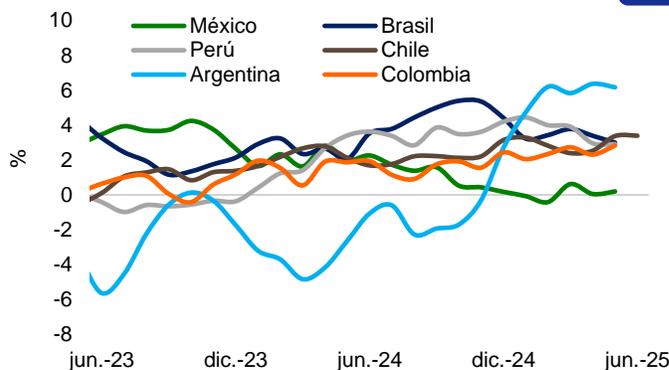
Bajo este contexto, según la más reciente encuesta de Bloomberg a analistas económicos, la probabilidad de una recesión durante los próximos 12 meses ha descendido, pese a la persistencia de la incertidumbre global. La probabilidad de recesión en la Eurozona se sitúa alrededor de 30%, mientras que la de EEUU ha descendido a 35%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se redujo levemente a 27%.

Evolución PMI compuesto en economías grandes **25**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Índices de actividad en economías de LATAM** **26**



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	2.7	↑	3.0	↑
Consumo privado (%)	0.4	1.6	4.8	↑	4.9	↑
Gasto público (%)	1.6	0.7	3.2	↓	2.8	↑
Inversión fija (%)	-12.7	3.2	-1.5	↓	2.2	↓
Demanda interna (%)	-2.5	2.0	4.2	↑	4.3	↑
Exportaciones (%)	3.1	2.5	1.8	↑	2.1	↓
Importaciones (%)	-9.9	4.4	9.0	↑	7.4	↑
Sectores actividad económica						
Agropecuaria (%)	1.7	8.0	4.1	↑	3.8	↑
Comercio (%)	-3.6	1.4	4.6	↑	4.9	↑
Construcción (%)	-3.1	1.9	-2.4	↓	1.1	↓
Financiero (%)	8.9	0.4	3.1		4.8	
Industria (%)	-2.7	-2.1	0.6	↓	0.7	↑
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		3.7	↓
Tasa BanRep (final del periodo %)	13.00	9.50	8.75	↑	7.75	↑
DTF EA (promedio año %)	13.2	10.2	9.0	↑	8.6	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	13.0	11.4	9.3	↑	8.3	↑
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	10.4	11.7	12.2	↓	11.4	↓
Tasa de desempleo nacional (%)	10.2	10.2	9.0	↓	8.9	↓
Sector externo						
Tasa de cambio (promedio anual)	4326	4074	4175	↓	4295	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	3950	4402	4200	↓	4335	↓
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		3.0	↓
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.
