



Inflaciones claras y BanRep espeso

Septiembre 12 de 2025

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 3T25, aún escasas, sugieren una dinámica del producto ligeramente más alta frente a los registros de 2T25. La mayor parte de los indicadores adelantados de actividad y de alta frecuencia así lo sugieren, en medio de un consumo total que se estaría estabilizando, mientras que la inversión fija y las exportaciones aparentan leves mejoras. Los sectores ligados al ciclo de la inversión fija continúan siendo los más rezagados, principalmente el minero-energético y la construcción, en contraste con el buen dinamismo que mantienen las actividades relacionadas con el consumo total y el sector agropecuario.

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 históricos y cerca a sus niveles estructurales. Asimismo, la demanda de trabajo continúa fuerte, empujada especialmente por una mayor dinámica en la ocupación de sectores de servicios. La calidad en la generación de empleos también parece estar mejorando recientemente, al estar más direccionada en empleo formal y asalariado.

La inflación se aceleró en agosto y alcanzó su mayor nivel en los últimos cuatro meses, afectada al alza por aumentos en los precios de 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. BanRep no tomó decisiones de tasas de interés en agosto, según calendario de política 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 siendo positivas, en línea con la fortaleza de la demanda interna.

La información disponible de 3T25 sugiere un crecimiento de nuestros socios comerciales superior al de 2T25, en medio de una persistente heterogeneidad. Los riesgos sobre el crecimiento del PIB mundial continúan siendo bajistas, aunque han descendido parcialmente gracias a los avances en las negociaciones comerciales de EEUU con algunas de sus contrapartes en materia de tarifas arancelarias. El canal de transmisión de este choque a la inflación global sigue siendo incierto.

Actividad económica

La economía colombiana registró en 2T25 un crecimiento de 2.1%¹, por debajo de nuestras estimaciones, pero que no invalida el proceso de recuperación económica. Buena parte de esos resultados se sustentaron por un comportamiento sobresaliente de la demanda interna, especialmente del gasto de los hogares y el gasto del Gobierno, los cuales compensaron la persistente debilidad de la inversión. Por el lado de la oferta, sectores ligados al consumo total volvieron a explicar mayoritariamente la generación de valor agregado de economía, sumado al PIB agropecuario que sigue siendo uno de los motores del crecimiento (ver “Los caminos de la vida” en [CE – Agosto 20 de 2025](#)).

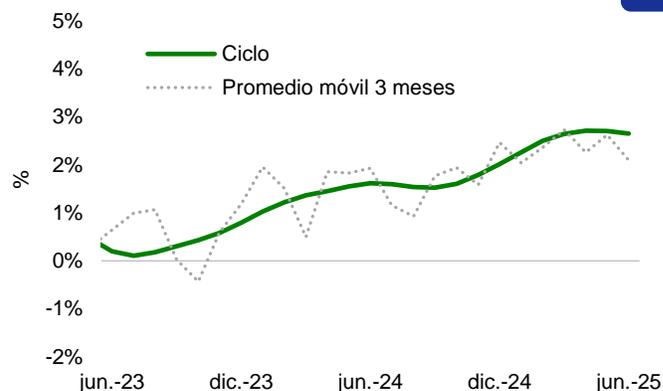
Las cifras disponibles de 3T25, aún escasas, sugieren una dinámica del producto ligeramente más alta frente a los registros de 2T25. La mayor parte de los indicadores adelantados de actividad y de alta frecuencia así lo sugieren, en medio de un consumo total que se estaría estabilizando mientras que la inversión fija y las exportaciones aparentan leves mejoras. Estas últimas estarían siendo empujadas por una mayor producción de sectores transables como el agropecuario y por una demanda externa que no se ha debilitado en la magnitud inicialmente estimada.

En esto entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió en junio 2.9% en su serie original, su mayor ritmo en los últimos tres meses. En tendencia, el reciente comportamiento del ISE sigue marcando un claro patrón de recuperación hacia crecimientos del orden de 2.4% en lo corrido del año, por encima de los registros de 2024, y su componente cíclico se ha estabilizado en ritmos de expansión del orden de 2.7% (Gráfico 1).

El ISE de la cadena **primaria** se expandió 2.5% en junio, pero en tendencia viene perdiendo algo de impulso. Las actividades del sector minero-energético, especialmente petróleo y carbón, siguen registrando fuertes contracciones en su producción. En el sector agropecuario, la producción de café se está recuperando en 3T25 luego de las afectaciones climáticas de 2T25. La producción de otros cultivos agrícolas se estaría también

Tendencia central del ISE en últimos dos años

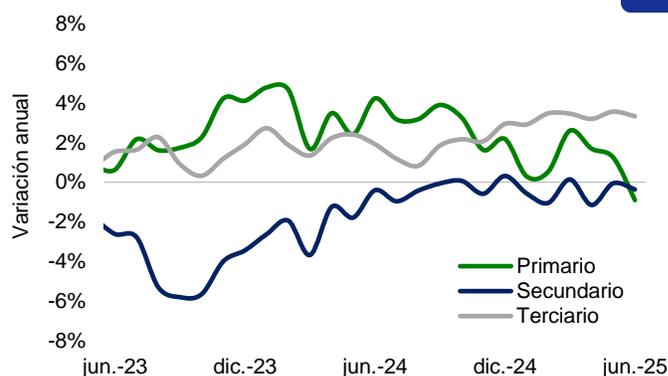
1



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.

recuperando, lo que se suma a un excelente comportamiento del sector ganadero que continúa beneficiado por un robusto consumo interno y la apertura de nuevos mercados externos.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, registró un crecimiento de 2.6%. Sin embargo, en tendencia central la dinámica de este sector se mantiene no sólo estancada sino también rezagada frente a otros sectores productivos (Gráfico 2).

Las actividades manufactureras, que concentran buena parte de la producción industrial, registraron un crecimiento de 2.3% en junio. Allí sigue sobresaliendo la producción agroindustrial, en línea con el buen comportamiento del sector agropecuario. En contraste, el sector de la construcción mantiene tasas de crecimiento negativas, afectado principalmente por el segmento de edificaciones tanto residenciales como no residenciales.

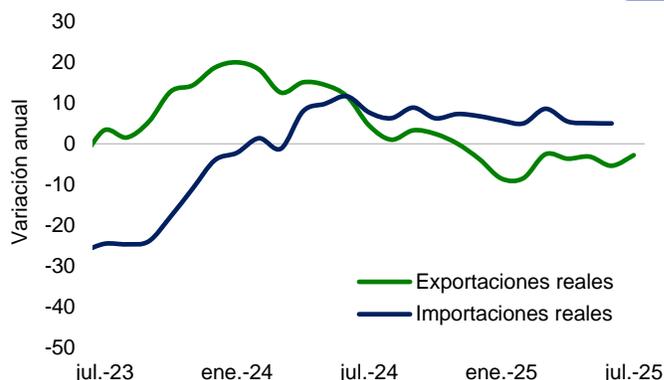
El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en bienes y servicios, registró un crecimiento de 3.4% en junio, manteniendo una dinámica superior a la del resto de cadenas productivas en la economía. El componente público del ISE terciario mantuvo un impulso notable con crecimientos del orden de 4%, mientras que su componente privado se expandió 2.6%.

Dentro de esta cadena se destaca el índice de ventas reales del comercio minorista, que en tendencia se sigue acelerando y en el último registró una sobresaliente expansión de 10.1%. Las ventas reales de bienes no durables crecieron 5.4%, las de bienes semidurables lo hicieron en 7.6% y las ventas de bienes durables en 16.4%, 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 una reducción de 1.1% en los ingresos reales de los servicios en el último mes. No obstante, en lo corrido del año su comportamiento sigue superando los registros de 2024, dando cuenta también de un buen desempeño del consumo en servicios.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB cayeron 4.1% en julio. Lo anterior se explicó principalmente por una reducción de 17.7% en las ventas externas tradicionales, donde las

Variables de comercio internacional (PM3)

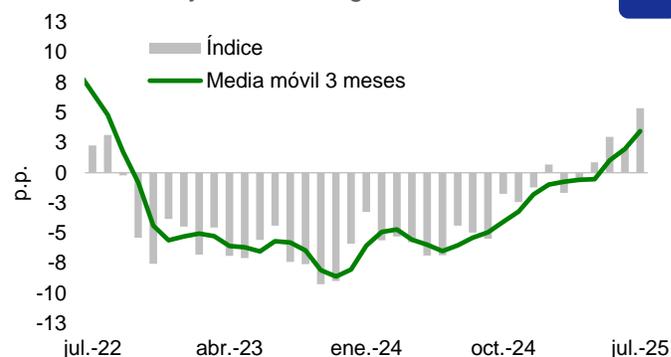
3



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.

exportaciones de carbón cayeron 45.8% y las de petróleo lo hicieron en 17.1%. Las exportaciones de café crecieron 70.3% y compensaron en parte el desplome de las ventas externas minero-energéticas. Por su parte, las exportaciones no tradicionales, concentradas en productos agroindustriales, crecieron 12.6%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas totales, nuestros cálculos revelan una caída real de 3.1%, pero de cara a 3T25 su tendencia evidencia ciertas mejoras frente a los registros de 2T25 (Gráfico 3). Lo anterior se encuentra en línea con los volúmenes de bienes exportados en el último mes cuya caída fue de 28.2%, concentradas en su gran mayoría por el mal momento de sectores transables como el minero-energético.

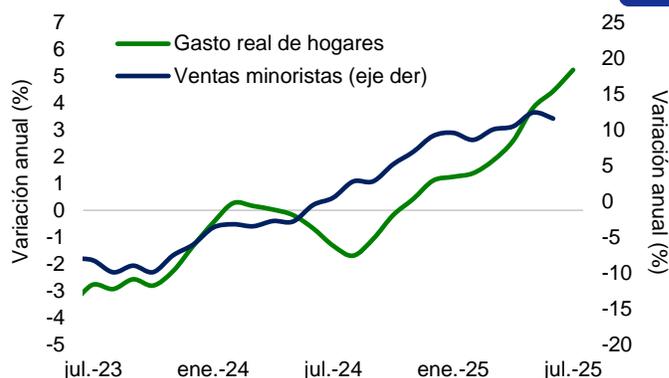
Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB registraron una expansión de 14.8% en junio y siguen exhibiendo una sólida dinámica, consistente con el buen comportamiento de la demanda interna. Las compras externas se concentraron principalmente en bienes intermedios para la industria y bienes de consumo duradero, con crecimientos de 12.9% y 25.8%, respectivamente. En línea con lo anterior, las importaciones en términos reales crecieron 13.6%.

La información de indicadores adelantados y a tiempo real de la actividad sugieren, en el balance, que la economía estaría creciendo en 3T25 a ritmos ligeramente superiores frente a lo observado durante el primer semestre de este año. Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintos índices disponibles de confianza de hogares y empresas, alcanzó en julio máximos no vistos desde el año 2022 (Gráfico 4). Dada su naturaleza de índice adelantado, la lectura de este indicador sigue apuntando a 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 también alcanzó en julio su mejor dinámica en los últimos tres años. En efecto, el gasto real de los hogares, según cifras de RADDAR, estaría creciendo 5.6% en 3T25, por encima de los registros de 4.4% de 2T25. 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).

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

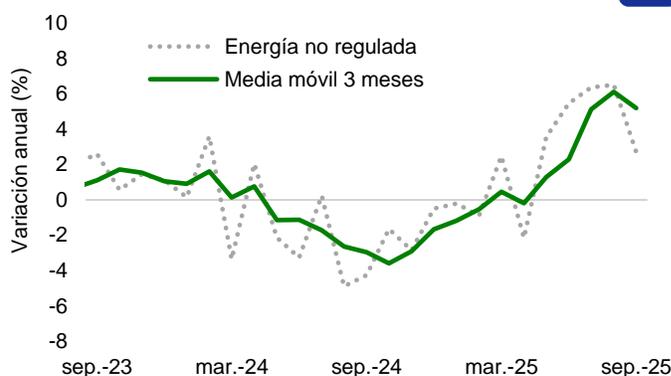
5



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

Demanda total de energía no regulada

6



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad secundaria con información más actualizada, también anticipa un mejor comportamiento de la industria en el futuro cercano. En efecto, las cifras preliminares de 3T25 muestran un promedio de 53.6 puntos, máximos no vistos desde 2022 y manteniéndose en terreno de expansión (valores por encima de 50 puntos).

La demanda de energía no regulada, otra buena variable *proxy* de inversión fija y de actividad del sector secundario a tiempo real, también sugiere un mejor comportamiento de la inversión 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).

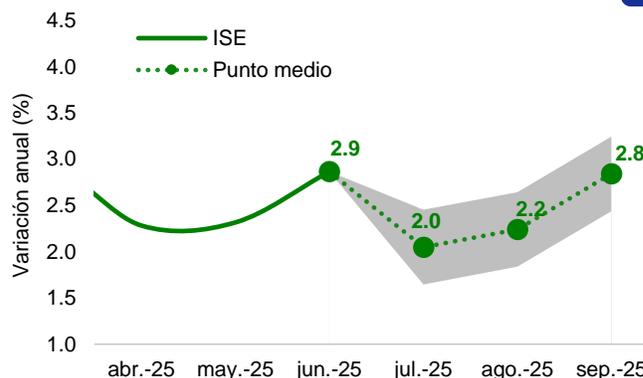
Teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere crecimientos de la actividad económica de 2% en julio, 2.2% en agosto y 2.8% en septiembre (Gráfico 7). De esta forma, **estimamos preliminarmente una expansión de 2.4% del PIB en 3T25**, superior al 2.1% de 2T25.

Para el año completo de 2025 **mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 2.7%**. Sin embargo, las recientes tendencias de la demanda interna sugieren que el impulso de trimestres anteriores se estaría agotando. Por esta razón, advertimos que nuestro pronóstico central contiene un sesgo bajista no sólo para 2025 sino también para 2026.

A nivel sectorial, las ramas de actividad que contienen el mayor sesgo a la baja sobre el pronóstico de crecimiento de 2025 y 2026 son el minero-energético y la construcción. Los servicios de Arte, Cultura, Recreación y Entretenimiento (ACRE), así como el comercio minorista, siguen siendo los motores del crecimiento económico y los que exhiben las mejores perspectivas de corto plazo. El sector agropecuario se vería beneficiado por las recientes modificaciones anunciadas por EEUU en materia de tarifas arancelarias, tal como lo hemos venido resaltando en informes pasados (ver “La cautela está de moda” en [IMCE – Agosto de 2025](#)).

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, algo consistente con el ciclo de 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 principalmente por una mayor dinámica en la ocupación del sector terciario. La calidad de la generación de empleo también parece estar mejorando recientemente, al estar más direccionada en empleo formal y asalariado.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional se ubicó en julio en 9% (Gráfico 8) y persiste en mínimos 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 estimamos cerca del 9.5%. Esto indica que la brecha de empleo en la economía podría ser ligeramente positiva, lo que no necesariamente implica riesgos inflacionarios.

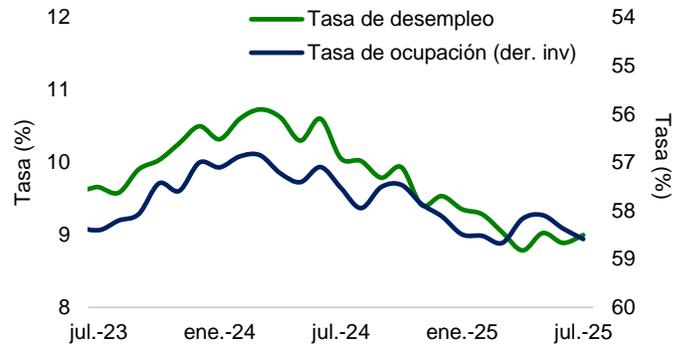
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo descendió hasta un nuevo mínimo histórico de 8.3%. El desempleo en las grandes ciudades permanece por debajo de su tasa NAIRU que, según estimaciones del equipo técnico de BanRep, se ubica alrededor del 10.2% (Gráfico 9).

En línea con lo anterior, y tomando también las series con ajuste estacional, la tasa de ocupación aumentó en el último mes hasta 58.6% y permanece en máximos de siete años. Asimismo, la tasa global de participación alcanzó niveles de 64.4% 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 3.2% en el trimestre finalizado en julio, favorecido por un crecimiento de 3.7% en el acervo de ocupados del sector secundario. La ocupación en el sector terciario aumentó 3.4% y la ocupación de la cadena primaria registró un incremento de 1.8%.

Principales indicadores del mercado laboral*

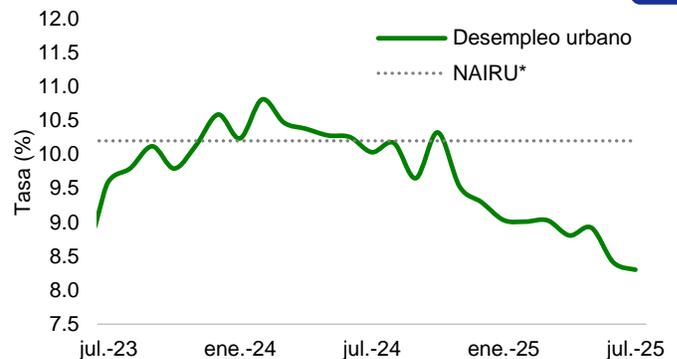
8



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

Evolución del desempleo en grandes ciudades*

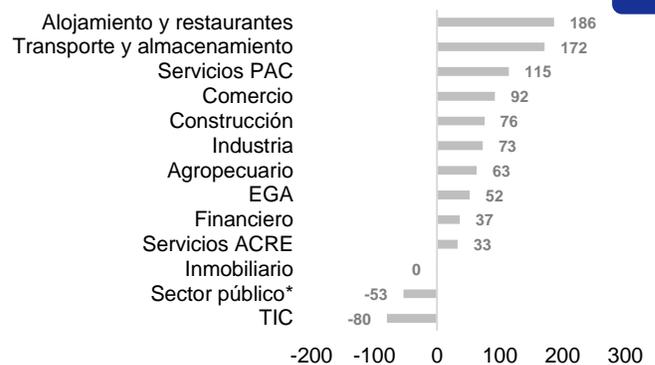
9



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.

La mayoría de los sectores económicos están generando empleo, pero los que más se destacan son los de alojamiento y servicios de comida, transporte y almacenamiento, y actividades profesionales, con aumentos anuales con corte a julio de 186, 172 y 115 mil ocupados, respectivamente. Por su parte, los sectores de servicios TIC y administración pública registraron reducciones de 80 y 53 mil ocupados durante el mismo periodo, en ese mismo orden (Gráfico 10).

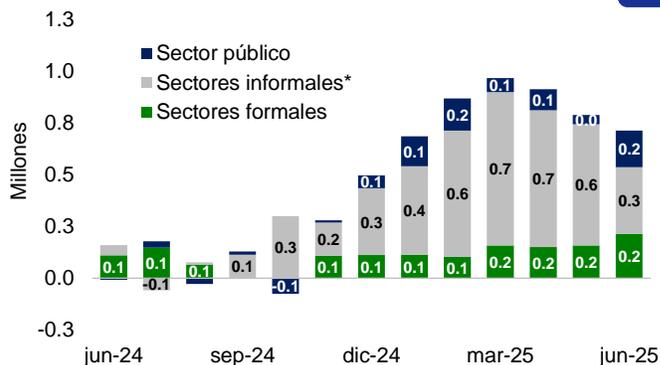
En este entorno, la creación de empleos asalariados viene recuperando terreno recientemente. En efecto, el acervo de estos empleos creció 6% en términos anuales, superando la demanda de empleo no asalariado que lo hizo a una tasa de 0.5%. Por su parte, con cifras al corte de junio, el empleo formal creció 4.8%, mientras que el informal lo hizo en 1.7%. Aislando el empleo del sector público, estimamos que aproximadamente el 45% 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 junio, la inflación salarial se ubicó en 8.3% y permanece por encima de la inflación al consumidor en cerca de 3.5 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 27 meses en terreno positivo y sigue apoyando mejoras en el ingreso disponible, algo que ha tenido efectos positivos sobre el buen comportamiento del gasto de los hogares, pero contiene un efecto colateral alcista 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 que la brecha de empleo se mantendría ligeramente positiva en el horizonte de pronóstico, si representar riesgos significativos sobre la inflación. Por todo lo anterior, **mantenemos nuestra proyección de tasa de desempleo nacional promedio-año para 2025 en 9%.**

Empleo sectorial clasificado por formal e informal

11

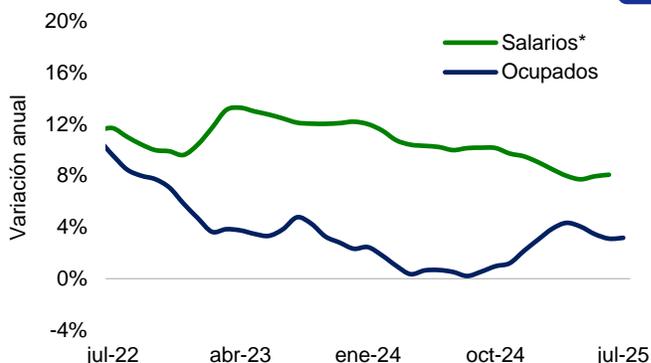


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 0.19% en agosto, relativamente en línea con nuestra estimación (0.17%) y la del consenso de analistas (0.22%). Frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación también estuvo muy cerca de su promedio histórico de 0.17% para el mismo mes, pero muy superior a la variación mensual nula de agosto de 2024 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.45%, la más alta de todos los componentes. La subcanasta del IPC de alimentos perecederos registró un aumento mensual de 1.3%, incorporando los efectos de bloqueos viales por los paros del sector papero y minero que ocasionaron afectaciones en el abastecimiento nacional de alimentos. El IPC de alimentos procesados, por su parte, registró un aumento de 0.2%.

El IPC de bienes y servicios regulados registró una caída mensual de 0.21%, siendo el único componente que registró un retroceso en el último mes. El subcomponente que más contribuyó a este resultado fue el IPC de tarifas de electricidad, que tuvo una reducción de 1.61%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.17%, favorecido por la apreciación de la tasa de cambio que a su vez ha contenido las presiones derivadas de un mayor gasto de los hogares. Allí se destacan el aumento de 0.62% en los precios de productos de aseo y cuidado personal, seguido por la variación de 0.59% del IPC de bebidas alcohólicas. Por su parte, el IPC de muebles y electrodomésticos se redujo 0.19%, mientras que el IPC de vehículos y autopartes cayó 0.1%

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.25%. Dentro de los rubros que más contribuyeron en esta canasta a la inflación total se destacan el aumento de 0.53% del IPC de restaurantes y bares, así como el IPC de arrendamientos que tuvo una variación mensual de 0.26%.

De esta forma, la inflación anual se aceleró en agosto hasta 5.1% y alcanzó máximos de cuatro meses (Gráfico 13). La inflación del IPC de alimentos ahora es la más elevada de todas las canastas por clasificación BanRep,

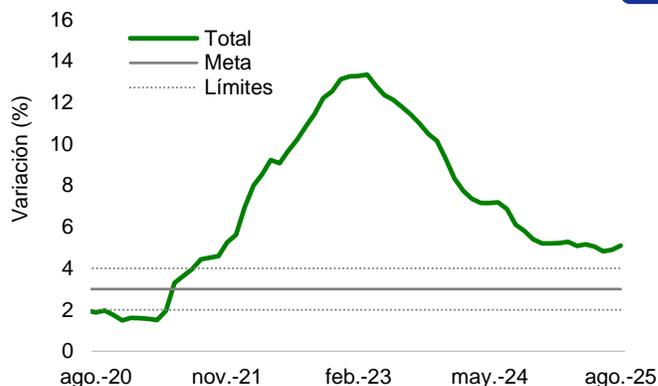
Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

		A	R	B	S	Total
Mensual	ago.-25	0.45	-0.21	0.17	0.25	0.19
	ago.-24	-0.68	0.02	-0.10	0.32	0.00
Anual	ago.-25	6.13	4.95	1.93	5.93	5.10
	jul.-25	4.94	5.20	1.66	6.00	4.90
Cont.	ago.-25	0.92	0.86	0.36	2.90	5.10
	jul.-25	0.74	0.90	0.31	2.93	4.90
A/C	ago.-25	6.13	4.49	1.61	4.30	4.22
	ago.-24	3.31	6.83	0.31	5.32	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

viajando a ritmos anuales del orden de 6.13%. A este componente le sigue el IPC de servicios, cuya inflación se sitúa en 5.93%, y el IPC de regulados con una inflación anual de 4.95%. La inflación del IPC de bienes se mantiene como la más baja dentro de estas canastas con ritmos de 1.93%, aunque su tendencia en lo corrido de 2025 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 4.99% y persiste por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 aumentó hasta 5.29%, seguida por la inflación sin alimentos que se ubicó en 4.85%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, también se aceleró hasta 4.82% (Gráfico 14).

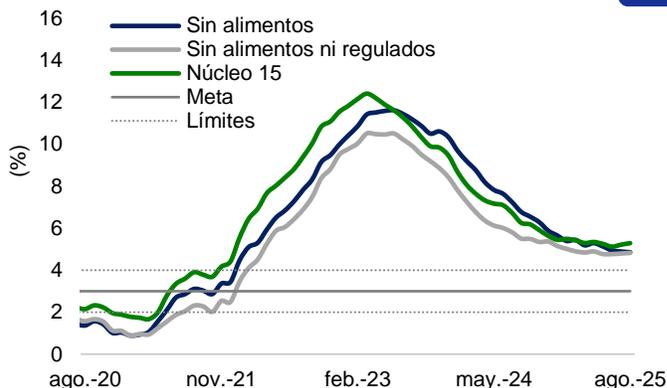
Las expectativas de inflación en el balance aumentaron en agosto y persisten en niveles que también superan la meta de 3% de BanRep. Las expectativas de los analistas a horizontes de 1, 2 y 5 años se ubican en 3.97%, 3.52% y 3.27%, respectivamente. Asimismo, las expectativas de cierre de 2025 y 2026 aumentaron hasta 4.94% y 3.91%, en ese mismo orden. Por su parte, el promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES descendió hasta 4.54%, pero podría ser un efecto distorsionado dado el reciente rally de los títulos de deuda pública local (Gráfico 15).

Para el mes de septiembre pronosticamos una variación mensual de 0.29% en el IPC, con lo cual la inflación anual se aceleraría hasta 5.15%. Esta estimación tiene un sesgo alcista, teniendo en cuenta que el actual cierre en la vía al llano podría ocasionar aumentos significativos en los precios de los alimentos y de otros bienes que dependen de costos de transporte.

Nuestros ejercicios de pronóstico ahora apuntan a una inflación que se mantendría por encima del 5% para lo que resta del año, especialmente por una inflación de alimentos que ahora sería más alta frente a lo previsto. En este sentido, **revisamos al alza nuestra expectativa de inflación para el cierre de 2025 hasta 5.2%**, desde el 4.9% previo. Advertimos que la inflación podría aumentar transitoriamente hasta niveles de 5.4% en los próximos meses, más específicamente en octubre, dada la muy baja base de comparación del mismo mes del año 2024.

Principales medidas de inflación núcleo

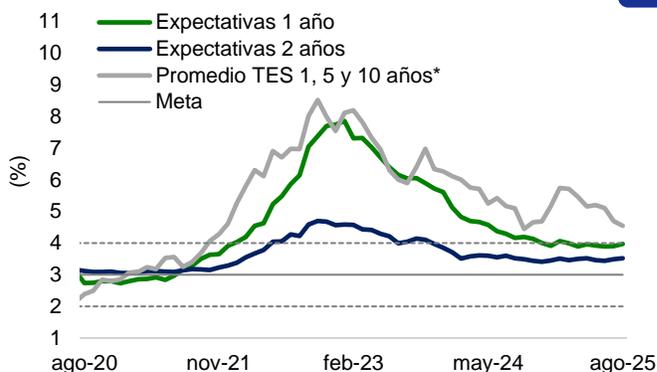
14



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.

Según su calendario de 2025, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) no tomó decisiones de tasas de interés durante el mes de agosto. Para la reunión de septiembre esperamos que la tasa de referencia permanezca estable en 9.25%, aunque advertimos que nuevamente habrá disensos en la decisión colegiada de la JDBR.

Dado el reciente comportamiento de la inflación, de las expectativas de inflación y el persistente riesgo fiscal, **ahora esperamos que la tasa terminal de política monetaria de BanRep en 2025 se sitúe en 9%**, por encima del 8.75% que estimábamos previamente. Advertimos que el proceso de flexibilización monetaria seguirá siendo muy lento para lo que resta de 2025 y buena parte de 2026.

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.

La cartera en términos reales (descontando inflación) creció en agosto por segundo mes consecutivo y se expandió 0.3% (Gráfico 16). 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.

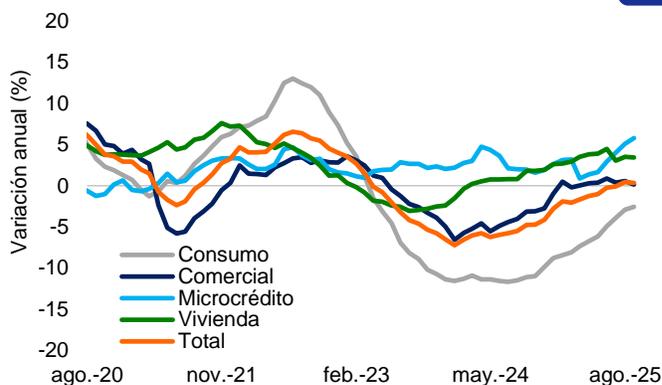
Por modalidades, las carteras de microcrédito y vivienda exhiben los mayores crecimientos con ritmos reales de 5.8% y 3.4%, respectivamente. La cartera de microcréditos sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular y pequeños productores-empresarios, 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 2.6%, pero es su menor contracción desde marzo 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 17). Con la información disponible con corte a junio, la dinámica del saldo de la cartera vencida del sistema se contrajo por octavo mes consecutivo a una tasa de 10%.

Crecimiento real de la cartera por modalidad

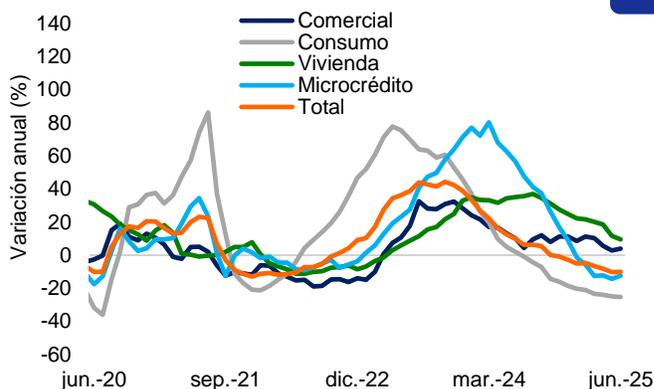
16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

17



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El crecimiento más elevado de cartera vencida lo exhibe la modalidad de vivienda con 9.5%, seguido por la cartera comercial con 4%, pero en ambos casos la tendencia reciente sigue siendo bajista. La cartera vencida de microcrédito se contrajo 12.3%, mientras que la cartera vencida de consumo completó doce meses consecutivos de contracción y registró una caída de 25.2%.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se mantuvo en 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 18).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total cayó 1.7% en junio, consistente con una menor presión en provisiones comparado con el año anterior. Así, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito aumentó en 2T25 hasta niveles del orden de 1.3%, pero todavía se sitúa por debajo de su promedio histórico.

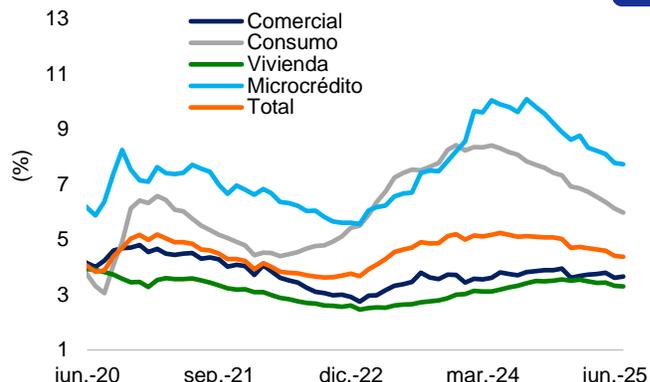
Por el lado los agregados monetarios, los de menor liquidez, como el M2 y el M3, siguen creciendo a ritmos inferiores en comparación con los de alta rotación como el M1 (Gráfico 19). Este último continúa ganando terreno como consecuencia de un aumento del efectivo circulante y mayores preferencias de 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 14.8% en agosto, donde sobresale el crecimiento de 20.6% 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 20). 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 la perspectiva de crecimiento económico, **mantenemos nuestra estimación de crecimiento real de la cartera de créditos en 1.2% para 2025.**

Evolución calidad de la cartera por modalidad

18



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

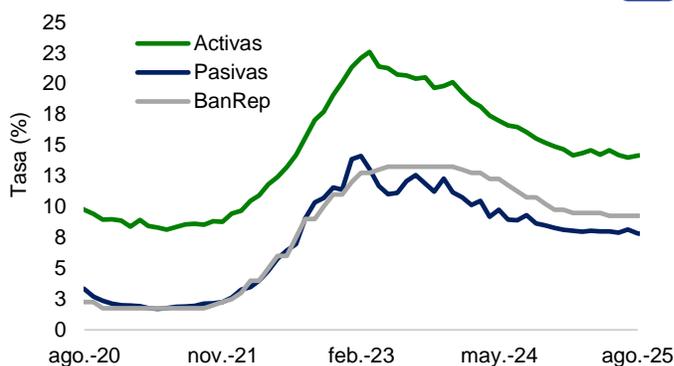
19



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas de interés en el sistema financiero*

20



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 ligeramente superior en comparación a 2T25. El proceso de desinflación global sigue perdiendo velocidad y la dinámica de los precios al consumidor prácticamente 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 incertidumbre por la guerra de aranceles que todavía sigue siendo relativamente elevada. 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.

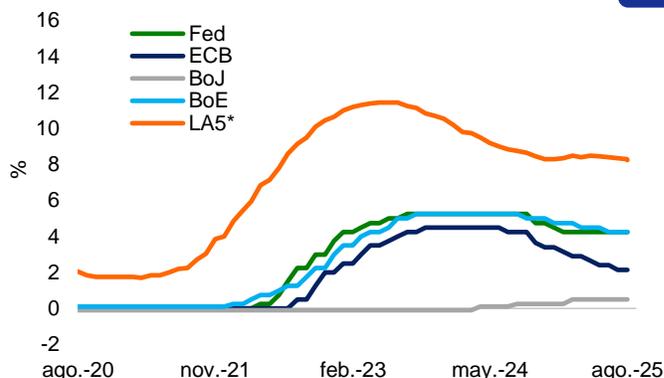
En este entorno, el ciclo de flexibilización de política monetaria de los BC también se ha frenado y ha perdido la sincronización observada en años previos. En efecto, mientras que en Europa y en la mayoría de las economías de LATAM las tasas de referencia han descendido en el balance, en EEUU han permanecido estables. Más aún, en economías como las de Japón y Brasil las tasas de política monetaria incluso han aumentado. En el balance, esto ha hecho más lenta la velocidad de la flexibilización monetaria global (Gráfico 21).

En EEUU, la inflación persiste por encima de la meta de 2% de la Fed, al tiempo que las condiciones del mercado laboral se han enfriado y se aleja de la situación de pleno empleo. El emisor mantiene un lenguaje cauteloso, pero su tono reciente ha comenzado a revelar cierta prioridad por los riesgos en torno el mercado laboral. En este contexto, **mantenemos nuestra expectativa de que la Fed recorte su tasa de referencia en 25 pbs durante su reunión de septiembre, llevándola al rango 4% - 4.25%.**

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 mejor comportamiento en 3T25 frente a los registros de 2T25 (Gráfico 22). Los índices de EEUU, Reino Unido y Japón muestran los mayores avances de los últimos meses.

Tasas de interés de política monetaria

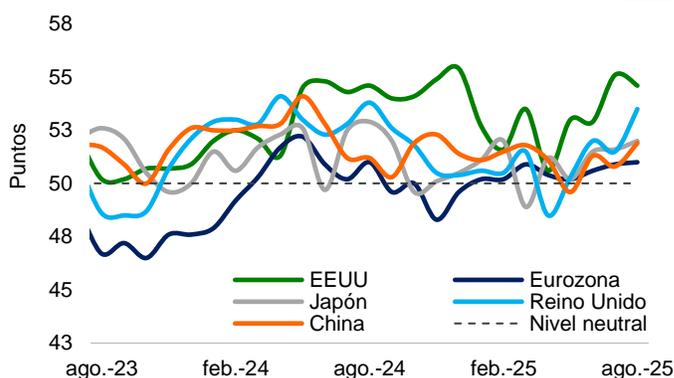
21



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

Evolución PMI compuesto en economías grandes

22



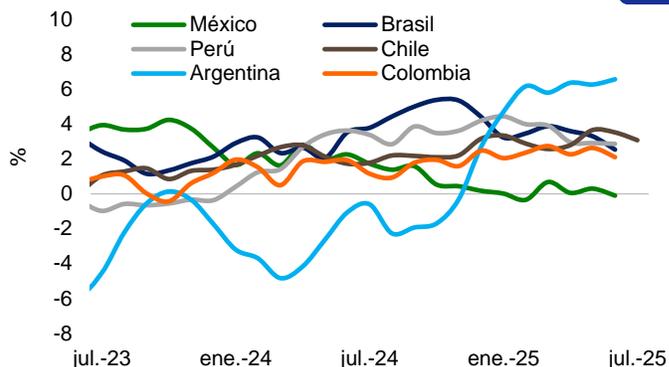
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 2T25 fue de 2.2%, inferior frente a la expansión registrada en 1T25 y en medio de una persistente heterogeneidad (Gráfico 23). La economía de Argentina sigue liderando el crecimiento de la región y con expansiones sobresalientes del orden de 6.6%, seguida por las economías de Chile y Perú con crecimientos de 3.5% y 2.9%, respectivamente. Por su parte, la economía mexicana se habría contraído 0.1% 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, ante una menor incertidumbre global. La probabilidad de recesión en la Eurozona se sitúa alrededor de 25%, mientras que la de EEUU ha descendido a 30%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se redujo a 25%.

Índices de actividad en economías de LATAM*

23



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	4.1	4.7	↓	↓
Gasto público (%)	1.6	0.7	4.7	0.8	↑	↓
Inversión fija (%)	-12.7	3.2	1.1	5.5	↑	↑
Demanda interna (%)	-2.5	2.0	4.4	4.4	↑	↑
Exportaciones (%)	3.1	2.5	1.5	1.8	↓	↓
Importaciones (%)	-9.9	4.4	9.8	7.8	↑	↑
Sectores actividad económica						
Agropecuario (%)	1.7	8.0	5.5	4.1	↑	↑
Comercio (%)	-3.6	1.4	4.6	4.7		↓
Construcción (%)	-3.1	1.9	-2.6	2.2	↓	↑
Financiero (%)	8.9	0.4	3.2	4.3	↑	↓
Industria (%)	-2.7	-2.1	1.7	1.6	↑	↑
Minería (%)	2.6	-5.0	-6.4	0.6	↓	↓
Precios, tasas de interés y desempleo						
Inflación (final del periodo %)	9.3	5.2	5.2	3.8	↑	↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	13.00	9.50	9.00	8.00	↑	↑
DTF EA (promedio año %)	13.2	10.2	9.1	8.8	↑	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	13.0	11.4	9.3	8.6		↑
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	10.4	11.7	11.5	11.0	↓	↓
Tasa de desempleo nacional (%)	10.2	10.2	9.0	8.9		
Sector externo						
Tasa de cambio (promedio anual)	4326	4074	4090	4185	↓	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	3950	4402	4000	4235	↓	↓
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-2.2	-1.8	-2.2	-2.7	↑	↑
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	4.5	3.4	2.9	2.9		↓
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.
