



Coyuntura económica Macroeconomía

Octubre 20 de 2025

No más recortes, por ahora

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 y 4T25 sugieren crecimientos de la economía más elevados frente a los registros de la primera mitad del año. El consumo total sigue apalancando en gran medida este ciclo expansivo, aunque la inversión fija está comenzando a ganar algo de impulso, en parte favorecida por la reciente apreciación de la tasa de cambio que está estimulando la demanda en sectores intensivos en capital fijo. Esto ha sido consistente con las mejoras observadas en ramas de actividad como la industria y la construcción.

Los principales indicadores del mercado laboral continúan mostrando mejoras en el balance, 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, aunque distorsionada en parte por un constante incremento de la inactividad. La demanda de empleos se mantiene fuerte y la calidad en la generación de empleos también parece estar mejorando.

La inflación volvió a acelerarse en septiembre y alcanzó máximos no vistos desde el pasado mes de febrero, impulsada principalmente por la canasta de precios de bienes distinta a alimentos y regulados. La inflación núcleo y las expectativas de inflación se incrementaron, y persisten por encima de la meta de 3%. En este entorno, BanRep dejó estable su tasa de intervención y mantuvo un tono de cautela ante unos crecientes riesgos inflacionarios de corto plazo.

La demanda de créditos continúa ganando tracción, en línea con la fortaleza de la demanda interna y efectos rezagados de las reducciones de tasas de política desde 2024. Las restricciones en la oferta de créditos se siguen moderando, en medio de un menor riesgo de impago en el sistema. Las tasas de interés activas y pasivas permanecieron estables, coherente con la pausa del ciclo de recortes de tasas por parte de BanRep, pero se sitúan por debajo de los registros de un año atrás.

La información disponible de 4T25 sugiere un crecimiento de los socios comerciales de Colombia superior al de 3T25. Aunque varias medidas en materia de aranceles se han moderado y/o revertido, el entorno económico global sigue siendo volátil y los riesgos sobre el crecimiento bajistas. El proceso de desinflación global continúa perdiendo velocidad y la dinámica de los precios prácticamente se ha estancado, en la mayoría de los casos por encima de las metas de política monetaria.

Actividad económica

Las cifras disponibles de 3T25 sugieren que la economía habría alcanzado ritmos de crecimiento superiores a lo observado durante la primera mitad del año y los más altos finales de 2022. El consumo total sigue apalancando en su totalidad este fuerte ciclo expansivo de la economía, mientras que la inversión fija muestra algunas leves señales de recuperación, favorecida en parte por la reciente apreciación de la tasa de cambio (ver “Apreciación con sello oficial” en [IMC – Septiembre de 2025](#)).

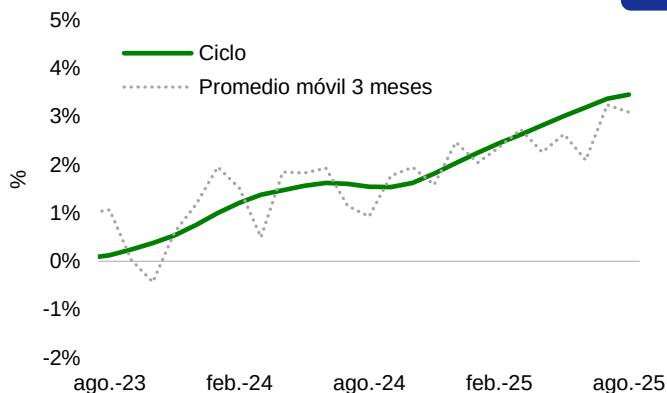
Las actividades productivas ligadas al consumo total como el comercio, el sector público, y los servicios de entretenimiento, recreación y artísticos, siguen siendo los principales motores del crecimiento este año. Por su parte, la producción de sectores intensivos en capital fijo, como la industria y la construcción, se están recuperando. La información preliminar de 4T25, aún escasa, sugiere continuidad en este buen desempeño de la actividad, aunque con crecimientos algo inferiores a lo observado en trimestres previos.

En esto entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió en agosto 2%¹ en su serie original, con lo cual promedio preliminar de 3T25 se sitúa en 3.2%. En tendencia central, el reciente comportamiento del ISE sigue marcando un claro patrón de recuperación, con crecimientos de 2.6% en lo corrido del año que superan los registros de 2024. En su componente cíclico, el ISE mostró un crecimiento de 3.5% (Gráfico 1), el más alto desde septiembre de 2022.

El ISE de la cadena **primaria** se contrajo 2% en agosto, con lo cual el promedio de 3T25 se ubica en -1.9% y apunta a otro trimestre en terreno negativo. Las actividades del sector minero-energético, especialmente petróleo y carbón, han profundizado su deterioro y son las principales responsables de estos resultados, en contraste con el buen comportamiento del sector agropecuario. En este último se destaca la producción de café, que se recuperó en 3T25 y alcanzó récords no vistos desde 1993. La producción de otros cultivos agrícolas también ha mostrado un buen desempeño, a pesar de la

Tendencia central del ISE en últimos dos años

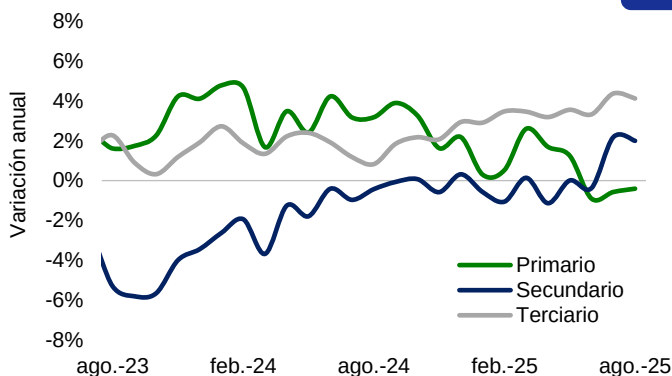
1



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.

segunda temporada de lluvias que inició en meses recientes. En línea con lo anterior, el sector ganadero ha mantenido crecimientos positivos.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, registró una leve caída de 0.6% en agosto, pero su crecimiento promedio en 3T25 se sitúa en 1.8%, el mayor desde 4T22. Esto se explica principalmente por unos buenos resultados del sector industrial en los últimos meses, con crecimientos que alcanzaron recientemente tasas del orden de 5.8%. En tendencia central, la dinámica de este sector se ha acelerado significativamente en meses recientes (Gráfico 2).

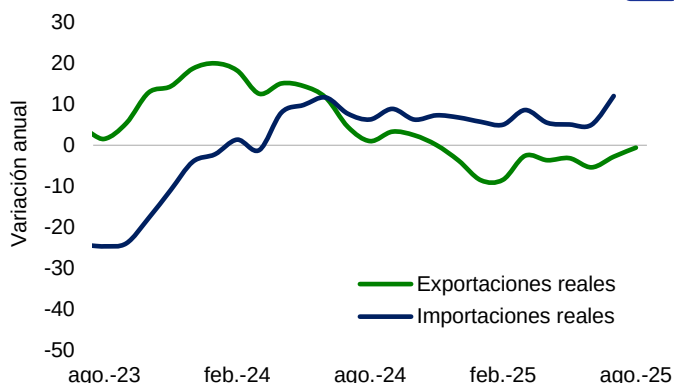
Con datos más actualizados, las actividades manufactureras, que concentran buena parte de la producción industrial, registraron un crecimiento de 1% en agosto. En tendencia, la producción del subsector agroindustrial mantiene un comportamiento muy positivo y la ligada al sector de la construcción se está recuperando, reflejando una mayor demanda de insumos en estas ramas de actividad. En línea con lo anterior, el sector de la construcción ha comenzado a mostrar señales de recuperación, principalmente en el segmento de edificaciones residenciales que había sido uno de los más rezagados en los últimos años.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en bienes y servicios, registró un crecimiento de 3.3% en el último mes, dejando de esta forma el promedio de 3T25 en 4.5% y manteniendo dinámicas de crecimiento superiores a las del resto de cadenas productivas en la economía. El componente público del ISE mantuvo un impulso importante con crecimientos del orden de 3.7%, mientras que su componente privado se expandió 3.1%.

Dentro de esta cadena se destaca el índice de ventas reales del comercio minorista, que en el último mes registró una sobresaliente expansión de 12.4%. Las ventas reales de bienes no durables crecieron 8.8%, las de bienes semidurables lo hicieron en 10.1% y las ventas de bienes durables en 17.5%, estas últimas siendo las más sensibles a los movimientos de tasas de interés y tasa de cambio. Las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS) mostraron una reducción de 2.7% en los ingresos reales en el último mes, pero su comportamiento en lo corrido del año sigue superando los registros de

Variables de comercio internacional (PM3)

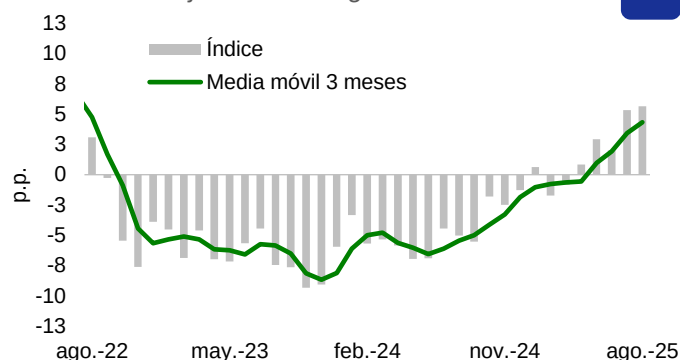
3



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.

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 0.1% en agosto. Lo anterior se explicó principalmente por una reducción de 13.1% en las ventas externas tradicionales, donde las exportaciones de carbón cayeron 36.3% y las de petróleo lo hicieron en 25.7%. Las exportaciones de café crecieron 71.3% y compensaron casi en su totalidad el desplome de las ventas externas minero-energéticas. Por su parte, las exportaciones no tradicionales, concentradas en productos agroindustriales, crecieron 14.2%.

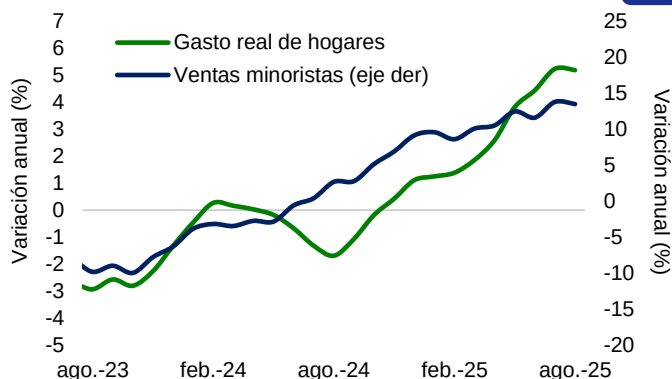
Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas totales, nuestros cálculos revelan un ligero crecimiento real de 0.1% en agosto, lo que de cara a 3T25 evidencia mejoras frente a los registros de 2T25 (Gráfico 3). Los volúmenes de bienes exportados en el último mes cayeron 16.8%, explicado 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 16.9% en julio, su mayor crecimiento desde abril de 2024. Lo anterior ha sido consistente con el buen comportamiento de la demanda interna y el estímulo que genera la apreciación de la tasa de cambio sobre la demanda de bienes externos. Las compras externas se concentraron en bienes intermedios para la industria, bienes de consumo duradero y bienes de consumo no duradero, con crecimientos de 24.6%, 32.8% y 27.8%, respectivamente. En términos reales, las importaciones crecieron 15.8%.

La información de indicadores adelantados y a tiempo real de la actividad en 4T25 sugieren, en el balance, que la economía estaría creciendo a ritmos algo inferiores a los registrados en 3T25. Parte de lo anterior se explica por un efecto de alta base de comparación de 4T24, pero también por un menor dinamismo de algunos sectores como el agropecuario.

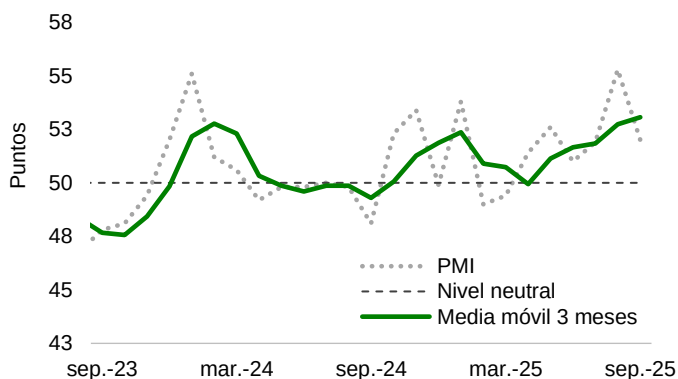
Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintos índices disponibles de confianza de hogares y empresas, alcanzó en agosto máximos no vistos desde el año 2022 (Gráfico 4). Dada su naturaleza de índice adelantado, la lectura de este

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)



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

Evolución del PMI manufacturero en Colombia



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

indicador sugiere que el buen dinamismo del gasto interno se mantendría para lo que resta del año.

El consumo real de los hogares continuó ganando tracción y según cifras de RADDAR habría crecido 5.1% en 3T25, por encima de los registros de 4.4% de 2T25 y su mayor ritmo desde el año 2022. 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 buen comportamiento de la industria en 3T25 y se uno a los favorables indicadores de demanda (Gráfico 6). En efecto, con cifras a corte de septiembre, su promedio en 3T25 se sitúa en 53.1 puntos, máximos no vistos desde 2T22 y se mantiene 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 4T25. En efecto, su en los últimos meses ha sido claramente alcista y apunta a una recuperación para lo que resta del año (Gráfico 7).

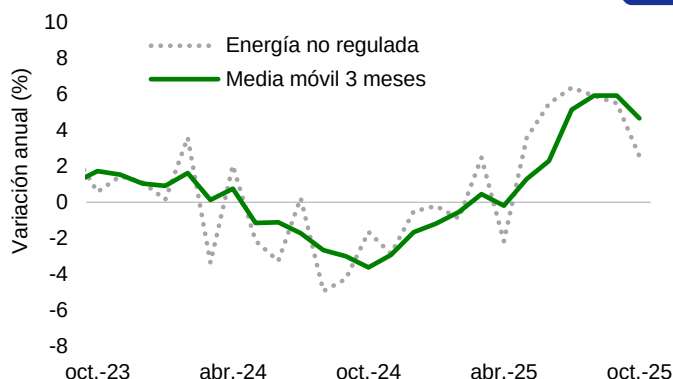
Teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere crecimientos de la actividad económica de 3.5% en septiembre y 2.2% en octubre (Gráfico 8). De esta forma, **la expansión preliminar del PIB en 3T25 la estimamos cerca de 3.2%**, superior al 2.1% de 2T25.

Para el año completo de 2025 **mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 2.7%**. Advertimos que nuestro pronóstico central contiene un ligero sesgo alcista, dado el buen comportamiento que ha mostrado la actividad recientemente.

A nivel sectorial, los servicios de entretenimiento, el comercio minorista y los servicios ligados al sector público seguirán siendo los motores del crecimiento económico. Las perspectivas del sector agropecuario también lucen favorables, a lo que recientemente se suman las mejoras observadas en la industria.

Demanda total de energía no regulada

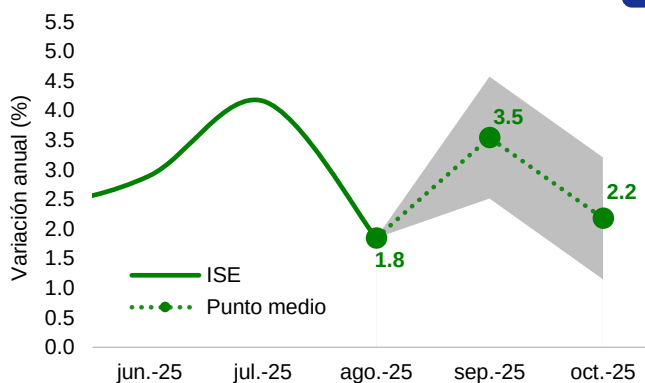
7



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Intervalo de pronóstico de corto plazo del ISE**

8



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, aunque afectada en parte por un constante incremento de la inactividad. La demanda de empleos se mantiene fuerte y la calidad en la generación de empleos también parece estar mejorando.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional permaneció en agosto en 9% (Gráfico 9), cerca de mínimos desde 2016 y por debajo de sus niveles estructurales o no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales estimamos alrededor de 9.5%. Esto sugiere que la brecha de empleo en la economía continúa siendo ligeramente positiva, pero no necesariamente implica riesgos inflacionarios en el corto plazo.

Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo descendió hasta un nuevo mínimo histórico de 8%. 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 10).

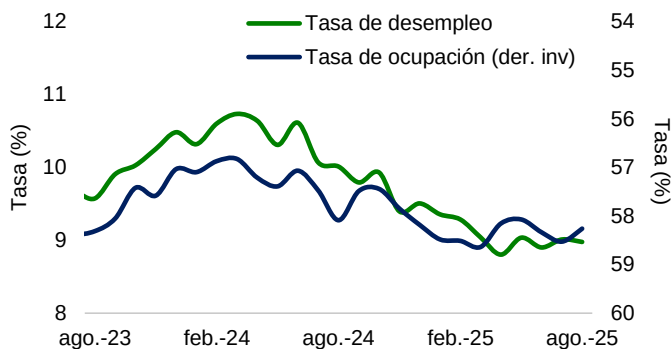
En línea con lo anterior, y tomando también las series con ajuste estacional, la tasa de ocupación se ha estabilizado alrededor de niveles de 58.3%. Asimismo, la tasa global de participación descendió hasta 64%, por debajo del promedio año corrido de 64.2%, y la tasa de inactividad aumentó hasta 56.2%, manteniéndose por encima del promedio de 55.7% del año en curso.

A nivel de grandes ramas de actividad, la generación de empleos mantiene una dinámica favorable, con excepción del sector primario. El total de ocupados aumentó 2.9% en agosto, favorecido por un crecimiento de 7.8% en el acervo de ocupados del sector secundario y de 2.4% en la ocupación del sector terciario. En contraste, la ocupación de la cadena primaria registró una reducción de 1.2%.

Dentro de los sectores económicos que más están generando empleo se destacan los de industria

Principales indicadores del mercado laboral*

9

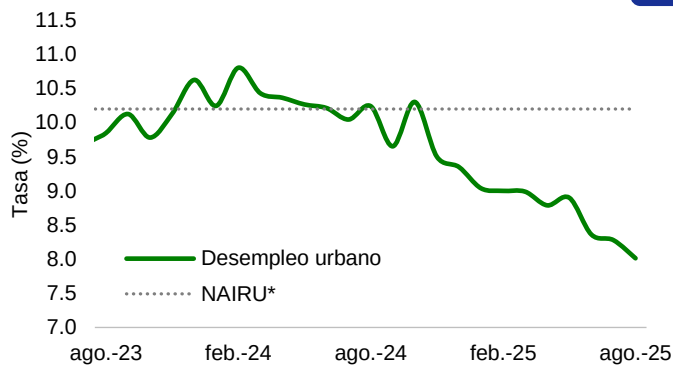


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Se toman las series que están ajustadas por efectos estacionales.

Evolución del desempleo en grandes ciudades*

10



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Estimación desempleo estructural de BanRep. RML - Julio de 2025.

manufacturera, construcción, y transporte y almacenamiento, con aumentos anuales con corte a agosto de 199, 178 y 172 mil ocupados, respectivamente. Por su parte, los sectores de actividades agropecuarias, comercio y servicios ACRE, registraron reducciones de 237, 165 y 57 mil ocupados durante el mismo periodo, en ese mismo orden (Gráfico 11).

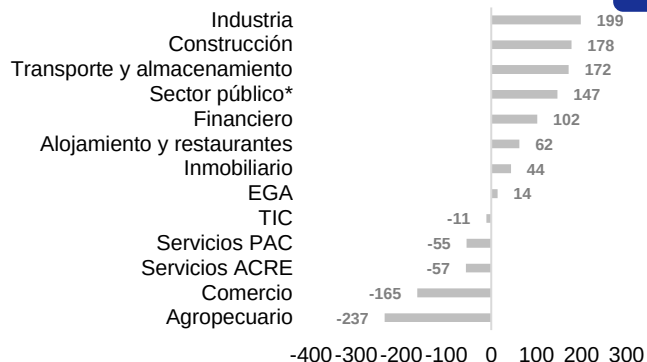
En este entorno, la creación de empleos asalariados y formales está mostrando señales claras de recuperación que son consistentes con las buenas condiciones del mercado laboral. En efecto, los empleos asalariados crecieron 3% en términos anuales, superando la demanda de empleo no asalariado que lo hizo a una tasa de 0.3%. Por su parte, con cifras a corte de julio, el empleo formal creció 5.3%, mientras que el informal lo hizo en 1.5%. A pesar de lo anterior, aproximadamente el 57% del empleo generado en el último año sigue concentrado en sectores con una elevada tasa de informalidad (Gráfico 12).

La recuperación en la demanda de trabajo, sumado a los fuertes ajustes del salario mínimo en los últimos años, se han reflejado en una lenta desaceleración de los salarios nominales (Gráfico 13). Al corte de julio, la inflación salarial se ubicó en 8.4% y permanece por encima de la inflación al consumidor en cerca de 3.5 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 28 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 (ver “De excesos de gasto y otros demonios” en [CE – Agosto 11 de 2025](#)). No obstante, esta situación ha tenido un impacto colateral alcista sobre los costos laborales para las empresas.

Seguimos estimando una favorable demanda de trabajo en el corto plazo, en línea con el ciclo expansivo de la economía, así como 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, sin representar riesgos significativos sobre la inflación. Por todo lo anterior, **mantenemos nuestra proyección de tasa de desempleo nacional promedio-año para 2025 en 9%.**

Generación anual de empleos por sector

11

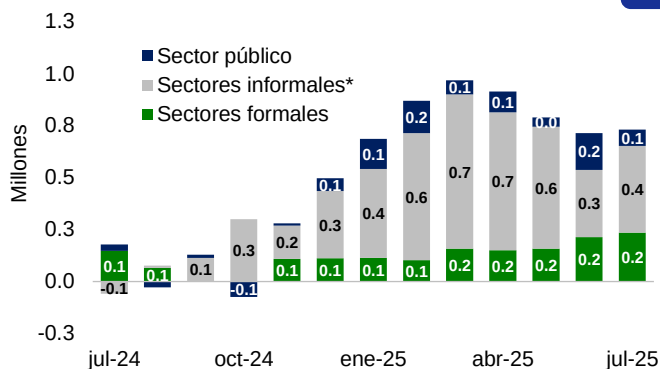


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Administración pública y defensa, educación y atención de la salud humana.

Empleo sectorial clasificado por formal e informal

12

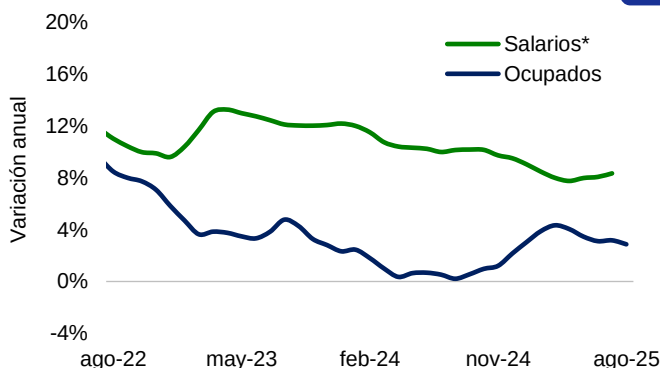


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Salarios nominales vs demanda de trabajo (PM3)

13



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 0.32% en septiembre, superior a nuestra estimación (0.28%) y a la del consenso de analistas (0.26%). Frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación también superó su promedio histórico de 0.25% para el mismo mes y la variación mensual de 0.24% registrada en septiembre de 2024 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.18%. La subcanasta del IPC de alimentos perecederos registró un aumento mensual de 0.25%, por debajo de las estimaciones iniciales y a pesar del cierre de la vía al llano. El IPC de alimentos procesados, por su parte, registró un incremento de 0.15%.

El IPC de bienes y servicios regulados registró una variación mensual de 0.37%, la más alta de todos los componentes. El subcomponente que más contribuyó a este resultado fue el incremento de 2.13% del IPC de educación, afectado por el ajuste estacional en las matrículas de colegios calendario B. Asimismo, el IPC de tarifas de electricidad tuvo un aumento de 0.52%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.31%, la más alta desde agosto de 2023, algo que se explica principalmente por presiones derivadas de un mayor gasto de los hogares. Allí se destacan el aumento de 1.07% en los precios de bebidas alcohólicas, seguido por la variación de 0.57% del IPC de productos de aseo y cuidado personal. El IPC de vehículos y autopartes registró un leve incremento de 0.03%, y sigue contenido por el favorable comportamiento de la tasa de cambio.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.36%. Dentro de los rubros que más contribuyeron en esta canasta a la inflación total se destacan el aumento de 1.26% del IPC de telefonía, internet y televisión, seguido por la variación de 0.37% del IPC de arrendamientos y de 0.19% del IPC de restaurantes y bares.

De esta forma, la inflación anual se aceleró en septiembre hasta 5.18% y alcanzó máximos desde febrero de 2025 (Gráfico 14). La inflación del IPC de alimentos sigue

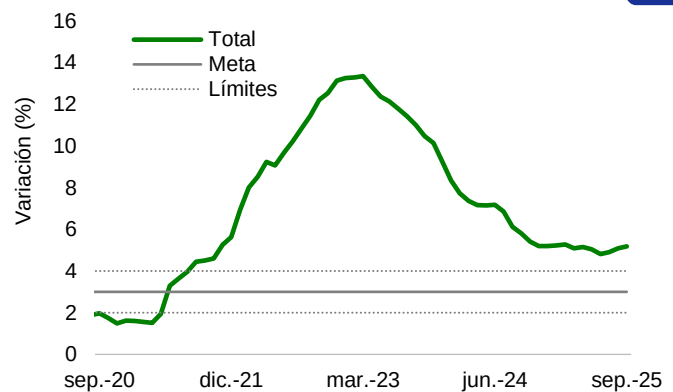
Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

						T1
		A	R	B	S	Total
Mensual	sep.-25	0.18	0.37	0.31	0.36	0.32
	sep.-24	0.11	0.06	0.00	0.47	0.24
Anual	sep.-25	6.21	5.29	2.25	5.81	5.18
	ago.-25	6.13	4.95	1.93	5.93	5.10
Cont.	sep.-25	0.93	0.92	0.42	2.84	5.18
	ago.-25	0.92	0.86	0.36	2.90	5.10
A/C	sep.-25	6.31	4.88	1.93	4.68	4.56
	sep.-24	3.42	6.89	0.31	5.82	4.58
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.

siendo la más elevada de todas las canastas por clasificación BanRep, viajando a ritmos anuales del orden de 6.21%. A este componente le sigue el IPC de servicios, cuya inflación se sitúa en 5.81% y el IPC de regulados con una inflación anual de 5.29%. La inflación del IPC de bienes se mantiene como la más baja dentro de estas canastas con ritmos de 2.25%, aunque su tendencia en lo corrido de 2025 ha sido claramente alcista y en septiembre alcanzó máximos de 28 meses, en gran medida empujada por la sólida dinámica del gasto de los hogares.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se aceleró hasta 5.02% y persiste por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 aumentó hasta 5.3%, seguida por la inflación sin alimentos que se ubicó en 4.94%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, también se aceleró hasta 4.83% (Gráfico 15).

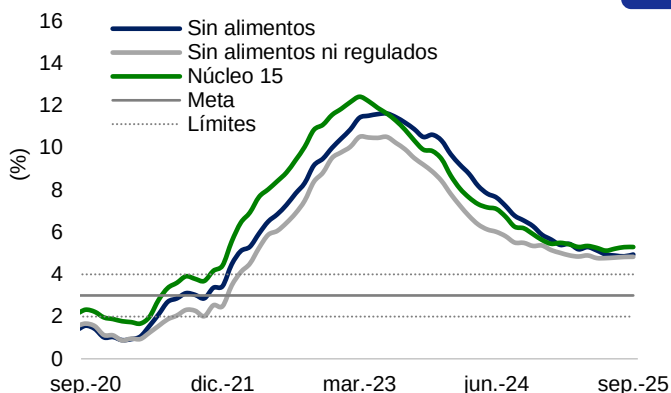
Las expectativas de inflación aumentaron en septiembre y persisten en niveles que también superan la meta de 3% de BanRep. Las expectativas de los analistas a horizontes de 1, 2 y 5 años se ubican en 4.08%, 3.54% y 3.24%, respectivamente. Asimismo, las expectativas de cierre de 2025 y 2026 aumentaron hasta 5.06% y 4.05%, en ese mismo orden. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES también se incrementó hasta 4.62% (Gráfico 16).

Para el mes de octubre pronosticamos una variación mensual de 0.18% en el IPC, con lo cual la inflación anual se aceleraría hasta 5.51% y alcanzaría máximos de 12 meses, en parte afectada por una baja base de comparación del mismo mes de 2024. Esta estimación contiene un sesgo alcista que podría producirse por una sorpresa en el IPC de alimentos, 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 responden a mayores costos de transporte. Por lo anterior, **revisamos al alza nuestra expectativa de inflación para el cierre de 2025 hasta 5.3%**, desde el 5.2% previo.

Tornando el análisis a las decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 9.25% por quinto mes consecutivo durante

Principales medidas de inflación núcleo

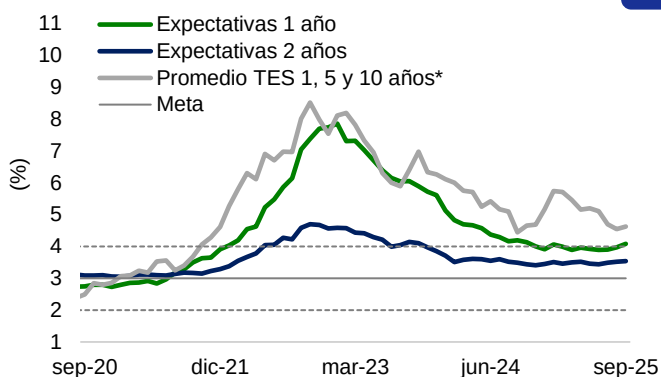
15



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Expectativas de inflación analistas vs mercado

16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.

su reunión de septiembre (Gráfico 17). Al igual que en la reunión de julio, la decisión de la JDBR fue muy dividida con cuatro codirectores (grupo mayoritario) votando por estabilidad de tasas, dos por un recorte de tasas de 50 pbs y el restante por una reducción de 25 pbs. Adicionalmente, la JDBR anunció la cancelación de la Línea de Crédito Flexible con el Fondo Monetario Internacional (FMI) justificando la no necesidad de esta línea de crédito, los costos financieros que implica y la suficiencia en su posición de liquidez en USD en sus reservas internacionales.

Para grupo mayoritario de la JDBR, resulta necesario mantener la cautela de política monetaria en un entorno donde la inflación se ha estancado alrededor del 5%, no se tiene certeza sobre su convergencia hacia la meta de 3% y las expectativas de inflación para 2025 y 2026 han aumentado. Al mismo tiempo, un mayor déficit fiscal y riesgos asociados a un incremento desbordado del salario mínimo para 2026, refuerzan una perspectiva de prudencia.

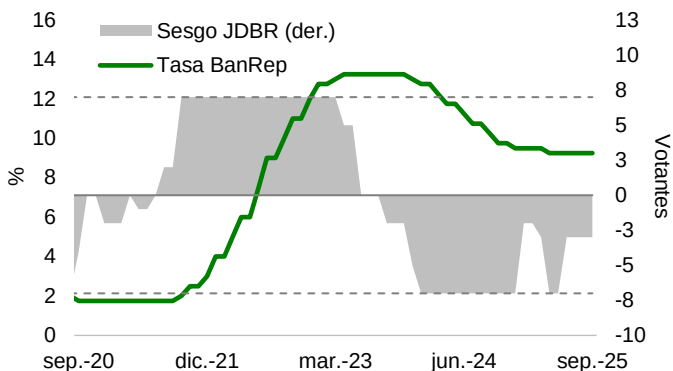
Los miembros de la JDBR que votaron en disenso volvieron a destacar que si bien la inflación ha registrado un leve aumento, este no luce preocupante y sigue existiendo espacio para ofrecer un mayor estímulo al crecimiento económico. Asimismo, destacaron que si bien la tasa de desempleo se encuentra en mínimos históricos, esta sigue siendo alta comparada con otros países y descensos en la tasa de interés de política no necesariamente afectarían la inflación.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política monetaria se ubicó en septiembre en 4.83% y lleva prácticamente 1 año cerca de esos niveles (Gráfico 18). Bajo esta medición, la tasa de interés acumuló 39 meses por encima del nivel neutral (no inflacionario) estimado por el equipo técnico de BanRep, lo que sigue reflejando una postura monetaria restrictiva.

Dado el reciente comportamiento de la inflación y sus expectativas, **ahora esperamos que BanRep mantenga inalterada la tasa de referencia en 9.25% para lo que resta del año**. Consideramos que esta pausa del ciclo monetario de BanRep se podría extender al menos hasta mediados de 2026.

Tasa de referencia vs distribución JDBR

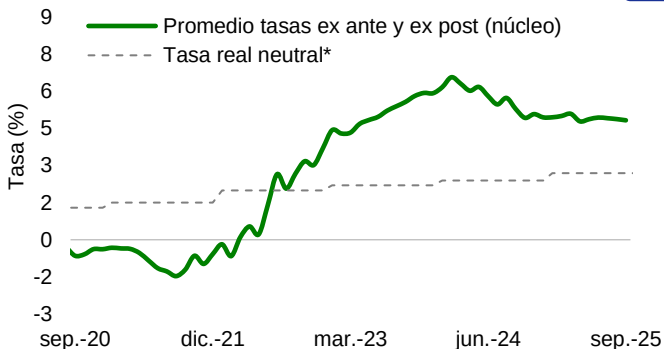
17



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la tasa real de política monetaria

18

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 y los efectos rezagados de las menores tasas de interés desde 2024. 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 septiembre por tercer mes consecutivo y se expandió 1.1% (Gráfico 19). La dinámica de los créditos hacia los hogares ya superó el comportamiento de los créditos hacia las empresas, consistente con el notable impulso del gasto de los hogares y condiciones un poco más restrictivas en la oferta de créditos corporativos.

Por modalidades, las carteras de microcrédito y vivienda exhiben los mayores crecimientos con ritmos reales de 7.1% y 5.5%, 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.

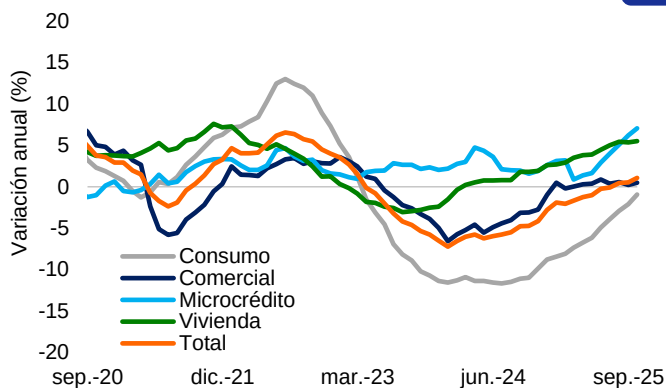
La cartera comercial, que históricamente ha sido la más correlacionada con el ciclo macroeconómico, se ha estabilizado con expansiones reales alrededor de 0.5%. Por su parte, la cartera de consumo registró una variación real negativa de 0.9%, pero es su menor contracción desde febrero de 2023 y en tendencia sigue mejorando. Esto también 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 20). Con la información disponible con corte a julio, la dinámica del saldo de la cartera vencida del sistema se contrajo por noveno mes consecutivo a una tasa de 12.1%.

Actualmente, la única modalidad en la cual sigue creciendo la cartera vencida es la de vivienda con 6.8%.

Crecimiento real de la cartera por modalidad

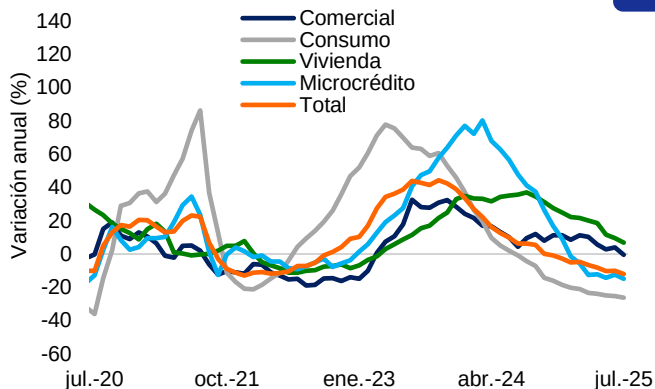
19



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

20



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

La cartera vencida del crédito comercial cayó 0.4%, su primera reducción desde febrero de 2023. Asimismo, la de microcrédito se contrajo 15% y la de consumo completó trece meses consecutivos de contracción y registró una caída de 26.2%.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema descendió hasta 4.3%, su menor nivel en los últimos dos años. 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 21).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total cayó 2.4% en julio, consistente con una menor presión en provisiones comparado con el año anterior. Así, estimamos que la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito habría aumentado en 3T25 hasta niveles del orden de 1.3%, aunque todavía se sitúa por debajo de su promedio histórico.

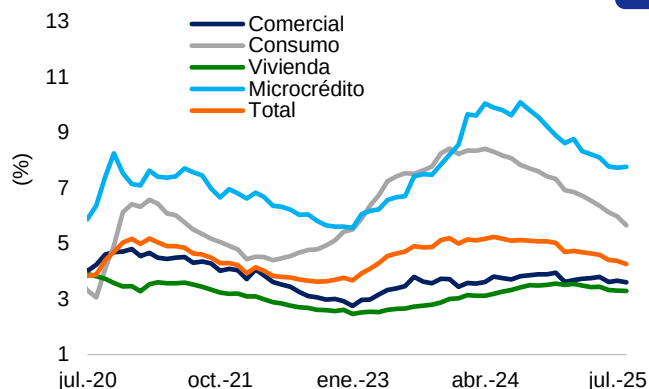
Por el lado de los agregados monetarios, los de menor liquidez, como el M2 y el M3, siguen creciendo a ritmos inferiores en comparación con los de alta rotación como el M1 (Gráfico 22). Este último continúa ganando terreno como consecuencia de un mayor dinamismo del efectivo circulante, en línea con un mayor crecimiento económico y de la cartera de créditos. De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 17.7% en septiembre, donde sobresale el crecimiento de 19.9% del efectivo.

En este entorno, las tasas de interés activas y pasivas se mantuvieron estables en 3T25 respecto a los registros de 2T25, en línea con la pausa de tipos de interés de BanRep (Gráfico 23). En promedio, las tasas de colocación se ubicaron en 14.1%, mientras que el promedio de las tasas de captación bordeó el 7.7%.

Teniendo en cuenta el reciente comportamiento del mercado de créditos y nuestras nuevas perspectivas en materia de crecimiento y tasas de interés, **revisamos a la baja nuestra estimación de crecimiento real de la cartera de créditos para 2025 desde 1.2% hasta 0.5%.**

Evolución calidad de la cartera por modalidad

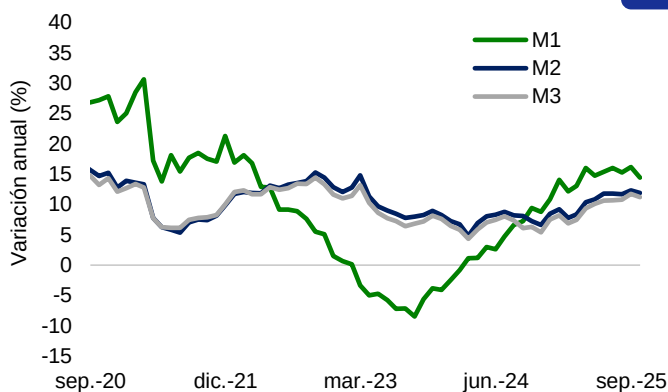
21



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

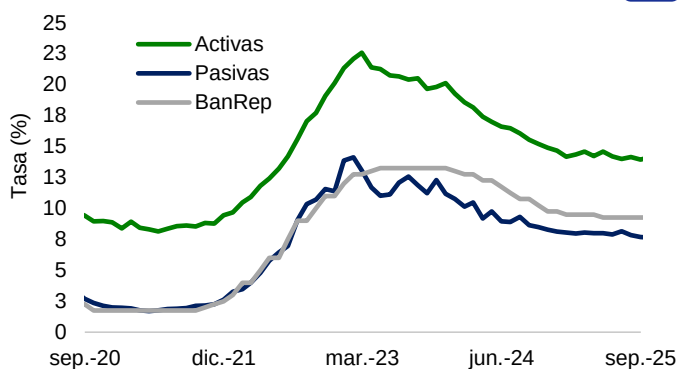
22



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas de interés en el sistema financiero*

23



Fuente: BanRep. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

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

Contexto externo

La información disponible de 4T25 en el frente externo sugiere un crecimiento de los socios comerciales de Colombia ligeramente superior a 3T25. El proceso de desinflación global sigue perdiendo velocidad y la dinámica de los precios prácticamente se ha estancado, en la mayoría de los casos por encima de las metas de política monetaria de los Bancos Centrales (BC).

La economía mundial se está ajustando a una reconfiguración significativa derivada de las medidas de política comercial adoptadas este año, principalmente por EEUU. Algunas de las medidas más extremas en materia de aranceles se han moderado y/o revertido, teniendo en cuenta algunos avances en acuerdos y negociaciones bilaterales. No obstante, el entorno económico global sigue siendo volátil y los grados de incertidumbre elevados frente a años previos.

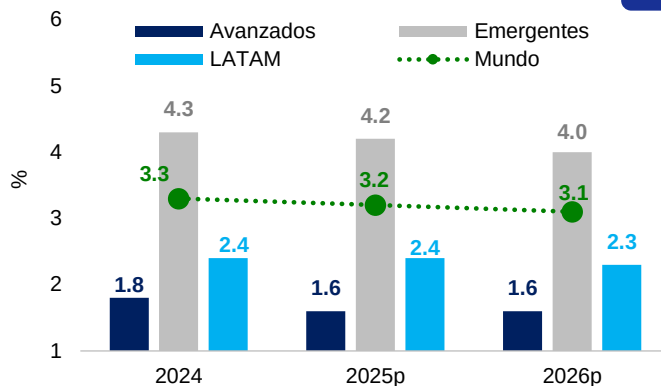
En línea con lo anterior, según la más reciente actualización de proyecciones del FMI, el crecimiento del PIB mundial se desaceleraría en 2025-2026 hacia ritmos del orden de 3.1% (Gráfico 24), pero el choque de aranceles se prevé ahora menos severo frente a lo estimado previamente. Para las economías avanzadas, el FMI estima sendos crecimientos de 1.6% para 2025 y 2026, mientras que para las economías emergentes se estiman expansiones de 4.2% y 4%, en ese mismo orden. Para LATAM, el FMI proyecta crecimientos de 2.4% en 2025 y 2.3% en 2026.

Bajo este contexto, la inflación mundial sigue estancada ligeramente por encima de 3% y en cualquier caso en niveles superiores a los registros pre-pandemia que bordeaban el 2% (Gráfico 25). En consecuencia, el ciclo de flexibilización monetaria de los BC se sigue frenando y la cautela ha dominado las recientes decisiones de política. En Europa y en la mayoría de economías de LATAM las tasas de referencia se han estabilizado en el balance, mientras que en EEUU descendieron (Gráfico 26).

En EEUU, la Fed retomó el ciclo de recortes de tasas de referencia en septiembre y lo hizo en 25 pbs, llevándola al rango 4% - 4.25%. La inflación persiste por encima de la meta de 2% y las expectativas de inflación vienen aumentando, algo que contrasta con un mercado laboral

Proyección del FMI para el crecimiento del PIB

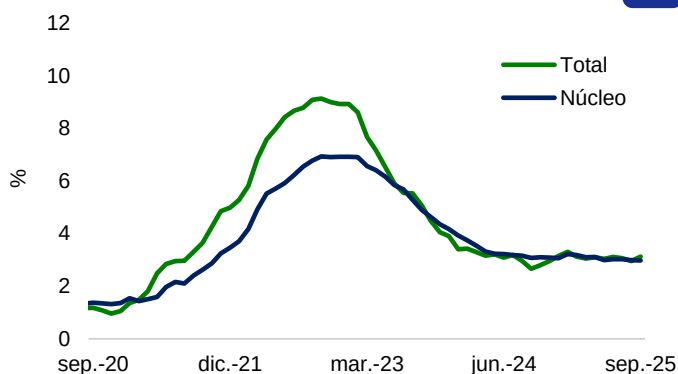
24



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Dinámicas de la inflación total y núcleo mundial*

25



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Promedio ponderado de países con esquemas de IO (76% PIB mundial).

que se estaría enfriando a un ritmo superior al previsto. Aunque el lenguaje de la Fed sigue reflejando cautela, recientemente ha ponderado más los riesgos bajistas sobre el empleo que los alcistas sobre la inflación. Como lo analizamos al detalle en un informe reciente, ahora se espera que la Fed ejecute más recortes de tasas de interés en el corto plazo frente a lo que se estimaba preliminarmente (ver “Más flexible para moverse” en [CE – Septiembre 19 de 2025](#)).

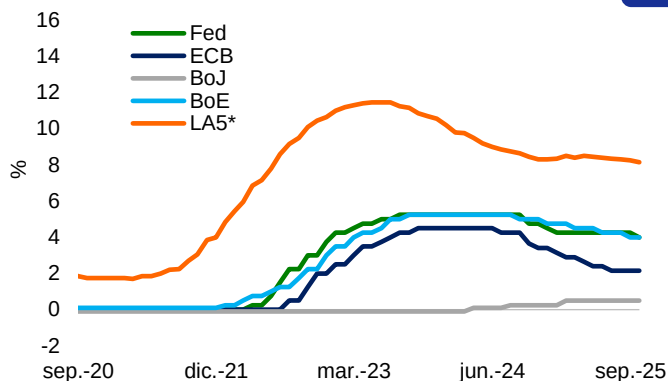
En cuanto a las cifras recientes de actividad económica, los últimos datos del PMI compuesto en las grandes economías siguen exhibiendo alta volatilidad, pero en el balance apuntan a un mejor comportamiento en 3T25 frente a los registros de 2T25 (Gráfico 27). Los índices de EEUU, Reino Unido y Japón muestran los mayores avances de los últimos meses.

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 3T25 habría sido de 1.1%, inferior frente a la expansión registrada en 2T25 y en medio de una persistente heterogeneidad (Gráfico 28). La economía de Colombia estaría liderando el crecimiento de la región, con expansiones del orden de 4.3%, seguida por las economías de Perú y Argentina con crecimientos de 3.3% y 2.9%, respectivamente. Por su parte, la economía mexicana se habría contraído 1.1% 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 33%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se redujo a 26%.

Tasas de interés de política monetaria

26

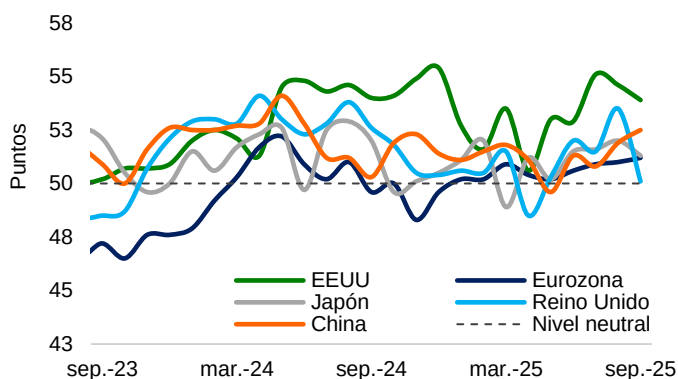


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Evolución PMI compuesto en economías grandes

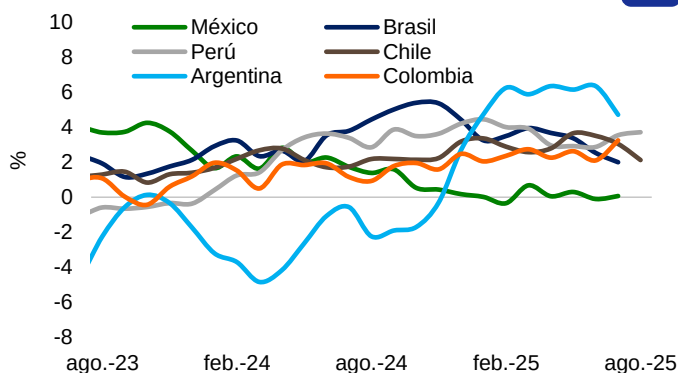
27



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Índices de actividad en economías de LATAM*

28



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	5.3	↑ 4.4
Tasa BanRep (final del periodo %)	13.00	9.50	9.25	↑ 8.75
DTF EA (promedio año %)	13.2	10.2	9.1	↑ 9.0
IBR overnight EA (promedio año %)	13.0	11.4	9.3	↑ 9.2
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	10.4	11.7	11.4	↓ 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.
