



Riesgos puntuales y estructurales

Noviembre 13 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

La actividad económica en 3T25 sugiere que el PIB habría crecido a ritmos superiores a los de la primera mitad del año. Los datos preliminares de 4T25 sugieren continuidad en esta senda de recuperación, aunque con crecimientos levemente inferiores a los de 3T25. El consumo total sigue apalancando en gran medida este ciclo expansivo y la inversión fija ha ganado impulso gracias a la apreciación acumulada de la tasa de cambio este año.

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 por debajo de 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 sigue mejorando.

La inflación se aceleró en octubre y alcanzó máximos no vistos desde septiembre de 2024, aunque buena parte de ello se explica por un efecto de baja base de comparación para el mismo mes de 2024. La inflación núcleo y las expectativas de inflación siguen aumentando y persisten por encima de la meta de 3%. En este entorno, BanRep dejó estable su tasa de intervención y mantuvo un lenguaje 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 los 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 de tasas de interés de BanRep.

La información disponible de 4T25 en el frente externo sugiere un crecimiento de los socios comerciales de Colombia ligeramente superior a 3T25 y muy por encima de las previsiones iniciales. El proceso de desinflación global sigue estancado y en la mayoría de los casos por encima de las metas de política monetaria, con algunos riesgos al alza que se han renovado recientemente. El entorno económico global sigue siendo volátil y la incertidumbre se mantiene alta frente a años previos, si bien se ha moderado.

Actividad económica

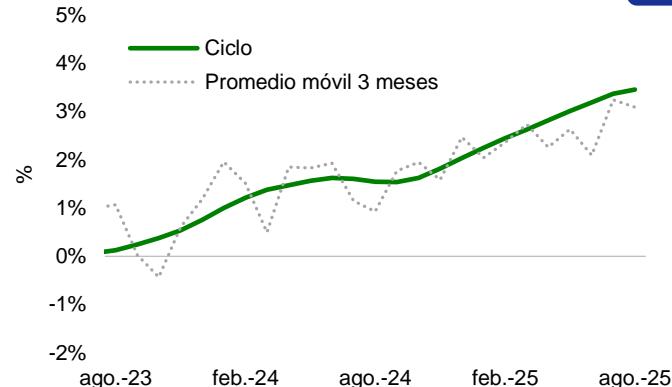
Las cifras disponibles de 3T25 sugieren que el PIB habría crecido a ritmos superiores frente a los registros de la primera mitad del año y los más altos desde finales de 2022. El consumo total sigue apalancando en su totalidad este ciclo expansivo de la economía, tanto en su componente privado como en el público. La inversión fija sigue mostrando señales de recuperación, favorecida en parte por el estímulo que ha creado la apreciación acumulada de la tasa de cambio este año (ver “De aquí al final serán flujos” en [IMCE – Octubre 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 lentamente, aunque siguen rezagados. La información preliminar de 4T25 sugiere continuidad en este buen desempeño de la actividad, aunque con crecimientos algo inferiores a los de 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 el 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 evidenció un crecimiento de 3.5% (Gráfico 1), el más alto desde septiembre de 2022.

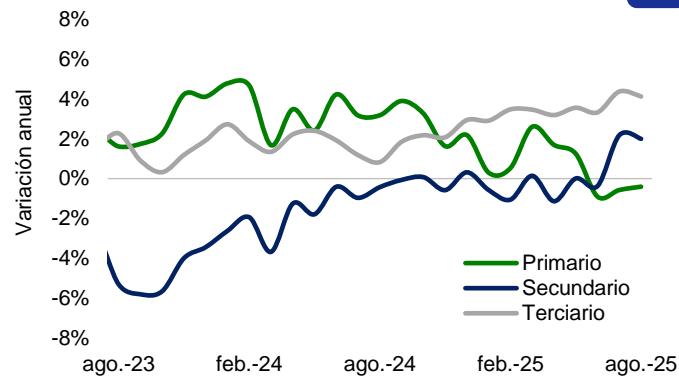
El ISE de la cadena **primaria** se contrajo 2% en agosto, con lo cual el promedio de 3T25 se ubica en -1.9% y apunta a otro trimestre de contracciones. Las actividades del sector minero-energético, especialmente petróleo y carbón, siguen siendo las principales responsables de estos resultados. Por su parte, la dinámica del sector agropecuario se ha moderado, pero mantiene todavía crecimientos positivos. Allí se resalta: 1) la producción de café, cuyos crecimientos vienen perdiendo algo de impulso tras un muy buen año cafetero; 2) otros cultivos agrícolas diferentes a café han mostrado un buen

Tendencia central del ISE en últimos dos años



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución del ISE por cadenas de producción*



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.

desempeño, a pesar de la segunda temporada de lluvias que inició en meses recientes; y 3) la persistente recuperación del sector ganadero.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y a 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 3T22 (Gráfico 2). Esto se explica principalmente por unos buenos resultados del subsector industrial, con crecimientos que en 3T25 promedian 1.7%.

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, mientras que la ligada a la refinación de petróleo y a las actividades de la construcción muestran una incipiente recuperación. En línea con lo anterior, el sector de la construcción también está mostrando signos de recuperación, principalmente en obras civiles y el segmento de edificaciones residenciales, este último siendo 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 10.1% y las ventas de bienes durables lo hicieron en 17.5%, estas últimas siendo las más sensibles a las tasas de interés y la 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 2024 y también da cuenta también de un buen desempeño del consumo en servicios.

Variables de comercio internacional (PM3)

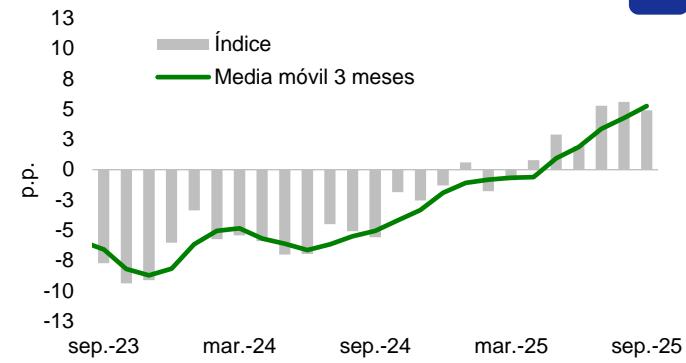
3



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.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB crecieron 11.1% en septiembre, su mejor desempeño en los últimos seis meses. Lo anterior se explicó principalmente por una expansión de 20% en las ventas externas no tradicionales que están concentradas en productos agroindustriales. En contraste, las exportaciones tradicionales crecieron 2%, donde las ventas externas de café crecieron 84.1% y compensaron en su totalidad el desplome de las ventas externas minero-energéticas, dado que las de petróleo cayeron 13.5% y las de carbón lo hicieron en 1.4%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas totales, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de 13.3% en septiembre, lo que de cara a 3T25 evidencia mejoras frente a los registros de 2T25 (Gráfico 3). En línea con lo anterior, los volúmenes de bienes exportados en el último mes crecieron 6.3%, su mayor ritmo desde mayo de 2024.

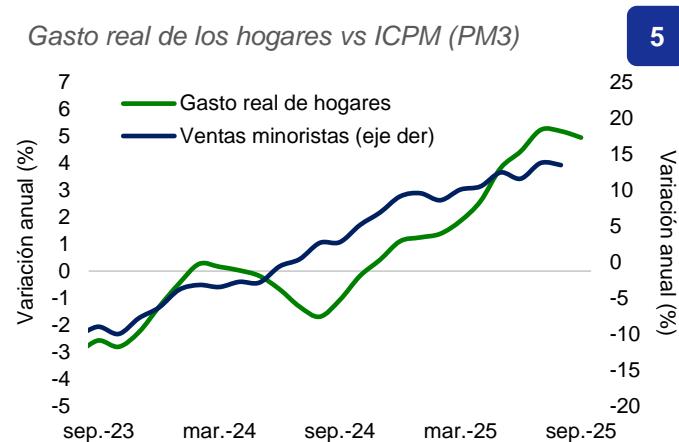
Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB registraron una expansión de 7% en agosto y en tendencia siguen registrando crecimientos altos. Lo anterior ha sido consistente con el buen comportamiento de la demanda interna y la apreciación acumulada de la tasa de cambio este año. Estos se resultados de las compras externas se explicaron principalmente por las importaciones de bienes de consumo duradero y bienes de capital en equipo de transporte, con crecimientos de 49.9% y 65.9%, respectivamente. En términos reales, las importaciones crecieron 5.6%.

La información de indicadores adelantados y a tiempo real de actividad en 4T25 sugiere crecimientos inferiores a los de 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 distintas encuestas a hogares y empresas, permaneció en septiembre muy cerca a sus máximos de tres años (Gráfico 4). Dada su naturaleza de índice adelantado, la lectura de este indicador sugiere que el buen dinamismo del gasto interno se mantendría para lo que resta del año.

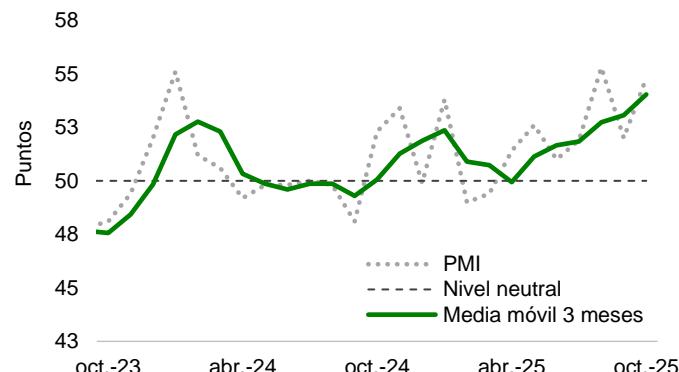
El consumo real de los hogares continuó ganando tracción y según cifras de RADDAR creció 4.9% en 3T25,

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.

5

6

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 (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 4T25 y se unió a otros favorables indicadores de estas actividades (Gráfico 6). En efecto, con cifras a corte de octubre, el promedio de 4T25 se sitúa en 54.8 puntos, máximos no vistos desde 2T22, al tiempo que se mantiene en terreno de expansión (valores por encima de 50 puntos).

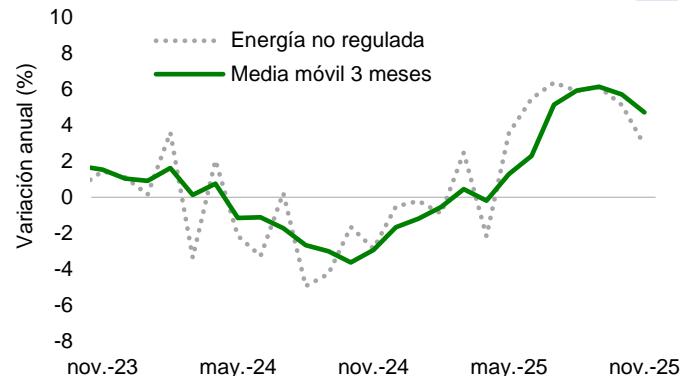
La demanda de energía no regulada, otra buena variable proxy de inversión fija y de actividad del sector secundario a tiempo real, también sugiere un buen comportamiento de la inversión en 4T25. En efecto, su tendencia en lo corrido del año ha sido claramente alcista y apunta a mejoras inexorables de la inversión en el futuro cercano (Gráfico 7).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestro modelo Nowcast sugiere crecimientos de la actividad económica de 3.9% en septiembre, 2.3% en octubre y 2.1% en noviembre (Gráfico 8). De esta forma, **esperamos un crecimiento del PIB en 3T25 de 3.3%**, muy 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, si bien con crecimientos algo más bajos frente a los muy elevados ritmos de expansión de trimestres previos.

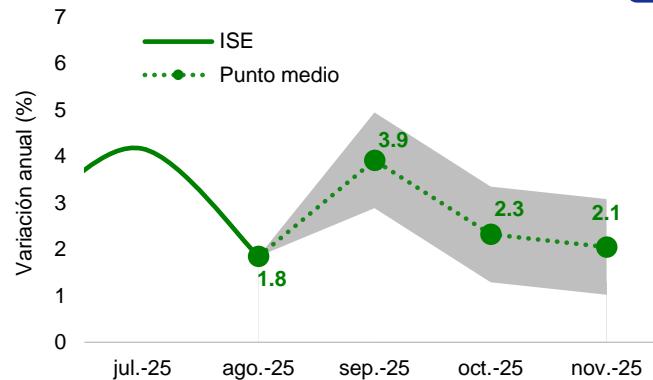
Demanda total de energía no regulada



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

7

Intervalo de pronóstico de corto plazo del ISE*



8

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

5

Mercado laboral

Los principales indicadores del mercado laboral continúan mostrando mejoras en el balance, consistente con el ciclo expansivo de la economía. El desempleo permanece en mínimos históricos y por debajo de 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 continúa mejorando.

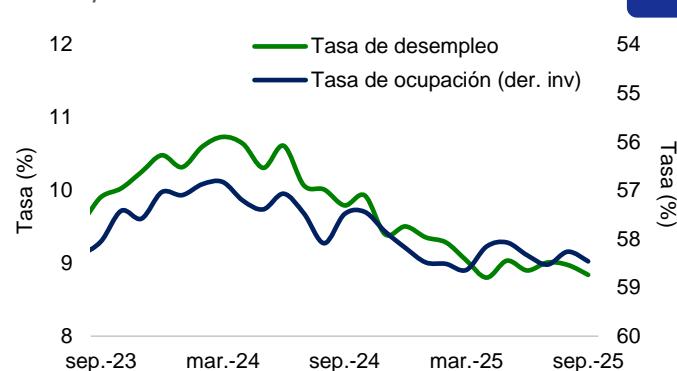
En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional descendió en septiembre hasta 8.8% (Gráfico 9), ubicándose en un nuevo mínimo histórico y por debajo de sus niveles estructurales o no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales estimamos alrededor de 9.5%. Esto sugiere que la brecha de empleo en la economía continúa siendo positiva y podría estar generando presiones en la inflación.

Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo aumentó ligeramente hasta 8.5%, pero sigue siendo un nivel históricamente bajo. El desempleo en las grandes ciudades también se mantiene por debajo de la tasa NAIRU que, según estimaciones del equipo técnico de BanRep, se ubica alrededor de 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 58.5%, máximos de los últimos dos años. Asimismo, la tasa global de participación permaneció estable en 64.1%, por debajo del promedio año corrido de 64.2%. La tasa de inactividad descendió hasta 55.9%, pero persiste por encima del promedio de 55.8% 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 2.8% en el trimestre móvil terminado en septiembre, favorecido por un crecimiento de 6.3% en el acervo de ocupados del sector secundario y de 2.5% en la ocupación del sector terciario. En contraste, la ocupación de la cadena primaria registró una reducción de 0.5%.

Principales indicadores del mercado laboral*

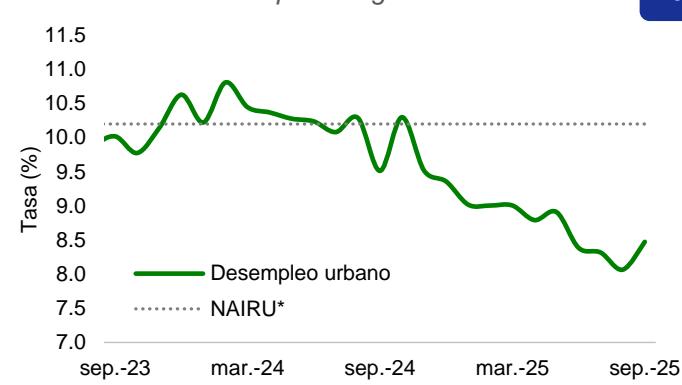


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

9

Evolución del desempleo en grandes ciudades*



10

Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Dentro de los sectores económicos que más generan empleo se destacan la industria, la administración pública, y el alojamiento y servicios de comida, con aumentos anuales con corte a septiembre de 244, 188 y 168 mil ocupados, respectivamente. Por su parte, los sectores de actividades profesionales, de suministro de servicios públicos, y el comercio minorista registraron reducciones de 212, 79 y 20 mil ocupados durante el mismo periodo, en ese mismo orden (Gráfico 11).

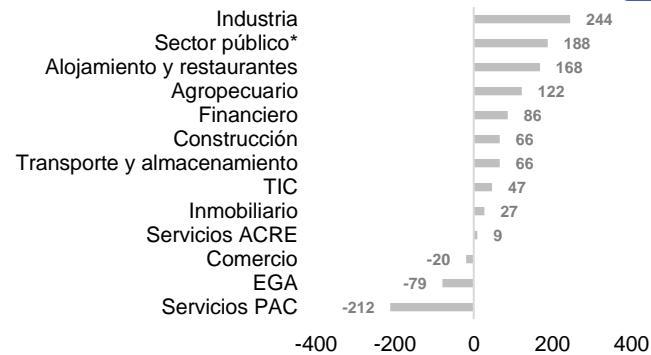
En este entorno, la creación de empleos asalariados y formales sigue dando señales claras de recuperación que son consistentes con las buenas condiciones del mercado laboral. En efecto, los empleos asalariados crecieron 4.4% en términos anuales, superando la demanda de empleo no asalariado que lo hizo a una tasa de 1.7%. Por su parte, con cifras a corte de agosto, el empleo formal creció 4.7%, mientras que el informal lo hizo en 1.4%. Excluyendo el sector público, aproximadamente el 39% del empleo generado en el último año está concentrado en sectores con una elevada tasa de informalidad, proporción inferior a la observada en meses recientes (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 agosto, la inflación salarial se ubicó en 7.8% y permanece por encima de la inflación al consumidor en cerca de 2.7 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 29 meses en terreno positivo, apoyando por esta vía mejoras en el ingreso disponible y el 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 positiva en el horizonte de pronóstico. 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

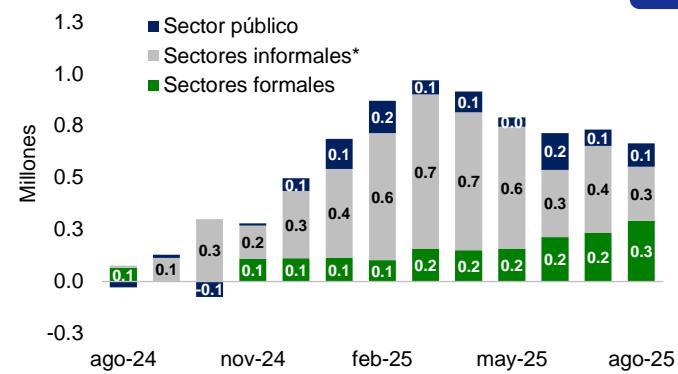


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Empleo sectorial clasificado por formal e informal

12

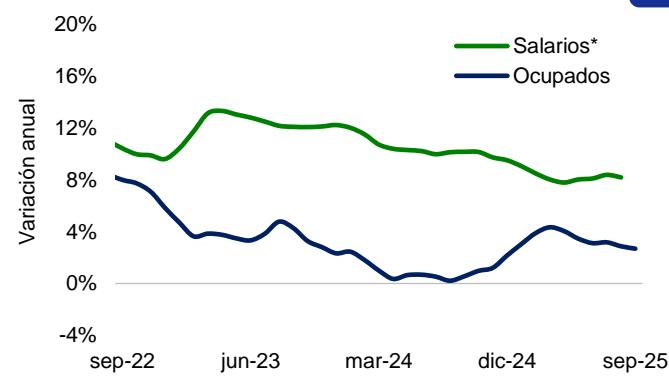


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 0.18% en octubre, superior a nuestra estimación y a la del consenso de analistas (0.14% en ambos casos). Frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación también superó el promedio histórico de 0.12% para el mismo mes y la variación mensual de -0.13% registrada en octubre de 2024 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de -0.35%. La subcanasta del IPC de alimentos perecederos registró una caída mensual de 2.17%, favorecida por unos elevados niveles de abastecimiento de alimentos a nivel nacional y pese a las afectaciones derivadas del cierre de la vía al llano. El IPC de alimentos procesados, por su parte, aumentó 0.18%.

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 IPC de acueducto, alcantarillado y aseo, con un incremento de 1.51%. Asimismo, el IPC de tarifas de electricidad tuvo un aumento de 0.44%. Por su parte, el IPC de combustibles aumentó 0.17%, tras el incremento de 100 pesos decretado en los precios de la gasolina corriente y el ACPM.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.25% y superó en más de 10 pbs su inflación mensual histórica, algo que se explica principalmente por presiones derivadas de un mayor gasto de los hogares. Allí se destacan el aumento de 0.5% en el IPC de productos de aseo y cuidado personal, seguido por la variación de 0.37% del IPC de bebidas alcohólicas. El IPC de vehículos y autopartes registró un leve incremento de 0.08%, 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 0.31%. Dentro de los rubros que más contribuyeron en esta canasta a la inflación total se destacan el aumento de 2.01% del IPC de entretenimiento y alojamiento, seguido por la variación de 0.29% del IPC de arrendamientos y de 0.25% del IPC de restaurantes y bares.

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

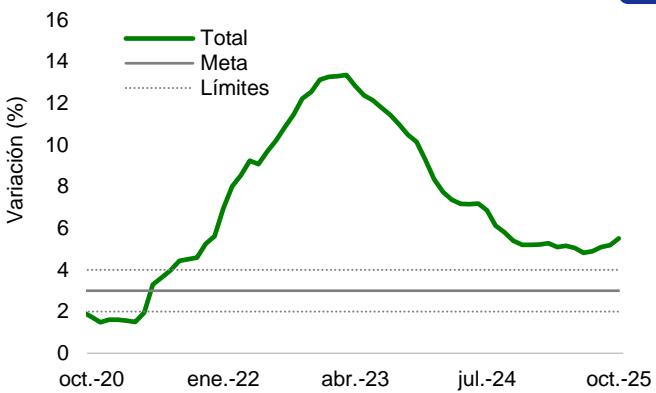
		A	R	B	S	Total
Mensual	oct.-25	-0.35	0.37	0.25	0.31	0.18
	oct.-24	-0.76	-0.40	-0.09	0.22	-0.13
Anual	oct.-25	6.64	6.10	2.59	5.90	5.51
	sep.-25	6.21	5.29	2.25	5.81	5.18
Cont.	oct.-25	1.00	1.06	0.49	2.88	5.51
	sep.-25	0.93	0.92	0.42	2.84	5.18
A/C	oct.-25	5.94	5.26	2.18	5.00	4.75
	oct.-24	2.64	6.46	0.22	6.05	4.44
Tendencia*		▲	▼	▲	▼	▲

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

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

T1

Inflación al consumidor en últimos 5 años



14

Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

De esta forma, la inflación anual se aceleró en octubre hasta 5.51% y alcanzó máximos desde septiembre de 2024, afectado en gran medida por el efecto de baja base de comparación del mismo mes de 2024 (Gráfico 14). La inflación del IPC de alimentos sigue siendo la más elevada de todas las canastas por clasificación BanRep, viajando a ritmos anuales del orden de 6.64%. A este componente le siguen el IPC de regulados, cuya inflación se sitúa en 6.1%, y el IPC de servicios con una inflación anual de 5.9%. La inflación del IPC de bienes se mantiene como la más baja dentro de estas canastas con ritmos de 2.59%, aunque su tendencia en lo corrido de 2025 ha sido claramente alcista.

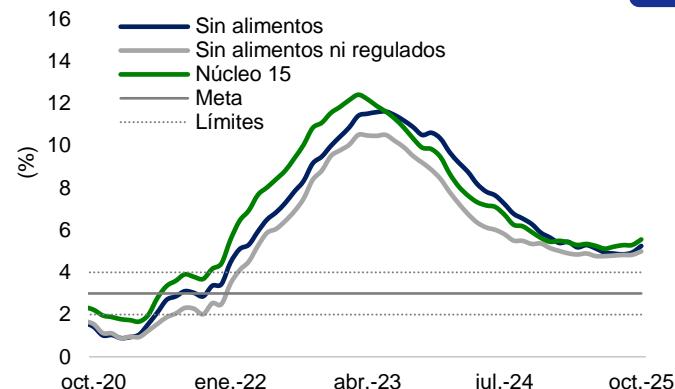
En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se aceleró hasta 5.27%, máximos no vistos desde enero de 2025 y persiste por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 aumentó hasta 5.56%, seguida por la inflación sin alimentos que se ubicó en 5.25%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, también se aceleró hasta 4.99% (Gráfico 15).

Las expectativas de inflación aumentaron en octubre y se mantienen por encima de la meta de 3% de BanRep. Las expectativas de los analistas a horizontes de 1, 2 y 5 años se ubican en 4.27%, 3.69% y 3.26%, respectivamente. Asimismo, las expectativas de cierre de 2025 y 2026 aumentaron hasta 5.25% y 4.25%, 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 5.18% (Gráfico 16).

Para el mes de noviembre pronosticamos una variación mensual de 0.19% en el IPC, con lo cual la inflación anual se desaceleraría levemente hasta 5.43%. Dado el reciente comportamiento de la inflación, así como por varios riesgos de oferta y de demanda en el corto plazo, **revisamos al alza nuestro pronóstico de inflación para el cierre de 2025 hasta 5.4%, desde el 5.3% 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 sexto mes consecutivo durante su reunión de octubre (Gráfico 17). Al igual que en la reunión de septiembre, la decisión de la JDBR fue muy dividida con cuatro codirectores (grupo mayoritario)

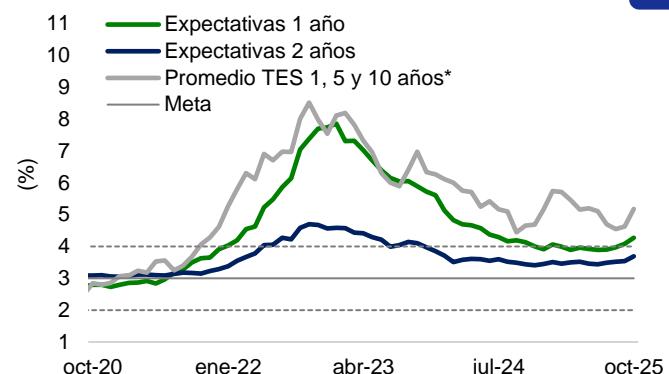
Principales medidas de inflación núcleo



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

15

Expectativas de inflación analistas vs mercado



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.

16

votando por estabilidad de tasas, dos por un recorte de tasas de 50 pbs y el restante por una reducción de 25 pbs.

Para el grupo mayoritario de la JDBR, resulta necesario mantener la cautela de política monetaria en un entorno donde la inflación total y sus expectativas vienen aumentando. Este grupo resaltó riesgos inflacionarios asociados a la posibilidad de un ajuste exagerado del salario mínimo para 2026, el fuerte dinamismo de la demanda interna y una ampliación en el déficit de cuenta corriente. De hecho, algunos de estos codirectores han sugerido la posibilidad de aumentar la tasa de interés si algunos de estos riesgos se materializan.

Los miembros de la JDBR que votaron en disenso volvieron a destacar que la tasa de interés real supera ampliamente la tasa de interés real neutral, lo que permite descensos en los tipos para seguir impulsando la recuperación de la economía. Destacaron además que la política monetaria no corrige choques de oferta, que en su interpretación son los que explican el reciente aumento de la inflación.

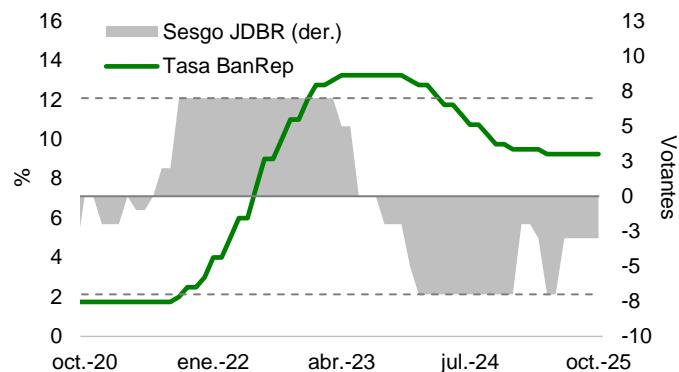
Dado el actual diagnóstico macroeconómico, el equipo técnico de BanRep revisó a la baja su proyección de crecimiento del PIB para 2025 desde 2.7% a 2.6%, mientras que para 2026 mantuvo su pronóstico en 2.9%. En materia de inflación, el staff ahora proyecta 5.1% para el cierre de 2025, desde el 4.7% previo, y para 2026 estima un cierre de 3.6% que también es superior al 3.2% esperado previamente.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política se ubicó en octubre en 4.63% y lleva prácticamente 1 año alrededor de esos niveles (Gráfico 18). Bajo esta medición, la tasa de interés acumuló 40 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, **seguimos esperando que BanRep mantenga inalterada la tasa de referencia en 9.25% para lo que resta del año**. Esta pausa de BanRep podría extenderse durante todo 2026 y nuestro nuevo pronóstico central incorpora un sesgo alcista.

Tasa de referencia vs distribución JDBR

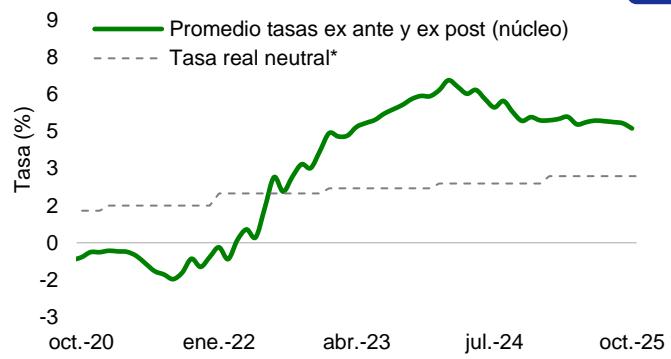
17



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 de créditos del sistema financiero sigue ganando tracción, en línea con un mejor comportamiento de la demanda interna y los efectos rezagados de unas menores tasas de interés desde 2024. El riesgo de impago también ha descendido, en medio de mejoras en la calidad de la cartera 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 octubre por cuarto mes consecutivo y se expandió 1% (Gráfico 19). La dinámica de los créditos hacia los hogares viene superando el comportamiento de los créditos hacia las empresas, principalmente por un buen comportamiento de los créditos de vivienda y la rápida recuperación de las colocaciones de consumo.

Por modalidades, las carteras de microcrédito y vivienda exhiben los mayores crecimientos con ritmos reales de 7.4% y 5.7%, respectivamente. La cartera de microcréditos sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular y pequeños productores-empresarios, como es el caso de los créditos irrigados en el marco del pacto por el crédito.

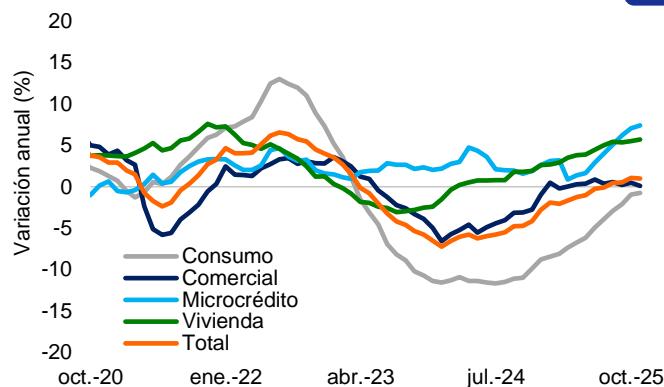
La cartera comercial se ha estancado y en octubre registró una expansión real de apenas 0.1%. Por su parte, la cartera de consumo registró una variación real negativa de 0.7%, pero es su menor contracción desde febrero de 2023 y en tendencia sigue mejorando. Lo anterior sigue siendo consistente con una sana recuperación del gasto privado 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 agosto, la dinámica del saldo de la cartera vencida del sistema se contrajo por décimo mes consecutivo a una tasa de 12.3%.

Actualmente, la única modalidad en la cual sigue creciendo la cartera vencida es la de vivienda con 3.1%. La cartera vencida del crédito comercial cayó por

19

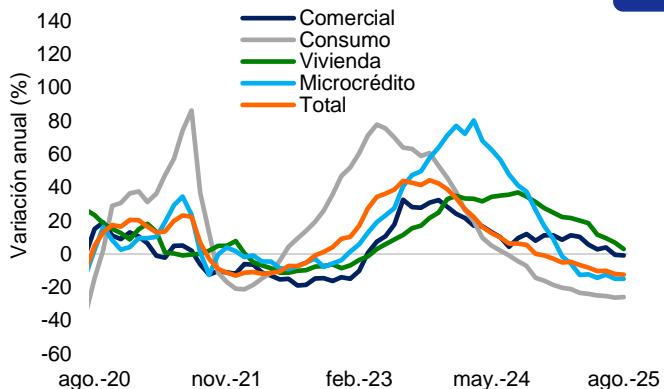
Crecimiento real de la cartera por modalidad



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

20

Evolución de la cartera vencida por modalidad



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

segundo mes consecutivo y se redujo 0.9%. Asimismo, la de microcrédito se contrajo 14.8% y la de consumo completó catorce meses consecutivos de contracción y registró una caída de 25.9%.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema descendió hasta 4.2%, 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 (Grafico 21).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total cayó 2.3% en agosto, 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 dados los todavía altos costos de fondeo.

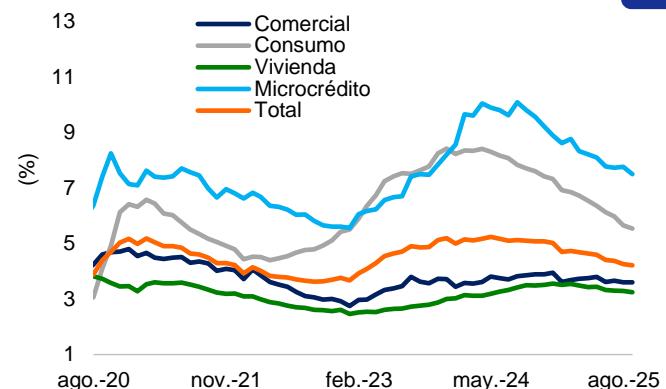
Por el lado de los agregados monetarios, los de menor liquidez, como el M2 y el M3, siguen creciendo a ritmos inferiores en comparación con los de alta rotación como el M1 (Gráfico 22). Este último sigue sustentado por un buen dinamismo del efectivo circulante, en línea con un mayor crecimiento económico y de la cartera de créditos. De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 16.1% en octubre, donde sobresale el crecimiento de 17.7% del efectivo.

En este entorno, las tasas de interés activas y pasivas se han mantenido estables en 4T25, en línea con la pausa de tipos de interés de BanRep (Gráfico 23). En promedio, las tasas de colocación se ubican en 14.2%, mientras que el promedio de las tasas de captación bordea 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, **estimamos un crecimiento real de la cartera de créditos para 2025 de 0.5%**. La recuperación de la cartera real continuaría durante todo 2026, aunque probablemente a una menor velocidad frente a nuestro pronóstico previo.

Evolución calidad de la cartera por modalidad

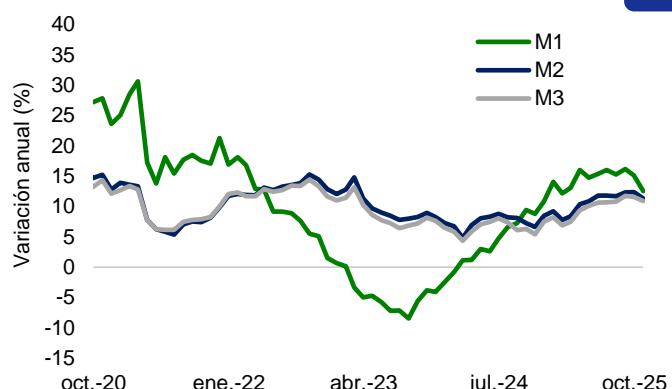
21



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

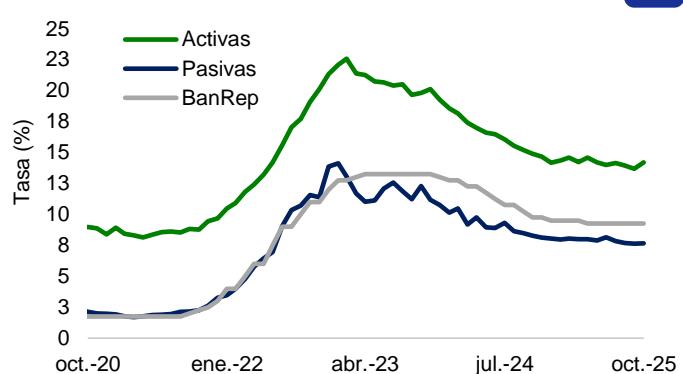
22



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 y muy por encima de las previsiones iniciales. El proceso de desinflación global sigue estancado y en la mayoría de los casos por encima de las metas de política monetaria de los Bancos Centrales (BC), con algunos riesgos al alza que se han renovado recientemente. El entorno económico global sigue siendo volátil y la incertidumbre se mantiene alta frente a años previos, si bien se ha moderado.

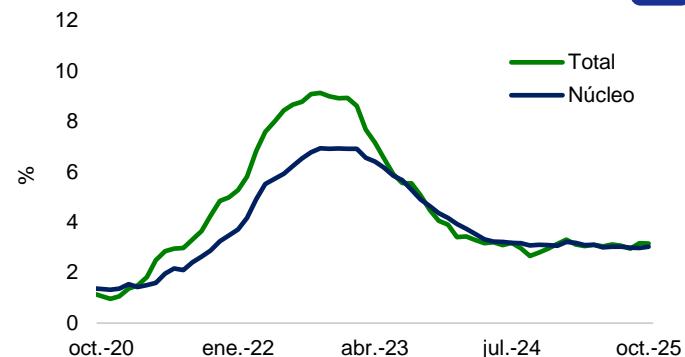
Bajo este contexto, la inflación mundial se mantiene ligeramente por encima de 3% y de los registros prepandemia que bordeaban el 2% (Gráfico 24). En consecuencia, el ciclo de flexibilización monetaria de los BC se sigue frenando y la cautela ha dominado las recientes decisiones de política. En Europa y en la mayoría de las economías de LATAM las tasas de referencia se han estabilizado en el balance, mientras que en EEUU siguen descendiendo (Gráfico 25).

Justamente, en EEUU la Fed continuó con sus recortes de tasas de referencia en octubre y lo hizo en 25 pbs, llevándola al rango 3.75% - 4%. El lenguaje de la Fed sugiere una senda de más recortes de tasas en el futuro cercano, pero a una menor velocidad frente a lo que anticipaba el mercado. La Fed también anunció la finalización del *Quantitative tightening* (QT), con lo cual a partir del 1 de diciembre reinvertirá en su totalidad los vencimientos de su portafolio y mantendrá constante el saldo de sus tenencias de activos. Algunos riesgos de liquidez y de crédito han surgido recientemente en el mercado de EEUU, algo que también justificó el final del QT por parte del emisor (ver “Aliviando tensiones” en [CE – Noviembre 11 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 4T25 frente a los registros de 3T25 (Gráfico 26). El ritmo de expansión de la actividad económica en EEUU sigue superando el de otras grandes economías del mundo, a pesar de los riesgos asociados a las medidas proteccionistas de índole comercial y migratorio que la actual administración en ese país ha adoptado.

Dinámicas de la inflación total y núcleo mundial*

24

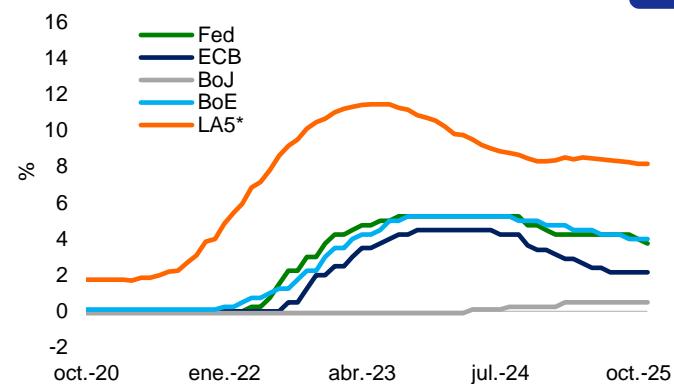


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Promedio aritmético de la inflación en 18 economías con esquemas de inflación objetivo y que representan el 76% del PIB mundial.

Tasas de interés de política monetaria

25



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

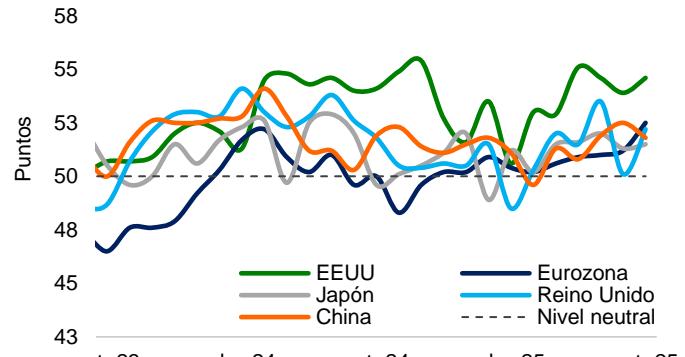
Por su parte, el crecimiento de las economías de LATAM, según nuestras estimaciones, habría sido de 0.8% en 3T25, inferior frente a la expansión registrada en 2T25 (Gráfico 27). En cualquier caso, el crecimiento promedio de 2025 de estos socios comerciales del país se mantiene por encima de los registros de 2024.

Las economías de Perú y Colombia estarían liderando el crecimiento de la región en 3T25, con expansiones del orden de 3.3% y 3.2%, respectivamente. A estas les siguen las economías de Argentina y Chile, donde el PIB habría crecido en 2.8% y 2%, respectivamente. La economía de Brasil sigue siendo la que más ha perdido terreno este año y su ritmo de expansión actual se sitúa cerca de 0.9%. El contraste de LATAM sigue siendo la economía mexicana, cuyo PIB se habría contraído 1% en 3T25 y sigue siendo la más expuesta a la actual coyuntura que enfrenta la economía de 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, en medio de una menor incertidumbre global. La probabilidad de recesión en la Eurozona se sitúa alrededor de 25%, mientras que la de EEUU cayó a 30%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se redujo a 24%.

Evolución PMI compuesto en economías grandes

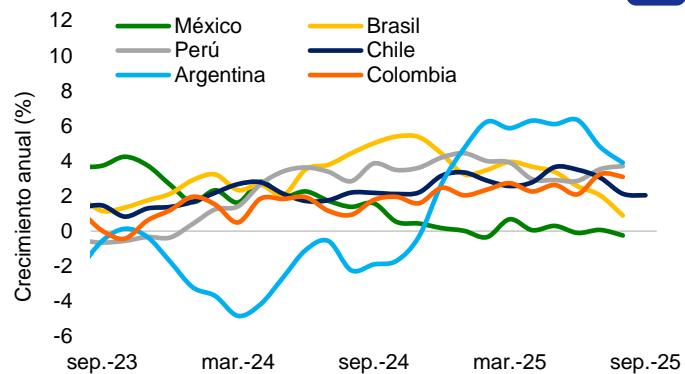
26



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Índices de actividad en economías de LATAM*

27



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	4.2	↑ 4.6	↓
Gasto público (%)	1.6	0.7	4.7	0.8	
Inversión fija (%)	-12.7	3.2	2.0	↑ 6.5	↑
Demanda interna (%)	-2.5	2.0	4.7	↑ 4.5	↑
Exportaciones (%)	3.1	2.5	0.6	↓ 1.1	↓
Importaciones (%)	-9.9	4.4	10.4	↑ 8.0	↑
Sectores actividad económica					
Agropecuario (%)	1.7	8.0	5.5	4.1	
Comercio (%)	-3.6	1.4	4.7	↑ 4.5	↓
Construcción (%)	-3.1	1.9	-2.2	↑ 2.6	↑
Financiero (%)	8.9	0.4	3.5	↑ 4.4	↑
Industria (%)	-2.7	-2.1	1.8	↑ 1.7	↑
Minería (%)	2.6	-5.0	-6.4	0.6	
Precios, tasas de interés y desempleo					
Inflación (final del periodo %)	9.3	5.2	5.4	↑ 4.8	↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	13.00	9.50	9.25	9.25	↑
DTF EA (promedio año %)	13.2	10.2	9.0	↓ 9.1	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	13.0	11.4	9.3	9.3	↑
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	10.4	11.7	11.8	↑ 11.0	
Tasa de desempleo nacional (%)	10.2	10.2	9.0	8.9	
Sector externo					
Tasa de cambio (promedio anual)	4326	4074	4055	↓ 4015	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	3950	4402	3850	↓ 4100	↓
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.
