



## Coyuntura económica Macroeconomía

# Una golondrina no hace verano

Diciembre 15 de 2025

### Autores:

**Natalia Ossa M.**

P.S. - Macroeconomía

[natalia.ossa@bancoagrario.gov.co](mailto:natalia.ossa@bancoagrario.gov.co)

**Fabio D. Nieto**

Economista Jefe

[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto: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](http://www.bancoagrario.gov.co)

**Investigaciones Económicas**

Tesorería

La información preliminar de 4T25 sugiere continuidad en el buen desempeño de la actividad económica, aunque con crecimientos algo inferiores a los del trimestre inmediatamente anterior. 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 gran medida por estímulos de corto plazo sobre algunos sectores intensivos en capital.

Los principales indicadores del mercado laboral continúan mostrando fortaleza en la demanda de trabajo, consistente con el ciclo de recuperación de la actividad económica en el agregado. La tasa de desempleo nacional permanece en mínimos de 10 años y por debajo de sus niveles estructurales. A pesar de lo anterior, la calidad en la generación de empleos sigue siendo la principal limitación.

La inflación anual se desaceleró sorpresivamente en noviembre hasta 5.3%, afectada por fuertes descensos en los precios de los alimentos perecederos. La inflación núcleo detuvo su tendencia alcista, aunque esto sería temporal y en cualquier caso persiste por encima de la meta de 3%. Las expectativas de inflación siguen aumentando en todas sus mediciones. BanRep no tomó decisiones de tasas de interés, según calendario de política monetaria.

La demanda de créditos continúa ganando tracción, en línea con la fortaleza de la demanda interna y restricciones en la oferta de créditos que se siguen moderando en todo el sistema financiero. Las tasas de interés activas y pasivas permanecieron estables, coherente con la pausa de tasas de interés de BanRep. No obstante, algunas tasas de captación a mayores plazos han registrado ciertos incrementos que, por ahora, no se han transmitido a las tasas de colocación.

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 estancado y en la mayoría de los casos por encima de las metas de política monetaria. El entorno económico global sigue siendo volátil y la incertidumbre se mantiene alta, aunque se ha moderado. En EEUU, la Fed recortó su tasa de interés de política monetaria en diciembre, aunque el espacio para más recortes en los tipos luce muy estrecho de cara al próximo año.

## Actividad económica

La economía colombiana registró en 3T25 un crecimiento de 3.6% anual, un ritmo de expansión no visto desde 2022. Como lo habíamos advertido, este resultado se sustentó principalmente por una fortaleza significativa del gasto de los hogares y del Gobierno, haciendo que la demanda interna registrase crecimientos anuales del 5% que ya lucen inflacionarios (ver “¿Crecimiento inflacionario?” en [CE – Noviembre 21 de 2025](#)). Por el lado de la oferta, sectores ligados al consumo total, como el comercio, el sector público, y los servicios de entretenimiento, recreación y artísticos, volvieron a explicar mayoritariamente la generación de valor agregado de la economía.

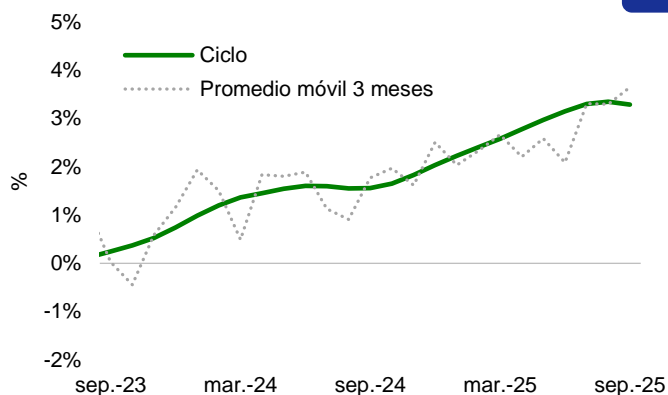
La información preliminar de 4T25 sugiere continuidad en este buen desempeño de la actividad, aunque con crecimientos levemente inferiores a los registros del trimestre inmediatamente anterior. El consumo total sigue apalancando este ciclo expansivo de la economía, tanto en su componente privado como en el público. La inversión fija también está mostrando señales de recuperación, favorecida en gran parte por estímulos en sectores importadores netos e intensivos en capital (ver “Impulsos de corto aliento” en [CE – Diciembre 3 de 2025](#)).

En esto entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió en septiembre 4%<sup>1</sup> en su serie original, con lo cual el promedio preliminar de 3T25 se situó en 3.7%. En tendencia central, el crecimiento año corrido del ISE se ubica en 2.8%, superior a los registros de 2024. En su componente cíclico, el ISE evidenció un crecimiento de 3.3% en el último mes, ritmos máximos no vistos desde 3T22, aunque comienza a evidenciar algunos síntomas de estabilización (Gráfico 1).

El ISE de la cadena **primaria** se expandió 2.3% en septiembre, con lo cual el promedio de 3T25 se ubicó en 0.2% y en tendencia sigue mostrando un pobre desempeño. Las actividades del sector minero-energético, especialmente petróleo y carbón, continuaron siendo las principales responsables de estos resultados. La dinámica del sector agropecuario se ha moderado, pero mantiene crecimientos positivos. Allí se resalta: 1)

Tendencia central del ISE en últimos dos años

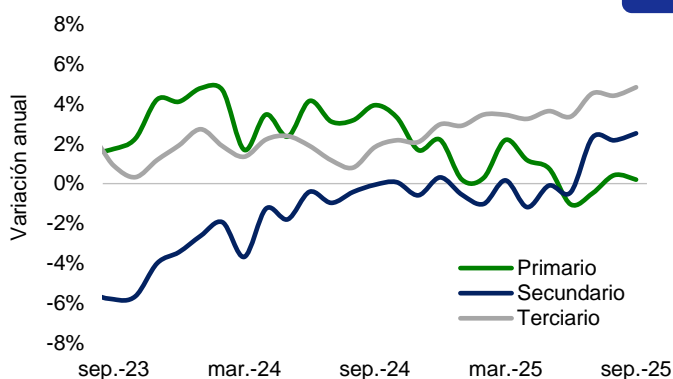
1



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.

<sup>1</sup>De 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.

la producción de café, cuyos crecimientos se han moderado tras un muy buen año cafetero; 2) otros cultivos agrícolas diferentes al café, los cuales han perdido algo de dinamismo debido a la temporada de lluvias; y 3) la persistente recuperación del sector ganadero, favorecido por un aumento de las exportaciones.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y a la formación bruta de capital fijo, alcanzó un crecimiento de 3.6% en septiembre y su expansión promedio en 3T25 se ubicó en 2.5%, el mayor desde 3T22 (Gráfico 2). Esto se explica principalmente por unos buenos resultados del subsector industrial, con crecimientos que en 3T25 promediaron 2.3%. Vale la pena destacar que la apreciación acumulada de la tasa de cambio, así como otros determinantes asociados al comercio exterior este año, han incentivado de manera importante la demanda de bienes de capital en sectores como la industria (ver “Impulsos de corto aliento” en [CE – Diciembre 3 de 2025](#)).

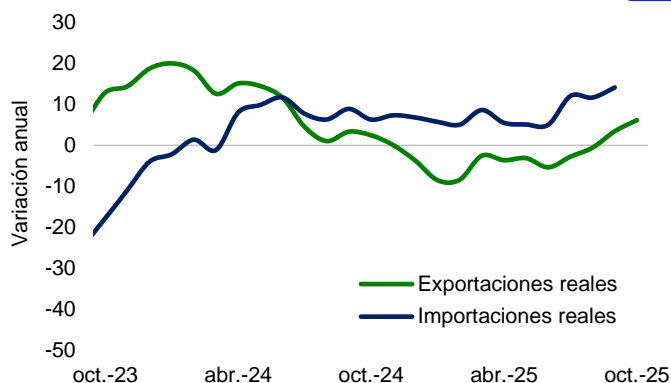
Las actividades manufactureras, que concentran buena parte de la producción industrial, registraron un crecimiento de 5.2% en septiembre. La fabricación de vehículos y autopartes, textiles y calzado, así como la producción del subsector agroindustrial, jalonado por la trilla de café, se mantienen como los líderes de esta cadena. La producción industrial ligada a la refinación de petróleo, así como aquellos subsectores relacionados con actividades de construcción, están mostrando una incipiente recuperación. Por su parte, el sector de la construcción sigue rezagado y afectado especialmente por el segmento de edificaciones residenciales, compensado parcialmente por el repunte de obras civiles.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en bienes y servicios, registró un crecimiento de 4.5% en el último mes, dejando de esta forma el promedio de 3T25 en 4.8% y manteniendo dinámicas de crecimiento superiores a las del resto de cadenas productivas en la economía. El componente público del ISE terciario creció 7.6% y superó de nuevo el componente privado, el cual se expandió 3.3%.

Dentro de esta cadena se destaca el índice de ventas reales del comercio minorista, que en el último mes registró una sobresaliente expansión de 14.4%. Las ventas reales de bienes no durables crecieron 3.5%, las

Variables de comercio internacional (PM3)

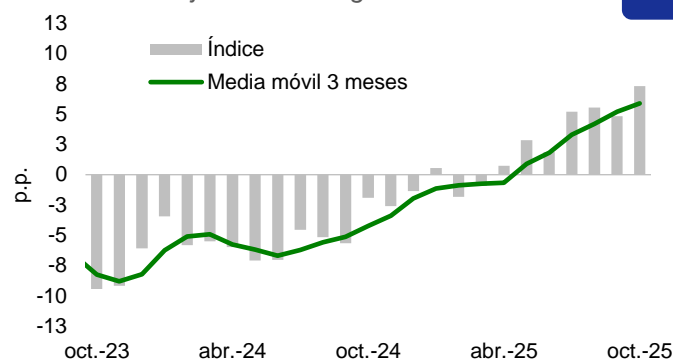
3



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.

de bienes semidurables 6.2% y las ventas de bienes durables lo hicieron en 19.9%, 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), que mide el consumo en servicios de los hogares, mostraron una expansión de 3.4% en sus ingresos reales en el último mes. Así, en lo corrido del año su dinámica de expansión sigue superando los registros de 2024 y también da cuenta de un buen desempeño de este renglón del consumo privado.

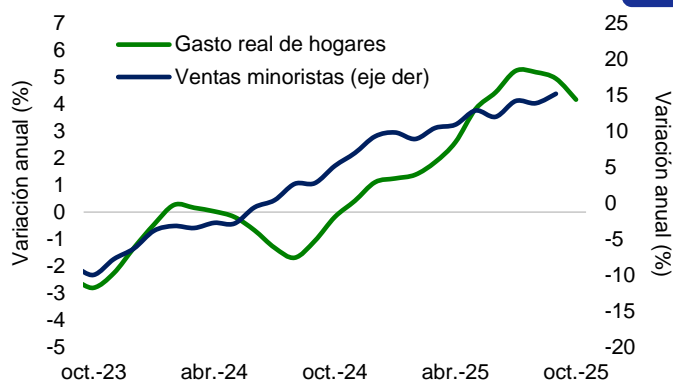
En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB cayeron 0.3% en octubre. Lo anterior se explicó principalmente por una reducción de 4.4% en las ventas externas tradicionales, donde nuevamente las de petróleo cayeron 22.2% y las de carbón lo hicieron en 6.7%. Lo anterior fue parcialmente compensado por el aumento de 65.4% de las ventas externas de café que mantienen un desempeño sobresaliente. Las exportaciones no tradicionales, que están concentradas principalmente en productos agroindustriales, crecieron 3.5%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas totales, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de 5.4% en octubre, lo que de cara a 4T25 evidencia mejoras frente a los registros de 3T25 (Gráfico 3). En línea con lo anterior, los volúmenes de bienes exportados en el último mes crecieron 3%. En ambos casos, estas mejoras responden tanto al buen momento del sector cafetero como a una mejor dinámica de crecimiento de nuestros principales socios comerciales.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB registraron una expansión de 20.1% en septiembre. 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 resultados de las compras externas se explicaron principalmente por las importaciones de bienes de consumo duradero y bienes intermedios para la industria, con crecimientos de 45.8% y 14.7%, respectivamente. En términos reales, las importaciones crecieron 21%.

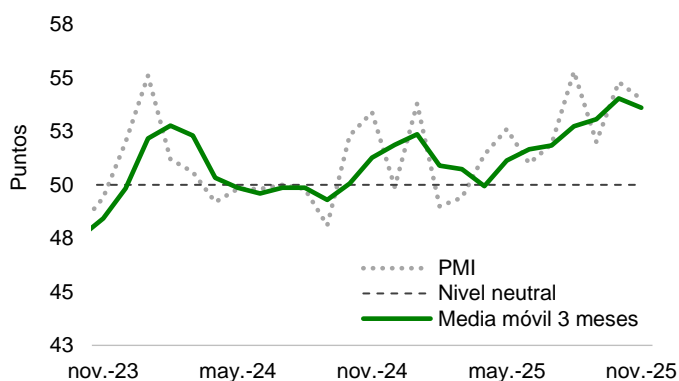
La información de indicadores adelantados y a tiempo real de actividad en 4T25 sugiere crecimientos inferiores a los de 3T25. Parte de lo anterior se explica por un efecto de alta base de comparación de 4T24, aunque también por unas señales de estabilización en el ciclo del consumo

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.

privado y un menor dinamismo de algunos sectores como el agropecuario, que habían registrado tasas de expansión muy altas en trimestres anteriores.

Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintas encuestas a hogares y empresas, alcanzó en octubre máximos desde junio de 2022 (Gráfico 4). Dada su naturaleza de índice adelantado, la lectura de este indicador sugiere que el buen dinamismo del gasto interno se mantendría en el corto plazo.

El consumo real de los hogares, según cifras de RADDAR, estaría creciendo 3.3% en 4T25, inferior a los registros de 4.9% de 3T25 (Gráfico 5). Pese a lo anterior, sus crecimientos continúan siendo elevados y superiores a los de un año atrás.

El PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad secundaria con información más actualizada, anticipa continuidad del reciente repunte de la industria en el corto plazo (Gráfico 6). En efecto, con cifras a corte de noviembre, el promedio de este indicador en 4T25 se sitúa en 54.4 puntos, máximos no vistos desde 2T22, al tiempo que se mantiene en terreno de expansión (valores por encima de 50 puntos).

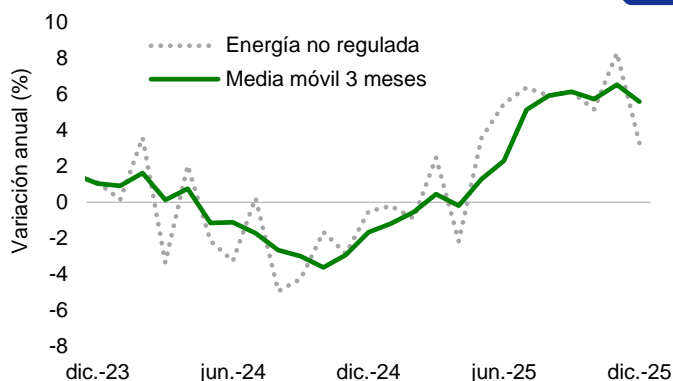
La demanda de energía no regulada, una buena variable *proxy* de la inversión fija a tiempo real, también sugiere un buen comportamiento de la actividad económica en 4T25. En efecto, su tendencia en lo corrido del año ha sido claramente alcista y apunta a mejoras inexorables de la inversión en el futuro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

Con todo lo anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere crecimientos de la economía de 2.9% en octubre, 2.6% en noviembre y 3.3% en diciembre (Gráfico 8). De esta forma, **nuestra proyección preliminar del crecimiento del PIB en 4T25 es de 2.9%**, inferior al 3.6% de 3T25.

Para el año completo de 2025, **revisamos levemente al alza nuestro pronóstico de crecimiento del PIB hasta 2.8%**, desde el anterior 2.7%. A nivel sectorial, los servicios de entretenimiento, el comercio minorista y los servicios ligados al sector público se mantienen como los motores del crecimiento económico.

#### *Demanda total de energía no regulada*

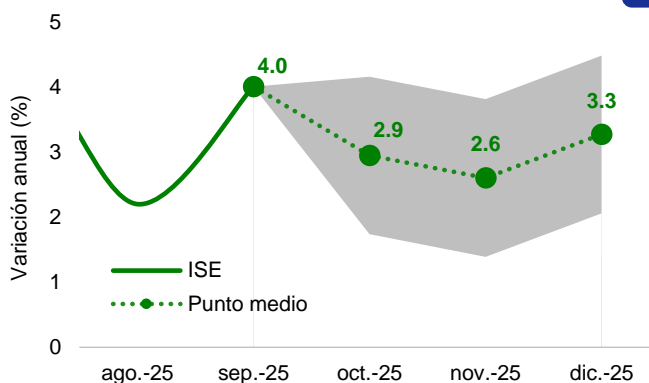
7



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, consistente con el resto de los indicadores de actividad económica. El desempleo permanece en niveles bajos e inferiores a sus valores estructurales. La generación de empleos se mantiene fuerte y en los últimos meses ha estado favorecida por mejoras del empleo formal, si bien todavía dista de sus niveles óptimos en términos de calidad.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional se mantuvo en octubre en 8.9% (Gráfico 9), ubicándose en mínimos de los últimos 10 años 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 es una de las causas de las recientes presiones inflacionarias de demanda.

Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo aumentó ligeramente hasta 8.8%, pero persiste en niveles bajos. 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).

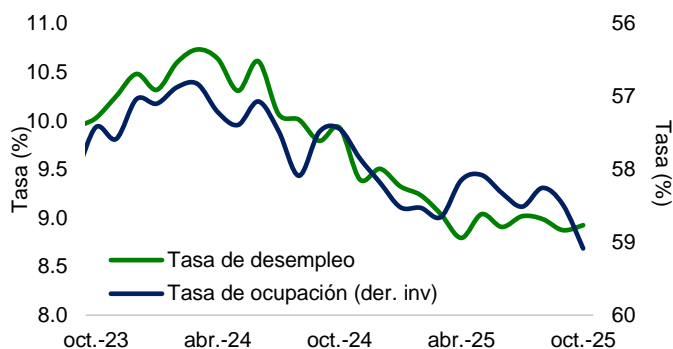
En línea con lo anterior, y tomando también las series con ajuste estacional, la tasa de ocupación aumentó hasta 59.1%, máximos de los últimos siete años. Asimismo, la tasa global de participación alcanzó un 64.9%, superando su promedio año corrido de 64.3%. La tasa de inactividad descendió hasta 54.1% y se ubicó por debajo del promedio de 55.6% del año en curso.

A nivel de grandes ramas de actividad, la generación de empleos mantiene una dinámica favorable, aunque con diferencias entre sectores. El total de ocupados aumentó 3.1% en el trimestre móvil terminado en octubre, favorecido por un crecimiento notable de 5.1% en el acervo de ocupados del sector secundario. El crecimiento en la ocupación del sector terciario fue de 2.7%, mientras que el de la cadena primaria lo hizo a una tasa de 2.4%.

Dentro de los sectores económicos que más generan empleo se destacan la agricultura, alojamiento y servicios

Principales indicadores del mercado laboral\*

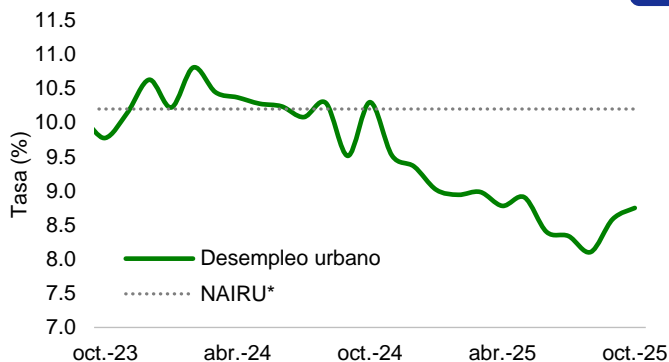
9



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 - Octubre de 2025.

de comida, y transporte y almacenamiento, con aumentos anuales con corte a octubre de 347, 279 y 231 mil ocupados, respectivamente. Por su parte, los sectores de comercio minorista, actividades artísticas y la construcción, registraron reducciones de 221, 73 y 68 mil ocupados durante el mismo periodo, en ese mismo orden (Gráfico 11).

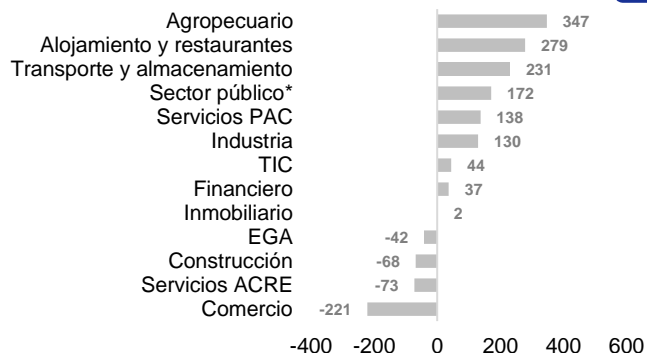
En este entorno, la creación de empleos asalariados y formales siguió recuperándose, aunque ha perdido algo de impulso. En efecto, los empleos asalariados crecieron 1% en términos anuales y fueron superados por la demanda de empleo no asalariado, que lo hizo a una tasa de 7.6%. Por su parte, con cifras a corte de septiembre, el empleo formal creció 4.6%, mientras que el informal lo hizo en 1.2%. Excluyendo el sector público, aproximadamente el 53% del empleo generado en el último año está 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 septiembre, la inflación salarial se ubicó en 8.4% y permanece por encima de la inflación al consumidor en cerca de 3.2 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 30 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. Por todo lo anterior, **revisamos levemente a la baja nuestra proyección de tasa de desempleo nacional promedio-año para 2025 hasta 8.9%.**

### Generación anual de empleos por sector

11

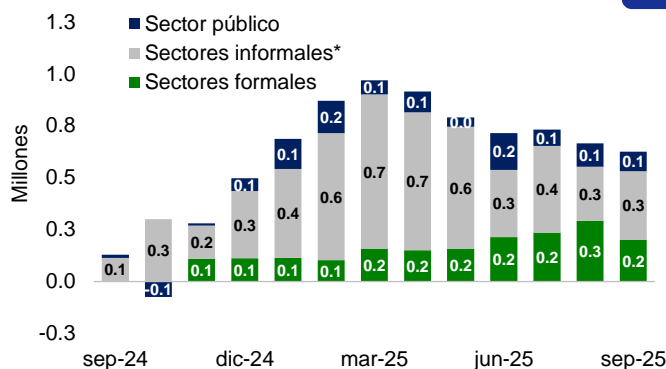


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

### Empleo sectorial clasificado por formal e informal

12

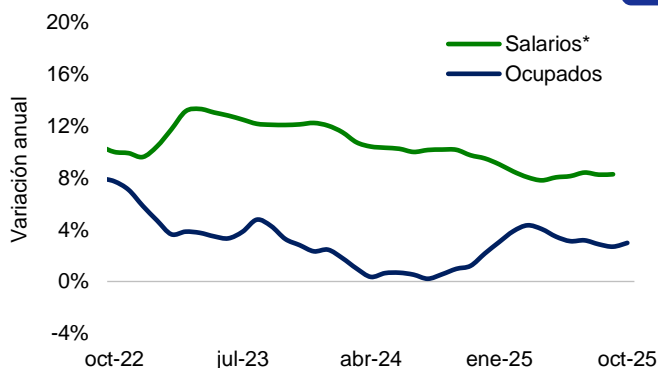


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

\*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 0.07% en noviembre, muy por debajo de nuestra estimación y de la del consenso de analistas (alrededor de 0.2%). Frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación también fue inferior al promedio histórico de 0.24% para el mismo mes y a la variación mensual de 0.27% registrada en noviembre de 2024 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de -0.72% y fue la gran sorpresa del mes. La subcanasta del IPC de alimentos perecederos registró una fuerte caída mensual de 3.8%, afectada por unos elevados niveles de abastecimiento de alimentos a nivel nacional. El IPC de alimentos procesados, por su parte, tuvo un incremento mensual de 0.15%.

El IPC de bienes y servicios regulados registró una variación mensual de 0.3%, la más alta de todos los componentes del IPC. El subcomponente que más contribuyó a este resultado fue el IPC de acueducto, alcantarillado y aseo, con un incremento de 1.23%. Asimismo, el IPC de combustibles tuvo un aumento mensual de 0.52%, tras el incremento de 100 pesos decretado en los precios de la gasolina corriente y el ACPM. Por su parte, el IPC de gas se redujo 0.28%, favorecido por la apreciación de la tasa de cambio y a pesar de algunos indicios de escasez en el suministro interno.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.28% y superó en 10 pbs su inflación mensual histórica, algo que se explica principalmente por presiones derivadas de un mayor gasto de los hogares y a pesar de la apreciación acumulada de la tasa de cambio este año. Allí se destacan el aumento de 0.44% en el IPC de bebidas alcohólicas, seguido por el IPC de productos de aseo y cuidado personal con una variación de 0.41% del. El IPC de vehículos y autopartes registró un incremento de 0.35% 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 0.23%. Dentro de los rubros que más

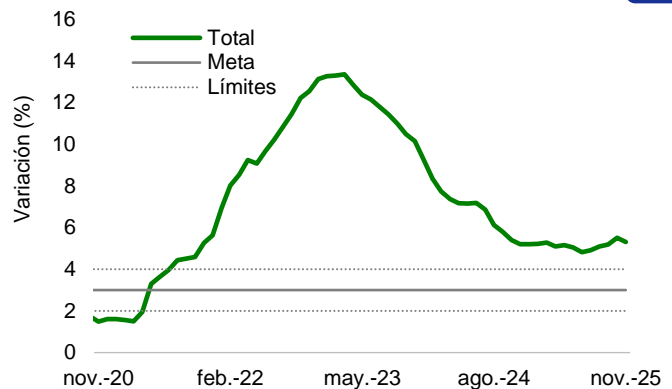
Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

		A	R	B	S	Total
Mensual	nov.-25	-0.72	0.30	0.28	0.23	0.07
	nov.-24	0.13	0.08	0.29	0.41	0.27
Anual	nov.-25	5.74	6.34	2.58	5.72	5.30
	oct.-25	6.64	6.10	2.59	5.90	5.51
Cont.	nov.-25	0.86	1.10	0.48	2.79	5.30
	oct.-25	1.00	1.06	0.49	2.88	5.51
A/C	nov.-25	5.18	5.57	2.47	5.24	4.82
	nov.-24	2.77	6.54	0.51	6.49	4.72
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.



contribuyeron en esta canasta a la inflación total se destacan el aumento de 0.37% del IPC de restaurantes y bares, seguido por la variación de 0.22% del IPC de arrendamientos. El IPC de las tarifas de pasajes aéreos aumentó 3.54%, afectado en gran medida por un efecto estacional de la temporada de fin de año, mientras que el IPC de entretenimiento y alojamiento se redujo 1.12%.

De esta forma, la inflación anual quebró la tendencia alcista de los últimos 4 meses y se desaceleró en noviembre hasta 5.3% (Gráfico 14). La inflación del IPC de regulados ahora es la más elevada de todas las canastas por clasificación BanRep, viajando a ritmos anuales del orden de 6.34%. A este componente le siguen el IPC de alimentos, cuya inflación se sitúa en 5.74%, y el IPC de servicios con una inflación anual de 5.72%. La inflación del IPC de bienes se mantiene como la más baja dentro de estas canastas con ritmos de 2.58%, aunque su tendencia en lo corrido de 2025 ha sido claramente alcista.

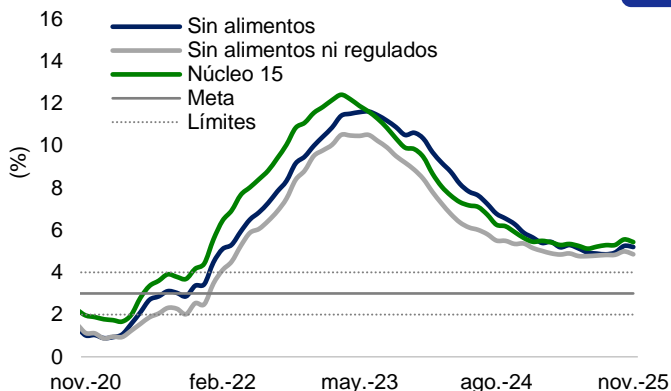
En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se desaceleró hasta 5.16%, pero persiste por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 descendió hasta 5.43%, seguida por la inflación sin alimentos que se ubicó en 5.2%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, también se desaceleró hasta 4.85% (Gráfico 15).

A pesar de lo anterior, las expectativas de inflación volvieron a aumentar en noviembre 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 4.45%, 3.81% y 3.34%, respectivamente. Asimismo, las expectativas de cierre de 2025 y 2026 aumentaron hasta 5.35% y 4.49%, 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 5.84% (Gráfico 16).

**Para el mes de diciembre pronosticamos una variación mensual de 0.49% en el IPC, con lo cual la inflación finalizaría el año 2025 en 5.3%.** De materializarse esta expectativa, la inflación este año superaría el 5.2% de 2024 y se convertiría en el quinto año consecutivo superando la meta de política monetaria de 3% de BanRep.

Principales medidas de inflación núcleo

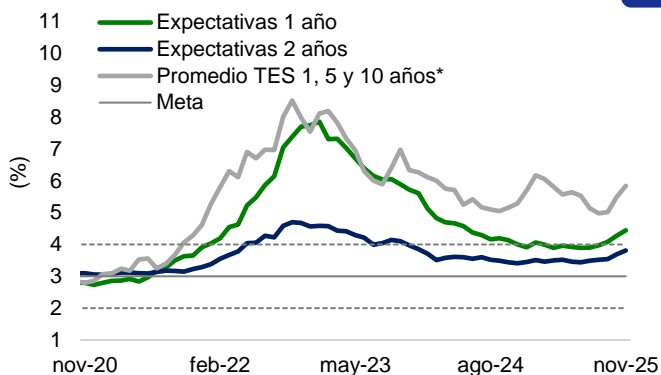
15



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.

Advertimos que la inflación podría acelerarse durante la primera mitad de 2026, especialmente en aquellos componentes sensibles a las evidentes presiones de demanda que existen en la actualidad. En particular, según nuestros cálculos, **la inflación sin alimentos ni regulados podría aumentar hasta niveles de 5.4% hacia 2T26, casi 0.5 p.p. por encima de sus niveles actuales.**

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 noviembre. **Para su reunión de diciembre, esperamos que la JDBR mantenga inalterada su tasa de referencia en 9.25%.** Anticipamos una fuerte división en la decisión colegiada de la JDBR, como ha sido característico en los últimos meses.

También advertimos que la discusión en torno a la conveniencia de un incremento en la tasa de interés de política se intensificará en los próximos meses, dado el comportamiento inercial de la inflación por encima del 5% este año, el reciente aumento de las expectativas de inflación y la fortaleza de la demanda interna, que como hemos explicado previamente, ya estaría generando presiones inflacionarias. En este sentido, **no descartamos que las tasas de interés aumenten en 1T26 y que BanRep decida llevarlas hacia niveles del 10% el próximo año.**

## 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. 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 noviembre por quinto mes consecutivo y se expandió 0.9% (Gráfico 17). La dinámica de los créditos hacia los hogares continúa superando la 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 8.2% y 6%, 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.

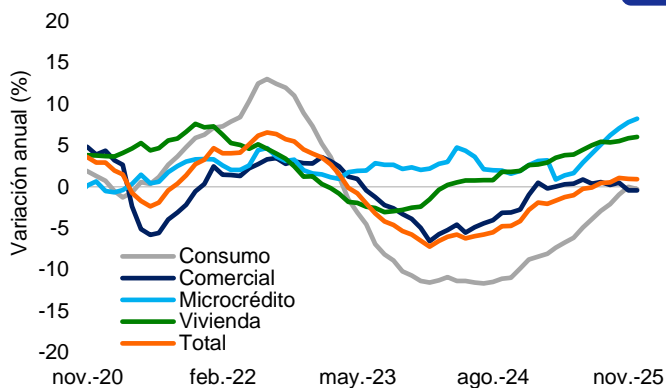
La cartera comercial ha perdido algo de impulso y en noviembre registró una caída real de 0.4%. Por su parte, la cartera de consumo registró una variación real negativa de 0.3%, pero es su menor contracción desde febrero de 2023 y en tendencia sigue mostrando mejoras. Lo anterior continúa siendo consistente 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 18). Con la información disponible con corte a septiembre, la dinámica del saldo de la cartera vencida del sistema se contrajo por doceavo mes consecutivo a una tasa de 13.5%.

Actualmente, la única modalidad en la cual sigue creciendo la cartera vencida es la de vivienda con 2.1%. La cartera vencida del crédito comercial cayó por tercer mes consecutivo y se redujo 3.4%. Asimismo, la de microcrédito se contrajo 16.5% y la de consumo

*Crecimiento real de la cartera por modalidad*

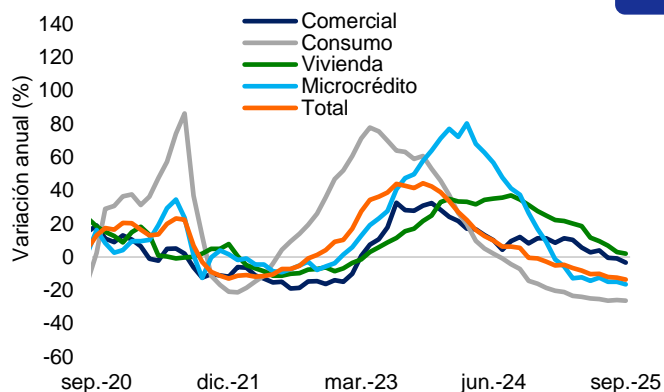
17



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Evolución de la cartera vencida por modalidad*

18



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

completó quince 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 4.1%, su menor nivel desde febrero de 2023. Por modalidades, el ICV de microcrédito y el de consumo han descendido a sus menores niveles desde 2022-2023, mientras que en el ICV de vivienda y créditos comerciales se observa relativa estabilidad en los últimos meses (Gráfico 19).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total cayó 2.5% en septiembre, consistente con una menor presión en provisiones comparado con el año anterior. Así, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito aumentó ligeramente en 3T25 hasta niveles del orden de 1.3%, aunque todavía se sitúa por debajo de su promedio histórico dados los altos costos de fondeo.

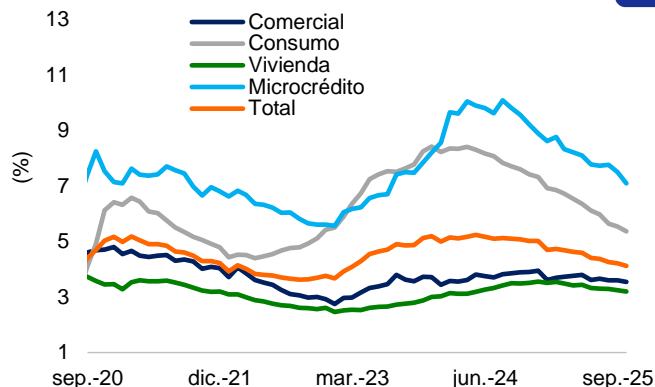
Por el lado de los agregados monetarios, los de menor liquidez, como el M2 y el M3, siguen creciendo a ritmos inferiores en comparación con los de alta rotación como el M1 (Gráfico 20). Este último sigue sustentado por un buen dinamismo del efectivo circulante, en línea con un mayor crecimiento económico y de la cartera de créditos. De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 14.5% en noviembre, donde sobresale el crecimiento de 16.1% 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 21). En promedio, las tasas de colocación se ubican en 14%, mientras que el promedio de las tasas de captación bordea el 7.7%.

**Mantenemos nuestra estimación de crecimiento real de la cartera de créditos para 2025 en 0.5%.** La recuperación de la cartera real continuaría durante todo 2026, aunque probablemente a una menor velocidad frente a nuestro pronóstico anterior, con unas tasas de interés que persistirían en niveles altos y un riesgo no despreciable de que incluso aumenten.

*Evolución calidad de la cartera por modalidad*

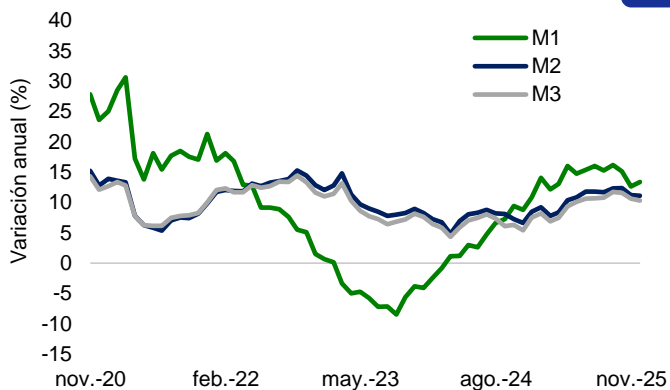
19



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

*Medios de pago por categorías de liquidez*

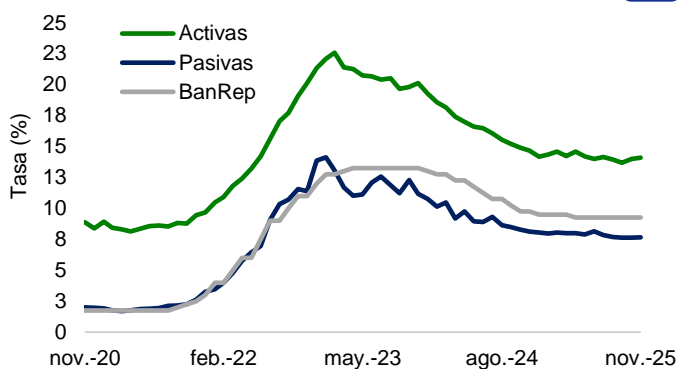
20



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Tasas de interés en el sistema financiero\**

21



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 la inflación persiste por encima de las metas de política monetaria de los Bancos Centrales (BC), con algunos riesgos al alza que se siguen latentes. El entorno económico global continúa siendo volátil y la incertidumbre se mantiene alta, aunque se ha moderado.

Bajo este contexto, la inflación mundial se mantiene estable alrededor de niveles de 3% y de los registros pre-pandemia que bordeaban el 2% (Gráfico 22). En consecuencia, el ciclo de flexibilización monetaria de los BC se sigue frenando y la cautela ha dominado las recientes decisiones de política, haciendo que las tasas de interés permanezcan en niveles todavía elevados (Gráfico 23).

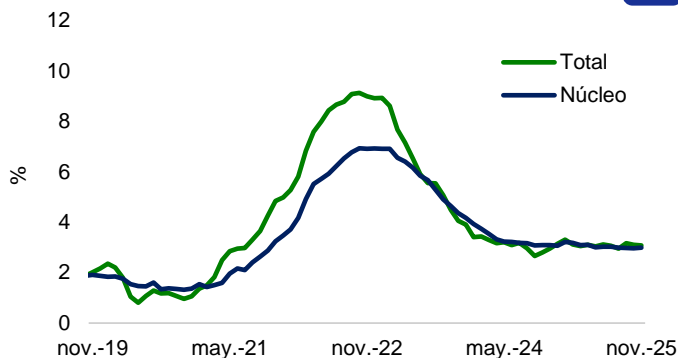
En EEUU, la Fed recortó sus tasas de interés referencia en diciembre, sin muchos cambios en su tono frente a lo conocido en meses previos. Adicionalmente, comenzó a reinvertir la totalidad de los vencimientos de su portafolio, específicamente en Tesoros de corto plazo como estrategia para suavizar las recientes tensiones en el mercado de ese país. No obstante, la división entre los miembros de la Junta de Gobernadores aumentó y el espacio para más recortes en los tipos de interés se ha estrechado (ver “Pocas sorpresas, mucha incertidumbre” en [CE – Diciembre 11 de 2025](#)).

En cuanto a las cifras recientes de actividad económica, los últimos datos del PMI compuesto en las grandes economías, en el balance, apuntan a un mejor comportamiento en 4T25 frente a los registros de 3T25 (Gráfico 24). El ritmo de expansión de la actividad económica en EEUU sigue superando el de otras grandes economías del mundo, algo que también refuerza una desconexión no despreciable entre los datos reales de actividad económica en EEUU y el pesimismo del mercado (ver “Entre compras y ventas, se anula la diferencia” en [IMC – Noviembre de 2025](#)).

Por su parte, el crecimiento de las economías de LATAM, según nuestras estimaciones, fue 1.4% en 3T25, inferior

*Dinámicas de la inflación total y núcleo mundial\**

22

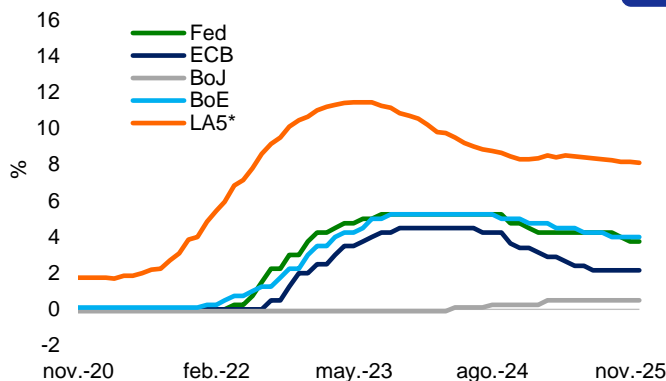


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

\*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*

23



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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



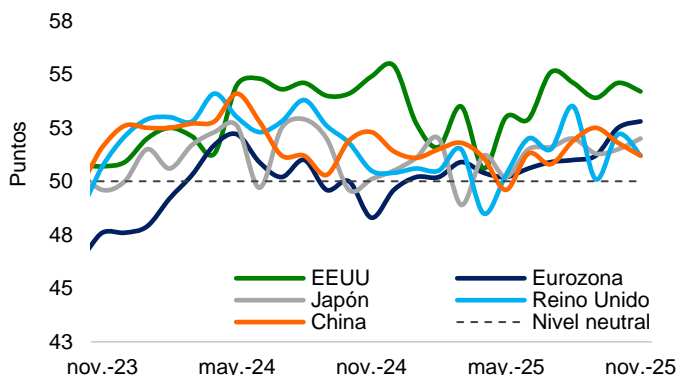
frente a la expansión registrada en 2T25 (Gráfico 25). En cualquier caso, el crecimiento promedio de 2025 de estos socios comerciales del país se mantiene ligeramente por encima de los registros de 2024 y también han sorprendido los estimativos iniciales.

Las economías de Colombia, Argentina y Perú lideraron el crecimiento de la región en 3T25, con expansiones del orden de 3.7%, 3.5% y 3.4%, respectivamente. A estas les siguen las economías de Chile y Brasil, donde el PIB creció 1.9% y 1.2%, respectivamente. El contraste de LATAM sigue siendo la economía mexicana, cuyo PIB se contrajo 0.3% 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. De hecho, los valores actuales han retornado a sus niveles de 2024. La probabilidad de recesión en la Eurozona se redujo hasta 20%, mientras que la de EEUU se ubica en 30%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se mantiene en 24%.

### Evolución PMI compuesto en economías grandes

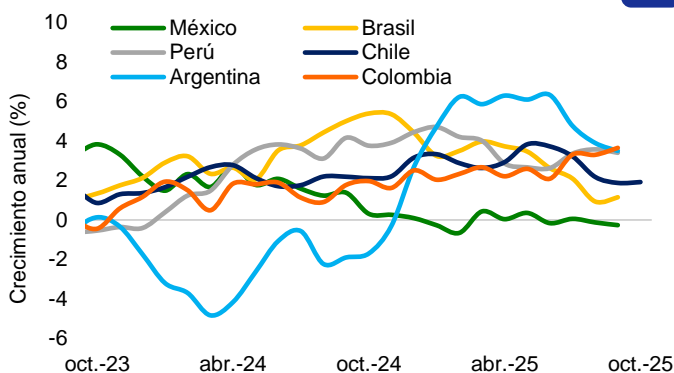
24



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

### Índices de actividad en economías de LATAM\*

25



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

\*Series suavizadas con un promedio móvil de 3 meses.

## Proyecciones Económicas

	2023	2024	2025(p)		2026(p)	
<b>Demanda agregada</b>						
PIB (%)	0.7	1.6	2.8	↑	3.2	↑
Consumo privado (%)	0.4	1.6	4.1	↓	4.5	↓
Gasto público (%)	1.6	0.7	6.8	↑	4.1	↑
Inversión fija (%)	-12.7	3.2	2.5	↑	7.3	↑
Demanda interna (%)	-2.5	2.0	4.6	↓	4.6	↑
Exportaciones (%)	3.1	2.5	1.1	↑	2.0	↑
Importaciones (%)	-9.9	4.4	10.4		8.0	
<b>Sectores actividad económica</b>						
Agropecuario (%)	1.7	8.0	3.5	↓	2.4	↓
Comercio (%)	-3.6	1.4	4.2	↓	3.9	↓
Construcción (%)	-3.1	1.9	-1.9	↑	3.1	↑
Financiero (%)	8.9	0.4	3.9	↑	4.9	↑
Industria (%)	-2.7	-2.1	2.4	↑	2.4	↑
Minería (%)	2.6	-5.0	-6.1	↑	0.4	↓
<b>Precios, tasas de interés y desempleo</b>						
Inflación (final del periodo %)	9.3	5.2	5.3	↓	5.1	↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	13.00	9.50	9.25		10.00	↑
DTF EA (promedio año %)	13.2	10.2	8.9	↓	9.7	↑
IBR overnight EA (promedio año %)	13.0	11.4	9.3		9.8	↑
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	10.4	11.7	12.8	↑	13.0	↑
Tasa de desempleo nacional (%)	10.2	10.2	8.9	↓	8.4	↓
<b>Sector externo</b>						
Tasa de cambio (promedio anual)	4326	4074	4055		3960	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	3950	4402	3820	↓	4000	↓
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-2.3	-1.6	-2.2		-2.8	↓
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	4.6	3.3	2.6	↓	2.4	↓
<b>Finanzas públicas</b>						
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.

---