



Un ciclo alcista de tasas es inminente

Enero 21 de 2026

Autores:

Natalia Ossa M.
P.S. - Macroeconomía
natalia.ossa@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Las cifras disponibles de 4T25 y de 1T26 sugieren continuidad en el buen desempeño de la actividad económica, aunque a ritmos de crecimiento inferiores a los registros de trimestres previos. El boom del consumo total está comenzando a mostrar algunas señales de estabilización, al tiempo que otros sectores como el agropecuario están mostrando crecimientos más bajos como resultado de una normalización del ciclo, luego de exhibir tasas de expansión muy altas en trimestres anteriores.

Los principales indicadores del mercado laboral continúan mostrando fortaleza en la demanda de trabajo, consistente con el actual ciclo expansivo de la economía. La tasa de desempleo nacional permanece en mínimos históricos y por debajo de sus valores estructurales. La generación de empleos se mantiene fuerte pero concentrada principalmente en empleo informal, situación que podría intensificarse en el corto plazo.

La inflación cerró 2025 en 5.1%, niveles similares a los de 2024 y por quinto año consecutivo por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo, en particular la medida sin alimentos ni regulados, se aceleró a máximos no vistos en más de un año, en buena medida reflejando presiones de demanda. Las expectativas de inflación se han desanclado significativamente de la meta, incorporando los riesgos inflacionarios asociados al ajuste del salario mínimo. En este entorno, BanRep dejó inalterada la tasa de política monetaria en 9.25%.

La demanda de créditos continúa ganando tracción, en línea con la fortaleza de la demanda interna y buenas condiciones para la oferta de créditos. Las tasas de interés activas y pasivas permanecieron relativamente estables en tendencia, coherente con la pausa de tasas de interés de BanRep. Algunas tasas de captación a mayores plazos han registrado incrementos que responden a unas expectativas de mayores tasas de interés de política en los próximos meses.

La información disponible de 4T25 en el frente externo sugiere un crecimiento de los socios comerciales de Colombia ligeramente superior al de 3T25. La inflación global descendió al cierre de 2025, pero persiste por encima de las metas de política monetaria. Las perspectivas económicas para 2026 han mejorado, en buena medida por menores tensiones comerciales y mayores estímulos fiscales. En EEUU, la Fed recortó su tasa de interés en diciembre, pero el espacio para más recortes en el futuro cercano luce estrecho.

Actividad económica

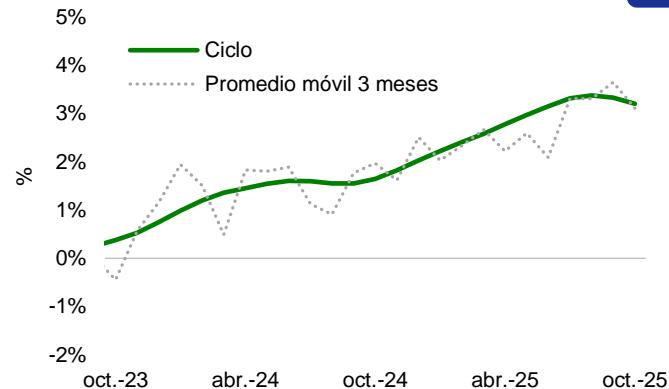
Las cifras disponibles de 4T25 sugieren continuidad en el buen desempeño de la actividad económica, aunque a ritmos de crecimiento levemente inferiores a los registros del trimestre anterior. El consumo total sigue apalancando este ciclo expansivo de la economía, tanto en su componente privado como en el público. La inversión fija también mostró 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](#)). La información preliminar de 1T26, aún escasa, sugiere crecimientos inferiores a lo observado durante la segunda mitad de 2025.

En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió en octubre de 2025 a tasas del 2.9%¹ en su serie original. En tendencia central, el crecimiento del ISE entre enero y octubre del año pasado fue de 2.8%, superior a los registros de 2024. En su componente cíclico, el ISE evidenció un crecimiento de 3.2% en el último mes, pero ha comenzado a dar algunas señales de estabilización (Gráfico 1).

El ISE de la cadena **primaria** se expandió 0.3% en octubre 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) la producción de café, cuyos crecimientos se han tornado negativos recientemente tras un año cafetero en 2025 que rompió récords; 2) otros cultivos agrícolas diferentes al café, los cuales han perdido algo de dinamismo debido a la temporada de lluvias; y 3) el buen desempeño 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, registró un crecimiento de 0.8% en octubre (Gráfico 2). Esto se explica principalmente por la dinámica del subsector industrial, cuyos crecimientos preliminares en 4T25 habrían bordeado cifras de 1.1%, favorecido por

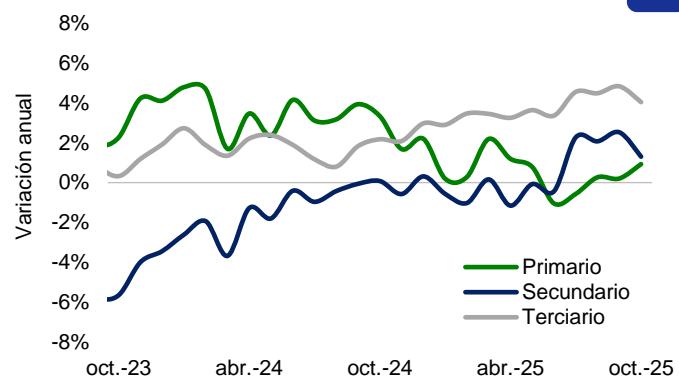
Tendencia central del ISE en últimos dos años



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

1

Evolución del ISE por cadenas de producción*



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Series suavizadas con un promedio móvil de 3 meses.

2

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.

la apreciación acumulada de la tasa de cambio y por otros determinantes asociados al comercio exterior que han incentivado 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 1.9% en octubre. La fabricación de vehículos y autopartes, textiles y calzado, así como la producción del subsector agroindustrial, jalónado por la trilla de café, se mantienen como los líderes de esta cadena. 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.

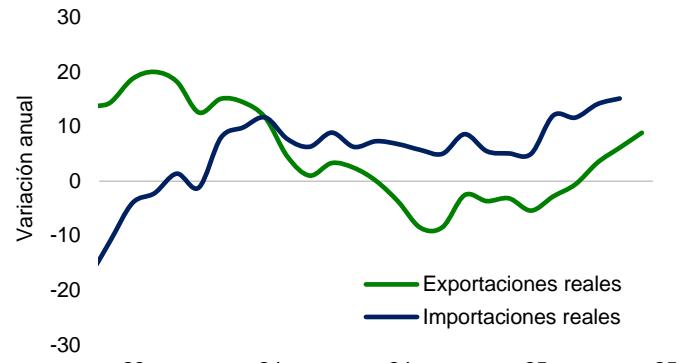
El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en bienes y servicios, registró un crecimiento de 3.9% en el último mes y mantiene dinámicas de crecimiento superiores a las del resto de cadenas productivas en la economía. El componente público del ISE terciario creció 7% y superó de nuevo el componente privado, el cual se expandió 2.1%.

Dentro de esta cadena se destaca el índice de ventas reales del comercio minorista, que en el último mes registró una sobresaliente expansión de 10%. Las ventas reales de bienes no durables crecieron 5.6%, las de bienes semidurables 4.4% y las ventas de bienes durables lo hicieron en 15.5%, 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), que mide el consumo en servicios de los hogares, registraron una reducción de 0.8% en sus ingresos reales en el último mes. No obstante, en el periodo enero-octubre de 2025 su dinámica de expansión siguió superando los registros de 2024, dando 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 2.7% en noviembre. Lo anterior se explicó principalmente por una reducción de 11.9% en las ventas externas tradicionales, lideradas nuevamente por caídas en las exportaciones de carbón y petróleo en 47.4% y 16.4%, respectivamente. Lo anterior fue parcialmente compensado por el aumento de 84.7% de las ventas externas de café, las cuales mantienen un

Variables de comercio internacional (PM3)

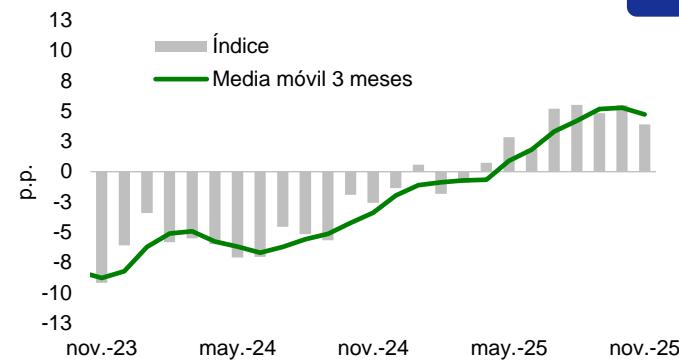
3



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.

desempeño sobresaliente gracias a las ventajas relativas que Colombia ha ganado frente a otros competidores de grano en el mercado de EEUU. Las exportaciones no tradicionales, que están concentradas principalmente en productos agroindustriales y del sector manufacturero, crecieron 7.8%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas totales, nuestros cálculos revelan un crecimiento real de 8.3% en noviembre, lo que de cara a 4T25 habría evidenciado mejoras importantes frente a los registros de 3T25 (Gráfico 3). Los volúmenes de bienes exportados en el último mes cayeron 22.1%.

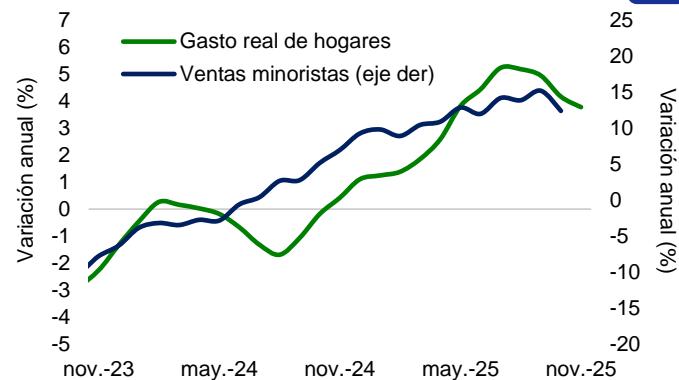
Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB registraron una expansión de 15.8% en octubre. Lo anterior ha sido consistente con el buen comportamiento de la demanda interna y la apreciación acumulada de la tasa de cambio durante 2025. Estos resultados de las compras externas se explicaron principalmente por las importaciones de bienes de consumo duradero y bienes intermedios para la industria, con crecimientos de 35.2% y 12.7%, respectivamente. En términos reales, las importaciones crecieron 18.8%.

La información de indicadores adelantados y a tiempo real de actividad en 1T26 sugiere crecimientos inferiores a los de 4T25. Parte de lo anterior se explica por unas señales de estabilización en el ciclo del consumo total, pero en particular por un menor dinamismo de algunos sectores como el agropecuario y el industrial, que habían registrado tasas de expansión altas en trimestres previos.

Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintas encuestas a hogares y empresas, ha comenzado a mostrar algunos deterioros frente a los registros de meses anteriores (Gráfico 4). Dada su naturaleza de índice adelantado, la lectura de este indicador sugiere que el buen dinamismo del gasto interno podría comenzar a estabilizarse en el corto plazo.

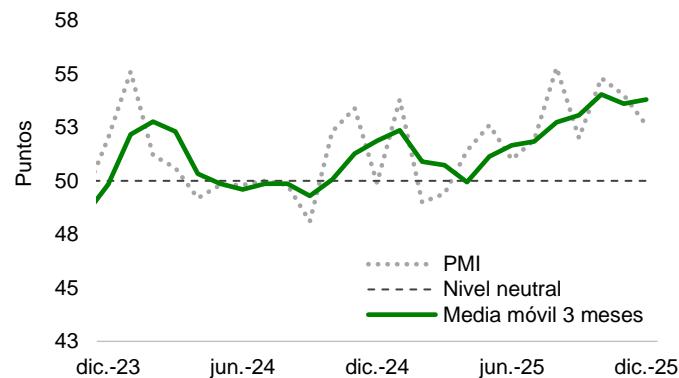
Esto ha sido consistente con las cifras de gasto de los consumidores. En efecto, el consumo real de los hogares, según cifras de RADDAR, habría crecido 3.4% en 4T25, inferior a los registros de 4.9% de 3T25 (Gráfico 5). Pese a lo anterior, sus crecimientos continúan siendo elevados y superiores a los de un año atrás.

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

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 diciembre, el promedio de este indicador en 4T25 se situó en 53.8 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 la inversión fija a tiempo real además del PMI, también sugiere un buen comportamiento de la actividad económica en 1T26. En efecto, su tendencia durante los últimos meses ha sido claramente alcista y apunta a mejoras de la inversión en el futuro cercano (Gráfico 7).

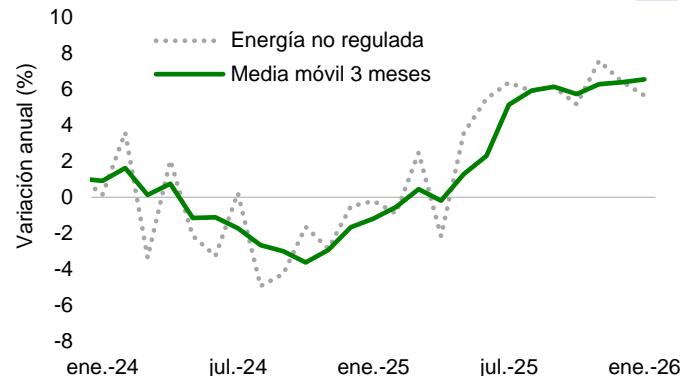
Con todo lo anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere crecimientos de la economía de 3.7% en noviembre, 2.9% en diciembre y 1.7% en enero (Gráfico 8). De esta forma, **nuestra proyección preliminar del crecimiento del PIB en 4T25 es de 3.1%**, inferior al 3.6% de 3T25.

Para el año completo de 2025, **revisamos levemente al alza nuestro pronóstico de crecimiento del PIB hasta 2.9%**, desde el anterior 2.8%. Esta revisión refuerza los argumentos detrás de la recuperación que tuvo la economía durante todo el año anterior. Creemos que esta tendencia podría mantenerse en el corto plazo y **el PIB registraría una expansión de 3.2% en 2026**, nuevamente apoyado por una demanda interna fuerte y una recuperación de las exportaciones.

A nivel sectorial, los servicios de entretenimiento y el comercio minorista se mantendrán como los motores del crecimiento económico. Por su parte, el impulso del sector público necesariamente se ralentizará dado el ciclo político, a lo que se suma una recuperación de la industria y la construcción todavía lenta. Es previsible que para sectores con un nivel alto de informalidad, así como para empresas con una alta concentración de la nómina en contratos remunerados al salario mínimo, el reciente ajuste decretado por el Gobierno genere algunos traumatismos. En todo caso, advertimos que los grados de incertidumbre alrededor de esta perspectiva son significativamente elevados.

Demanda total de energía no regulada

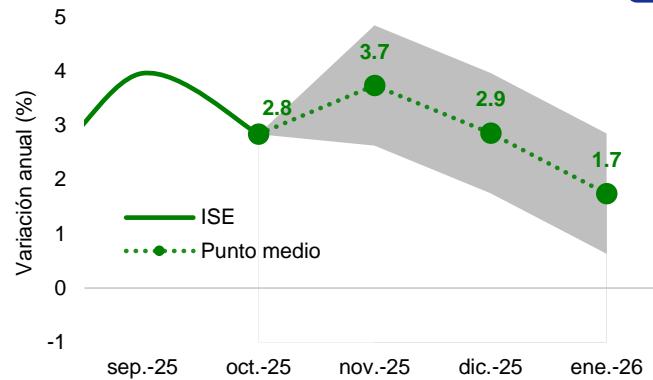
7



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 mínimos históricos e inferiores a sus valores estructurales. La generación de empleos se mantiene fuerte, pero concentrada principalmente en empleo informal que podría intensificarse en el corto plazo dado el fuerte aumento del salario mínimo para 2026.

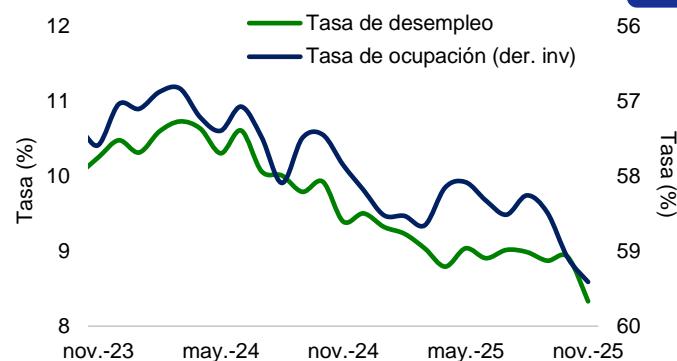
En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional descendió en noviembre hasta 8.3% (Gráfico 9), alcanzando un nuevo mínimo histórico y por debajo de sus niveles estructurales o no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales estimamos alrededor de 9.5%. Esto sugiere que la brecha de empleo en la economía continúa siendo positiva y sigue aportando presiones inflacionarias de demanda.

Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo se mantuvo en 8.7% y 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 59.4%, máximos desde finales de 2018. Asimismo, la tasa global de participación se mantuvo prácticamente estable en 64.8%, superando su promedio año corrido de 64.3%. La tasa de inactividad se ubicó en 54.3% y se encuentra por debajo del promedio de 55.5% de los primeros 11 meses del 2025.

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 3.5% en el trimestre móvil terminado en noviembre, su mayor expansión en los últimos dos años, impulsado por un crecimiento notable de 7.9% en el acervo de ocupados del sector primario. El crecimiento en la ocupación del sector terciario fue de 3.4%, mientras que el de la cadena secundaria lo hizo a una tasa de 3%.

Principales indicadores del mercado laboral*

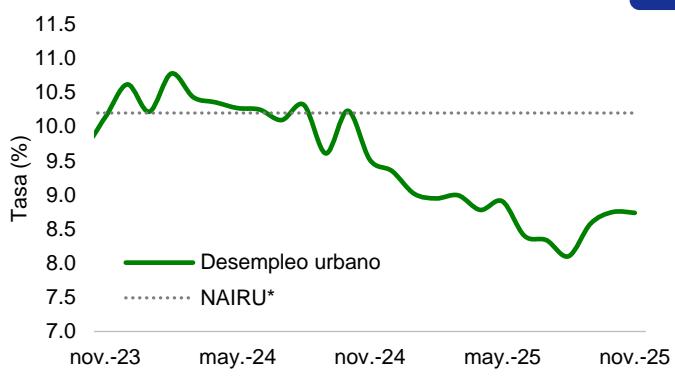


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 generaron empleo se destacan la agricultura, alojamiento y servicios de comida, y construcción, con aumentos anuales con corte a noviembre de 312, 247 y 184 mil ocupados, respectivamente. Por su parte, los sectores de industria manufacturera y actividades profesionales registraron reducciones de 102 y 49 mil ocupados durante el mismo periodo, en ese mismo orden (Gráfico 11).

En este entorno, la creación de empleos asalariados siguió recuperándose, mientras que la creación de empleos informales continuó ganando participación. En efecto, los empleos asalariados crecieron 4.3% en términos anuales y superaron la demanda de empleo no asalariado, que lo hizo a una tasa de 4.1%. Por su parte, con cifras a corte de noviembre, el empleo formal y el informal crecieron sendos 3.8%, pero en tendencia la creación de empleo informal se viene acelerando. De hecho, excluyendo el sector público, aproximadamente el 71% del empleo generado en el último año ha estado concentrado en sectores con una elevada tasa de informalidad (Gráfico 12).

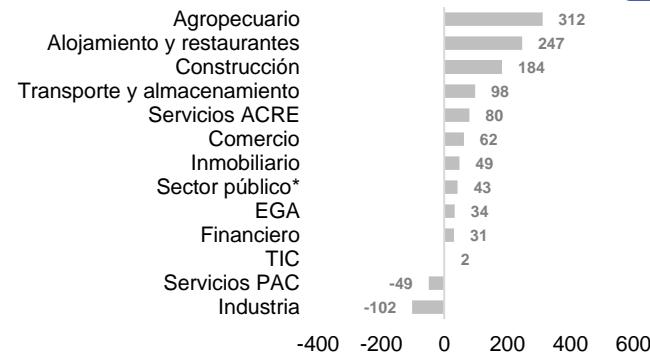
La recuperación en la demanda de trabajo, sumado a los fuertes ajustes del salario mínimo en los últimos años, se han reflejado en una lenta desaceleración de los salarios nominales (Gráfico 13). Al corte de octubre, la inflación salarial se ubicó en 8.4%, lo que equivale a un incremento del salario real de 2.9 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 31 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](#)).

Dado el reciente el aumento del salario mínimo para 2026 de 23.7% (incluyendo subsidio de transporte), esperamos una fuerte presión alcista en los costos laborales para muchos sectores de la economía, que seguramente serán cubiertos con aumentos en los precios unitarios de venta. También advertimos un incremento en la tasa de informalidad, si bien en el agregado los efectos sobre el empleo (y especialmente en el desempleo) están sujetos a una elevada incertidumbre.

Por todo lo anterior, **estimamos una tasa de desempleo nacional promedio-año de 8.4% para 2026**, inferior al promedio de 8.9% de todo 2025.

Generación anual de empleos por sector

11

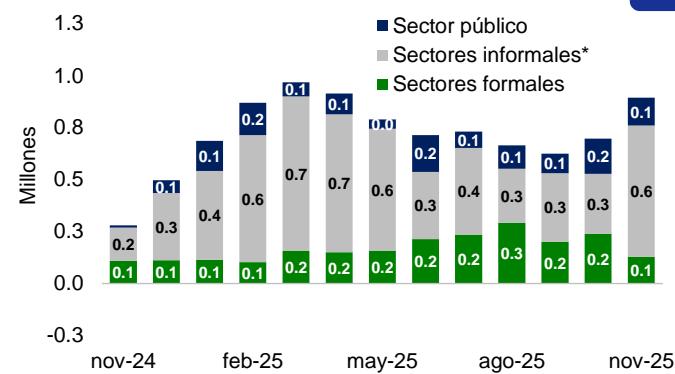


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Empleo sectorial clasificado por formal e informal

12

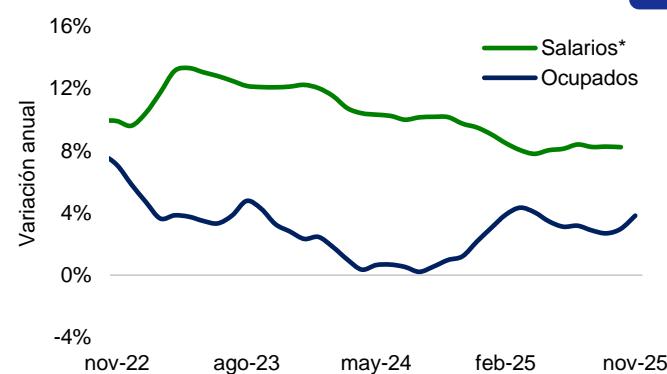


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 0.27% en diciembre, por debajo de nuestra estimación y de la del consenso de analistas. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación también fue inferior al promedio histórico de 0.41% para el mismo mes y a la variación mensual de 0.46% registrada en el último mes de 2024 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de -0.11%. La subcanasta del IPC de alimentos perecederos cayó por tercer mes consecutivo, esta vez con una variación mensual de -0.68%, algo que sigue ligado a un holgado abastecimiento de alimentos a nivel nacional. El IPC de alimentos procesados, por su parte, tuvo un incremento mensual de 0.06% y continúa contenido gracias a la apreciación de la tasa de cambio.

El IPC de bienes y servicios regulados registró una variación mensual de -0.17% y fue el componente que más explicó la sorpresa bajista del mes. Las subcanastas que más contribuyeron a este resultado fueron las tarifas de energía eléctrica (-0.79%) y las del gas (-1.78%), esta última también favorecida por el reciente comportamiento del tipo de cambio. Lo anterior fue parcialmente compensado por un incremento mensual de 0.48% del IPC de combustibles, afectado por el incremento de COP 100 decretado para los precios del diésel.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.14%, inferior al promedio de los últimos meses. A pesar de que la apreciación acumulada de la tasa de cambio sustenta este resultado, el elevado gasto de los hogares mantiene presiones alcistas sobre estos precios. Allí se destacan los incrementos mensuales del IPC de bebidas alcohólicas (0.34%) y del de aseo y cuidado personal (0.33%), compensadas por la caída de los precios de muebles y electrodomésticos (-0.23%) y la estabilidad en los precios de vehículos y motos (0.01%).

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes de 2025 fue 0.65% y se constituyó en el componente que más afectación al alza tuvo sobre el IPC. Dentro de los rubros que más contribuyeron en esta canasta a la inflación total se destacan el aumento de

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

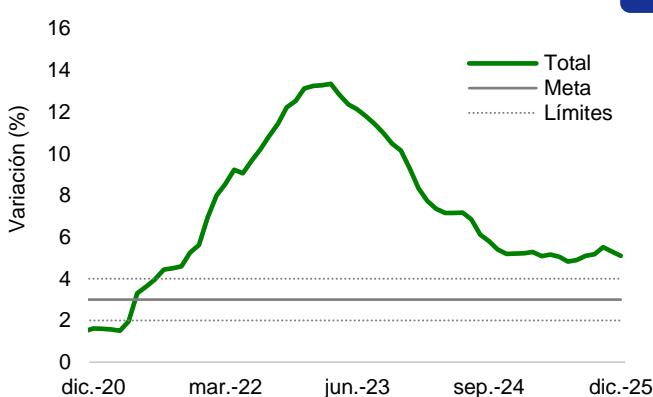
		A	R	B	S	Total
Mensual	dic.-25	-0.11	-0.17	0.14	0.65	0.27
	dic.-24	0.53	0.72	0.11	0.45	0.46
Anual	dic.-25	5.07	5.40	2.61	5.93	5.10
	nov.-25	5.74	6.34	2.58	5.72	5.30
Cont.	dic.-25	0.76	0.93	0.49	2.90	5.10
	nov.-25	0.86	1.10	0.48	2.79	5.30
A/C	dic.-25	5.07	5.40	2.61	5.93	5.10
	dic.-24	3.31	7.31	0.62	6.97	5.20
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.

3.08% del IPC de entretenimiento y alojamiento, seguido por la variación de 1.24% del IPC de restaurantes y bares y de 0.35% del IPC de arrendamientos. El IPC de las tarifas de pasajes aéreos aumentó apenas 0.71%, a pesar del efecto estacional de la temporada de fin de año y contenido por la debilidad del USD en el mercado local.

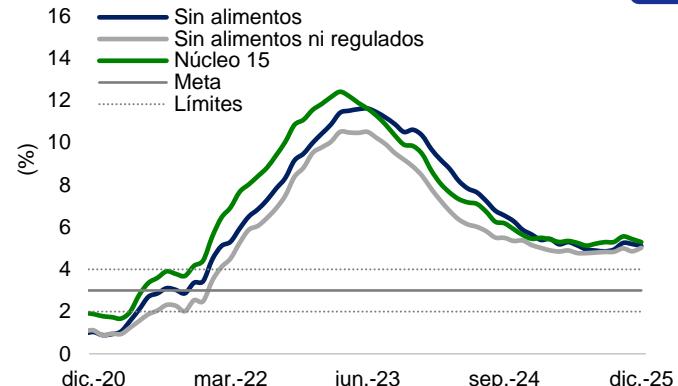
De esta forma, la inflación anual se desaceleró en diciembre y cerró 2025 en 5.1%, levemente inferior al 5.2% del cierre de 2024 (Gráfico 14). La inflación del IPC de servicios es ahora la más elevada de todas las canastas por clasificación BanRep, viajando a ritmos anuales del orden de 5.93%. A este componente le siguen el IPC de regulados, cuya inflación se sitúa en 5.4%, y el IPC de alimentos con una inflación anual de 5.07%. La inflación del IPC de bienes se mantiene como la más baja dentro de estas canastas con ritmos de 2.61%, aunque su tendencia en lo corrido de 2025 fue claramente alcista en línea con la fortaleza del consumo de los hogares.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se desaceleró muy levemente hasta 5.14% y persiste por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 descendió hasta 5.29%, mientras que la inflación sin alimentos se redujo hasta 5.11%. En contraste con lo anterior, la inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, se aceleró hasta 5.02% y alcanzó máximos no vistos desde diciembre de 2024 (Gráfico 15).

Las expectativas de inflación se dispararon en enero hasta máximos no vistos desde finales de 2023, afectadas en su totalidad por el reciente ajuste del salario mínimo para 2026. De acuerdo con las encuestas hechas a los, las expectativas a horizontes de 1, 2 y 5 años se incrementaron hasta 5.94%, 4.6% y 3.37%, respectivamente. Asimismo, las expectativas de cierre de 2026 y 2027 subieron hasta 6.34% y 4.94%, en ese mismo orden. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES también se incrementó y en enero alcanzan niveles del orden de 6.36% (Gráfico 16).

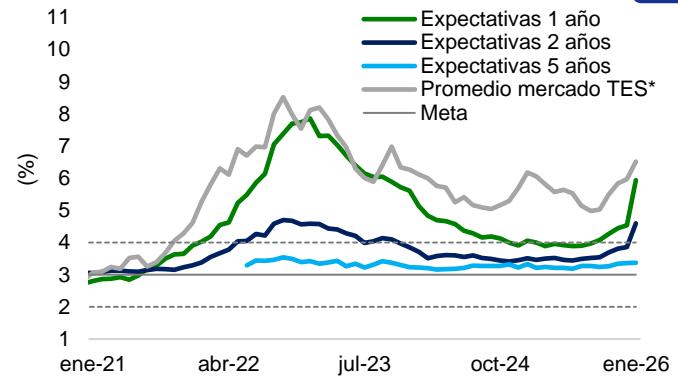
Para el primer mes de este año pronosticamos una variación mensual de 1.11% en el IPC, con lo cual la inflación se aceleraría hasta 5.28%. Los riesgos alcistas sobre los precios al consumidor se han intensificado significativamente tras los recientes anuncios del ajuste

Principales medidas de inflación núcleo



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Expectativas de inflación analistas vs mercado



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en las curvas de TES cero cupón.

del salario mínimo, algo que como ya explicamos se está transmitiendo rápidamente sobre las expectativas de inflación. A esto se le debe sumar el efecto inercial de una inflación pasada persistentemente por encima de 5% y los efectos al alza estructurales en los precios derivados de una robusta demanda.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, **revisamos fuertemente al alza nuestro pronóstico de inflación al cierre de 2026 hasta 6.3%**, desde el 5.1% que estimábamos previamente. Esta proyección contiene un sesgo alcista de 0.5 – 0.7 p.p., así como unos elevados grados de incertidumbre.

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 octavo mes consecutivo durante su reunión de diciembre (Gráfico 17). Al igual que en la reunión de octubre, 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.

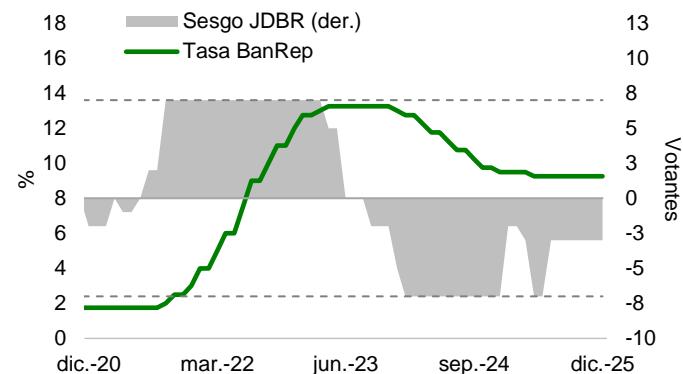
Para el grupo mayoritario de la JDBR, dado el estado actual de la actividad económica y de la inflación, así como unos crecientes riesgos de desequilibrios macroeconómicos, se requiere de unos niveles más altos de tasas de interés en el futuro cercano para que la inflación converja a la meta en 2027. Dos de estos codirectores de hecho votaron por aumentar la tasa de interés de referencia, pero ante el empate en la votación de todos los miembros de la JDBR, conciliaron en favor de una estabilidad de tasas.

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 (postura monetaria muy contractiva), lo que pone en riesgo la consolidación de los recientes resultados en materia de crecimiento del PIB y de empleo. Uno de ellos cuestionó la tasa de referencia como único instrumento de política monetaria para controlar la inflación y en su interpretación advierte que debe reconocerse con claridad de dónde proviene la actual persistencia de la inflación antes de subir la tasa de interés.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política se redujo en diciembre hasta 4.57%, mínimos

Tasa de referencia vs distribución JDBR

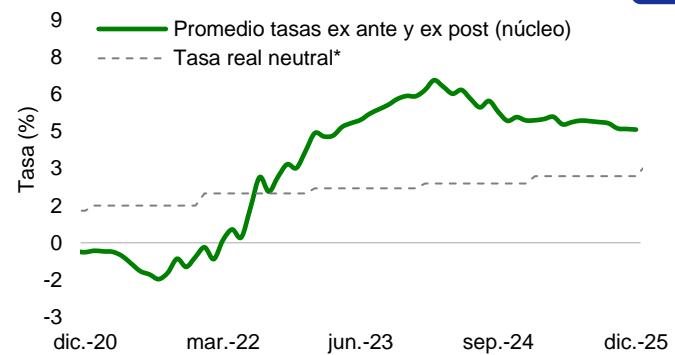
17



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasa real de política monetaria del BanRep

18



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Tasa de política neutral estimada por el equipo técnico de BanRep.

no vistos desde 1T23 (Gráfico 18). A pesar de este descenso, que indica una postura menos restrictiva de política monetaria, la tasa de interés real persiste por encima del nivel neutral (no inflacionario) estimado por el equipo técnico de BanRep del orden de 3%.

Dado el sesgo alcista que claramente se ha impuesto al interior de la JDBR, ahora esperamos que **BanRep inicie su ciclo alcista de tasas de interés en su reunión de enero con un incremento de 25 pbs, llevándola hasta 9.5%**. Es altamente previsible que esta senda de aumentos en las tasas de interés se prolongue durante buena parte de 2026, dados los actuales riesgos alcistas sobre la inflación. Otros riesgos al alza sobre los precios este año se derivan de la postura decididamente expansiva de la política fiscal.

En nuestro nuevo escenario base, **anticipamos que la tasa de interés de BanRep cerraría 2026 en 11.25%**, lo que de materializarse representa un aumento de 200 pbs frente al nivel terminal de tasas de interés de 2025. Aun así, desde una óptica netamente técnica, si la inflación termina este año en los niveles que pronosticamos (6.3%) es altamente probable que el pico de este ciclo alcista no se alcance en 2026 sino en 2027.

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) viene creciendo en enero por séptimo mes consecutivo y se expande 2.3%, su mayor ritmo de crecimiento de los últimos tres años (Gráfico 19). 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 recuperación del consumo.

Por modalidades, las carteras de microcrédito y vivienda exhiben los mayores crecimientos con ritmos reales de 9.4% 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.

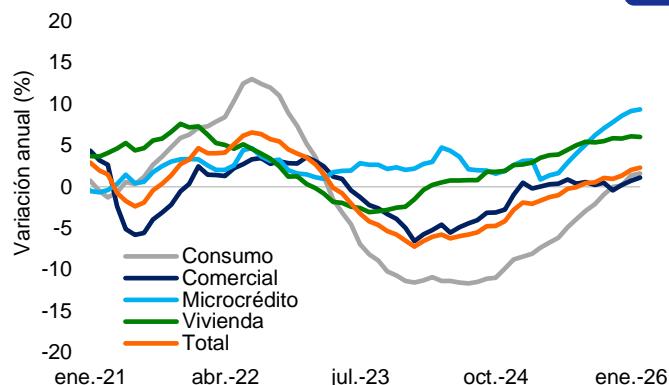
La cartera comercial se ha estabilizado y en enero registra una expansión real de 1.1%. Por su parte, la cartera de consumo registró un crecimiento real de 1.6%, alcanzando su mejor resultado desde enero de 2023 y en tendencia sigue mostrando progresos importantes. Lo anterior continúa siendo consistente 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 20). Con la información disponible con corte a noviembre, la dinámica del saldo de la cartera vencida del sistema se contrajo por catorceavo mes consecutivo a una tasa de 15.1%, su mayor reducción en los últimos diez años.

Por primera vez en cuatro años, las cuatro modalidades de crédito reflejan reducciones en su saldo de cartera vencida. Actualmente, la cartera vencida de vivienda,

19

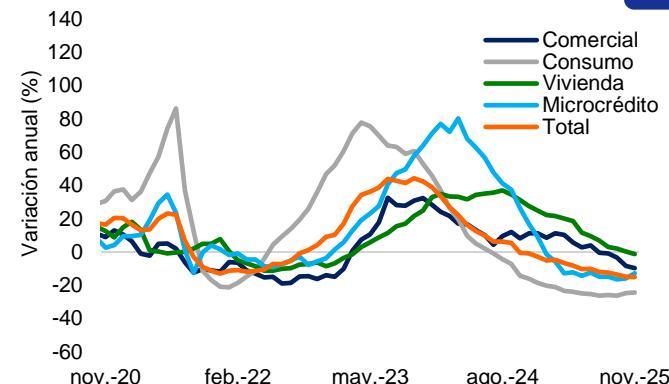
Crecimiento real de la cartera por modalidad



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

20

Evolución de la cartera vencida por modalidad



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

que era la única que registraba crecimientos positivos previamente, cayó 1.2% en noviembre. La cartera vencida del crédito comercial cayó por quinto mes consecutivo y se redujo 9.7%. Asimismo, la de microcrédito se contrajo 12.8% y la de consumo completó diecisiete meses consecutivos de contracción, en el último mes con una caída de 24.2%.

En línea con lo anterior, el Indicador de Cartera Vencida (ICV) del sistema se mantuvo en 4%, su menor nivel desde enero 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 (Grafico 21).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total cayó 3.8% en noviembre, 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 4T25 hasta niveles del orden de 1.4%, aunque todavía se sitúa por debajo de su promedio histórico dados los altos costos de fondeo.

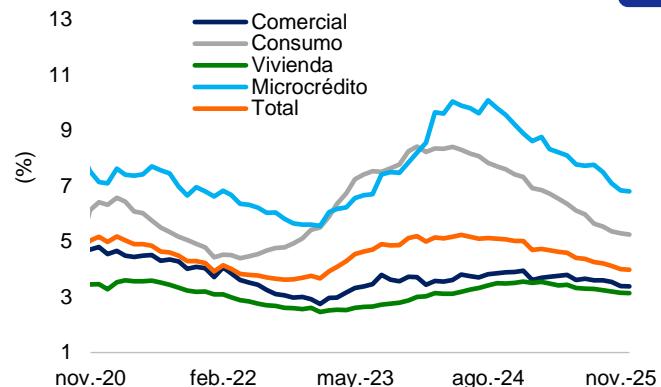
Por el lado de los agregados monetarios, los de menor liquidez, como el M2 y el M3, siguen creciendo a ritmos inferiores en comparación con los de alta rotación como el M1 (Gráfico 22), aunque la brecha entre ellos prácticamente se ha cerrado. De esta manera, la base monetaria registra una expansión de 11.4%, donde sobresale el crecimiento de 14.4% del efectivo.

En este entorno, las tasas de interés activas y pasivas se mantuvieron prácticamente estables en 4T25, en línea con la pausa de tipos de interés de BanRep (Gráfico 23). En promedio, las tasas de colocación se ubicaron en 14%, mientras que el promedio de las tasas de captación bordeó el 7.9%. Algunas tasas de captación a mayores plazos han venido aumentando, incorporando mayores tasas de política.

La recuperación de la cartera real continuaría durante todo 2026, favorecida por la buena dinámica de la demanda agregada. El principal riesgo sobre el pronóstico resulta de la posibilidad de mayores tasas de interés de BanRep. **Estimamos un crecimiento real de la cartera de créditos para todo 2026 de 1.2%.**

Evolución calidad de la cartera por modalidad

21



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

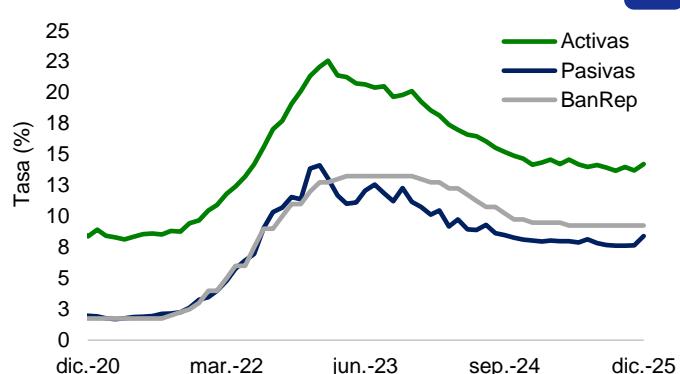
22



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 que se tenían para todo el año 2025. 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). El entorno económico global continúa siendo volátil y la incertidumbre se mantiene alta, aunque se ha moderado significativamente frente a lo que se preveía inicialmente.

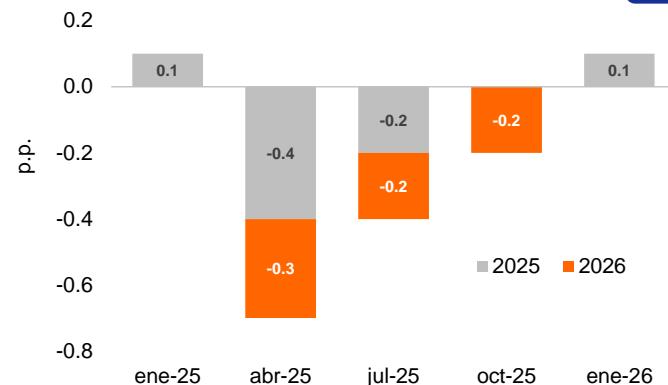
El Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó su informe de enero de actualización de perspectivas mundiales, dando cuenta justamente de estas mejoras en las proyecciones para el actual bienio 2025-2026. En efecto, relativo a los pronósticos de finales de 2024 (previo a la guerra de aranceles liderada por EEUU), las perspectivas económicas se han recuperado prácticamente a los crecimientos previstos en ese entonces (Gráfico 24).

Lo anterior obedece principalmente al relajamiento de dichas tensiones comerciales. Sin embargo, también responde a: 1) fuertes estímulos fiscales, en particular de economías avanzadas; 2) condiciones financieras acomodaticias; 3) rápida capacidad de respuesta y adaptación del sector privado al proteccionismo; y 4) aumentos récord de la inversión en tecnologías de la información e inteligencia artificial.

Los nuevos números del FMI apuntan ahora a un crecimiento de 3.3% del PIB mundial para este año, 0.2 p.p. por encima del último reporte de perspectivas de octubre de 2025. Tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes, hubo revisiones al alza en los pronósticos del PIB. Sobresale en particular la previsión para EEUU y China, donde ahora se estiman crecimientos de 2.4% y 5% en 2026, respectivamente. En ambos casos, este ajuste representa sendos 0.3 p.p. al alza frente al pronóstico anterior. El contraste de estas nuevas perspectivas es LATAM, donde ahora se prevé un crecimiento del PIB de 2.2% en 2026, inferior al 2.4% estimado en todo 2025.

Revisión de pronósticos del FMI relativo a oct-24

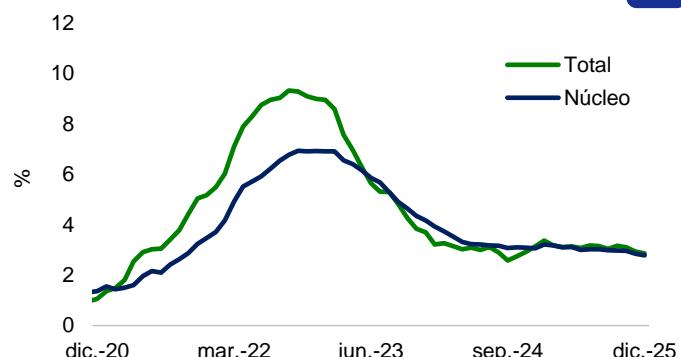
24



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI) - WEO de Enero de 2026.

Dinámicas de la inflación total y núcleo mundial*

25



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.

Bajo este contexto, la inflación mundial se desaceleró a niveles ligeramente inferiores al 3%, pero permanece por encima de los registros pre-pandemia que bordeaban el 2% (Gráfico 25). En consecuencia, la velocidad en los descensos de tasas de política monetaria de los BC sigue siendo lenta y muy cautelosa (Gráfico 26). En algunos casos como en Japón, por el contrario, las tasas de referencia siguen aumentando en un contexto de alta inflación y fuertes presiones fiscales.

En EEUU, la Fed recortó sus tasas de interés referencia en diciembre, pero es altamente probable que realice una pausa en este ciclo antes de retomar los descensos, tal como lo habíamos analizado en un informe reciente (ver “Una golondrina no hace verano” en [IMCE – Diciembre de 2025](#)). Las cifras de actividad en ese país, especialmente en materia de inflación y empleo, sustentan esta perspectiva.

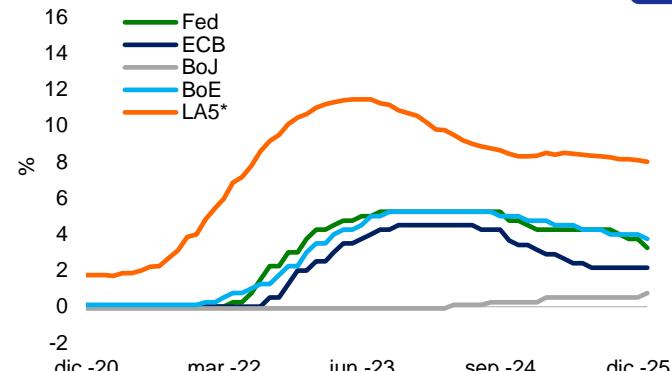
En cuanto a las cifras recientes de actividad económica, los últimos datos del PMI compuesto de grandes economías, en el balance, mostraron un mejor comportamiento en 4T25 frente a los registros de 3T25 (Gráfico 27). El ritmo de expansión de la actividad económica en EEUU sigue superando el de otras grandes economías del mundo, algo que también refuerza una desconexión importante entre los datos reales de actividad y la percepción del mercado que ha venido afectando el USD en el mundo (ver “Descanso sin intervención” en [IMC – Diciembre de 2025](#)).

Por su parte, el crecimiento del PIB de las economías de LATAM, según nuestras estimaciones a partir de datos de alta frecuencia, habría sido de 1.6% en 4T25, similar a la expansión registrada en 3T25 (Gráfico 28). El crecimiento promedio de estos socios comerciales del país en 2025 habría sido también similar a los registros de 2024 e inferior a las previsiones de meses atrás, siendo esta una de las razones por las cuales el FMI recientemente redujo sus proyecciones de crecimiento en la región para 2026.

Las economías de Colombia, Argentina y Perú siguen liderando el crecimiento de la región, con expansiones del orden de 4%, 3.5% y 3.2%, respectivamente. A estas les siguen las economías de Chile y Brasil, donde el PIB creció 1.9% y 1.4%, respectivamente. El PIB de México habría levantado cabeza al cierre del año pasado y su crecimiento en 4T25 habría sido de 1.2%, luego de dos trimestres consecutivos de contracciones.

Tasas de interés de política monetaria

26

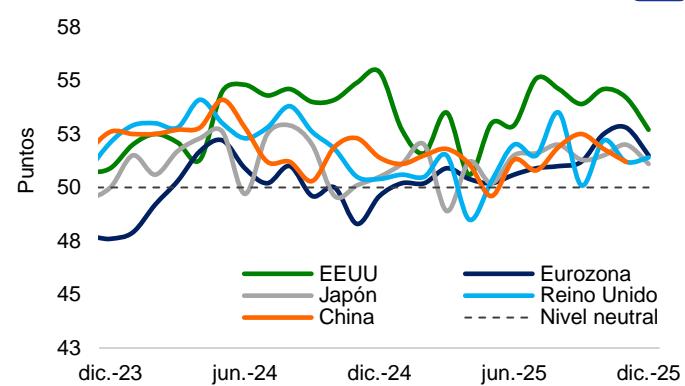


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Evolución PMI compuesto en economías grandes

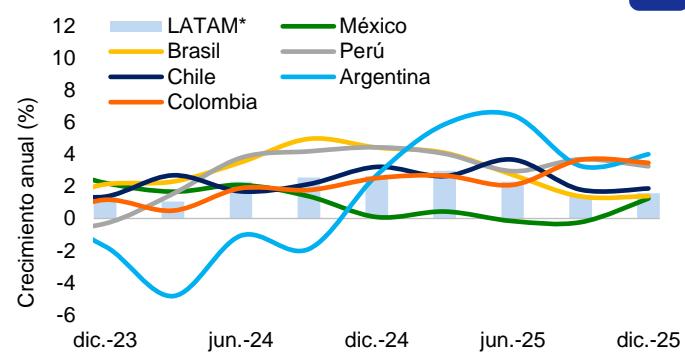
27



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Índices de actividad en economías de LATAM

28



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Series mensuales transformadas a frecuencia trimestral usando un PM3.

*Promedio ponderado por participación del PIB nominal en LATAM.

En este entorno, según la más reciente encuesta de Bloomberg a analistas económicos de diciembre, la probabilidad de una recesión durante los próximos 12 meses descendió a su nivel más bajo en varios años. Para las economías avanzadas, los valores actuales de 22.9% son los más bajos desde febrero de 2022, donde la probabilidad de recesión en la Eurozona se redujo hasta 20% y la de EEUU hasta 24%. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión en los próximos 12 meses se redujo hasta 22.5%, sus valores más bajos desde mediados de 2024.

Proyecciones Económicas

	2024	2025(p)	2026(p)	2027(p)
Demanda agregada				
PIB (%)	1.6	2.9	↑ 3.2	2.2
Consumo privado (%)	1.6	4.1	4.5	3.3
Gasto público (%)	0.7	6.9	↑ 3.9	↓ 1.3
Inversión fija (%)	3.2	2.5	6.6	↓ 2.2
Demanda interna (%)	2.0	4.6	4.5	↓ 2.8
Exportaciones (%)	2.5	1.2	↑ 3.0	↑ 2.4
Importaciones (%)	4.4	10.4	7.8	↓ 4.8
Agropecuario (%)	8.0	3.3	↓ 1.6	↓ 2.4
Comercio (%)	1.4	4.2	3.9	3.2
Construcción (%)	1.9	-1.9	2.8	↓ 1.0
Financiero (%)	0.4	3.9	4.8	↓ 2.8
Industria (%)	-2.1	2.4	2.2	↓ 0.9
Minería (%)	-5.0	-6.1	0.2	↓ -0.9
Inflación (final del periodo %)	5.2	5.1	6.3	↑ 5.5
Tasa BanRep (final del periodo %)	9.50	9.25	11.25	↑ 10.50
DTF EA (promedio año %)	10.2	9.0	10.1	↑ 11.3
IBR overnight EA (promedio año %)	11.4	9.3	10.2	↑ 11.2
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	11.7	12.8	14.2	↓ 12.6
Tasa de desempleo nacional (%)	10.2	8.9	8.4	8.9
Tasa de cambio (promedio anual)	4074	4054	3965	↑ 4120
Tasa de cambio (final del periodo)	4402	3707	4030	↑ 4200
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-1.6	-2.1	↑ -2.7	↑ -3.1
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.3	2.6	2.2	↓ 2.3
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-6.7	-6.2	↑ -6.2	-4.9
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	59.3	57.3	↓ 63.0	63.8

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.
