



Coyuntura económica Macroeconomía

Se acabó la fiesta

Julio 10 de 2026

Autores:

Natalia Ossa M.

P.S. - Macroeconomía

natalia.ossa@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas
Tesorería

Las cifras de 2T26 sugieren un mejor desempeño de la actividad en comparación a 1T26, en medio de una fortaleza del consumo total tanto en su componente público como privado. La inversión fija también ha mostrado señales de mejora, favorecida por la apreciación del tipo de cambio. Las exportaciones continuaron expandiéndose y aportando positivamente a la demanda agregada. Por el lado de la oferta, las actividades del sector secundario y terciario han sido las de mejor comportamiento. Los datos preliminares de 3T26 sugieren ritmos de expansión muy inferiores a los de 2T26, en línea con un fin del impulso del consumo total.

Los principales indicadores laborales siguen evidenciando mejoras importantes, coherentes con unas condiciones del mercado laboral cada vez más apretadas. La tasa de desempleo se redujo a un mínimo histórico y la tasa de ocupación alcanzó máximos desde 2017. En este entorno, la presión sobre la dinámica de los salarios reales se mantiene elevada y sigue generando progresos de corto plazo en el ingreso disponible de los hogares.

La inflación total se aceleró en junio hasta máximos no vistos desde 2024, al igual que las distintas medidas de inflación núcleo. La inflación del IPC de servicios se mantiene como la más elevada dentro de las canastas por clasificación BanRep, seguida de la inflación del IPC de alimentos. Las expectativas de inflación siguen muy desancladas de la meta en los distintos horizontes de política monetaria, pero han descendido en los últimos meses. En este entorno, BanRep sorprendió con un aumento de 75 pbs en su tasa de intervención, llevándola hasta 12%.

La dinámica de la cartera de créditos continúa perdiendo tracción. En línea con lo anterior, las tendencias de los principales indicadores de riesgo de impago y de deterioro de cartera siguen ajustándose, pero el balance no muestra señales de alarma. En un entorno de mayores tasas de interés y desaceleración económica, es de esperar que el impulso de años previos en la demanda de créditos se siga agotando.

La información disponible de crecimiento e inflación de 2T26 en el frente externo, sugiere un balance negativo para los socios comerciales de Colombia. La actividad económica de nuestros socios se ha desacelerado, al tiempo que las tasas de interés de política monetaria siguen aumentando como consecuencia de la mayor inflación global. El actual choque de precios altos de los energéticos sigue mejorando las perspectivas de ingreso nacional de LATAM para 2027.

Actividad económica

Las cifras preliminares de 2T26 sugieren un mejor desempeño de la actividad en comparación a 1T26, en medio de una dinámica muy fuerte del consumo total (público y privado) que sigue apalancando casi en su totalidad el buen momento de la demanda interna (ver “Llegó el mundial” en [IMCE – Junio de 2026](#)). La inversión fija también sigue mostrando señales de mejora, principalmente en su componente de maquinaria y equipo que se ha visto altamente favorecido por la apreciación acumulada del tipo de cambio (ver “Impulsos de corto aliento” en [CE – Diciembre 3 de 2025](#)). Las exportaciones continuaron expandiéndose, aunque a un ritmo inferior al de 1T26.

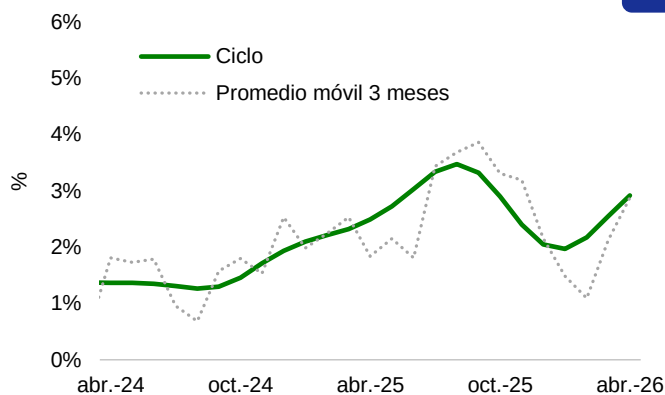
Por el lado de la oferta, las cadenas de producción que siguen sustentando el crecimiento son las del sector terciario, altamente dependientes al ciclo del consumo total. El sector secundario también muestra síntomas de recuperación, empujado por un mayor consumo final y mejoras de la inversión fija. La muy escasa información de 3T26 sugiere ritmos de expansión de la economía inferiores a los buenos registros de 2T26.

En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió en abril 3.3%¹ en su serie original, evidenciando un crecimiento preliminar de 2T26 muy alto y no visto desde 3T25. En tendencia central, tanto el componente cíclico del ISE como el promedio de los últimos 3 meses registró un crecimiento de 2.9%, su mayor expansión desde octubre de 2025 (Gráfico 1).

El ISE de la cadena **primaria** se sigue deteriorando y en abril cayó 2.4%. Las actividades del sector minero-energético (petróleo y carbón) siguen rezagadas, pero vienen mostrando algunas leves señales de recuperación. En el sector agropecuario, particularmente en el componente de cultivos agrícolas, la contracción de producción cafetera este año se ha compensado parcialmente por aumentos en la producción de otros cultivos agrícolas, principalmente cultivos de ciclo corto. Las cifras de mayo en la producción de café están dando algunas señales de recuperación, sobrepasando por primera vez este año el millón de sacos mensuales. Por

Tendencia central del ISE en últimos dos años

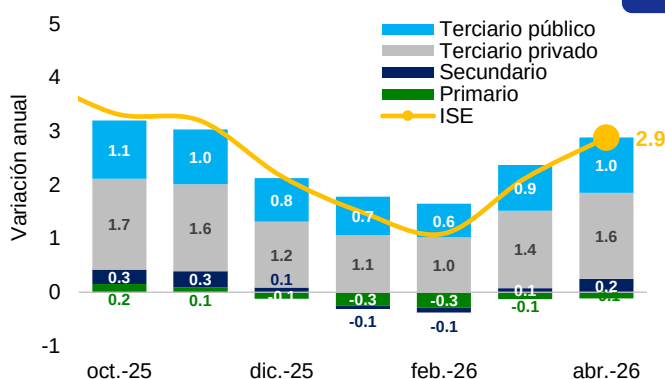
1



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Contribuciones individuales del ISE por cadenas*

2



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Series suavizadas con un PM3. Se toman participaciones del VA en 4T25.

¹ 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.

su parte, el sector de ganadería mantiene crecimientos elevados y sigue aportando positivamente a esta rama de actividad, principalmente el subsector porcícola.

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 1.8%. Con esto, el promedio preliminar de 2T26 muestra un crecimiento de 2.4%, el más alto desde finales de 2025. Dentro de esta rama de actividad, la producción del subsector industrial-manufacturero creció 3% en abril, su mayor expansión desde septiembre de 2025 y coherente con los beneficios que genera en subsectores industriales importadores netos la apreciación del tipo de cambio. El sector de la construcción sigue siendo el más rezagado, con afectaciones significativas en el segmento de edificaciones que están siendo compensadas parcialmente por una mejor dinámica de las 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 4.6%, manteniendo crecimientos no sólo superiores frente al resto de cadenas productivas, sino también relativo a sus propias expansiones desde mediados de 2025. Su componente público se aceleró fuertemente y creció 8%, de nuevo superando el crecimiento de 2.6% del componente privado, consistente con el fuerte gasto primario que mantiene el Gobierno.

Dentro del componente privado de esta cadena se destaca el índice de ventas reales del comercio minorista, el cual se expandió 14.9% en abril y alcanzó su mayor registro desde julio del año pasado. Las ventas reales de bienes durables continúan explicando la mayor parte de este comportamiento, apoyadas por la apreciación de la tasa de cambio, mejoras del ingreso disponible de los hogares y el impulso que se suele generar en años del mundial de fútbol. Las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS), que mide el consumo en servicios de los hogares, mostró un crecimiento de 4.8% en los ingresos reales del sector, siendo también el más alto desde mediados de 2025.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB crecieron 19.2% en mayo, favorecidas tanto por las exportaciones tradicionales como por las no tradicionales. Las ventas externas tradicionales crecieron 15.2%, en particular las ventas

Variables de comercio internacional (PM3)

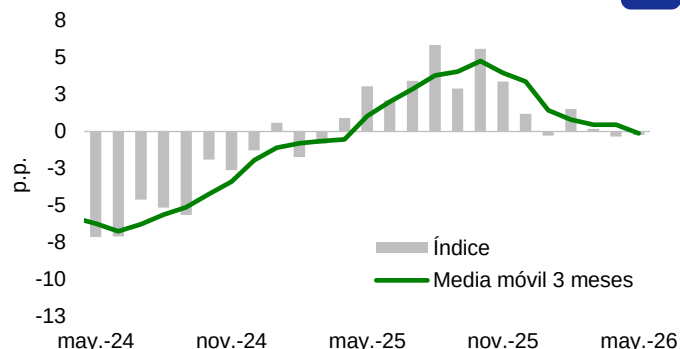
3



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 y percepción del consumidor y de empresas.

externas de petróleo, que lo hicieron a una tasa de 32.4% favorecidas por los altos precios del petróleo. Asimismo, las exportaciones no tradicionales crecieron 22.7%, aunque evidenciando una desaceleración frente a los registros de 1T26.

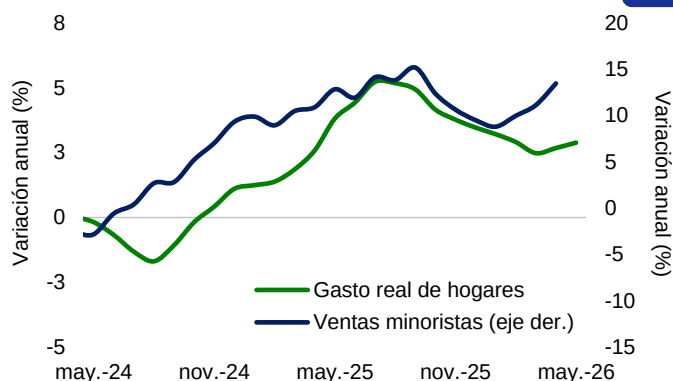
Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas totales, especialmente por la coyuntura con los elevados precios del petróleo, nuestros cálculos sugieren un crecimiento real de 6.5% de las exportaciones en mayo. Esto deja un crecimiento preliminar en 2T26 de 6.2% que, si bien es inferior a los registros de 1T26, continúa siendo elevado frente a lo observado en todo 2025 (Gráfico 3). Los volúmenes de bienes exportados durante el mismo mes cayeron 15.8%, completando 2 meses consecutivos de caídas que son consistentes con un menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales tras el estallido de la guerra en Medio Oriente (MO).

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB registraron una expansión de 16.2% en abril, con lo cual el crecimiento preliminar de 2T26 supera ampliamente el 10.2% promedio de 1T26. Estos resultados se explicaron, una vez más, por las compras externas de bienes duraderos de consumo, las cuales crecieron a una sobresaliente tasa de 45.1%. Las importaciones de bienes de capital para la industria registraron un crecimiento de 10%, aportando también positivamente a este desempeño agregado de las compras externas. En términos reales, las importaciones crecieron 20.3% y en tendencia central también supera el promedio de 1T26 de 15.1% (Gráfico 3).

La información de indicadores adelantados de actividad y a tiempo real en 3T26 sugiere que, en el balance, la economía se está desacelerando frente a 2T26. Buena parte de lo anterior se estaría sustentando por una desaceleración del consumo total, consistente con el fin del impulso del mundial sobre el consumo de los hogares, pero también por un menor gasto público asociado al ciclo político.

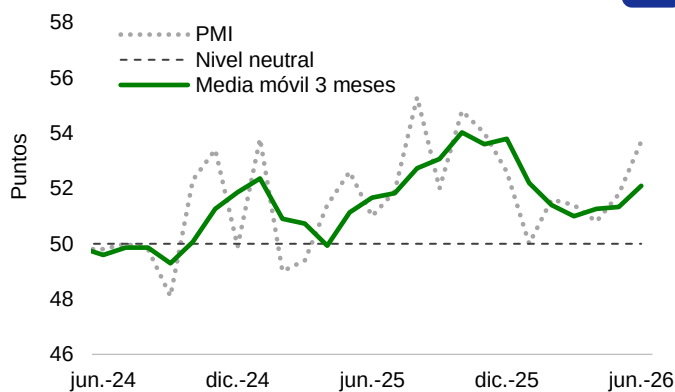
Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintas encuestas a hogares y empresas, se deterioró de nuevo en 2T26 y permanece en mínimos de casi 1 año (Gráfico 4). Dada su naturaleza de índice adelantado, la lectura de este indicador sugiere

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.

un menor dinamismo del gasto interno de la economía durante los próximos meses.

Las últimas cifras de gasto real de los consumidores, que tienen un menor rezago de publicación frente a otros indicadores, evidencian leves mejoras en 2T26 que son coherentes con las cifras de ventas minoristas e importaciones de bienes de consumo. En efecto, el consumo real de los hogares, según cifras de RADDAR, habría crecido 3.1% en 2T26, mejorando el promedio de 2.5% de 1T26 (Gráfico 5). No obstante, las cifras de confianza del consumidor en 2T26 (otro índice adelantado) muestran un deterioro relativo a los registros de 1T26, lo que también apunta a una moderación del ciclo del consumo de los hogares en el futuro cercano.

Por su parte, el PMI manufacturero, que es un índice adelantado de actividad secundaria, sugiere mejoras en la industria de cara a 3T26 (Gráfico 6), consistentes con las recientes tendencias vistas en las actividades manufactureras y en la inversión fija de maquinaria y equipo en 2T26. El promedio del PMI en 2T26 fue 52.1 puntos, por encima del promedio de 51 puntos de 1T26.

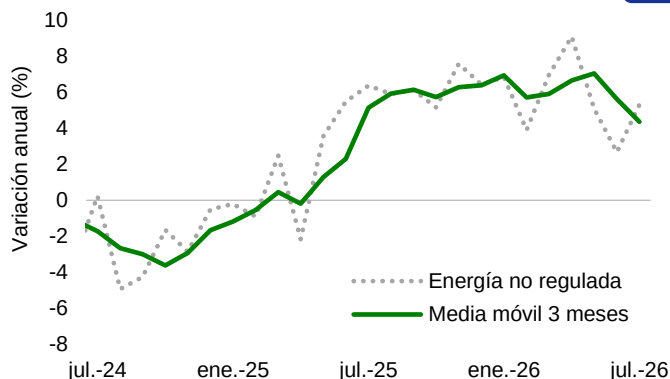
En línea con lo anterior, la demanda de energía no regulada, otra buena variable *proxy* de inversión fija a tiempo real, arrancó 3T26 con un crecimiento levemente inferior a los buenos registros de 1T26 y 2T26 (Gráfico 7). En tendencia central, este indicador muestra señales de agotamiento que se suman a los del consumo total en 3T26.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere crecimientos del ISE de 1.9% en mayo y 4.8% en junio. Así, **el crecimiento del PIB en 2T26 se habría acelerado hacia 3.4%**, muy por encima del 2.2% registrado en 1T26. Con las cifras aún escasas de 3T26, nuestro *Nowcast* anticipa una fuerte desaceleración de la actividad hacia ritmos de 1% (Gráfico 8).

Para todo 2026, **mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 2.1%**. Los riesgos de corto plazo sobre la actividad siguen siendo en su mayoría bajistas, tanto desde la óptica de la demanda (inflación y tasas de interés más altas) como de la oferta (fenómeno de El Niño, altos costos externos de insumos, menor rentabilidad real, etc.).

Demanda total de energía no regulada

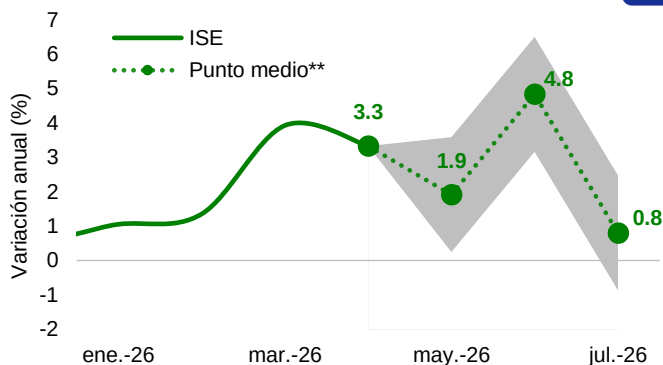
7



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Intervalo de pronóstico de corto plazo del ISE**

8



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

**Utilizamos como punto medio del intervalo nuestro modelo *Nowcast*.

Mercado laboral

Los principales indicadores laborales continúan mostrando mejoras y las condiciones del mercado laboral permanecen apretadas. La tasa de desempleo se redujo a un mínimo histórico y la tasa de ocupación alcanzó máximos desde 2017. En este entorno, la presión sobre la dinámica de los salarios reales se mantiene elevada y sigue generando progresos de corto plazo en el ingreso disponible de los hogares.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional se redujo en mayo hasta 8.1%, un nuevo mínimo histórico (Gráfico 9). Con esto, el desempleo nacional completó casi 1 año por debajo de sus niveles no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales estimamos cerca del 9.5%. Esto sigue sugiriendo una brecha de empleo positiva que, técnicamente, presiona al alza la inflación salarial.

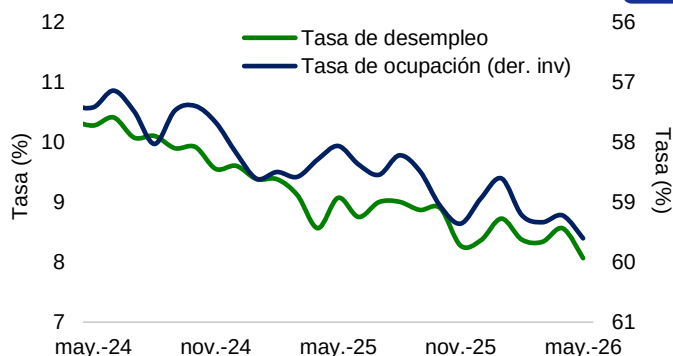
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo descendió hasta 8.5%, retornando a su nivel de febrero pasado. Al igual que la tasa nacional, el desempleo urbano se mantiene por debajo de la tasa NAIRU que, según estimaciones del equipo técnico de BanRep, se ubica alrededor de 9.6%.

Tomando también las series con ajuste estacional, la tasa de ocupación aumentó hasta 59.6% en mayo, máximos desde finales del 2017 y consistente con unos niveles de desempleo históricamente bajos. En este entorno, la tasa global de participación se mantuvo en niveles altos de 64.8% y la tasa de inactividad se redujo hasta 54.2%.

El acervo de ocupados en mayo creció 4%, dejando el promedio preliminar de 2T26 en 3.5% y superando el promedio de 2.3% de 1T26. La generación de empleos del sector terciario sigue siendo muy alta y durante el trimestre finalizado en mayo creció 4.4%, mientras que la del sector secundario lo hizo a tasas de 4%. La ocupación del sector primario (sin minería), en contraste, se contrajo 2.3%.

Una vez más, las actividades del sector público fueron las que más empleo generaron con un incremento anual de 405 mil ocupados, equivalente al 42% de la generación nacional de empleos. Sin esta fuerte demanda de

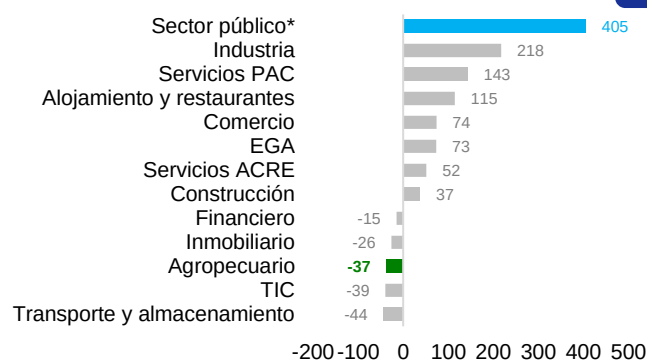
Principales indicadores del mercado laboral*



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Creación anual de empleos por sector (may-26)



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

trabajos del sector público, el crecimiento del acervo total de ocupados sería de apenas 1.7%, es decir, 2.3 p.p. por debajo de los crecimientos actuales. En contraste, los sectores de transporte, servicios tecnológicos e informáticos, y el sector agropecuario, fueron los que más destruyeron empleo y registraron una reducción conjunta de 120 mil empleos (Gráfico 10).

Con la información disponible de 2T26, y apoyada por esta fuerte demanda de trabajo del sector público, la creación de empleos asalariados está mostrando una recuperación frente a los registros de 1T26 (Gráfico 11). En efecto, el crecimiento de los empleos asalariados en 2T26 se sitúa en 4.1%, superior al 2.5% del trimestre anterior y similar al ritmo promedio de 4.5% que traía durante la segunda mitad de 2025. Por su parte, la tasa de informalidad se redujo levemente hasta 55.1% y la demanda de empleo informal se ha reducido en meses recientes. De hecho, en abril tan solo el 3% del empleo generado fue destinado a sectores que históricamente demandan empleo informal (Gráfico 12).

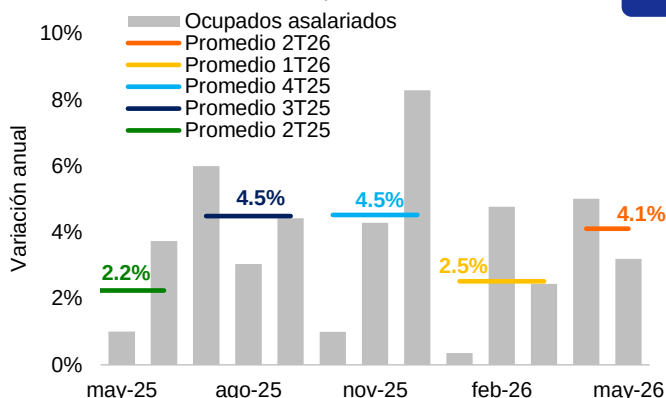
Bajo este contexto, la dinámica de los salarios nominales se sigue acelerando significativamente (Gráfico 13). Al corte de abril, la inflación salarial viaja a ritmos de 12.6%, máximos no vistos desde mediados de 2023, lo que también equivale a un incremento del salario real de 6.9 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 37 meses consecutivos en terreno positivo y continúa apoyando el gasto de los consumidores gracias a las mejoras en el ingreso disponible de los hogares que este factor implica.

Esperamos que esta fortaleza del mercado laboral persista en el corto plazo. Sin embargo, en medio de una desaceleración económica prevista más adelante este año, mayores costos laborales asociados al ajuste del salario mínimo y la finalización del impulso del consumo total (especialmente del sector público), es de esperar que la demanda de trabajo se debilite en el futuro cercano. En la medida que esto ocurra, también es de esperar que la tasa de desempleo aumente, aunque con una mayor probabilidad hacia el año 2027.

Por todo lo anterior, **revisamos a la baja nuestra estimación de tasa de desempleo nacional promedio-año para 2026 hasta 8.2%**, desde el 8.5% anterior.

Evolución reciente del empleo asalariado

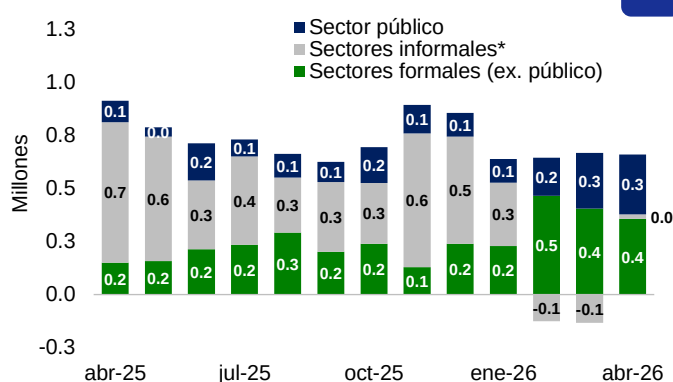
11



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio anual del empleo formal e informal

12

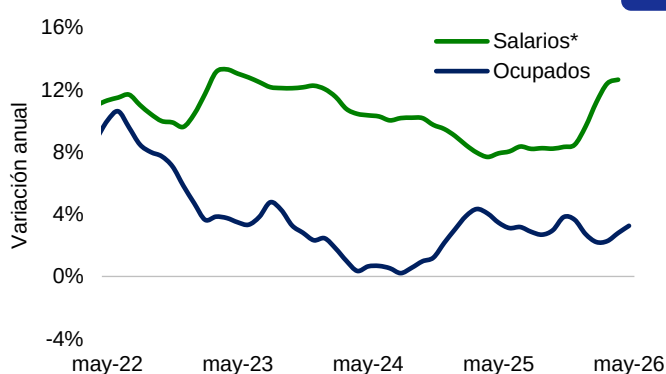


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 0.39% en junio, en línea con las expectativas de los analistas que apuntaban a variaciones del orden de 0.38% en promedio. No obstante, frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación estuvo muy por encima del promedio histórico de 0.21% para el mismo mes y de la variación mensual de 0.1% registrada en junio de 2025 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.67%, la más alta de todos los componentes. La subcanasta de precios de alimentos perecederos registró un aumento de 1.75%, afectada por reducciones en el nivel de abastecimiento nacional. Por su parte, la subcanasta de alimentos procesados tuvo un incremento mensual de 0.34%, contenido en parte por la apreciación del tipo de cambio, pero también por un bajo *pass-through* del actual choque de costos internacionales a los precios locales.

El IPC de bienes y servicios regulados registró una variación mensual de 0.34%. Las subcanastas que más contribuyeron a este resultado fueron el IPC de gas, que aumentó 1.19%, seguido del IPC de electricidad que hizo lo propio en 0.91%, y del IPC de acueducto, alcantarillado y aseo que aumentó 0.38%. En el caso de las tarifas de la energía eléctrica, la subida obedeció a los mayores precios de la energía en bolsa y en contratos regulados que ya están incorporando los riesgos inherentes a la llegada del fenómeno de El Niño.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.27%. A pesar de la apreciación acumulada de la tasa de cambio, el elevado gasto de los hogares mantiene presiones alcistas sobre la mayoría de los rubros de esta canasta de precios. Allí se destacan los incrementos mensuales del IPC de bebidas alcohólicas y cigarrillos (0.5%), y el IPC de prendas de vestir y calzado (0.42%). El contraste en esta canasta sigue siendo el IPC de vehículos, cuya variación mensual fue nuevamente negativa (-0.03%) y responde principalmente al comportamiento del tipo de cambio.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual de junio fue 0.33%. Dentro de las subcanastas que

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

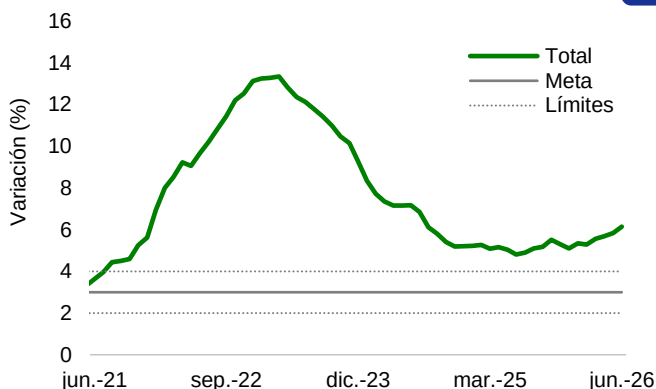
						T1
		A	R	B	S	Total
Mensual	jun.-26	0.67	0.34	0.27	0.33	0.39
	jun.-25	-0.08	-0.34	0.17	0.34	0.10
Anual	jun.-26	6.83	5.91	3.23	7.03	6.14
	may.-26	6.04	5.19	3.12	7.04	5.85
Cont.	jun.-26	1.03	1.02	0.61	3.43	6.14
	may.-26	0.91	0.90	0.59	3.44	5.85
A/C	jun.-26	6.55	5.32	2.02	4.81	4.77
	jun.-25	4.80	4.81	1.42	3.72	3.74
Tendencia*		▲	▲	▲	▲	▲

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

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

Inflación al consumidor en últimos 5 años

14



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

registraron un mayor aumento, se destaca el incremento de 1.42% del IPC de transporte intermunicipal y escolar, seguido por el IPC de servicios domésticos (0.98%) y salud (0.53%). El IPC de arriendos, que representa el 54% de la canasta del IPC de servicios, registró una variación mensual de 0.36%. Por su parte, el IPC de pasajes aéreos cayó 10.5% en el último mes, afectado por el descenso en el precio de los combustibles a nivel global y la apreciación del tipo de cambio.

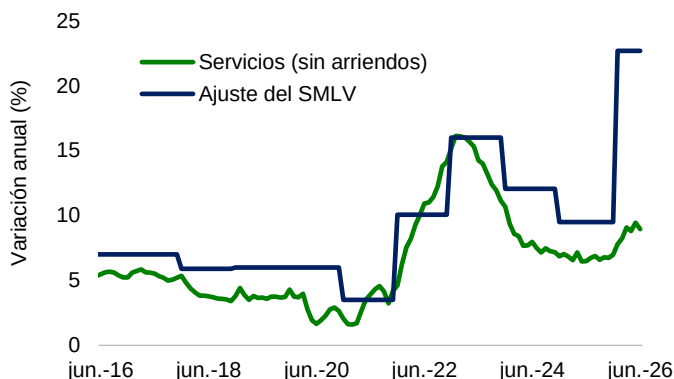
De esta forma, la inflación anual se aceleró en junio hasta 6.14%, su nivel más alto desde julio de 2024 (Gráfico 14). La inflación del IPC de servicios se mantiene como la más elevada dentro de las canastas por clasificación BanRep, viajando a ritmos anuales del orden de 7.03% (Tabla 1). Teniendo en cuenta la fuerte dependencia de muchos precios de esta canasta al salario mínimo, y aislando la fuerte concentración sobre este subíndice del IPC de arrendamientos, la inflación del IPC de servicios se ubicó en 8.97% y en tendencia persiste en sus niveles más altos desde 4T23 (Gráfico 15). Frente al cierre de diciembre de 2025 (7%), lo anterior implica un fuerte incremento de 2 p.p. durante los primeros 6 meses del año en curso, efecto que previsiblemente se agudizará en el futuro cercano hacia niveles del orden de 10%.

Al IPC de servicios le siguió el IPC de alimentos, cuya inflación se aceleró hasta 6.83%, alcanzando su nivel más alto desde octubre de 2023. La inflación del IPC de regulados se aceleró a 5.91%, su mayor nivel desde finales de 2025. La inflación del IPC de bienes (sin alimentos ni regulados), por su parte, se mantuvo como la más baja dentro de esta clasificación de canastas con ritmos de 3.23%, pero individualmente es su mayor nivel desde febrero de 2024. La tendencia de este subcomponente sigue siendo claramente alcista y consistente con la fortaleza del gasto de los hogares.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo aumentó hasta 6.09%, alcanzando máximos desde agosto de 2024 y doblando la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 se incrementó hasta 6.3%, mientras que la inflación sin alimentos lo hizo hasta 5.98%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, se aceleró levemente hasta 6%, también un máximo no visto desde junio de 2024 (Gráfico 16).

Afectación del SMLV en el IPC de servicios

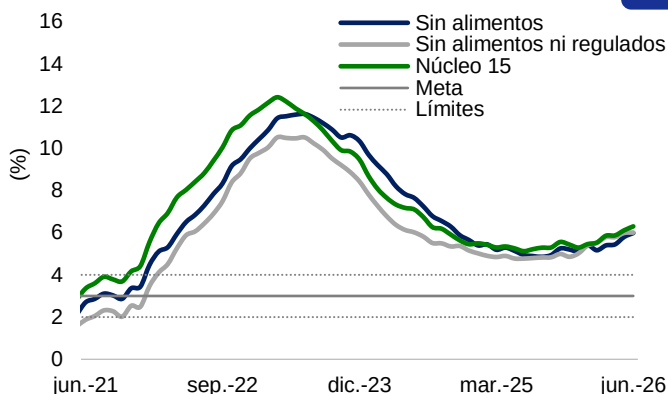
15



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

Principales medidas de inflación núcleo

16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Las expectativas de inflación siguen muy desancladas de la meta en los distintos horizontes de política monetaria, pero ciertamente han mostrado una tendencia descendente en los últimos meses (Gráfico 17). De acuerdo con las encuestas realizadas a los analistas, las expectativas a horizontes de 1, 2 y 5 años se ubicaron en junio en 5.53%, 4.17% y 3.39%, respectivamente, en la mayoría de los casos alcanzando mínimos del año. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES también se redujo hasta niveles de 5.87%. En contraste con lo anterior, las expectativas de cierre de 2026 y 2027 aumentaron hasta 6.56% y 4.95%, en ese mismo orden.

Bajo este contexto, **para julio pronosticamos una variación mensual de 0.41% en el IPC, con lo cual la inflación se aceleraría hasta 6.28%**. Los riesgos sobre la inflación continúan siendo alcistas y es previsible que la mayor presión al alza sobre los precios se materialice durante la segunda mitad del año. **Mantenemos nuestra proyección de inflación para el cierre de 2026 en 7.2%.**

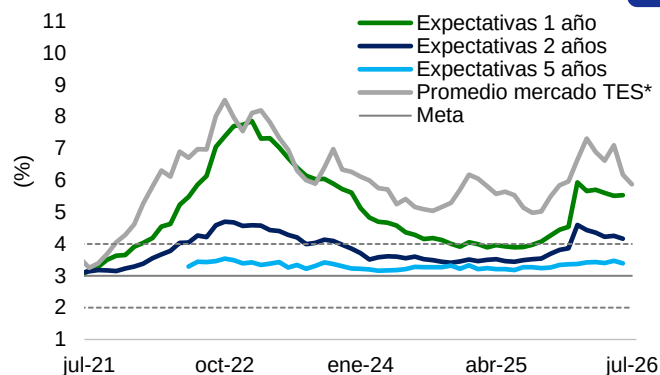
Tornando el análisis a las decisiones de política monetaria, en su reunión de junio la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) sorprendió con un aumento de 75 pbs en su tasa de referencia hasta 12% (Gráfico 18). El sesgo de la JDBR volvió a ser alcista pero dividida, con cuatro codirectores (grupo mayoritario) votando por un aumento de 75 pbs, dos por un recorte de tasas de 50 pbs y el restante por estabilidad.

El grupo mayoritario de la JDBR señaló su preocupación por la credibilidad en la meta de inflación, en un entorno donde la inflación completaría 7 años por encima del rango meta en 2027, según lo espera el propio equipo técnico de BanRep. Por su parte, los miembros de la JDBR que votaron en disenso destacaron que la mayor inflación refleja principalmente choques de oferta y la indexación a la inflación pasada, no factores de demanda.

En nuestra opinión, y de manera implícita en el comunicado oficial de BanRep, existen tres factores inflacionarios que son de demanda (estructurales), no de oferta, y que refuerzan la reciente decisión colegiada de la JDBR. A saber: 1) la demanda interna mantiene un dinamismo superior al de la producción (exceso de demanda); 2) el mercado laboral continúa apretado y genera presiones inflacionarias salariales; y 3) la inflación

Expectativas de inflación analistas vs mercado

17

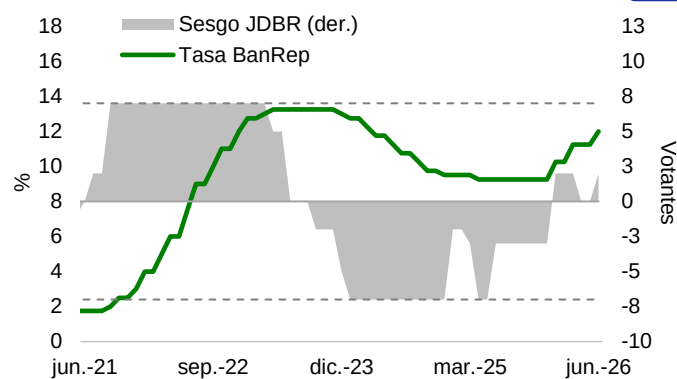


Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Tasa de referencia vs distribución JDBR

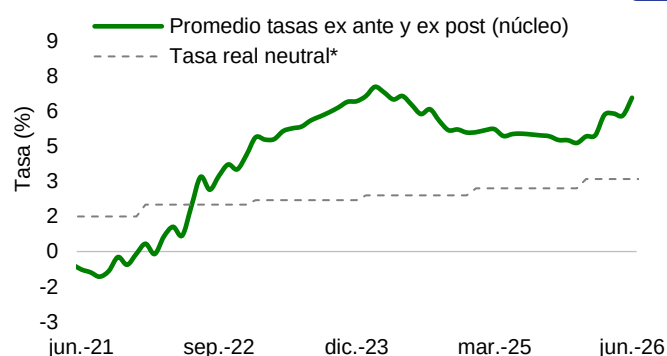
18



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasa real de política monetaria del BanRep

19



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

núcleo sigue aumentando a pesar de la apreciación del tipo de cambio, lo que es consistente con una fortaleza del consumo total que también implica presiones inflacionarias asociadas al elevado gasto público.

Bajo este contexto, la postura de política monetaria se sigue haciendo más restrictiva. El promedio de la tasa de interés real ex ante y ex post de política aumentó en junio hasta 6.5%, la más alta desde marzo de 2024 (Gráfico 19). Más aún, tomando sólo la tasa de interés real ex ante (que descuenta las expectativas de inflación a 1 año), esta medida aumentó hasta 7.2%, registros máximos que tampoco se observaban desde 2024.

En este sentido, **para el mes de julio esperamos un incremento de 50 pbs en la tasa de referencia**, con lo cual la tasa de BanRep llegaría a niveles altamente contractivos de 12.5%. Dado el estado actual de la economía, los riesgos de demanda advertidos por la JDBR y los riesgos inflacionarios de oferta previstos para la segunda mitad de este año, esperamos que las tasas de interés sigan aumentando en los próximos meses. Por lo anterior, en nuestro nuevo escenario base ahora anticipamos que **BanRep llevará su tasa de referencia hasta 13% antes de finalizar este año**.

Mercado de créditos

La dinámica de la cartera de créditos del sistema financiero mantiene tasas de crecimiento positivas, pero el impulso de los últimos años sigue evidenciando señales claras de agotamiento. El riesgo de impago se mantiene bajo, pero también continúa mostrando cambios en su tendencia, en línea con el ciclo del crédito. Las tasas de interés activas siguen aumentando y las tasas pasivas se estabilizaron durante 2T26. Es de esperar que las tasas de interés del sistema sigan aumentando, en línea con el ciclo de política monetaria, y que la demanda de crédito continúe debilitándose en el corto plazo.

La cartera en términos reales (descontando inflación) creció en junio 2.9%, su menor crecimiento desde el pasado mes de febrero (Gráfico 20). La dinámica de los créditos hacia los hogares se mantiene fuerte, especialmente la cartera de consumo, algo que ha sido compensando más que proporcionalmente por la desaceleración en la dinámica de los créditos hacia las empresas.

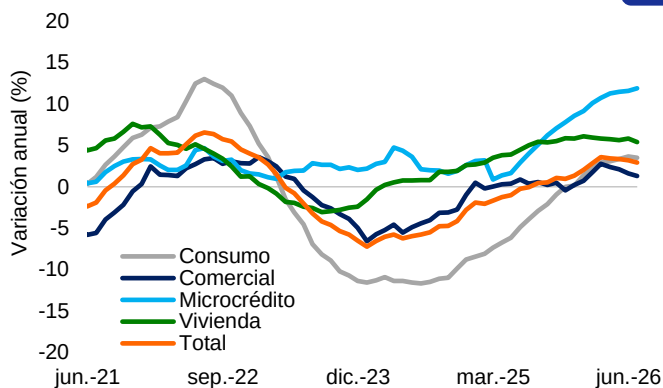
Por modalidades, las carteras de microcrédito y vivienda exhiben los mayores crecimientos con ritmos reales de 11.9% y 5.4%, respectivamente. La cartera de consumo, por su parte, registró un crecimiento real de 3.5% y en 2T26 mantuvo su mejor resultado desde 4T22, apoyada por la sólida demanda de bienes durables de consumo. En contraste, la dinámica real de la cartera comercial volvió a desacelerarse hasta 1.3%, su menor crecimiento en lo corrido de 2026 y siendo a la vez la modalidad que registra las menores expansiones.

Por el lado de la oferta, varios indicadores siguen sustentando un riesgo de impago bajo en el sistema, aunque sus tendencias han venido cambiando recientemente. En efecto, la dinámica del saldo de la cartera vencida del sistema se contrajo 10% en abril, pero en tendencia es un menor ritmo de caídas si se compara con las registradas en 4T25 (Gráfico 21).

Este comportamiento del saldo de la cartera vencida total se ha visto en todas las modalidades del crédito. La cartera vencida de vivienda registra el menor decrecimiento con una caída de 1% en abril, seguido por microcrédito y la cartera comercial, en las cuales la

Crecimiento real de la cartera por modalidad

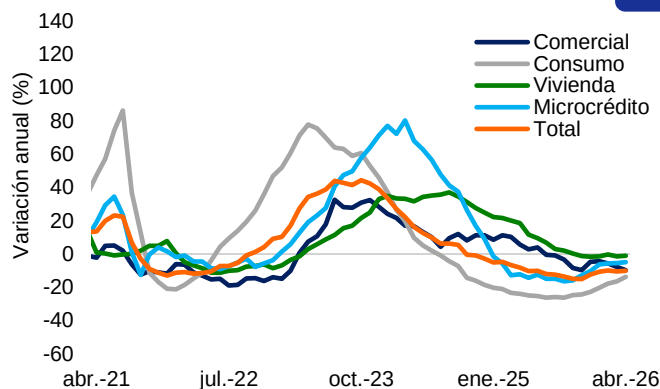
20



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

21



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

cartera vencida se contrae 4.8% y 9.8%, respectivamente. La cartera vencida de los créditos de consumo es la que registra la mayor variación negativa con tasas de -13.7%.

En línea con lo anterior, el Indicador de Cartera Vencida (ICV) del sistema se mantuvo estable en 3.8%. El ICV de la modalidad de vivienda continúa siendo el más bajo (3%), seguido del ICV de la cartera comercial (3.2%), del ICV de consumo (5%) y el de la modalidad de microcrédito (6.6%). Vale la pena destacar que todas las modalidades mostraron desempeños estables en el último mes (Gráfico 22).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total registró un incremento de 1.2%, lo que contrasta con las caídas del orden de 2.7% anotadas en 4T25. Así, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito habría registrado un promedio de 1.43% en 2T26 y se mantiene por debajo de su promedio histórico de 1.6%.

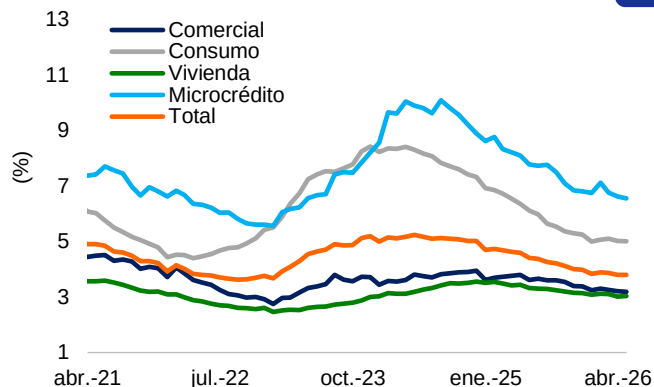
Por el lado de los agregados monetarios, los de menor liquidez, como el M2 y el M3, muestran en la actualidad crecimientos levemente superiores a los de alta rotación como el M1, en medio de una política monetaria contractiva por parte de BanRep (Gráfico 23). El crecimiento de la base monetaria en junio fue 14.9%, donde sobresale la expansión de 13.8% del efectivo.

En este entorno, las tasas de interés en tendencia han venido aumentando, particularmente las tasas activas, mientras que las tasas pasivas se han estabilizado (Gráfico 24). En promedio, las tasas de colocación aumentaron hasta 16.54% en 2T26, desde niveles de 15.27% en 1T26. Por su parte, el promedio de las tasas de captación en 2T26 se ubicó en 9.15%, prácticamente estable frente a los niveles de 9.1% de 1T26.

La dinámica del crédito seguirá perdiendo impulso en el corto plazo como consecuencia de: 1) el endurecimiento de la política monetaria de BanRep; 2) la finalización de impulsos fiscales, en particular sobre la cartera de microcrédito; y 3) un menor crecimiento económico. **Estimamos una caída real de la cartera de créditos para todo 2026 de 0.3%**, luego de registrar crecimientos reales positivos en 2025.

Evolución calidad de la cartera por modalidad

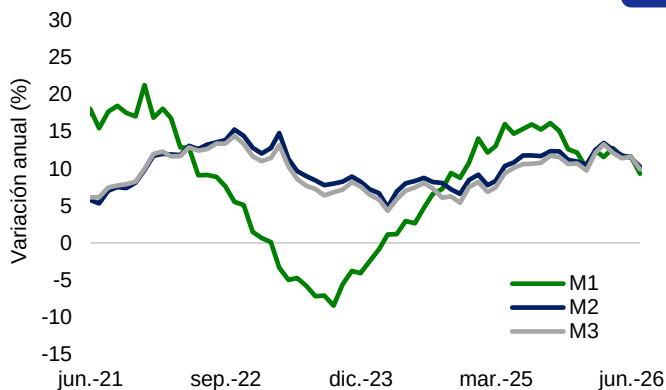
22



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

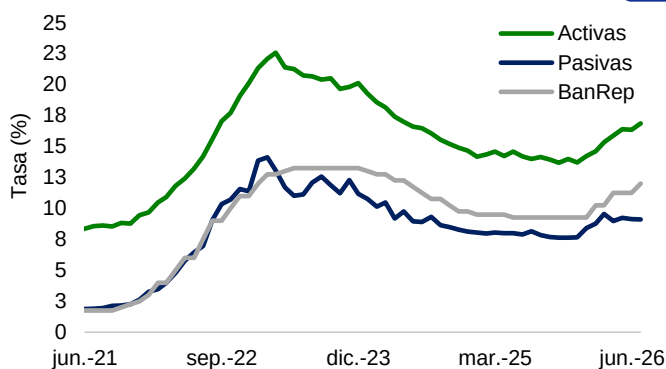
23



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas de interés en el sistema financiero*

24



Fuente: BanRep. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

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

Contexto externo

La información disponible de 2T26 en el frente externo sugiere un balance negativo en el crecimiento de los socios comerciales de Colombia, principalmente en las economías más grandes que están asimilando los efectos nocivos del conflicto en MO. Los costos al productor en estas economías continúan al alza, también afectados por la tensión en MO, y siguen anotando máximos no vistos desde 2023 (Gráfico 25). Aunque el *pass-through* hacia los precios al consumidor continúa siendo relativamente bajo, esta presión de costos mantiene un sesgo alcista sobre las perspectivas de inflación global, la cual viaja a ritmos superiores al 3% (Gráfico 26).

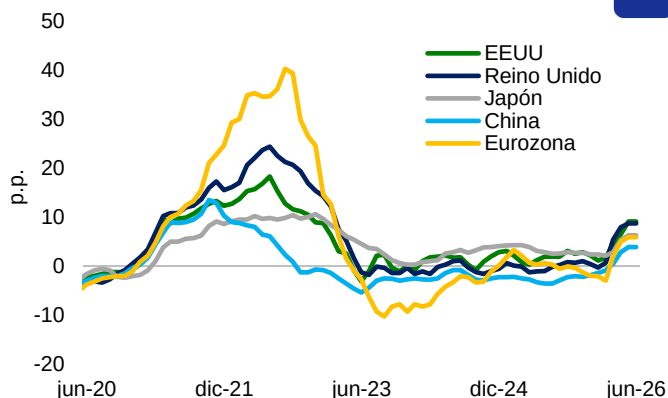
El Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó su informe de julio de actualización de perspectivas mundiales y volvió a resaltar los efectos heterogéneos que está teniendo el choque de la guerra entre grandes grupos de economías, siendo los más afectados aquellos que son importadores netos de energéticos. Los nuevos números apuntan a un crecimiento de 3% del PIB mundial para este año, 0.1 p.p. por debajo del último reporte de perspectivas de abril de 2026 y del crecimiento de 3.5% de 2025. En las economías avanzadas y de mercados emergentes (EM) hubo sendas revisiones a la baja de 0.1 p.p. en los pronósticos del PIB para 2026, donde ahora se esperan expansiones de 1.7% y 3.8%, respectivamente, que son también crecimientos inferiores a los del año anterior.

En las economías EM la heterogeneidad del choque será más notoria, según lo ha advertido propio FMI dadas sus características contrapuestas entre exportadores netos de energéticos, como LATAM, y grandes importadores de estas materias primas como India y China. De hecho, el FMI ahora espera un mayor crecimiento del PIB de economías EM para 2027, en parte por el efecto de una baja base de comparación en 2026, pero también por el empuje de economías como la de LATAM (Gráfico 27).

El crecimiento previsto por el FMI para el PIB de LATAM en 2026 es ahora de 2.4%, estable frente al de 2025 y 0.1 p.p. superior al previsto en abril pasado. Para 2027, el FMI proyecta un rebote del crecimiento del PIB de la región hacia 2.7%, consistente con las mejoras en los términos de intercambio que implica para estas economías el actual choque global.

Inflación del IPP en las principales economías

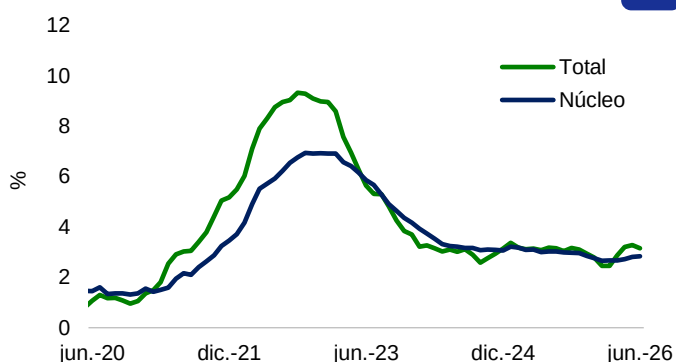
25



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Dinámicas de la inflación total y núcleo mundial*

26



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, las tasas de referencia de los principales Bancos Centrales (BC) están aumentando y la postura de política monetaria mundial se está tornando más restrictiva, siendo otro determinante para la reciente revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento. A pesar de ello, las condiciones financieras mundiales en 2T26 se han suavizado frente al estrés observado en 1T26.

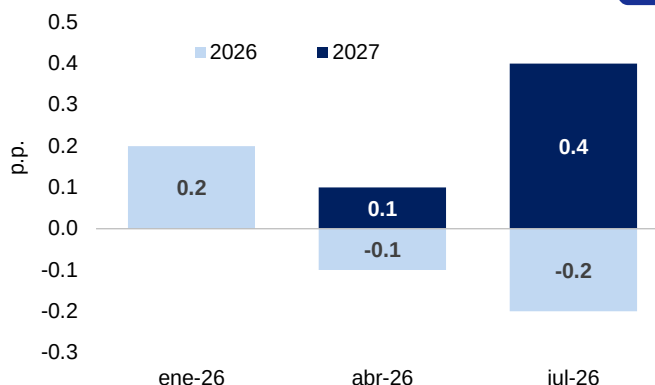
En EEUU, la Fed mantuvo estable su tasa de interés en junio, pero el tono del emisor se ha hecho decididamente más restrictivo. En nuestra opinión, dado el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, sumado al buen balance del mercado laboral en EEUU y una actividad económica resiliente, vemos altamente probable que la Fed incremente sus tipos de interés de referencia en su próxima reunión de septiembre (ver “Los cambios incomodan, pero son necesarios” en [CE - Junio 19 de 2025](#)).

En cuanto a las cifras recientes de actividad económica global, los datos del PMI compuesto de grandes economías durante 2T26 mostraron un comportamiento negativo, afectados por el conflicto en MO. En el balance, las economías europeas han sido las más afectadas, no solo por la incertidumbre ante factores geopolíticos sino también climáticos, donde una ola de calor llevó a algunas economías a alcanzar temperaturas máximas no observadas al menos en los últimos 50 años (Gráfico 28).

Por su parte, el crecimiento del PIB de las economías de LATAM habría sido de 1.7% preliminarmente en 2T26, levemente superior a la expansión de 1.2% registrada en 1T26. No obstante, esta estimación de crecimiento del PIB de LATAM es inferior al crecimiento promedio de 2.1% de estos socios comerciales del país en todo 2025 (Gráfico 29). Las economías de Perú, Colombia y México habrían liderado el crecimiento de la región con expansiones de 3.7%, 3.3% y 2.3%, respectivamente, seguidas por las economías de Argentina y Brasil, cuyos crecimientos habrían sido de 1.6% y 0.9%, respectivamente. Por su parte, el PIB de Chile habría registrado una contracción de 0.8%.

Revisión de pronósticos para EM relativo a oct-25

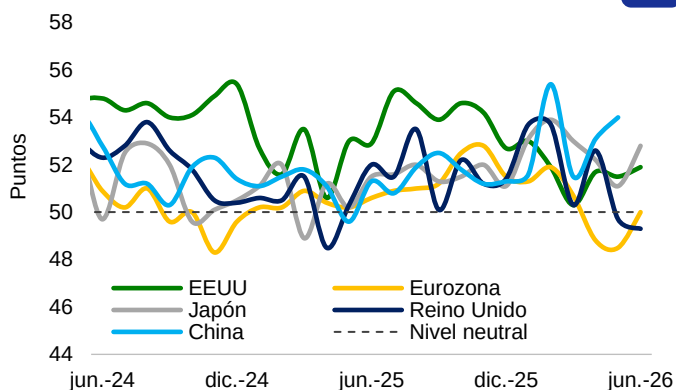
27



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

Evolución PMI compuesto en economías grandes

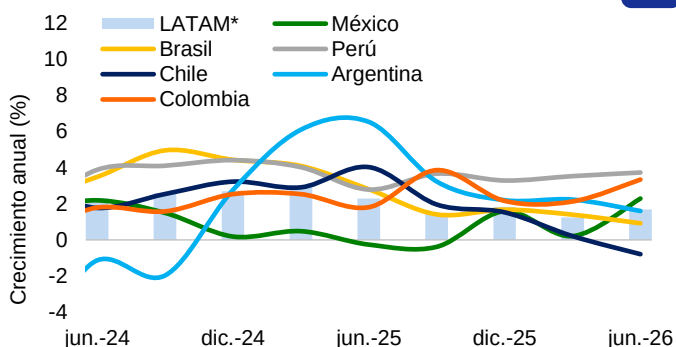
28



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Índices de actividad en economías de LATAM

29



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
Series mensuales transformadas a frecuencia trimestral usando un PM3.
*Promedio ponderado por participación del PIB nominal en LATAM.

Proyecciones Económicas

	2024	2025(p)	2026(p)	2027(p)
Demanda agregada				
PIB (%)	1.6	2.6	2.1	1.6
Consumo privado (%)	1.6	3.5	3.2	2.0
Gasto público (%)	0.7	8.4	4.8	1.4
Inversión fija (%)	3.2	1.2	-2.2	2.9
Demanda interna (%)	2.0	3.8	2.4	2.2
Exportaciones (%)	2.5	1.9	2.3	1.1
Importaciones (%)	4.4	8.6	3.4	3.8
Agropecuario (%)	8.0	3.1	0.6	1.8
Comercio (%)	1.4	4.7	2.7	2.0
Construcción (%)	1.9	-2.7	-5.4	1.4
Financiero (%)	0.4	2.8	3.3	2.2
Industria (%)	-2.1	1.9	1.9	1.4
Minería (%)	-5.0	-6.6	1.2	-1.2
Inflación (final del periodo %)	5.2	5.1	7.2	5.5
Tasa BanRep (final del periodo %)	9.50	9.25	13.00	↑ 12.50
DTF EA (promedio año %)	10.2	9.0	10.7	↑ 13.0
IBR overnight EA (promedio año %)	11.4	9.3	11.6	↑ 12.9
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	11.7	12.8	12.5	↑ 12.4
Tasa de desempleo nacional (%)	10.2	8.9	8.2	↓ 8.7
Tasa de cambio (promedio anual)	4074	4054	3575	↓ 3760
Tasa de cambio (final del periodo)	4402	3707	3650	↓ 3820
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-1.6	-2.4	-1.4	-1.9
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.3	2.5	2.8	2.9
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-6.7	-6.4	-5.3	↓ -4.5
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	59.3	58.5	58.9	↓ 58.9

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.
