



Coyuntura económica Macroeconomía

Agosto 18 de 2026

¡Todos por Colombia!

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 desempeño de la actividad económica muy positivo, sustentado casi en su totalidad por un fuerte impulso del consumo total (público y privado). La inversión fija también mostró mejoras, principalmente en su componente de maquinaria y equipo que se ha visto altamente favorecido por la apreciación del tipo de cambio. Las exportaciones continuaron expandiéndose, aunque a un ritmo inferior al de 1T26. La información de 3T26 apunta a una fuerte desaceleración de la economía, consecuencia del reciente terremoto que afectó la capacidad de producción en el eje cafetero y el suroccidente del país.

Los principales indicadores del mercado laboral continúan mostrando mejoras y sus condiciones permanecen apretadas. La tasa de desempleo sigue en mínimos históricos y la tasa de ocupación persiste en niveles máximos desde 2018. En este entorno, la presión sobre la dinámica de los salarios reales se mantiene elevada, generando progresos en el ingreso disponible de los hogares, pero también presiones de costos para las empresas.

La inflación total se desaceleró en julio, favorecida principalmente por factores de oferta y por la apreciación de la tasa de cambio. La inflación núcleo persiste en niveles que doblan el objetivo de BanRep, pero en los últimos meses se ha estabilizado. Las expectativas de inflación continúan muy desancladas de la meta de política monetaria. En este entorno, BanRep mantuvo estable su tasa de intervención en 12% y anunció un programa de acumulación de reservas internacionales.

La dinámica de la cartera de créditos continúa perdiendo tracción. Las tendencias de los principales indicadores de riesgo de impago y de deterioro de cartera siguen ajustándose, pero el balance se mantiene bajo control. 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 2T26 en el frente externo sugiere resiliencia en el crecimiento de los socios comerciales de Colombia, principalmente en las economías avanzadas. El choque de costos al productor se ha estabilizado y todo apunta a que se diluiría en 2027. La inflación mundial permanece por encima de los objetivos de política y los riesgos de corto plazo siguen siendo alcistas. Los principales faros monetarios se mantienen en modo cautela, aunque no han descartado la posibilidad de más aumentos en las tasas de interés de política.

Actividad económica

Las cifras conocidas de actividad en 2T26 mostraron un sólido desempeño y en comparación a 1T26 el crecimiento se habría acelerado. La dinámica del consumo total (público y privado) apalancó casi en su totalidad este buen momento de la demanda interna. La inversión fija también habría mejorado, 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.

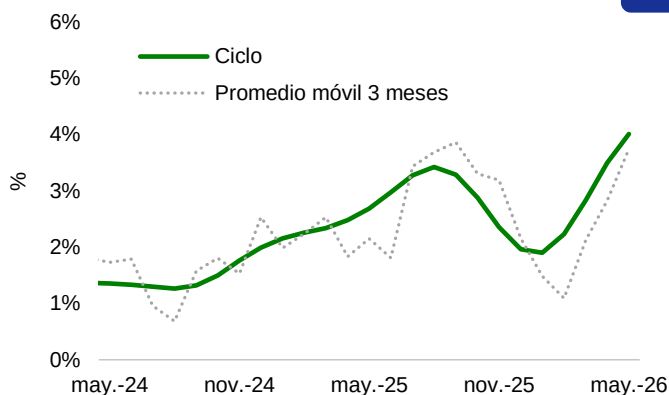
Por el lado de la oferta, las cadenas de producción que siguen sustentando el crecimiento son las del sector terciario, altamente dependientes al ciclo del consumo total. El sector secundario también muestra síntomas de recuperación, empujado por un mayor consumo intermedio e inversión fija. La información de 3T26 sugiere ritmos de expansión de la economía muy inferiores a los de 2T26, en gran medida debido al reciente terremoto que afectó seriamente la capacidad de producción en el eje cafetero y el suroccidente del país.

El Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió en mayo 4.1% en su serie original, su mayor expansión desde julio de 2025 y dejando el crecimiento preliminar de 2T26 en 3.6%. En su componente cíclico, el ISE evidenció un crecimiento de 4% en el último mes, mientras que el promedio móvil de los últimos 3 meses marcó un crecimiento de 3.7% (Gráfico 1).

El ISE de la cadena **primaria** sigue siendo el más rezagado en lo que va del año, registrando una expansión en mayo de 0.7%. Las actividades del sector minero-energético (petróleo y carbón) vienen mostrando algunas señales de recuperación, aunque a una velocidad lenta. En el sector agropecuario, particularmente en el componente de cultivos agrícolas, la contracción de la producción cafetera este año ha sido levemente compensada por aumentos en la producción de algunos cultivos agrícolas, principalmente cultivos de ciclo corto. No obstante, la producción de café en 2T26 se recuperó, sobrepasando por primera vez este año el millón de sacos mensuales. La ganadería mantiene un desempeño favorable y sigue aportando positivamente a esta rama de actividad, principalmente el subsector porcícola.

Tendencia central del ISE en últimos dos años

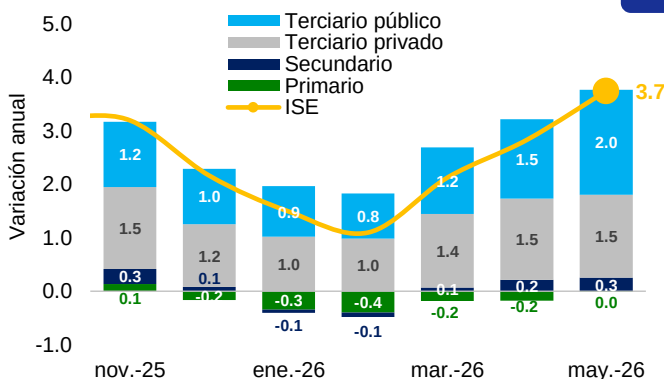
1



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 1T26.

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 0.5%. Con esto, el promedio preliminar de 2T26 muestra un crecimiento de 1%, el más alto desde 3T25. La producción del subsector industrial-manufacturero se ha venido recuperando y explica en su totalidad este resultado, favorecida por los beneficios que genera en subsectores industriales importadores netos la apreciación del tipo de cambio. El sector de la construcción continúa siendo el lastre de esta cadena, con afectaciones persistentes en el segmento de edificaciones que han sido compensadas parcialmente por la mejor dinámica de las obras civiles.

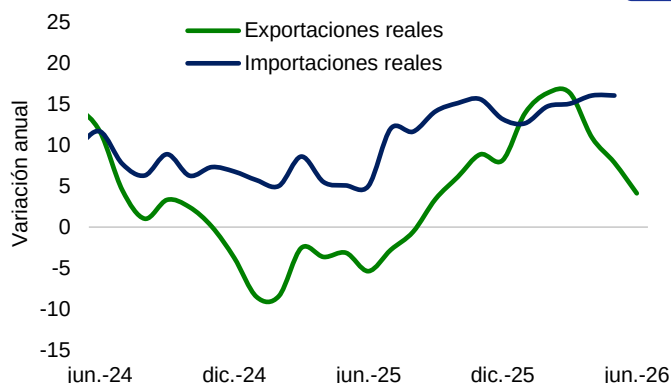
El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en bienes y servicios, registró un crecimiento de 5.4%, alcanzando su mayor ritmo en los últimos 10 meses y manteniendo crecimientos superiores frente al resto de cadenas productivas. Su componente público se aceleró fuertemente y creció 10.4%, su mayor expansión en 2 años y de nuevo superando el crecimiento de 2.5% del componente privado, consistente con el fuerte gasto primario que mantiene el Gobierno. Las actividades del sector público, en tendencia, volvieron a ser las que más contribuyeron al crecimiento del ISE (Gráfico 2).

Dentro del componente privado de esta cadena se destaca el índice de ventas reales del comercio minorista, el cual se sigue expandiendo a tasas de dos dígitos y a sus mayores ritmos desde 3T25. Las ventas 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 2.3% en los ingresos reales del sector durante 2T26 y también mejoró en tendencia.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB crecieron 7% en junio, su menor crecimiento del 2026. La dinámica de las ventas externas no tradicionales sigue superando la de las exportaciones tradicionales. Las ventas externas tradicionales crecieron 5.9%, en particular las ventas externas de petróleo que lo hicieron 17.6%, favorecidas por los altos precios del petróleo. Por su parte, las

Variables de comercio internacional (PM3)

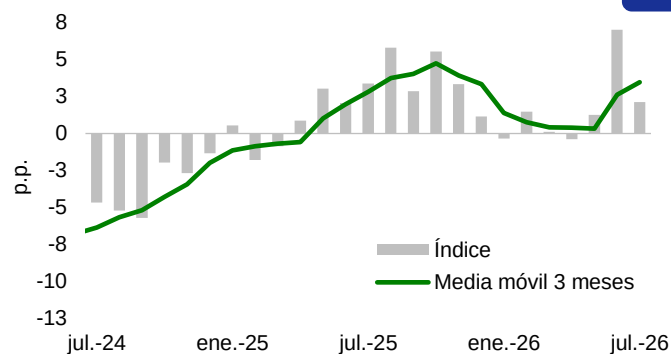
3



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Confianza conjunta de los agentes en Colombia*

4



Fuente: Fedesarrollo, Fenalco y Sectorial. Elaboración IE - BAC.
*Series estandarizadas desde enero de 2018 a la fecha actual. Incluye índices de confianza y percepción del consumidor y de empresas.

exportaciones no tradicionales crecieron 8%, aunque vienen perdiendo impulso.

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 8.8% de las exportaciones en junio. Esto deja el crecimiento de 2T26 en 7.1%, el más bajo desde 3T25 (Gráfico 3). Los volúmenes de bienes exportados durante el mismo mes cayeron 7.5%, completando 3 meses consecutivos de caídas que son consistentes con un menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales este año.

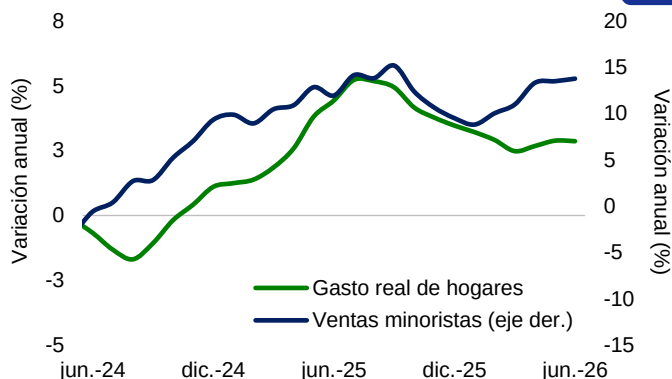
Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB registraron una expansión de 10.5% en mayo, con lo cual el crecimiento preliminar de 2T26 habría alcanzado 13.3%, superando ampliamente el 10.2% promedio de 1T26. Estos resultados se explicaron, una vez más, por las compras externas de bienes duraderos de consumo que crecieron 33.9%. Las importaciones de combustibles y de bienes de capital para la industria registraron crecimientos de 43.5% y 6.6%, respectivamente, aportando también positivamente a este desempeño agregado de las compras externas. En términos reales, las importaciones crecieron 13.3% y en tendencia el crecimiento preliminar de 2T26 sigue superando el promedio de 1T26 (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. Parte de esto se sustenta por el agotamiento natural del impulso de consumo total durante el primer semestre de este año, pero también a los efectos negativos sobre la economía que ha implicado el reciente terremoto en el país.

Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintas encuestas a hogares y empresas, repuntó en junio-julio y alcanzó máximos de los últimos 4 años (Gráfico 4), aunque claramente afectado por la temporada del mundial de fútbol y el reciente comportamiento de la tasa de cambio. Sin embargo, el promedio de 2026 sigue siendo inferior al registrado en 2025.

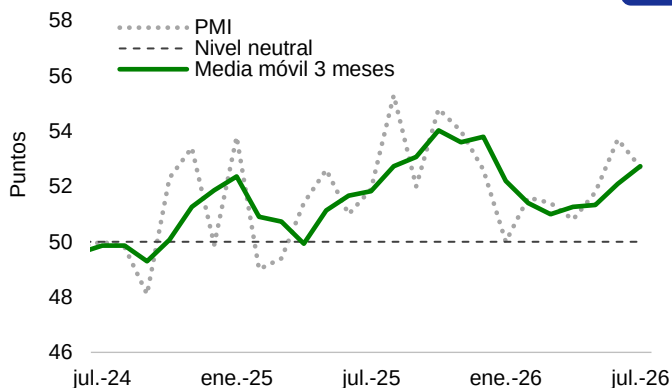
Las últimas cifras de gasto real de los consumidores, que tienen un menor rezago de publicación frente a otros indicadores, evidenciaron mejoras en 2T26 que son

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.

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, creció 2.9% en 2T26, superior al promedio de 2.5% de 1T26 (Gráfico 5), aunque persiste por debajo de sus ritmos de expansión de todo 2025.

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 preliminar del PMI en 3T26 se sitúa en 52.7 puntos, por encima del promedio de 52.1 puntos de 2T26.

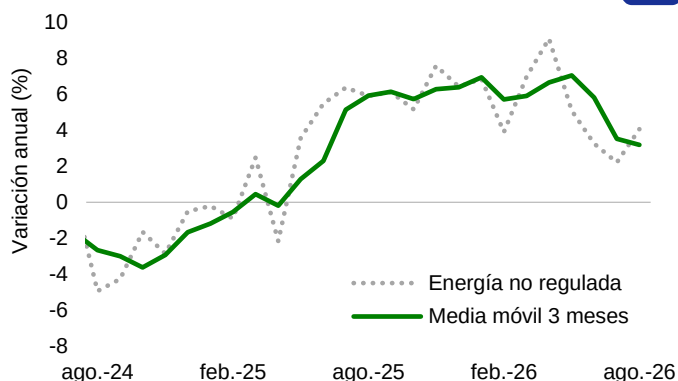
En contraste a todo lo anterior, la demanda de energía no regulada, otra buena variable *proxy* de inversión fija y consumo intermedio a tiempo real, está evidenciando en 3T26 un crecimiento inferior a los trimestres previos (Gráfico 7). En tendencia central, este indicador ratifica señales de desaceleración económica.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere crecimientos del ISE de 4.2% en junio. Así, **el crecimiento del PIB en 2T26 se habría acelerado hasta 3.7%**, muy por encima del 2.2% registrado en 1T26. Con las cifras aún escasas de 3T26, nuestro *Nowcast* anticipa una desaceleración de la actividad en julio hacia ritmos de 2.2% y una contracción de 0.6% en agosto (Gráfico 8).

Para todo 2026, **mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 2.1%**. Si bien las cifras de actividad en 2T26 superaron con creces los estimativos preliminares, las de 3T26 darían una sorpresa negativa por todos los factores descritos previamente, especialmente por el devastador terremoto de los primeros días de agosto. Además, 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

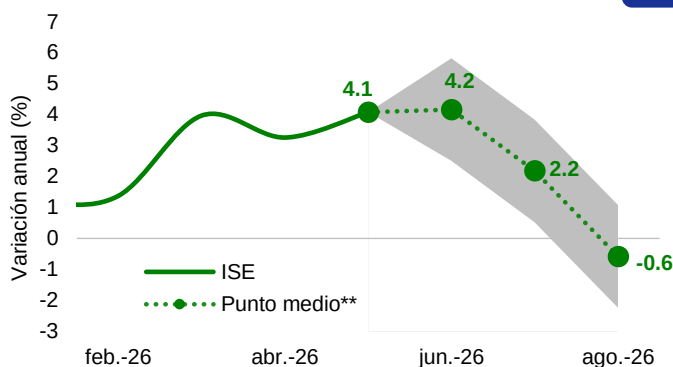
7



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 sigue en mínimos históricos y la tasa de ocupación persiste en niveles máximos desde 2018. En este entorno, la presión sobre la dinámica de los salarios reales se mantiene elevada, generando progresos en el ingreso disponible de los hogares, pero también presiones de costos para las empresas.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional se mantuvo prácticamente estable en junio en mínimos históricos de 8.2% (Gráfico 9). 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 en 9.5%. Esto sigue sugiriendo una brecha de empleo positiva que, técnicamente, presiona al alza la inflación salarial.

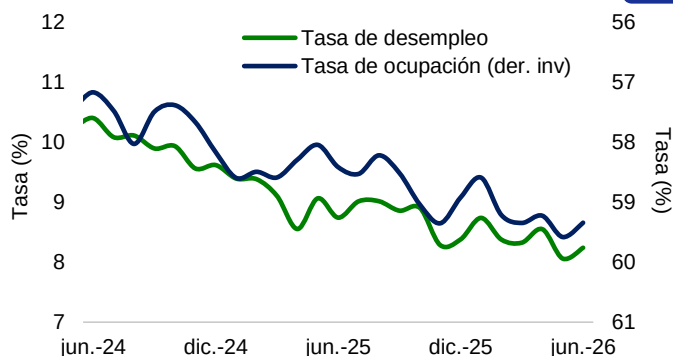
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo descendió hasta 8.2%, alcanzando mínimos desde diciembre pasado. Al igual que la tasa nacional, el desempleo urbano se mantiene por debajo de la tasa NAIRU que, según estimaciones del equipo técnico de BanRep, se ubica alrededor de 9.6%.

Tomando también las series con ajuste estacional, la tasa de ocupación se ubicó en 59.3% en junio y en tendencia permanece en máximos de los últimos 8 años, consistente con un desempleo históricamente bajo. En este entorno, la tasa global de participación se mantuvo en niveles altos de 64.7% y la tasa de inactividad se ubicó en 54.6%.

El acervo de ocupados en junio creció 3%, dejando el promedio de 2T26 en 3.3% y superando el promedio de 2.3% de 1T26. La generación de empleos de los sectores terciario y secundario sigue siendo muy alta, y durante el trimestre finalizado en junio crecieron sendos 4%. La ocupación del sector primario (sin minería), en contraste, se contrajo 0.5%.

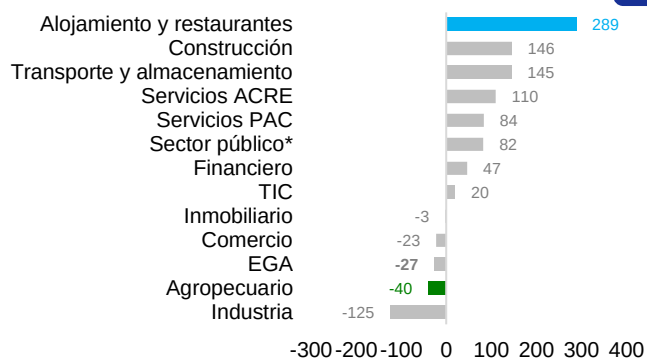
Por primera vez en el año, las actividades del sector público no hicieron parte de las que más empleo generaron. En el último mes, las actividades de

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 (jun-26)



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Administración pública y defensa, educación y atención de la salud humana.

alojamiento y servicios de comidas, seguido por el sector de construcción, y el de transporte y almacenamiento, fueron las que más generaron empleo en el último año, con un incremento anual de 580 mil ocupados entre los tres sectores. En contraste, la industria manufacturera y el sector agropecuario fueron los que más destruyeron empleo y registraron una reducción conjunta de 164 mil empleos (Gráfico 10).

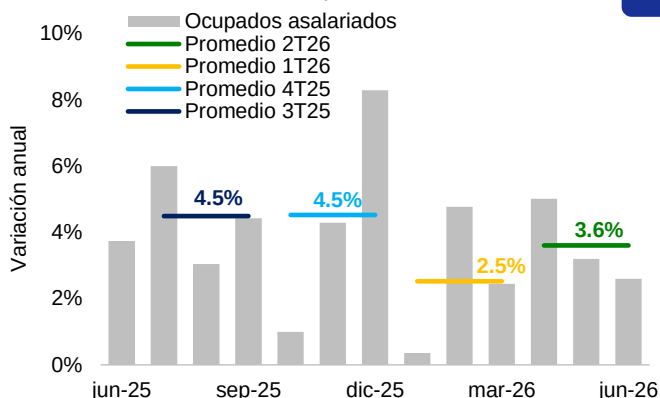
Apoyada por la fuerte demanda de trabajo del sector público y la dinámica de la actividad económica, la creación de empleos asalariados mostró una recuperación en 2T26 frente a los registros de 1T26 (Gráfico 11). En efecto, el crecimiento de los empleos asalariados en 2T26 se situó en 3.6%, superior al 2.5% del trimestre anterior y similar al ritmo promedio de 3.5% que traía durante 2025. Por su parte, la tasa de informalidad se redujo levemente hasta 54.7% y la demanda de empleo informal se ha debilitado en meses recientes. De hecho, apenas el 24% del empleo generado en mayo fue de 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 mayo, la inflación salarial viaja a ritmos de 12.3%, máximos no vistos desde mediados de 2023, lo que también equivale a un incremento del salario real de 6.5 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 38 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 un menor impulso del consumo total (especialmente del sector público), es de esperar que la demanda de trabajo muestre un debilitamiento hacia el año 2027. En la medida que esto ocurra, también es de esperar que la tasa de desempleo aumente. Por todo lo anterior, **mantenemos nuestra estimación de tasa de desempleo nacional promedio-año para 2026 en 8.2%.**

Evolución reciente del empleo asalariado

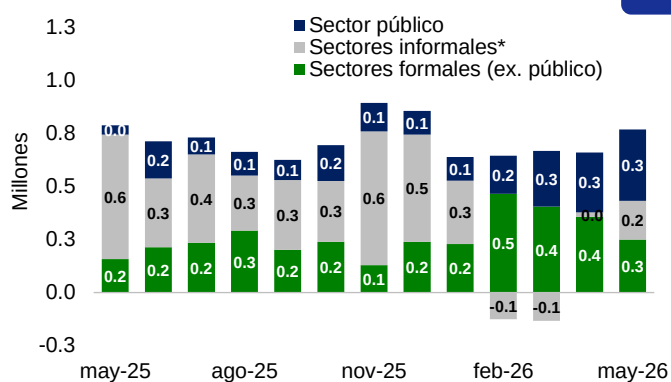
11



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio anual del empleo formal e informal

12

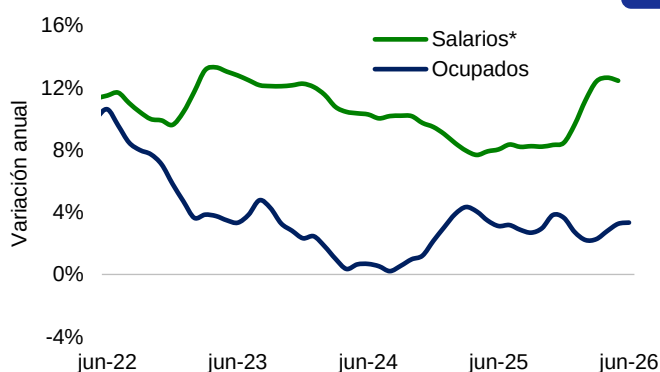


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 0.17% en julio, muy por debajo frente a las expectativas de los analistas que apuntaban a variaciones del orden de 0.31% en promedio y a nuestra estimación de 0.41%. No obstante, frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación estuvo en línea con el promedio histórico de 0.18% para el mismo mes y fue inferior a la variación mensual de 0.28% registrada en julio de 2025 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de -0.13%, la más baja de todos los componentes. La subcanasta de precios de alimentos perecederos registró una reducción de 0.82% por caídas importantes en los precios de plátanos, zanahorias y tomates. Por su parte, la subcanasta de alimentos procesados tuvo un incremento mensual de tan solo 0.07%, contenido en gran 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 0.41%. Las subcanastas que más contribuyeron a este resultado fueron el IPC de electricidad, que aumentó 2.29%, seguido del IPC de gas que hizo lo propio en 0.36%. En el caso de las tarifas de la energía eléctrica, la subida sigue obedeciendo a los mayores precios de la energía en bolsa que ya están incorporando los riesgos inherentes a la llegada del fenómeno de El Niño. Por su parte, el IPC de acueducto, alcantarillado y aseo se redujo 0.02%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.04%. A pesar del todavía dinámico gasto de los hogares, que ha mantenido presiones alcistas sobre la mayoría de los rubros de esta canasta de precios durante gran parte de 2026, la apreciación acumulada de la tasa de cambio ya está restando presiones a la inflación de este componente. Allí se destacan los incrementos mensuales del IPC de prendas de vestir y calzado (0.32%), y el IPC de muebles y electrodomésticos (0.21%). El contraste en esta canasta sigue siendo el IPC de vehículos, cuya variación mensual fue nuevamente negativa (-0.48%) y responde principalmente al comportamiento del tipo de cambio.

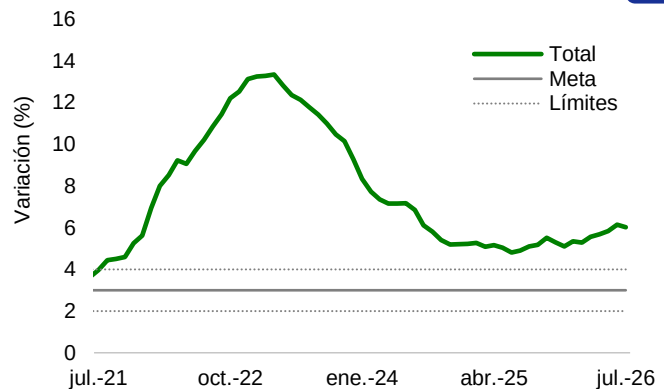
Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

						T1
		A	R	B	S	Total
Mensual	jul.-26	-0.13	0.41	0.04	0.24	0.17
	jul.-25	0.82	-0.10	0.02	0.30	0.28
Anual	jul.-26	5.82	6.44	3.24	6.96	6.03
	jun.-26	6.83	5.90	3.23	7.03	6.14
Cont.	jul.-26	0.88	1.11	0.61	3.40	6.03
	jun.-26	1.03	1.02	0.61	3.44	6.14
A/C	jul.-26	6.41	5.75	2.06	5.06	4.94
	jul.-25	5.65	4.71	1.44	4.04	4.03
Tendencia*		▲	▲	▲	▲	▲

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

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

Inflación al consumidor en últimos 5 años



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual de julio fue 0.24%. Dentro de las subcanastas que registraron un mayor aumento, se destaca el incremento de 1.63% del IPC de servicios domésticos, seguido por el IPC de restaurantes y hoteles (0.31%) y arriendos (0.23%). Por su parte, el IPC de pasajes aéreos cayó 4.95% en el último mes, afectado por la apreciación del tipo de cambio, seguido por el IPC de transporte intermunicipal y por el IPC de entretenimiento y alojamiento, que tuvieron variaciones negativas de 0.96% y 0.78%, respectivamente.

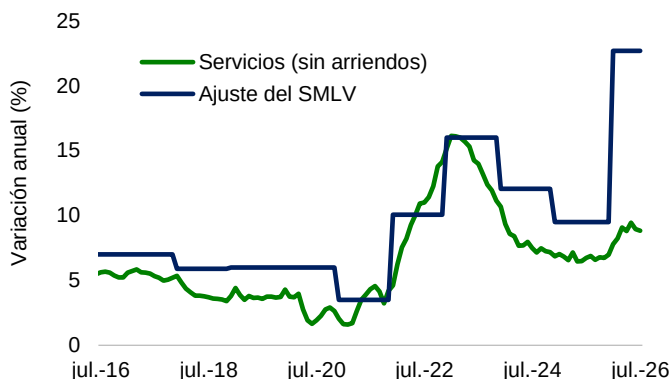
De esta forma, la inflación anual se moderó en julio hasta 6.03% (Gráfico 14). Esto podría estar altamente explicado por la desinflación cambiaria en 2026 que, como lo analizamos en un informe reciente, le estaría ahorrando al menos 0.8 p.p. a la dinámica de los precios al consumidor (ver “Ahorro inflacionario por efecto cambiario” en [CE – Julio 30 de 2026](#)).

La inflación del IPC de servicios se desaceleró, pero se mantiene como la más elevada dentro de las canastas por clasificación BanRep, viajando a ritmos anuales del orden de 6.96% (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 8.83% 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 1.8 p.p. durante el año en curso, efecto que podría agudizarse en el futuro cercano.

Al IPC de servicios le siguió el IPC de regulados, cuya inflación se aceleró hasta 6.44%, alcanzando su nivel más alto desde 2T25. La inflación del IPC de alimentos fue la que más se desaceleró y se ubicó en 5.82%, su menor nivel desde enero pasado. 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 3.24%, pero individualmente es su mayor nivel desde febrero de 2024. La tendencia de este subcomponente sigue siendo alcista y consistente con la fortaleza del gasto de los hogares, aunque compensada por la apreciación acumulada de la tasa de cambio.

Afectación del SMLV en el IPC de servicios

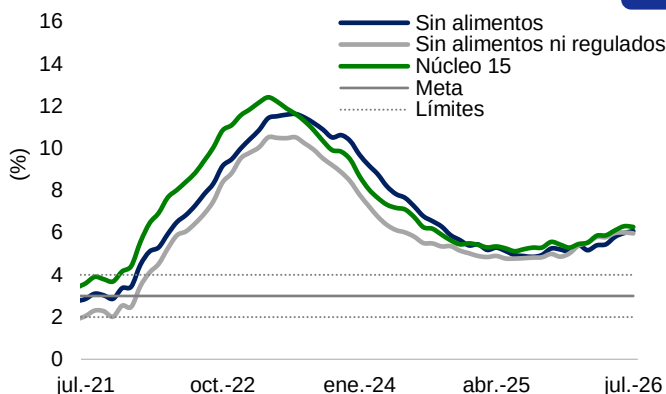
15



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

Principales medidas de inflación núcleo

16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se mantuvo estable en 6.1% y permanece en máximos desde agosto de 2024 y doblando la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 se desaceleró levemente hasta 6.27%, asimismo la inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió ligeramente hasta 5.96%. Por su parte, la inflación sin alimentos se aceleró hasta 6.07%. (Gráfico 16).

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 descendieron en julio hasta 5.49%, 4.13% y 3.34%, alcanzando mínimos del año. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES también se mantuvo en 6.22%. En contraste con lo anterior, las expectativas de cierre de 2026 y 2027 aumentaron hasta 6.7% y 5%, en ese mismo orden.

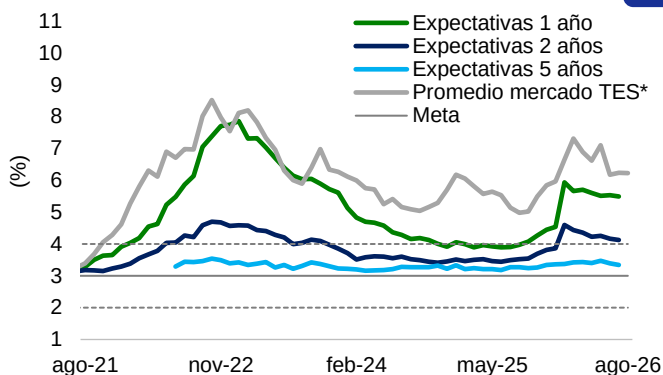
Bajo este contexto, **para agosto pronosticamos una variación mensual de 0.43% en el IPC, con lo cual la inflación se aceleraría hasta 6.29%**. A pesar de los riesgos alcistas que persisten sobre la dinámica de los precios, la desinflación generada por la apreciación del tipo de cambio ha sorprendido significativamente nuestros estimativos iniciales y podría implicar niveles de inflación más bajos en el futuro cercano.

En consecuencia, **revisamos a la baja nuestra proyección de inflación para el cierre de 2026 hasta 7%**, desde el anterior 7.2%. La incertidumbre alrededor de los efectos del terremoto, y sus impactos de corto plazo sobre los precios, es muy elevada. Posibles efectos alcistas asociados a disrupciones de oferta serían esperables en un momento inicial, pero posteriormente serían compensados por una menor demanda en las regiones más afectadas del país.

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

Expectativas de inflación analistas vs mercado

17

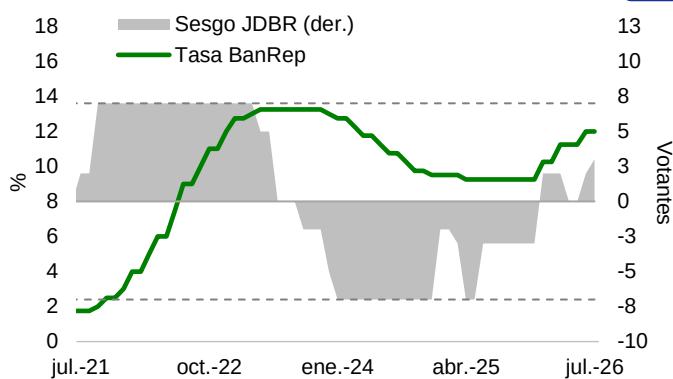


Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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.

Casi todos los argumentos de los miembros de la JDBR justificaban otro incremento de tasas de interés, algo que generó cierta confusión. Entre los más importantes: 1) la aceleración de la inflación; 2) las expectativas de inflación, que siguen elevadas y en algunos casos aumentando; 3) el favorable desempeño de la economía con una evidente fuerza de demanda; y 4) algunos riesgos al alza sobre la inflación, como el fenómeno de El Niño o el conflicto en Medio Oriente (MO).

Más allá del voto decisivo de un miembro de la JDBR que inclinó la balanza hacia estabilidad de tasas, así como el hecho de que la postura de BanRep sigue siendo muy restrictiva, el único argumento esgrimido por la JDBR para justificar la estabilidad de tasas fue el reciente comportamiento de la tasa de cambio (ver “Más allá del tipo de cambio” en [CE – Agosto 3 de 2026](#)). En ese sentido, BanRep anunció un programa de acumulación de reservas por USD 4,000 millones a través de opciones put, algo que luce adecuado dados los actuales bajos niveles del USDCOP y las favorables condiciones del mercado cambiario.

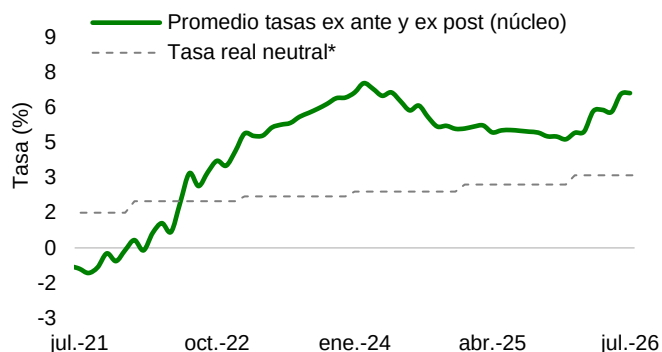
Dado el actual diagnóstico macroeconómico, el equipo técnico de BanRep revisó levemente al alza su estimación de crecimiento del PIB para 2026 desde 2.4% hasta 2.5%. Para el próximo año, ahora estima un crecimiento de 1.9%. En materia de inflación, el *staff* ahora proyecta 6.9% para el cierre de 2026, desde el 6.4% previo y para 2027 estima una inflación de 4.3%.

Bajo este contexto, la postura de política monetaria sigue siendo altamente restrictiva. El promedio de la tasa de interés real ex ante y ex post de política aumentó levemente en julio hasta 6.58%, la más alta desde febrero 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 se mantuvo en 7.2%, máximos que tampoco se observaban desde 2024.

La siguiente reunión de BanRep con decisión de tasas será en septiembre, **en la cual esperamos estabilidad en la tasa de referencia en 12%**. Teniendo en cuenta que la inflación cerraría 2026 en niveles más bajos frente a lo previsto, que la inflación núcleo ya alcanzó sus niveles máximos del año y que la demanda podría afectarse drásticamente por el terremoto, creemos que una postura aún más restrictiva en la política monetaria no sería necesaria. En ese sentido, y dados los riesgos al

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.

alza que todavía persisten sobre la inflación, no descartamos más aumentos de tasas de interés, pero ya no hasta los niveles de 13% que anticipábamos previamente.

De esta forma, **en nuestro nuevo escenario base ahora esperamos que el techo del actual ciclo de aumentos en la tasa de interés de BanRep sea 12.5%**. Dichos incrementos de tasas llegarían en las 2 últimas reuniones del año (octubre y diciembre), con sendos incrementos de 25 pbs. Sin embargo, al igual que lo resaltamos para la proyección de inflación, nuestra expectativa de tasas de interés también está sujeta a una elevada incertidumbre dada la actual coyuntura que atraviese el país como consecuencia del terremoto.

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 permanecen estables. 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 julio 2.8%, su menor crecimiento desde el pasado mes de enero (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.

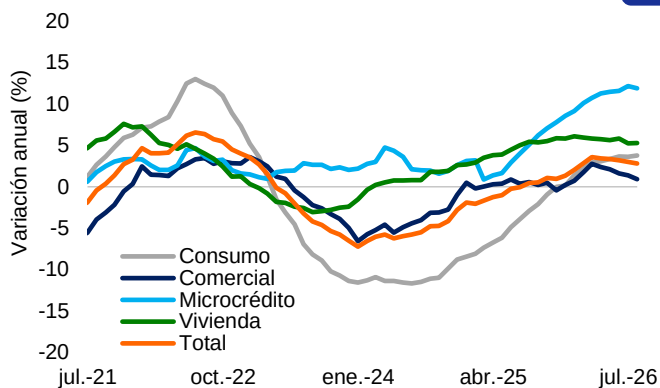
Por modalidades, las carteras de microcrédito y vivienda exhiben los mayores crecimientos con ritmos reales de 11.9% y 5.3%, respectivamente. La cartera de consumo, por su parte, registró un crecimiento real de 3.8% y en 3T26 estaría alcanzando su mejor resultado desde 4T22, apoyada por la sólida demanda de bienes durables de consumo. En contraste, la dinámica real de la cartera comercial volvió a desacelerarse hasta 0.9%, 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 7% en mayo, pero en tendencia es un menor ritmo de caídas si se compara con las registradas en 2025 (Gráfico 21).

Este comportamiento del saldo de la cartera vencida total se ha visto en todas las modalidades del crédito. De hecho, la cartera vencida de vivienda aumentó por primera vez en los últimos 7 meses y registró un crecimiento de 1.7% en mayo, seguido por microcrédito y la cartera comercial, en las cuales la cartera vencida

Crecimiento real de la cartera por modalidad

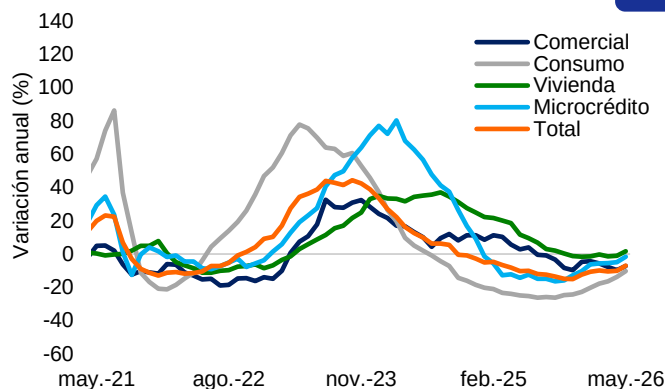
20



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

21



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

se contrae 1.7% y 7.2%, respectivamente. La cartera vencida de los créditos de consumo es la que registra la mayor variación negativa con tasas de -10.3%.

Por ahora el Indicador de Cartera Vencida (ICV) del sistema se mantiene estable en 3.8%, mínimos desde diciembre de 2022. El ICV de la modalidad de vivienda continúa siendo el más bajo (3%), seguido del ICV de la cartera comercial (3.1%), del ICV de consumo (5%) y el de la modalidad de microcrédito (6.5%). 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 1.9%, lo que contrasta con las caídas del orden de 2.7% anotadas en 2025. No obstante, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito habría registrado un promedio de 1.51% en 2T26 igualando su promedio histórico, algo no observado en los últimos 3 años.

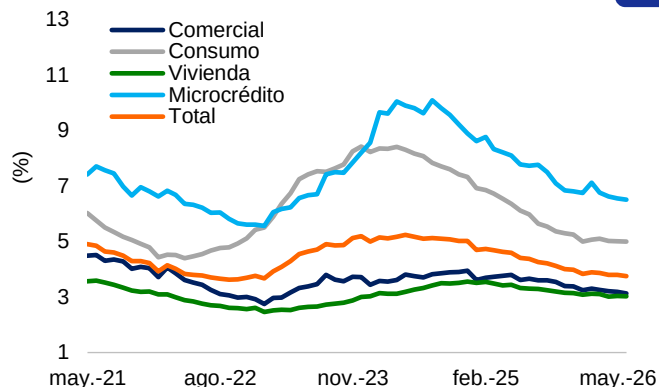
Por el lado de los agregados monetarios, los de menor liquidez, como el M2 y el M3, muestran en la actualidad crecimientos levemente superiores a los de alta rotación como el M1, en medio de una política monetaria contractiva por parte de BanRep, aunque se vienen desacelerando (Gráfico 23). El crecimiento de la base monetaria en julio fue 8.9%, donde sobresale la expansión de 12.1% 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 están aumentando hasta 17.13% en 3T26, superando los niveles de 16.53% en 2T26. Por su parte, el promedio de las tasas de captación en 3T26 se ubica en 9.11%, prácticamente estable frente a los niveles de 9.15% de 2T26.

La dinámica del crédito seguirá perdiendo impulso en el corto plazo como consecuencia de: 1) el endurecimiento de la política monetaria de BanRep; 2) un menor impulso fiscal, 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 0.1%,** luego de registrar crecimientos reales positivos en 2025.

Evolución calidad de la cartera por modalidad

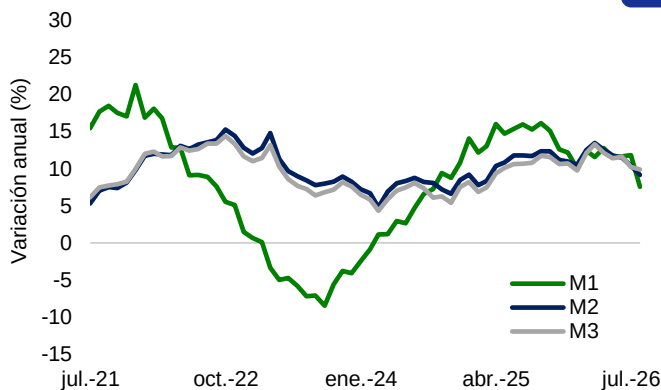
22



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

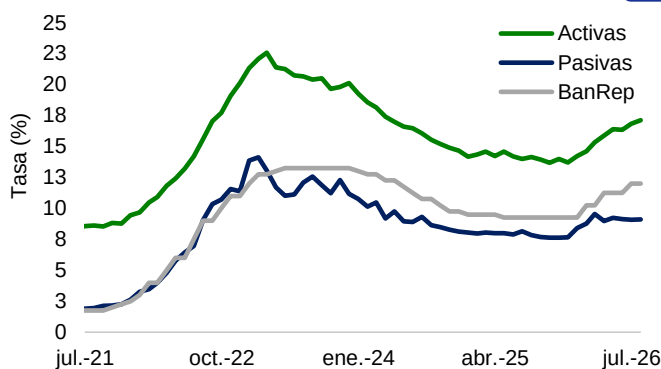
23



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 resiliencia en el crecimiento de los socios comerciales de Colombia ante el conflicto en MO, principalmente en las economías avanzadas, que han sido las que han enfrentado una mayor amenaza ante dicha coyuntura. La inflación permanece por encima de los objetivos de política monetaria y persisten riesgos al alza. Sin embargo, la transmisión de los mayores costos de producción sobre los precios al consumidor ha sido baja.

La mayor inflación externa de costos al productor parece estar estabilizando y todo apunta a que el choque se diluiría rápidamente hacia 2027 (Gráfico 25). En este entorno, el *pass-through* hacia los precios al consumidor continúa siendo relativamente bajo, aunque sigue implicando un sesgo alcista sobre las perspectivas de inflación global, la cual viaja a ritmos levemente superiores al 3% (Gráfico 26).

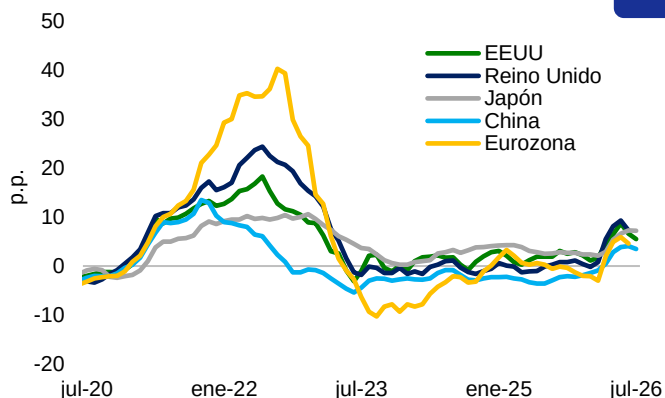
Bajo este contexto, los principales Bancos Centrales se mantienen en modo cautela. Aunque la mayoría de ellos no han aumentado sus tasas de interés recientemente, sí han sido enfáticos en estar listos para actuar en caso de ser necesario y en función de la posible materialización de algunos riesgos inflacionarios.

En EEUU, la Fed mantuvo estable su tasa de interés en julio, pero el tono del emisor se ha hecho decididamente más restrictivo. En nuestra opinión, dado el reciente comportamiento de la inflación y sus perspectivas de corto plazo, sumado al buen balance del mercado laboral en EEUU y una actividad económica resiliente, no descartamos 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 3T26 están dando cuenta de una recuperación, tras la incertidumbre generada por el conflicto en MO durante 2T26. En el balance, las economías europeas y la de EEUU han sido las que evidencian una mayor resiliencia. Por su parte, China parece estar perdiendo impulso (Gráfico 27).

Inflación del IPP en las principales economías

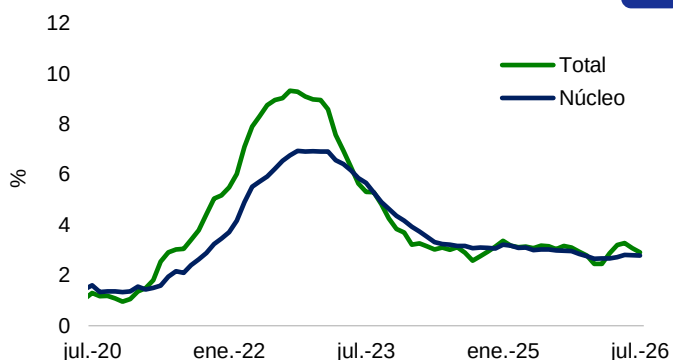
25



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Dinámicas de la inflación total y núcleo mundial*

26



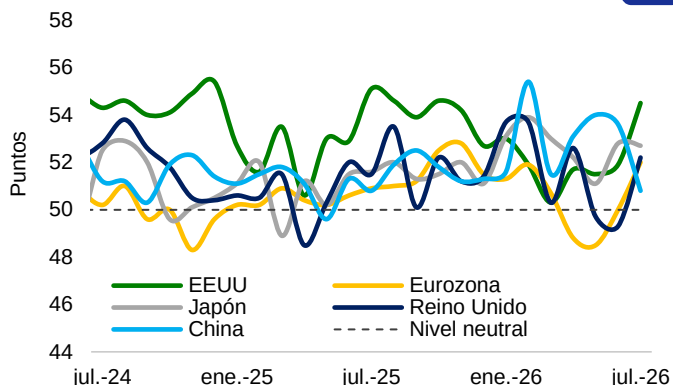
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

El crecimiento del PIB de las economías de LATAM habría sido de 1.5% 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 28). Las economías de Colombia, Perú y México habrían liderado el crecimiento de la región con expansiones de 3.7%, 2.8% y 1.8%, respectivamente, seguidas por las economías de Argentina y Brasil, que habrían crecido sendos 1%. Por su parte, la economía chilena sería la que más se estaría desacelerando y su PIB habría registrado una variación de 0% en 2T26.

Evolución PMI compuesto en economías grandes

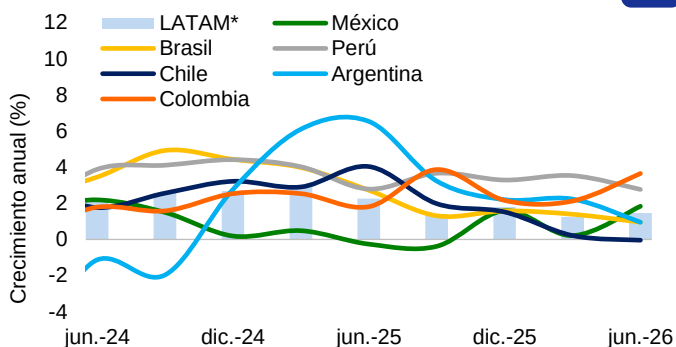
27



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.

Proyecciones Económicas

	2024	2025(p)	2026(p)	2027(p)	
Demanda agregada					
PIB (%)	1.6	2.6	2.1	1.8	↑
Consumo privado (%)	1.6	3.5	2.9	1.5	↓
Gasto público (%)	0.7	8.4	6.3	1.8	↑
Inversión fija (%)	3.2	1.2	-2.0	8.4	↑
Demanda interna (%)	2.0	3.8	2.5	2.8	↑
Exportaciones (%)	2.5	1.9	1.9	0.3	↓
Importaciones (%)	4.4	8.6	3.5	4.8	↑
Agropecuario (%)	8.0	3.1	0.6	1.8	
Comercio (%)	1.4	4.7	2.3	1.5	↓
Construcción (%)	1.9	-2.7	-4.0	4.6	↑
Financiero (%)	0.4	2.8	3.3	2.8	↑
Industria (%)	-2.1	1.9	2.9	4.5	↑
Minería (%)	-5.0	-6.6	1.2	-1.2	
Inflación (final del periodo %)	5.2	5.1	7.0	5.7	↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	9.50	9.25	12.50	12.00	↓
DTF EA (promedio año %)	10.2	9.0	10.5	12.4	↓
IBR overnight EA (promedio año %)	11.4	9.3	11.4	12.4	↓
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	11.7	12.8	12.0	11.5	↓
Tasa de desempleo nacional (%)	10.2	8.9	8.2	8.7	
Tasa de cambio (promedio anual)	4074	4054	3425	3320	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	4402	3707	3225	3425	↓
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.
