



Coyuntura económica Macroeconomía

Resiliencia en un mundo de incertidumbre

Septiembre 16 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

El crecimiento del PIB en 2T26 se aceleró significativamente y alcanzó su ritmo de expansión más alto desde 3T25. Buena parte de este resultado se explicó, una vez más, por el fuerte ritmo de gasto público que trae la economía desde finales de 2024. Los datos preliminares de 3T26 sugieren una fuerte desaceleración de la actividad. En su totalidad, lo anterior responde al reciente terremoto en el país y sus consecuentes afectaciones tanto en el gasto privado como en la infraestructura física-productiva. A esto se suma un ajuste natural del ciclo asociado tras el impulso en consumo total de trimestres previos.

Los principales indicadores laborales siguen mejorando y las condiciones del mercado laboral permanecen apretadas. La tasa de desempleo se estabilizó en mínimos históricos y la tasa de ocupación persiste en máximos desde 2018, donde la generación de empleo del sector público ha sido muy elevada. En este entorno, la presión sobre la dinámica de los salarios reales se mantiene alta, generando mejoras en el ingreso disponible de los hogares, pero también presiones de costos para las empresas.

La inflación anual se aceleró en agosto y alcanzó máximos desde julio de 2024. Las presiones inflacionarias de oferta y demanda se han intensificado, compensadas en parte por la desinflación cambiaria. La inflación núcleo aumentó y sigue doblando el objetivo de 3% de BanRep, al tiempo que las expectativas de inflación continúan muy desancladas. Según su calendario de política monetaria, BanRep no tomó decisiones de tasas de interés en agosto.

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 al ciclo, pero en el balance se mantienen bajo control. Las tasas de interés activas y pasivas se han estabilizado recientemente, en línea con las decisiones de política monetaria de BanRep.

La información disponible de 3T26 en el frente externo sugiere resiliencia en el crecimiento de los socios comerciales de Colombia. La inflación mundial permanece por encima de los objetivos de política monetaria y los riesgos al alza se han intensificado. En EEUU, la actividad económica y el mercado laboral muestran una fortaleza notable, en medio de crecientes presiones alcistas sobre la inflación. Es altamente probable que la Fed aumente los tipos de interés en su reunión de septiembre.

Actividad económica

Tal como lo habíamos anticipado, el crecimiento del PIB se aceleró significativamente en 2T26 hasta 3.5%¹, muy por encima del 2.2% de 1T26 y la expansión más alta desde 3T25. Una vez más, este resultado se explicó por el fuerte ritmo de gasto público que trae la economía desde finales de 2024, consistente con una postura fiscal altamente expansiva. Pese a lo anterior, aislando este efecto del gasto público, el crecimiento del PIB en 2T26 fue de apenas 1.5%, lo que refleja un pobre dinamismo del sector privado en la economía que es coherente con una tasa de inversión que persiste en mínimos históricos.

El consumo de los hogares mantuvo un buen dinamismo en 2T26, pero sus crecimientos se están moderando. Por su parte, la inversión tuvo un leve repunte sustentado por su componente de maquinaria y equipo, altamente favorecido por el mayor gasto en insumos de capital importados que ha suscitado la fuerte apreciación del tipo de cambio (ver “Fuerza tricolor en medio del dolor” en [CE – Agosto 20 de 2026](#)).

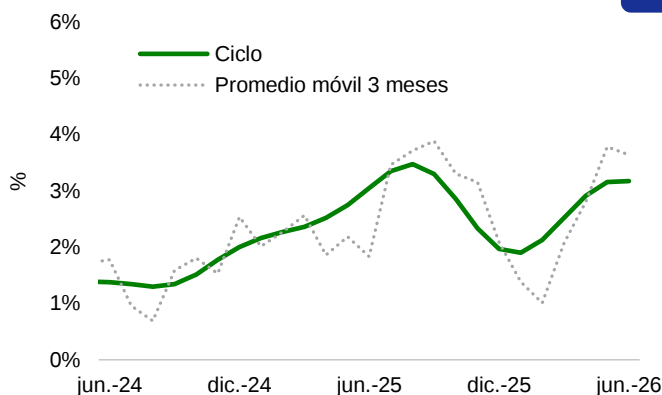
Las cifras preliminares de 3T26 sugieren ritmos de expansión de la economía muy inferiores a los de 2T26. Como lo analizamos al detalle en un informe reciente, lo anterior se explica en gran medida por las afectaciones que generó el terremoto del pasado mes de agosto sobre la infraestructura física del país y la dinámica del gasto interno (ver “Avanzar y no olvidar” en [CE – Septiembre 14 de 2026](#)). A lo anterior se suma el agotamiento natural del impulso en el consumo total de trimestres previos.

Bajo este contexto, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió en junio 3.5% en su serie original. En su componente cíclico, el ISE evidenció un crecimiento de 3.2% en el último mes, mientras que el promedio móvil de los últimos 3 meses marcó un crecimiento de 3.6% (Gráfico 1).

El ISE de la cadena **primaria** sigue siendo el más rezagado entre las principales ramas de actividad, registrando una expansión en junio de apenas 0.6% y dejando su promedio de 2T26 en -0.4%. Las actividades del sector minero-energético (petróleo y carbón) vienen

Tendencia central del ISE en últimos dos años

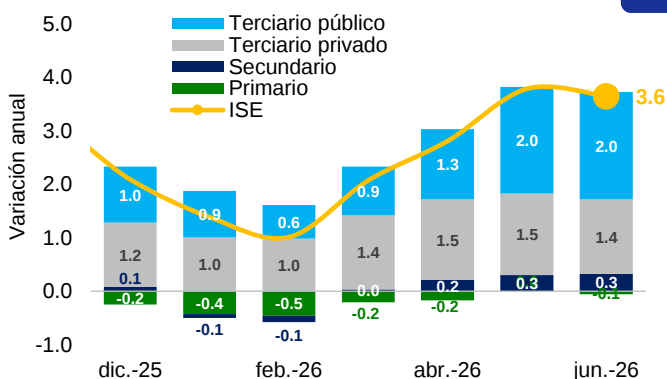
1



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.

¹ De aquí en adelante, todas las tasas de crecimiento a las que haremos referencia son variaciones anuales, excepto en los casos donde se especifique lo contrario.

mostrando una leve recuperación, aunque en el balance sus tasas de crecimiento persisten en terreno negativo. El sector agropecuario se sigue deteriorando, en particular su componente de cultivos agrícolas, lo que se compensa parcialmente por una mejor dinámica en la producción cafetera. La ganadería mantiene un desempeño favorable, principalmente el subsector porcícola. Aunque la ganadería sigue aportando positivamente a esta rama de actividad, sus ritmos de crecimiento continúan siendo inferiores a los de 2025.

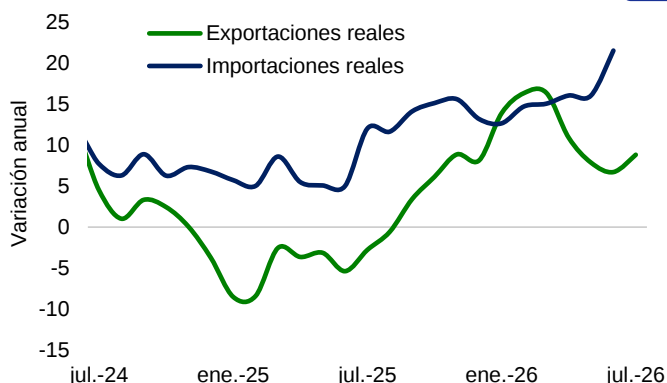
El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y a la formación bruta de capital fijo, registró un crecimiento de 3.2% en junio. Así, el crecimiento promedio de 2T26 fue 2.1%, el más alto desde 3T25. La producción del subsector industrial-manufacturero explica en su mayoría este buen 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, aunque también muestra señales de recuperación que se concentran en su totalidad en el componente de obras civiles. El deterioro en el segmento de edificaciones continúa siendo considerable.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en bienes y servicios, registró un crecimiento de 4.3% en el último mes de información y dejó el promedio de 2T26 en 4.9%, el más alto entre las principales cadenas productivas. Su componente público creció 8%, de nuevo superando el crecimiento de 3% del componente privado, consistente con el fuerte gasto primario que mantiene el Gobierno. Los servicios ligados al sector público, en tendencia, volvieron a ser los 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 explicaron buena parte de este comportamiento, apoyadas por la apreciación de la tasa de cambio, mejoras del ingreso disponible de los hogares y el impulso de mitad de año asociado al mundial de fútbol. Las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS), que mide el consumo en servicios de los hogares, mostraron un crecimiento de 3.5% en los ingresos reales del sector durante 2T26, su mayor expansión desde 4T23.

Variables de comercio internacional (PM3)

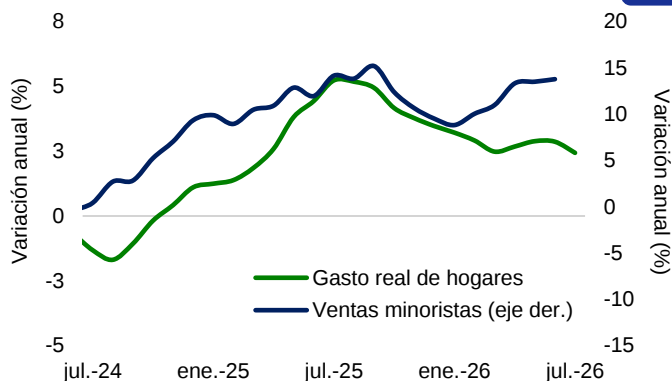
3



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

4



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

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB crecieron 5.9% en julio, su menor crecimiento del 2026. La dinámica de las ventas externas no tradicionales fue superada por la de las exportaciones tradicionales que crecieron 6.8%, en particular las exportaciones de petróleo que crecieron 13.5% y siguen favorecidas por los altos precios del petróleo. Por su parte, las exportaciones no tradicionales crecieron 5.1% y continúan perdiendo impulso.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas totales, nuestros cálculos sugieren un crecimiento real de 12.2% de las exportaciones en julio (Gráfico 3). Sin embargo, los volúmenes de bienes exportados durante el mismo mes cayeron 10.3%, completando 4 meses consecutivos de contracciones que son consistentes con las mayores trabas en el comercio internacional del último año y ciertas afectaciones en sectores transables de la economía local.

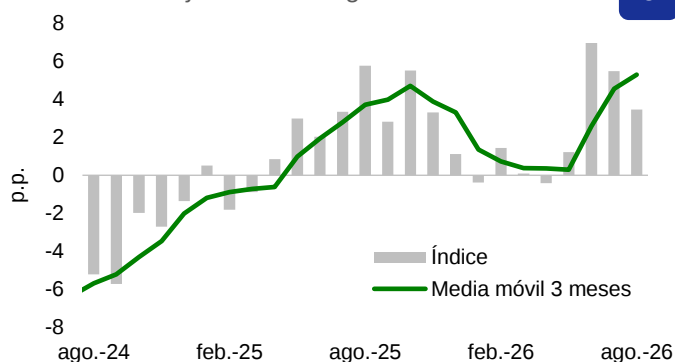
Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB registraron una expansión de 26.4% en junio, con lo cual el crecimiento de 2T26 fue 17.7% y alcanzó máximos desde 3T22. Estos resultados se explicaron, una vez más, por las compras externas de bienes duraderos de consumo que crecieron 44.1%. Las importaciones de combustibles y de bienes intermedios para la industria registraron crecimientos de 71.8% y 15.5%, respectivamente, aportando también a este desempeño de las compras externas. En términos reales, las importaciones crecieron 31.2% en 2T26 y superaron ampliamente 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 de forma importante. Parte de esto se sustenta por el agotamiento natural del impulso en el consumo total durante el primer semestre de este año, pero también por los efectos negativos del terremoto de agosto en la capacidad productiva del país.

Las últimas cifras de gasto real de los consumidores, que tienen un menor rezago de publicación frente a otros indicadores de consumo, vienen evidenciando un menor dinamismo en 3T26. En efecto, el consumo real de los hogares, según cifras de RADDAR, crece preliminarmente 1.8% en 3T26, por debajo del promedio de 2.9% de 2T26 (Gráfico 4) y alcanzando su menor crecimiento desde 4T24. Asimismo, nuestro índice

Confianza conjunta de los agentes en Colombia*

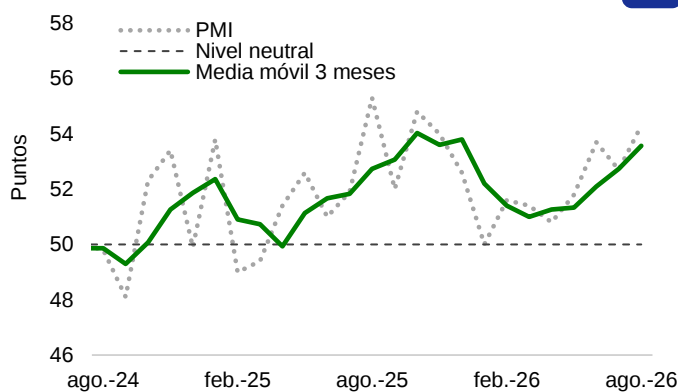
5



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

Evolución del PMI manufacturero en Colombia

6



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintas encuestas a hogares y empresas, cayó en agosto a sus niveles más bajos de los últimos 3 meses y apunta a una desaceleración del gasto privado en el corto plazo (Gráfico 5).

En contraste con lo anterior, el PMI manufacturero, que es un índice adelantado de actividad secundaria, sugiere mejoras en la industria de cara a 3T26. En efecto, el promedio preliminar se sitúa en 53.5 puntos, por encima del promedio de 52.1 puntos de 2T26 (Gráfico 6). Esto es consistente con las recientes tendencias de la industria y la inversión fija de maquinaria y equipo, muy favorecidas por el comportamiento de la tasa de cambio.

Por su parte, la demanda de energía no regulada, otra buena variable proxy de inversión fija y consumo intermedio a tiempo real, mantiene en 3T26 una dinámica muy por debajo frente a los trimestres previos, afectada principalmente por la fuerte caída del mes de agosto (Gráfico 7). En tendencia central, este indicador también ratifica señales de desaceleración económica.

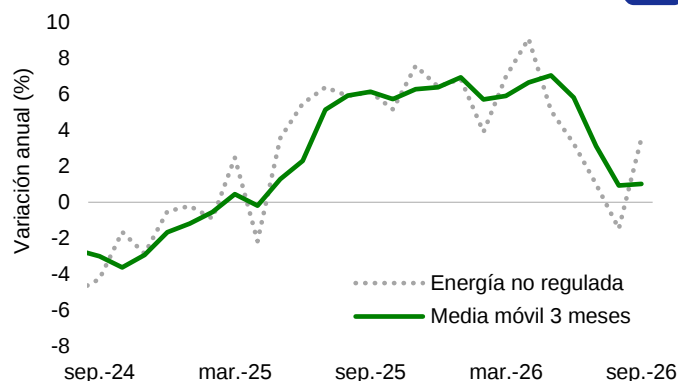
Teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento del ISE de 1.5% en julio, por debajo del registro de junio. Con cifras aún escasas, nuestro *Nowcast* anticipa una contracción de la actividad en agosto de 0.6%, producto de las afectaciones del terremoto sobre la actividad, y un rebote en septiembre a expansiones del orden de 2.1% (Gráfico 8). Así, **el crecimiento del PIB en 3T26 se estaría desacelerando hacia ritmos de 1%**, muy por debajo del 3.5% de 2T26.

Para todo 2026, **mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 2.1%**. Esta perspectiva implica una fuerte desaceleración de la economía durante el segundo semestre hacia ritmos de 1.5%, consistente con: 1) los efectos del terremoto en agosto y una pérdida de tracción del consumo total; y 2) otros riesgos de corto plazo de demanda (inflación y tasas de interés más altas) y especialmente de oferta (fenómeno de El Niño).

El mayor gasto público contracíclico para enfrentar los menesteres del terremoto compensará en parte esta desaceleración económica. No obstante, creemos que sus primeros efectos comenzarán a sentirse sólo hacia finales de 2026, pero en particular durante 2027.

Demanda total de energía no regulada

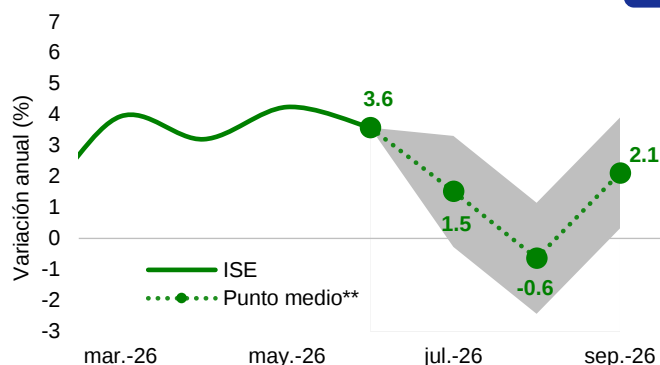
7



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 continúan mostrando mejoras y las condiciones del mercado laboral permanecen apretadas. La tasa de desempleo se estabilizó en mínimos históricos y la tasa de ocupación persiste en niveles máximos desde 2018, donde la generación de empleo del sector público ha sido elevada. En este entorno, la presión sobre la dinámica de los salarios reales se mantiene alta, generando aumentos 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 8.3% en julio, estable frente a meses previos (Gráfico 9). El desempleo nacional completó más de 1 año por debajo de sus niveles no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales estimamos alrededor de 9.5%. Esto sigue sugiriendo una brecha de empleo positiva que, técnicamente, presiona al alza la inflación salarial.

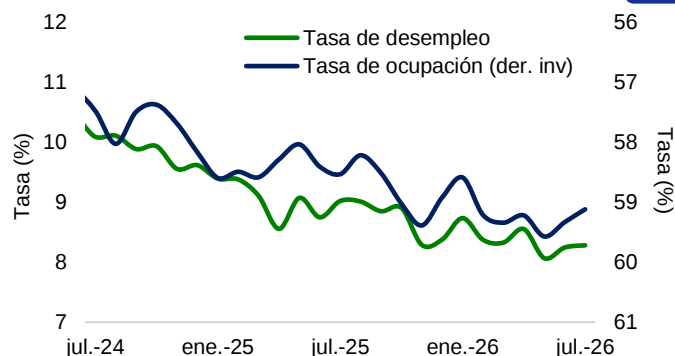
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo aumentó levemente hasta 8.4%. No obstante, al igual que la tasa nacional, el desempleo urbano se mantiene por debajo de la tasa NAIRU que, según estimaciones del equipo técnico de BanRep, se ubica alrededor de 9.6%.

Tomando también las series con ajuste estacional, la tasa de ocupación se redujo tenuemente en julio hasta 59.1%, pero en tendencia permanece en máximos de 8 años que es consistente con un desempleo históricamente bajo. En este entorno, la tasa global de participación se mantuvo en niveles altos de 64.5% y la tasa de inactividad se ubicó en 55.1%.

El acervo de ocupados en julio creció 2.4%, inferior al promedio de 3.3% de 2T26. La generación de empleos de los sectores terciario y secundario sigue siendo alta, y durante el trimestre finalizado en julio crecieron 4.3% y 4.1%, respectivamente. La ocupación del sector primario (sin minería), en contraste, se sigue deteriorando y se contrajo 2.7%.

Las actividades del sector público nuevamente hicieron parte de las que más empleo generaron. Con corte a julio, las actividades de administración pública, comercio y

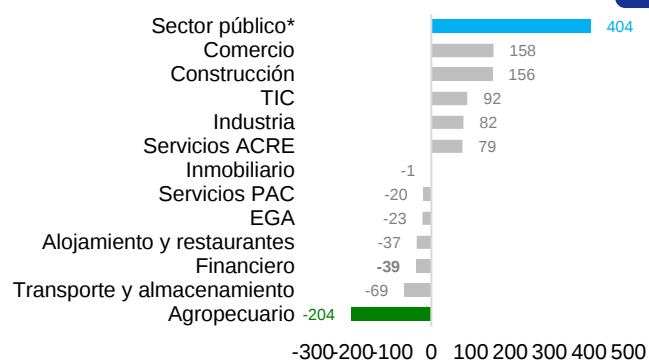
Principales indicadores del mercado laboral*



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Creación anual de empleos por sector (jul-26)



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

construcción, fueron las que más generaron empleo en el último año, con un incremento anual de 718 mil ocupados entre los tres sectores. En contraste, el sector agropecuario fue el que más destruyó empleo y registró una reducción de 204 mil empleos (Gráfico 10).

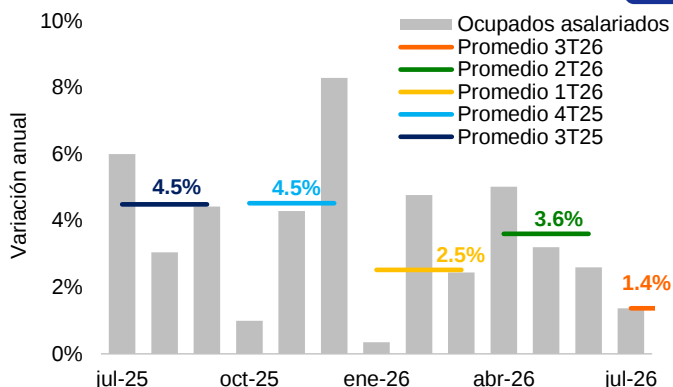
La creación de empleos asalariados se viene desacelerando en 3T26 frente a los registros de trimestres previos (Gráfico 11). En efecto, el crecimiento de los empleos asalariados se sitúa en 1.4%, inferior al 3.6% del de 2T26. Si bien la tasa de informalidad continuó descendiendo hasta 54.5% en junio, la demanda de empleo informal sigue en aumento. De hecho, el 25% del empleo generado en promedio durante 2T26 fue de sectores que históricamente demandan empleo informal (Gráfico 12).

Bajo este contexto, la dinámica de los salarios nominales sigue alta (Gráfico 13). Al corte de junio, la inflación salarial fue de 12.7%, máximos no vistos desde 2023, lo que también equivale a un incremento del salario real de 6.5%. Así, la inflación de los salarios reales completó 39 meses consecutivos en terreno positivo y continúa apoyando el gasto de los consumidores vía mejoras en el ingreso disponible de los hogares.

Esperamos que esta fortaleza del mercado laboral persista en el corto plazo. Sin embargo, en medio de una desaceleración económica prevista para más adelante este año y 2027, es de esperar que la demanda de trabajo muestre un debilitamiento en el futuro cercano. 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

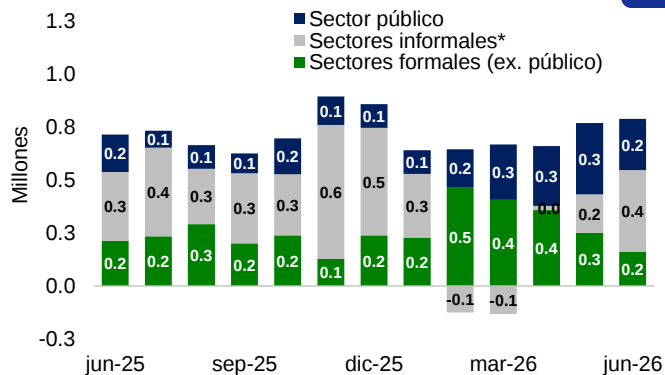
11



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio anual del empleo formal e informal

12

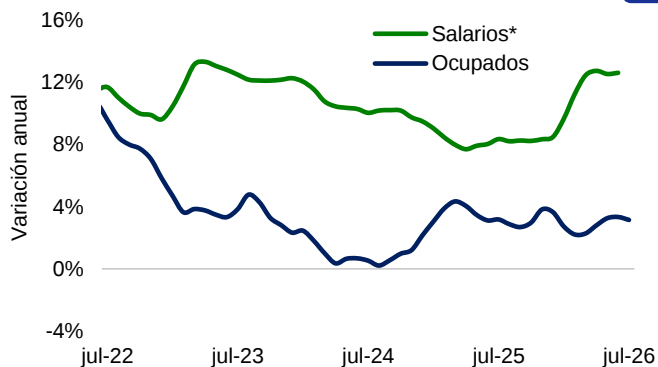


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 0.39% en agosto, superando las expectativas de los analistas que apuntaban a variaciones del orden de 0.29% en promedio. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación también fue superior al promedio histórico de 0.18% para el mismo mes y a la variación mensual de 0.19% registrada en agosto de 2025 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.71%, la más alta de todos los componentes. La subcanasta de precios de alimentos perecederos registró un aumento de 2.45%, afectada por disrupciones de oferta generadas tras el terremoto de agosto y algunas complicaciones de orden público que afectaron el transporte de alimentos. Por su parte, la subcanasta de alimentos procesados tuvo un incremento mensual de 0.2%, contenido en buena medida por la apreciación del tipo de cambio y el bajo 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 0.1%. La subcanasta que más contribuyó a este resultado fue el IPC de electricidad, el cual aumentó 2.33% y ha comenzado a incorporar los mayores precios de la energía en bolsa que está generando el fenómeno de El Niño. Por su parte, el IPC de acueducto, alcantarillado y aseo se redujo 1.33%, seguido por los precios del gas que cayeron 1.29% y siguen favorecidos por la apreciación cambiaria.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de 0.21%. Allí se destacan los incrementos mensuales del IPC de productos de aseo y cuidado personal (0.66%), seguido por el IPC de bebidas alcohólicas (0.41%) y el IPC de muebles y electrodomésticos (0.31%). El contraste en esta canasta sigue siendo el IPC de vehículos, cuya variación mensual fue nuevamente negativa (-0.24%) y responde principalmente al comportamiento de la tasa de cambio.

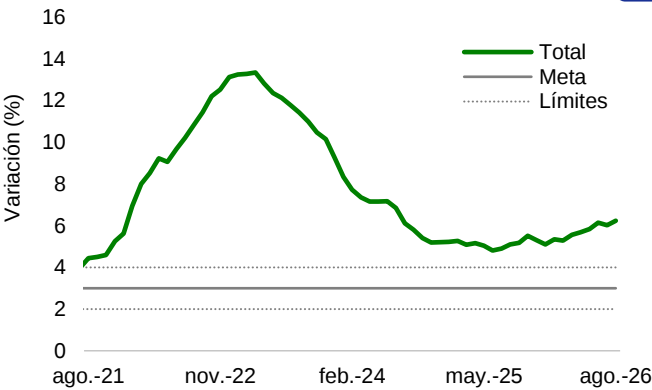
En el caso del IPC de servicios, la variación mensual de agosto fue 0.44%. Dentro de las subcanastas de este componente se destaca el incremento de 4.88% en el IPC de pasajes aéreos, seguido por el aumento de 1.35% del

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

						T1
		A	R	B	S	Total
Mensual	ago.-26	0.71	0.10	0.21	0.44	0.39
	ago.-25	0.45	-0.21	0.17	0.25	0.19
Anual	ago.-26	6.10	6.76	3.28	7.17	6.24
	jul.-26	5.82	6.44	3.24	6.96	6.03
Cont.	ago.-26	0.92	1.17	0.62	3.50	6.24
	jul.-26	0.88	1.11	0.61	3.40	6.03
A/C	ago.-26	7.17	5.85	2.28	5.52	5.35
	ago.-25	6.13	4.49	1.62	4.30	4.22
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.

IPC de telefonía, internet y TV, y de 0.46% en el IPC de servicios domésticos. El IPC de arrendamientos tuvo una variación mensual de 0.38%, superando el registro de un año atrás y reflejando alguna presión adicional por cuenta de la menor oferta de viviendas para arrendamiento en las ciudades más afectadas por el terremoto.

De esta forma, la inflación anual se aceleró en agosto hasta 6.24%, alcanzando máximos no vistos desde julio de 2024 (Gráfico 14). Las presiones de oferta y demanda se intensificaron en el último mes, si bien continúan parcialmente compensadas por la desinflación cambiaria en 2026. Como lo analizamos en un informe reciente, la apreciación del tipo de cambio este año 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](#)).

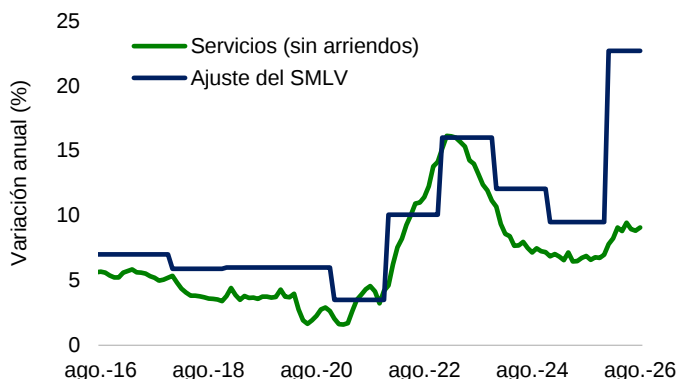
La inflación del IPC de servicios fue la que más contribuyó a la aceleración de la inflación total, manteniéndose como la más elevada dentro de las canastas por clasificación BanRep a ritmos anuales del orden de 7.17% (Tabla 1). Teniendo en cuenta la fuerte dependencia de muchos precios de esta canasta al salario mínimo, y aislando la fuerte concentración sobre este subíndice del IPC de arrendamientos, la inflación del IPC de servicios se ubicó en 9.08% y persiste en sus niveles más altos desde principios de 2024. Frente al cierre de diciembre de 2025 (7%), lo anterior implica un fuerte incremento de 2.1 p.p. durante el año en curso, efecto asociado en su totalidad al ajuste del salario mínimo para 2026 (Gráfico 15).

Al IPC de servicios le siguió el IPC de regulados, cuya inflación se aceleró hasta 6.76%, alcanzando su nivel más alto desde comienzos de 2025. La inflación del IPC de alimentos también se aceleró y se ubicó en 6.1%, explicada principalmente por el aumento de los precios de alimentos perecederos que explicamos anteriormente. La inflación del IPC de bienes (sin alimentos ni regulados), si bien se mantuvo como la más baja en relación al resto de componentes, se aceleró hasta 3.28% y alcanzó su mayor nivel desde febrero de 2024. La tendencia de este subcomponente sigue siendo consistente con la fuerte dinámica del gasto de los hogares, aunque compensada en parte por la apreciación de la tasa de cambio.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se aceleró hasta 6.3%, su nivel más

Afectación del SMLV en el IPC de servicios

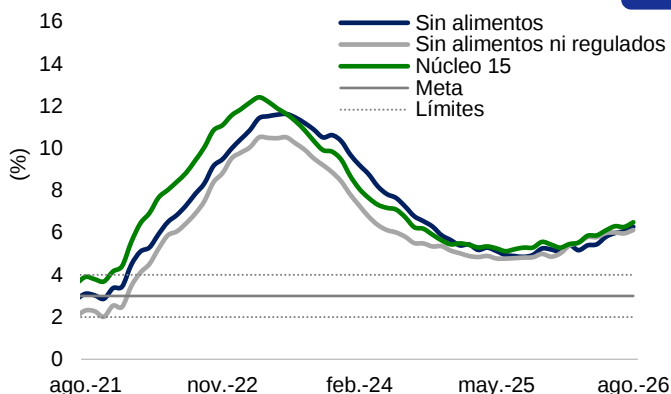
15



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

Principales medidas de inflación núcleo

16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

alto desde agosto de 2024 y doblando la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 se aceleró hasta 6.49% y la inflación sin alimentos hizo lo propio hasta 6.28%. Por su parte, la inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, aumentó hasta 6.12% (Gráfico 16).

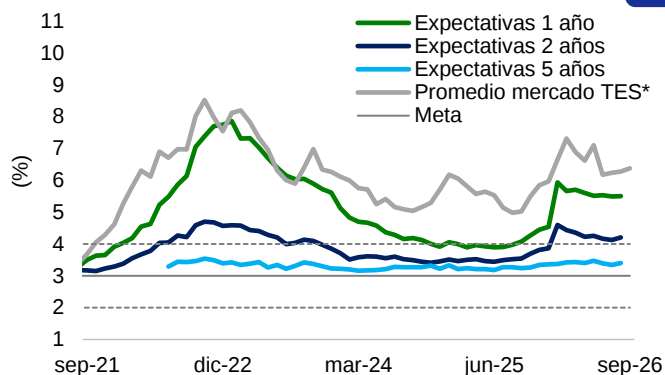
Las expectativas de inflación, en el balance, aumentaron en el último mes y siguen muy desancladas de la meta en los distintos horizontes de política monetaria (Gráfico 17). De acuerdo con las encuestas realizadas a los analistas, las expectativas a horizontes de 1, 2 y 5 años alcanzaron niveles de 5.5%, 4.21% y 3.4%. El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES a 1, 5 y 10 años se incrementó hasta 6.37%. Por su parte, las expectativas de cierre de 2026 y 2027 aumentaron hasta 6.63% y 5.11%, respectivamente.

Bajo este contexto, **para septiembre pronosticamos una variación mensual de 0.31% en el IPC, con lo cual la inflación permanecería relativamente estable en niveles de 6.23%**. Los riesgos de corto plazo para la inflación siguen siendo alcistas, especialmente por factores de oferta asociados al terremoto (algunos ya se habrían absorbido en agosto) y al fenómeno de El Niño, el cual se intensificará con fuerza en 4T26. En consecuencia, **mantenemos nuestra proyección de inflación para el cierre de 2026 en 7%**.

Según su calendario de 2026, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) no tomó decisiones de tasas de interés durante el mes de agosto y la tasa de referencia permaneció en 12%. **La siguiente reunión de BanRep con decisión de tasas será en septiembre, para la cual esperamos estabilidad en 12%**. Consideramos altamente probable que BanRep reanude su ciclo alcista de tasas de interés en 4T26, con lo cual **el nivel terminal de 2026 llegaría, en un escenario moderado, hasta 12.5%**. Si los riesgos inflacionarios que mencionamos previamente no sólo se materializan sino que superan lo que está descontando actualmente, BanRep podría llevar su tasa de referencia hasta un pico de 13% a principios de 2027.

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.

Mercado de créditos

La dinámica de la cartera de créditos del sistema financiero mantiene tasas de crecimiento positivas, pero sigue perdiendo impulso. El riesgo de impago se mantiene bajo, aunque continúa mostrando cambios en su tendencia, en línea con el ciclo del crédito. Las tasas de interés activas aumentaron en el último mes, mientras que las pasivas se mantuvieron estables. Es de esperar que las tasas de interés retomen una senda de aumentos en el corto plazo si BanRep reanuda el ciclo de incrementos de tasas de política monetaria.

La cartera en términos reales (descontando inflación) creció en agosto 2.9%, su menor crecimiento desde el pasado mes de enero (Gráfico 18). La cartera de créditos hacia los hogares ha comenzado a desacelerarse, en línea con el fuerte deterioro en los desembolsos de este tipo de créditos en el último mes (ver “Avanzar y no olvidar” en [CE – Septiembre 14 de 2026](#)). Por su parte, el comportamiento de los créditos hacia las empresas sigue perdiendo dinamismo.

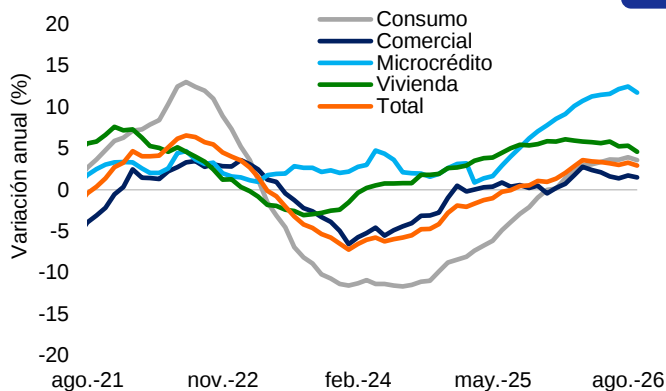
Por modalidades, las carteras de microcrédito y vivienda exhiben los mayores crecimientos con ritmos reales de 11.7% y 4.6%, respectivamente. La cartera de consumo, por su parte, registró un crecimiento real de 3.6% y está dando señales de estabilización de su ciclo. En contraste, la dinámica real de la cartera comercial volvió a desacelerarse hasta 1.5%, siendo 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 cambiado recientemente. En efecto, la dinámica del saldo de la cartera vencida del sistema se contrajo 5.3% en junio, pero es un menor ritmo de caídas si se compara con las registradas en 2025 (Gráfico 19).

Este comportamiento del saldo de la cartera vencida se ha visto en todas las modalidades del crédito. La cartera vencida de vivienda y microcréditos crecieron en junio 1.7% y 0.2%, respectivamente. Por su parte, las carteras vencidas de créditos comerciales y de consumo registraron variaciones negativas de 5.6% y 8.2%, en ese mismo orden, pero inferiores a las caídas vistas en meses previos.

Crecimiento real de la cartera por modalidad

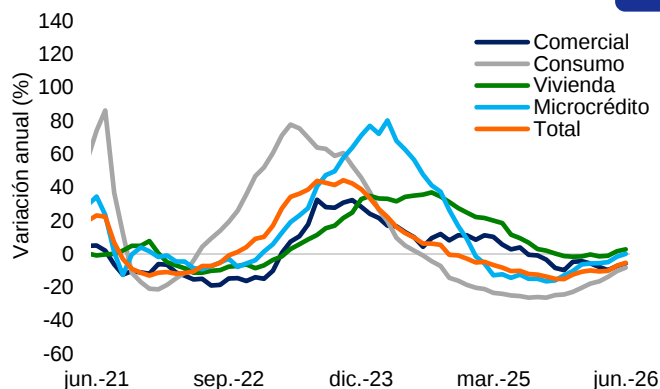
18



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

19



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El Indicador de Cartera Vencida (ICV) del sistema se mantuvo estable en 3.8%, mínimos desde diciembre de 2022, pero es de esperar que aumente en los próximos meses. El ICV de la modalidad de vivienda continúa siendo el más bajo (3%), seguido del ICV de la cartera comercial (3.2%), el 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 20).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total registró un incremento de 2.3%, lo que contrasta con las caídas del orden de 2.7% anotadas en 2025. La rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito registró un promedio de 1.57% en 2T26, igualando su promedio histórico, pero el reciente deterioro de la cartera y probable aumento en el costo de fondeo suponen presiones a la baja en este indicador.

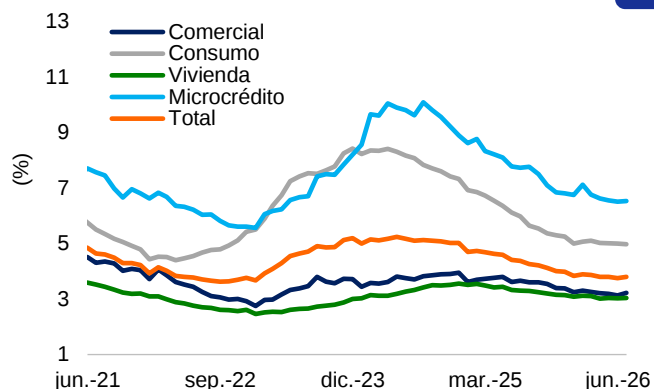
Por el lado de los agregados monetarios, los de menor liquidez, como el M2 y el M3, muestran en la actualidad crecimientos superiores a los de alta rotación como el M1 (Gráfico 21). El crecimiento de la base monetaria en agosto fue 10.4%, su nivel más bajo en 2 años, en línea con el menor crecimiento económico de 3T26 y una postura monetaria altamente contractiva.

En este entorno, las tasas de interés activas y pasivas mostraron relativa estabilidad en el último mes (Gráfico 22). En promedio, las tasas de colocación promedio en 3T26 se sitúan en 16.84%, levemente por encima de los niveles de 16.53% en 2T26. Por su parte, el promedio de las tasas de captación en 3T26 se ubica en 9.12%, 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

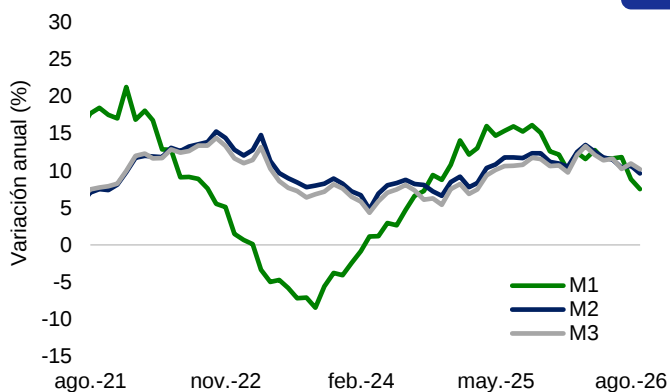
20



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

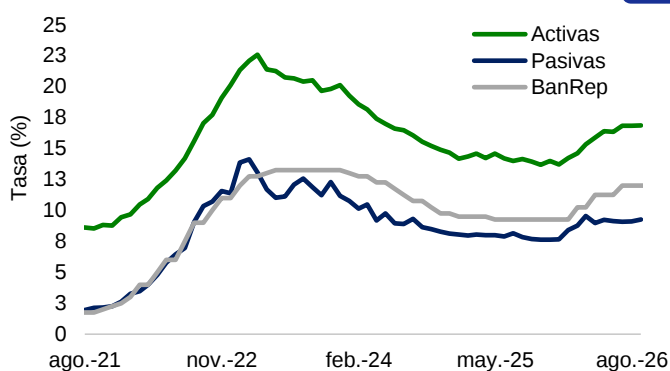
21



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas de interés en el sistema financiero*

22



Fuente: BanRep. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

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

Contexto externo

La información disponible de 3T26 en el frente externo sugiere resiliencia en el crecimiento de los socios comerciales de Colombia. La inflación permanece por encima de los objetivos de política monetaria y los riesgos al alza se han intensificado, situación que ha obligado a que los Bancos Centrales reanuden los aumentos de tipos de interés en varias economías.

La mayor inflación externa de costos al productor se ha estabilizado, pero permanece en niveles máximos no vistos desde 2023 (Gráfico 23). En este entorno, el *pass-through* hacia los precios al consumidor continúa siendo relativamente bajo, aunque la inflación mundial sigue viajando a ritmos superiores al 3%. De hecho, en meses recientes se ha venido acelerando (Gráfico 24).

Bajo este contexto, algunos faros monetarios como el Banco Central Europeo han retomado el ciclo alcista de tasas de interés de política y se espera que el Banco de Japón haga lo propio próximamente. Otros emisores de economías avanzadas han sido enfáticos en estar listos para actuar en caso de que varios riesgos inflacionarios se materialicen en el corto plazo.

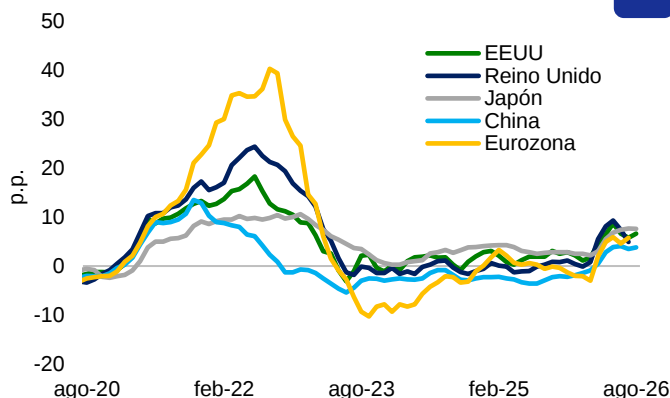
En EEUU, el tono de la Fed emisor se ha hecho decididamente más restrictivo. En nuestra opinión, dado el reciente comportamiento de la inflación, los crecientes riesgos al alza que implica la disparada en los precios de los combustibles, el buen balance del mercado laboral y la resiliencia de la actividad económica, consideramos altamente probable que la Fed incremente sus tipos de interés de referencia en su 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 en 3T26 han dado cuenta de un rebote significativo frente a lo observado en 2T26 (Gráfico 25). Allí sobresale el fuerte repunte de la actividad en EEUU, alcanzando máximos no vistos desde 4T21. El contraste entre estas economías ha sido China, que sigue perdiendo terreno frente a las avanzadas.

El crecimiento del PIB de las economías de LATAM fue 1.8% en 2T26, apenas superior a la baja expansión de

Inflación del IPP en las principales economías

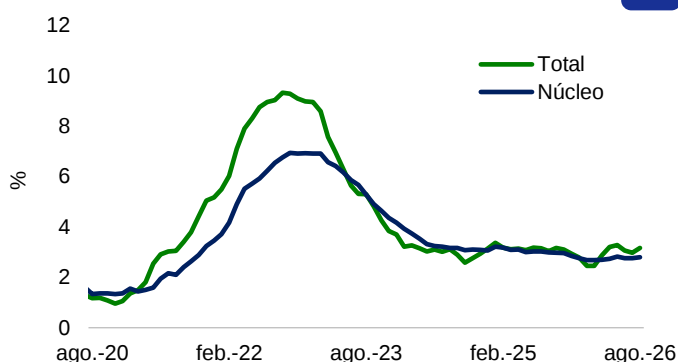
23



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Dinámicas de la inflación total y núcleo mundial*

24



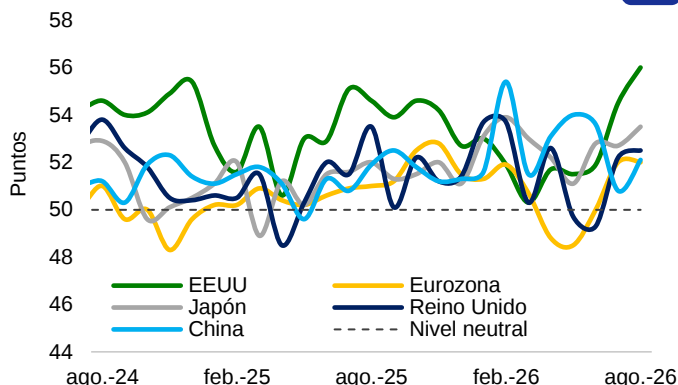
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

1.3% registrada en 1T26. El crecimiento del PIB de LATAM en lo que va corrido de 2026 sigue siendo inferior al crecimiento de 2.1% de todo 2025 (Gráfico 26). Las economías de Colombia, Perú y México lideraron el crecimiento de la región en 2T26 con expansiones de 3.6%, 2.6% y 2.1%, respectivamente, seguidas por las economías de Argentina y Brasil, que crecieron 1.6% y 1.5%, en ese mismo orden. La economía chilena continúa siendo el gran contraste de la región, con una contracción de 0.4% en 2T26.

Evolución PMI compuesto en economías grandes

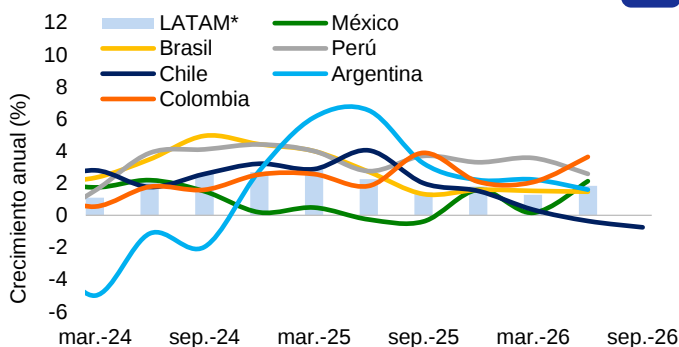
25



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Índices de actividad en economías de LATAM

26



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	2026(p)	2027(p)		
Demanda agregada						
PIB (%)	1.6	2.6	2.1		1.8	
Consumo privado (%)	1.6	3.5	2.6	↓	1.0	↓
Gasto público (%)	0.7	8.4	11.1	↑	3.7	↑
Inversión fija (%)	3.2	1.2	2.4	↑	8.7	↑
Demanda interna (%)	2.0	3.8	3.7	↑	2.8	
Exportaciones (%)	2.5	1.9	-2.8	↓	0.4	↑
Importaciones (%)	4.4	8.6	6.1	↑	5.1	↑
Sectores actividad económica						
Agropecuaria (%)	8.0	3.1	-2.3	↓	1.9	↑
Comercio (%)	1.4	4.7	1.9	↓	1.0	↓
Construcción (%)	1.9	-2.7	-0.6	↑	4.6	
Financiero (%)	0.4	2.8	3.5	↑	2.7	↓
Industria (%)	-2.1	1.9	1.0	↓	2.6	↓
Minería (%)	-5.0	-6.6	-0.5	↓	-2.5	↓
Precios, tasas de interés y desempleo						
Inflación (final del periodo %)	5.2	5.1	7.0		5.5	↓
Tasa BanRep (final del periodo %)	9.50	9.25	12.50		11.50	↓
DTF EA (promedio año %)	10.2	9.0	10.3	↓	12.3	↓
IBR overnight EA (promedio año %)	11.4	9.3	11.4		12.3	↓
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	11.7	12.8	13.0	↑	12.0	↑
Tasa de desempleo nacional (%)	10.2	8.9	8.2		8.7	
Sector externo						
Tasa de cambio (promedio anual)	4074	4054	3430	↑	3360	↑
Tasa de cambio (final del periodo)	4402	3707	3250	↑	3475	↑
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-1.6	-2.4	-2.3	↓	-2.5	↓
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.3	2.5	2.8		2.6	↓
Finanzas públicas						
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-6.7	-6.4	-7.2	↓	-7.2	↓
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	59.3	58.6	59.7	↑	64.1	↑

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.
