



Coyuntura económica Macroeconomía

Octubre 19 de 2026

Perdiendo dinamismo

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 disponibles de 3T26 sugieren una pérdida de dinamismo importante de la actividad económica, en gran medida por la finalización de impulsos en el consumo total, especialmente del gasto público que explicó cerca de la mitad del crecimiento del PIB durante el primer semestre de este año. Las afectaciones del terremoto de agosto sobre la economía también influyeron en este enfriamiento del crecimiento. La información preliminar a tiempo real en 4T26, todavía escasa, sugiere un rebote moderado de la actividad.

Los principales indicadores mostraron un cambio significativo en las condiciones del mercado laboral, en gran medida debido a las afectaciones del terremoto, pero también a una moderación en la generación de empleos del sector público consistente con el plan de austeridad fiscal del Gobierno. La tasa de desempleo se disparó a máximos no vistos desde 2024 y superó sus niveles estructurales por primera vez en más de 12 meses. Asimismo, la tasa de ocupación cayó a mínimos de dos años.

La inflación anual se aceleró en septiembre y alcanzó máximos no vistos desde julio de 2024. Las presiones de oferta se intensificaron en el último mes, principalmente derivadas de aumentos en los precios de los alimentos. La inflación núcleo persiste en niveles que duplican el objetivo de BanRep y las expectativas de inflación para cierres de 2026 y 2027 continuaron aumentando. En este entorno, BanRep nuevamente sorprendió al mercado con un incremento de 25 pbs en su tasa de intervención hasta 12.25%.

La dinámica de la cartera de créditos del sistema financiero se aceleró levemente en el último mes, favorecida por distintos programas articulados entre la banca y el Gobierno como alivios al público para menesteres del terremoto. El riesgo de impago se mantiene bajo, aunque continúa mostrando cambios en su tendencia. Las tasas de interés activas y pasivas mostraron movimientos divergentes, a pesar del aumento en la tasa de política monetaria de BanRep.

La información disponible de 4T26 en el frente externo sugiere una fuerte resiliencia en el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia, especialmente en EEUU. La inflación permanece por encima de los objetivos de política monetaria y varios riesgos alcistas de oferta se han intensificado. En este contexto, varios de los principales faros monetarios del mundo han reanudado el ciclo de incrementos en las tasas de interés.

Actividad económica

Las cifras disponibles de 3T26 sugieren una pérdida de dinamismo importante de la actividad económica frente a la fuerte expansión de 2T26. Lo anterior se explica en gran medida por la finalización de impulsos en el consumo total, especialmente del gasto público, que explicó cerca de la mitad del crecimiento del PIB durante el primer semestre de este año (ver “Fuerza tricolor en medio del dolor” en [CE – Agosto 20 de 2026](#)). Las afectaciones del terremoto de agosto sobre la economía también influyeron en este enfriamiento del crecimiento, tal como lo habíamos advertido en un informe reciente (ver “Avanzar y no olvidar” en [CE – Septiembre 14 de 2026](#)). La información preliminar a tiempo real en 4T26 sugiere un rebote moderado de la actividad.

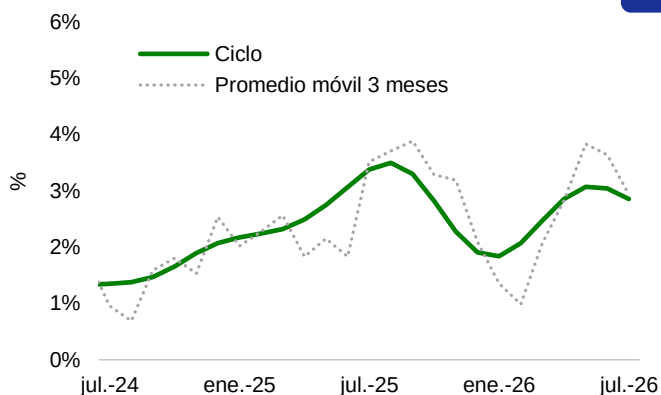
Bajo este contexto, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) se expandió en julio 1.1%¹ en su serie original, su menor crecimiento desde enero pasado. Tanto el ISE en su componente cíclico como el promedio móvil de los últimos 3 meses se expandieron 2.9%, en ambos casos marcando un evidente cambio de tendencia (Gráfico 1).

El ISE de la cadena **primaria** sigue siendo el más rezagado entre las principales ramas de actividad y en julio registró una fuerte contracción de 3.7%, su peor desempeño desde marzo de 2024. Las actividades del sector minero-energético (petróleo y carbón) vienen mostrando una leve recuperación, aunque sus tasas de crecimiento persisten en terreno negativo y sus niveles de producción todavía no retornan a los de la pre-pandemia. El sector agropecuario se sigue deteriorando, en particular los cultivos agrícolas (incluyendo café) que se han visto afectados por condiciones climáticas extremas. La ganadería mantiene un desempeño favorable, principalmente el subsector porcícola, pero su dinámica de crecimiento continúa desacelerándose.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y a la formación bruta de capital fijo, registró una caída de 2.3%, su mayor contracción desde abril de 2025. El sector de la construcción continúa siendo el lastre de esta cadena,

Tendencia central del ISE en últimos dos años

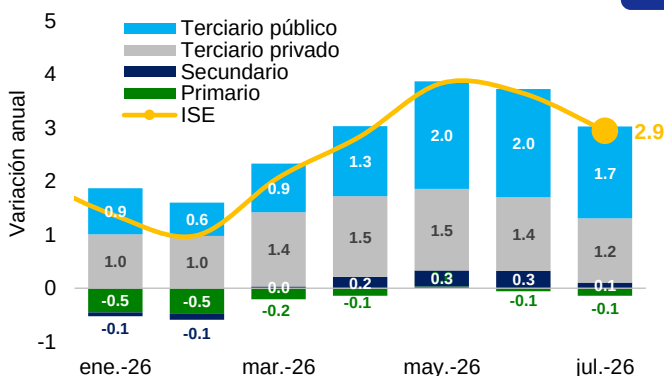
1



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.

aunque en tendencia muestra algunas señales de recuperación que se concentran en su totalidad en el componente de obras civiles. El deterioro en el segmento de edificaciones, en contraste, sigue siendo considerable y podría registrar desmejoras adicionales de muy corto plazo asociadas al terremoto de agosto. Por su parte, la producción del subsector industrial-manufacturero mantiene un buen desempeño, favorecido por los beneficios que genera en subsectores industriales importadores netos, como maquinaria y equipo de transporte, la apreciación del tipo de cambio.

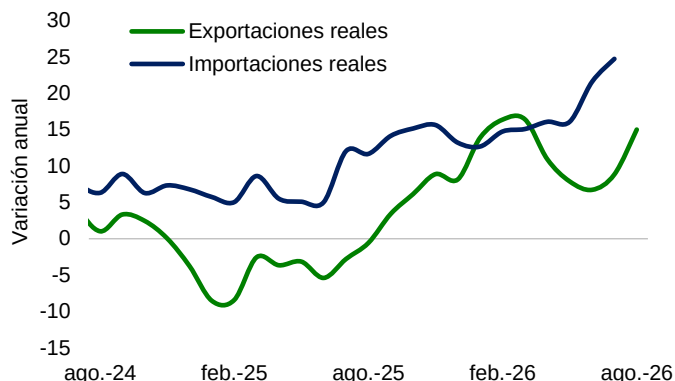
El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en bienes y servicios, registró un crecimiento de 2.5% en el último mes. Si bien esta cadena es la única que registró expansiones en julio, lo hizo a su menor ritmo desde enero de este año. Su componente público creció 4.8%, de nuevo superando ampliamente el crecimiento de 1.3% del segmento privado, consistente con un exceso de gasto primario del Gobierno anterior. No obstante, en ambos casos, sus crecimientos se vienen moderando, en línea con la finalización del *boom* de consumo total de trimestres anteriores (Gráfico 2).

Dentro del componente privado de esta cadena se destaca el índice de ventas reales del comercio minorista, cuyo dinamismo se ha moderado tras varios meses de expansiones a dos dígitos. Las ventas de bienes durables siguen mostrando un mejor desempeño frente a las de bienes semidurables y no durables. Por su parte, las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS) mostraron en julio el mayor crecimiento de los ingresos reales del sector desde mayo de 2025, algo que sugiere mejoras del consumo en servicios de los hogares y que estaría compensando en parte la desaceleración del consumo en bienes.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB crecieron 16% en agosto, con lo cual el promedio preliminar de 3T26 se sitúa en 10.9%, su menor expansión desde 4T25. La dinámica de las ventas externas no tradicionales superó la de las exportaciones tradicionales que crecieron 13.5%. En particular, las exportaciones de carbón y petróleo crecieron 99.4% y 15.7%, respectivamente, en ambos casos altamente favorecidas por los elevados precios de los energéticos a nivel mundial. En contraste, las exportaciones de café cayeron 23.9%, lo que en principio

Variables de comercio internacional (PM3)

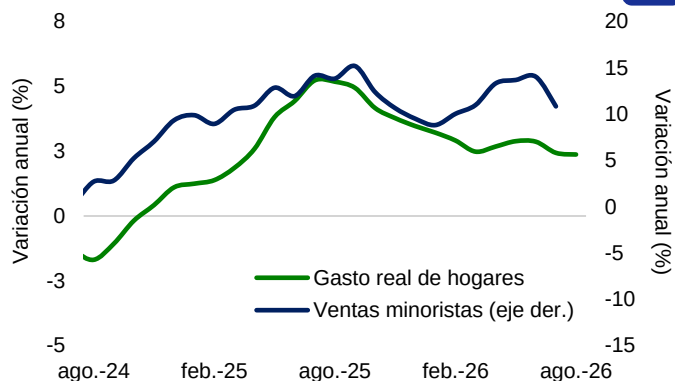
3



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

4



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

estaría asociado a las dificultades logísticas que produjo el terremoto de agosto. Las exportaciones no tradicionales crecieron 18.1% y continúan jalonadas por las ventas externas de oro y agroindustria.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas totales, nuestros cálculos dan cuenta de un crecimiento real de 25% de las exportaciones en agosto, su mejor comportamiento desde abril de 2024 (Gráfico 3). Lo anterior se encuentra en línea con los volúmenes de bienes exportados durante el mismo mes, los cuales crecieron 38.3%.

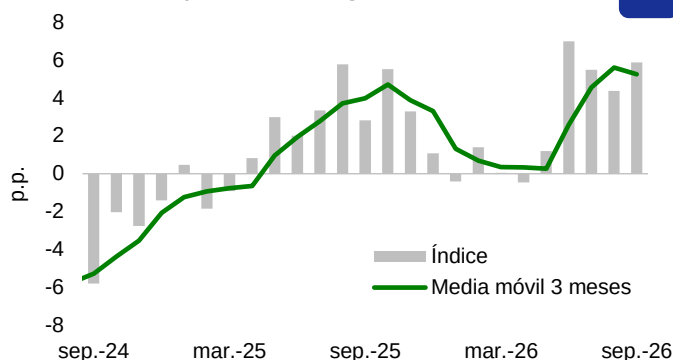
Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB registraron una expansión de 22.3% en julio y en tendencia permanecen en máximos de los últimos cuatro años. Estos resultados se explicaron en parte por las mayores importaciones de combustibles, que aumentaron notablemente (86.8%) como consecuencia de la caída crítica de la producción local de hidrocarburos (incluido gas natural) y la mayor necesidad de respaldar el sistema eléctrico nacional mediante generación térmica. Por su parte, las compras externas de bienes de consumo duraderos crecieron 40.6% y siguen impulsadas por la apreciación del tipo de cambio. En contraste, las importaciones de bienes de capital para la agricultura se redujeron 15.7%. En términos reales, las importaciones crecieron 29.8% en julio, alcanzando máximos desde principios de 2022 (Gráfico 3).

La información de indicadores adelantados de actividad y a tiempo real en 4T26 sugiere que, en el balance, la economía se está recuperando levemente frente a los débiles registros de 3T26. Lo anterior estaría respaldado por un gasto contra-cíclico asociado al proceso de recuperación de la infraestructura física del país tras el terremoto de agosto. No obstante, los riesgos a la baja sobre la producción siguen siendo altos, especialmente en aquellos sectores sensibles a los efectos del fenómeno de El Niño como el agropecuario.

Las últimas cifras de gasto real de los consumidores, que tienen un menor rezago de publicación frente a otros indicadores de consumo, vienen evidenciando relativa estabilidad. En efecto, el consumo real de los hogares, según cifras de RADDAR, habría crecido preliminarmente 2.4% en 3T26, ligeramente inferior al promedio de 2.9% de 2T26 (Gráfico 4). Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintas

Confianza conjunta de los agentes en Colombia*

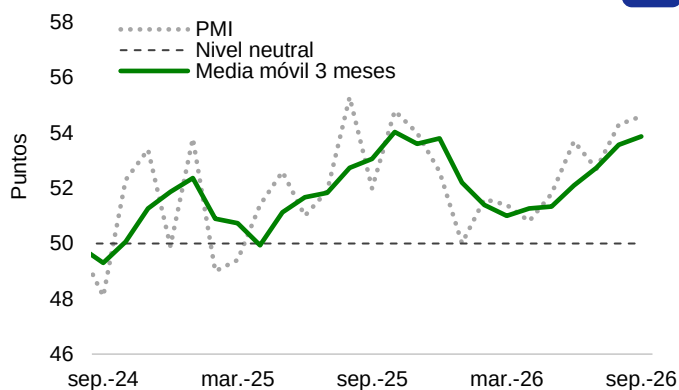
5



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

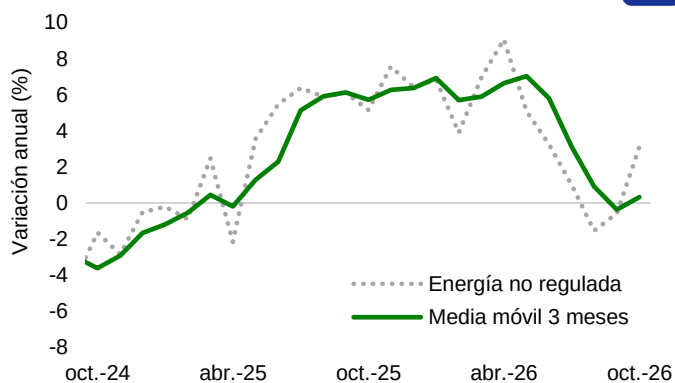
6



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Demanda total de energía no regulada

7



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

encuestas a hogares y empresas, sigue en niveles elevados y apunta a un buen comportamiento del gasto privado de cara a 4T26 (Gráfico 5).

El PMI manufacturero, que es un índice adelantado de actividad secundaria, también sugiere mejoras en la industria de cara al futuro cercano. En efecto, el promedio en 3T26 se situó en 53.9 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 en maquinaria y equipo, muy favorecidas por el comportamiento de la tasa de cambio.

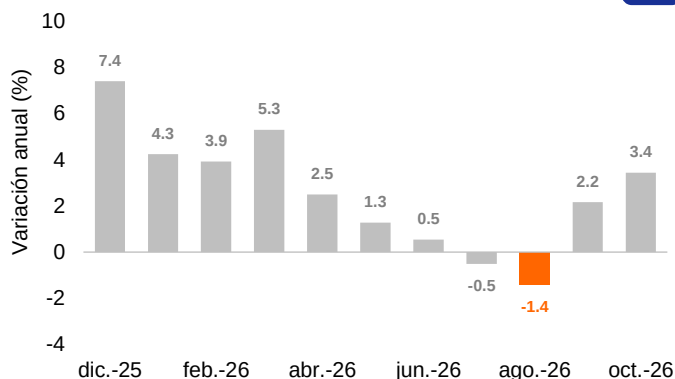
Por su parte, la demanda de energía no regulada, otra buena variable *proxy* de inversión fija y consumo intermedio a tiempo real, viene evidenciando un rebote en octubre que contrasta con la caída de 3T26 (Gráfico 7). En tendencia central, este indicador también refuerza una expectativa de mejoras en la actividad para 4T26. Asimismo, el abastecimiento nacional de alimentos está mostrando una recuperación importante en octubre tras la caída registrada en agosto (efecto terremoto), lo que en principio sugiere mejoras en la actividad agropecuaria en 4T26 (Gráfico 8).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento del ISE de 0.9% en agosto, producto de las afectaciones del terremoto sobre la actividad, y de 0.7% en septiembre. Así, **el crecimiento del PIB en 3T26 se habría desacelerado hacia ritmos de 0.9%**, muy por debajo del 3.5% de 2T26. Con cifras aún escasas de 4T26, nuestro *Nowcast* anticipa una expansión de la actividad en octubre de 1.4% (Gráfico 9).

De esta forma, **mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 2.1% para todo 2026**. Esta perspectiva ya incorpora la reciente desaceleración de la economía por todos los elementos explicados anteriormente y los riesgos de muy corto plazo asociados al fenómeno de El Niño. Seguimos advirtiéndolo que los primeros efectos del gasto contracíclico para enfrentar los menesteres del terremoto comenzarán a sentirse en los próximos meses, pero con mayor fuerza hacia 2027.

Abastecimiento de alimentos a nivel nacional

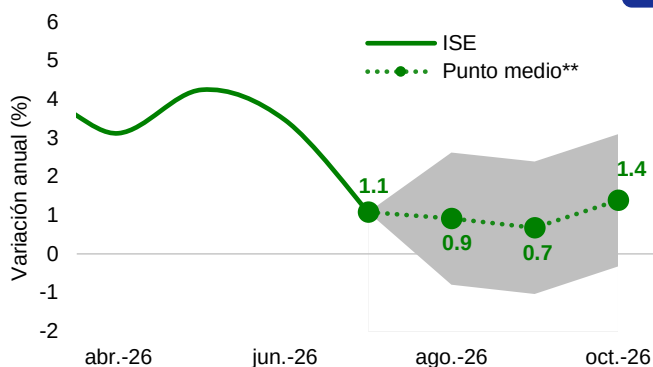
8



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Intervalo de pronóstico de corto plazo del ISE*

9



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

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

Mercado laboral

Los principales indicadores mostraron un cambio significativo en las condiciones del mercado laboral, en gran medida debido a las afectaciones del terremoto en el 62% del empleo nacional, pero también a una significativa reducción en la generación de empleo del sector público consistente con el plan de austeridad del Gobierno. La tasa de desempleo se disparó a máximos no vistos desde 2024 y superó sus niveles estructurales por primera vez en más de 12 meses. Asimismo, la tasa de ocupación cayó a mínimos de dos años.

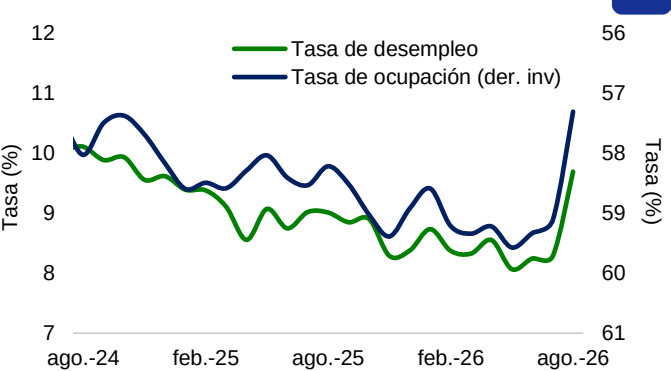
En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional aumentó hasta 9.7% en agosto, su nivel máximo desde octubre de 2024 (Gráfico 9) y sobrepasando por primera vez en más de 1 año sus niveles no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales estimamos alrededor de 9.5%. Técnicamente, lo anterior sugiere una brecha negativa de empleo que libera presiones a la inflación salarial.

Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo también aumentó hasta 9.4%. Al igual que en el caso de la tasa de desempleo nacional, el desempleo urbano se acercó a 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 en agosto hasta 57.3%, alcanzando mínimos desde junio de 2024. En este entorno, la tasa global de participación se redujo a 63.5% y la tasa de inactividad aumentó hasta 57.6%, máximos desde el año 2022.

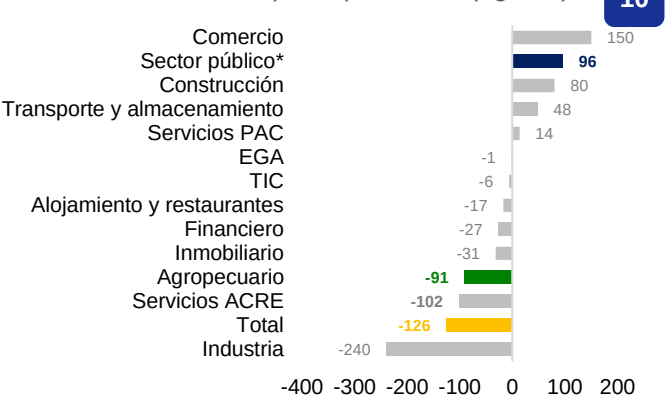
El acervo de ocupados en agosto cayó 0.5%, su primera contracción anual desde junio de 2024 y dejando el promedio de 3T26 en 0.9%, inferior al promedio de 3.3% de 2T26. La generación de empleos del sector terciario sigue siendo la más alta con un crecimiento de 3.2% durante el trimestre finalizado en agosto, seguida por la del sector secundario que se expandió 0.5%. La ocupación del sector primario (sin minería), en contraste, se sigue deteriorando y se contrajo 3.3%.

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 (ago-26)



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

Las actividades del sector público nuevamente hicieron parte de las que más empleo generaron, pero esta vez a su menor ritmo en los últimos seis meses. Con corte a agosto, las actividades de comercio, administración pública y construcción, fueron las que más generaron empleo en el último año, con un incremento anual de 327 mil ocupados entre los tres sectores. En contraste, la industria manufacturera, las actividades artísticas y el sector agropecuario fueron los que más destruyeron empleos con una reducción conjunta de 433 mil ocupados (Gráfico 10).

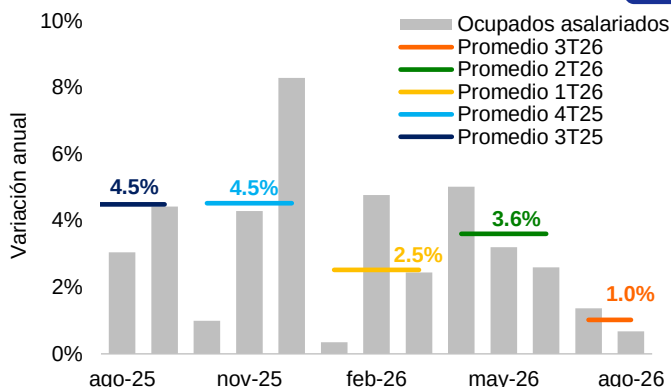
La creación de empleos asalariados también se ha desacelerado frente a los registros de meses previos (Gráfico 11). En efecto, el crecimiento de los empleos asalariados se habría situado en 1% durante 3T26, inferior al 3.6% de 2T26. Por su parte, si bien la tasa de informalidad persiste en niveles bajos de 54.6% en julio, la demanda de empleo informal sigue en aumento. De hecho, cerca del 40% del empleo generado en 3T26 habría sido de sectores que históricamente demandan empleo informal (Gráfico 12).

Bajo este contexto, la dinámica de los salarios nominales se ha estabilizado, pero continúa alta (Gráfico 13). Al corte de julio, la inflación salarial fue de 12.3%, lo que equivale a un incremento del salario real de 6.3%. Así, la inflación de los salarios reales completó 40 meses consecutivos en terreno positivo y sigue apoyando el gasto de los consumidores vía mejoras en el ingreso disponible de los hogares.

Ante los atípicos cambios de tendencia observados en la demanda de trabajo durante el último mes, es de esperar que parte de ello se corrija en la medida que avance el proceso de recuperación económica tras el terremoto. No obstante, ante la crítica situación fiscal del país y la disciplina del Gobierno en materia de gasto público, es de esperar que la generación de empleos sea más baja en el futuro cercano relativo a lo visto en años previos. En la medida que esto ocurra, también es de esperar que la tasa de desempleo sea más alta. De esta forma, **revisamos al alza nuestra estimación de tasa de desempleo promedio-año para 2026 hasta 8.5%.**

Evolución reciente del empleo asalariado

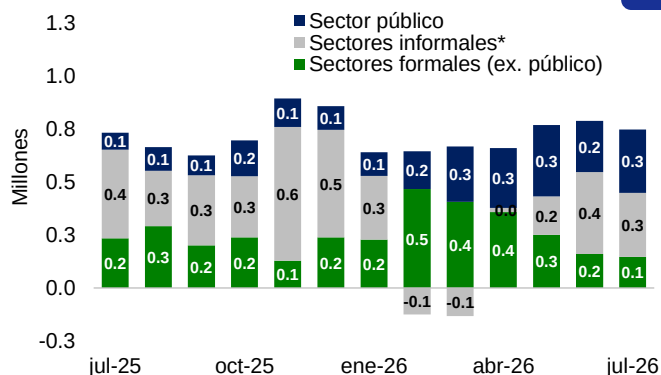
11



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio anual del empleo formal e informal

12

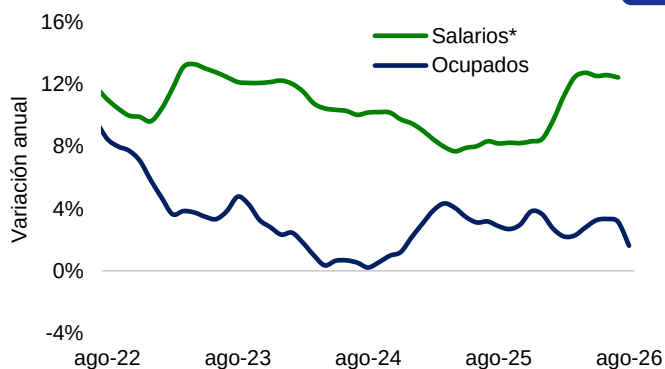


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 0.37% en septiembre, en línea con nuestra expectativa (0.39%). Frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación fue superior al promedio histórico de 0.25% para el mismo mes y a la variación mensual de 0.32% registrada en septiembre de 2025 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.78%, nuevamente la más alta de todos los componentes. La subcanasta de precios de alimentos perecederos registró un aumento de 2.89%, afectada por las reducciones vistas en el abastecimiento de alimentos en agosto y septiembre. Por su parte, la subcanasta de alimentos procesados tuvo un incremento mensual de 0.14% y sigue contenida por la apreciación del tipo de cambio.

El IPC de bienes y servicios regulados registró una variación mensual de 0.3%. El subcomponente que más contribuyó a este resultado fue el IPC de educación con un incremento de 2.22%, afectado por el ajuste estacional en las matrículas de colegios calendario B. Los contrastes en este componente fueron el IPC de energía eléctrica y el IPC del gas, registrando caídas mensuales de 0.11% y 0.51%, respectivamente.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de -0.1%. Allí se destaca en gran medida la caída de 0.8% del IPC de vehículos, respondiendo principalmente al comportamiento de la tasa de cambio. La mayoría de los ítems en este componente registraron nuevamente incrementos, donde se destacan el IPC de bebidas alcohólicas (0.23%), el IPC de muebles y electrodomésticos (0.1%), y el IPC de productos de aseo y cuidado personal (0.09%).

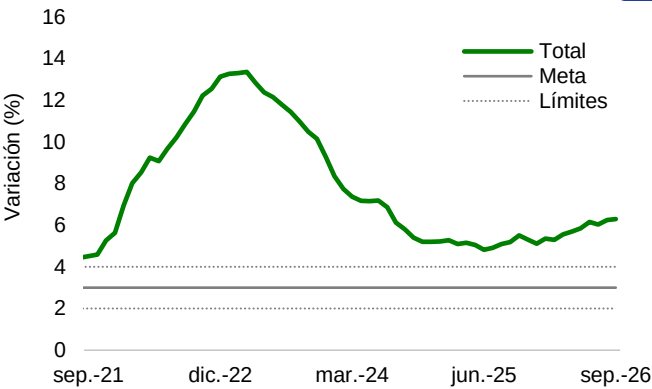
En el caso del IPC de servicios, la variación mensual de septiembre fue 0.38%. Dentro de las subcanastas de este componente se destaca el incremento de 12.25% en el IPC de pasajes aéreos, en respuesta al aumento en los precios internacionales de los combustibles, seguido por el aumento de 3.29% del IPC de transporte escolar. El IPC de arrendamientos tuvo una variación mensual de

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

						T1
		A	R	B	S	Total
Mensual	sep.-26	0.78	0.30	-0.10	0.38	0.37
	sep.-25	0.18	0.37	0.31	0.36	0.32
Anual	sep.-26	6.74	6.69	2.87	7.19	6.29
	ago.-26	6.10	6.77	3.28	7.17	6.24
Cont.	sep.-26	1.01	1.16	0.54	3.51	6.29
	ago.-26	0.92	1.17	0.62	3.50	6.24
A/C	sep.-26	8.00	6.17	2.18	5.93	5.74
	sep.-25	6.31	4.88	1.93	4.68	4.56
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.

0.47%. Por su parte, el IPC de entretenimiento y alojamiento fue el contraste y cayó 0.51%.

De esta forma, la inflación anual se aceleró en septiembre hasta 6.29%, alcanzando máximos no vistos desde julio de 2024 (Gráfico 14). Las presiones de oferta se intensificaron en el último mes, especialmente en el componente de alimentos, si bien continúan compensadas parcialmente por la desinflación cambiaria (ver “Ahorro inflacionario por efecto cambiario” en [CE – Julio 30 de 2026](#)).

La inflación del IPC de servicios se mantiene como la más elevada dentro de las canastas por clasificación BanRep a ritmos anuales del orden de 7.19% (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 9.34% y persiste en sus niveles más altos desde principios de 2024. Frente al cierre de diciembre de 2025 (7%), lo anterior implica una aceleración de 2.4 p.p. durante el año en curso, efecto asociado en su mayoría al ajuste del salario mínimo para 2026 (Gráfico 15).

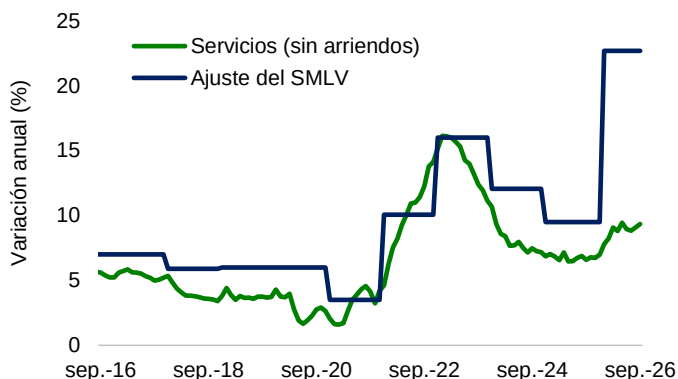
Al componente de servicios le siguió el IPC de alimentos, cuya inflación se aceleró significativamente en septiembre hasta 6.74% y fue la que más contribuyó a la inflación total en el último mes. La inflación del IPC de regulados se desaceleró levemente hasta 6.69%, pero se mantiene muy alta y cerca de máximos de un año. Por su parte, la inflación del IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) se desaceleró hasta 2.87% y se mantuvo como la más baja en relación con el resto de componentes, alcanzando su menor nivel desde diciembre de 2025.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se desaceleró hasta 6.19%, pero sigue duplicando la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 se desaceleró hasta 6.37% y la inflación sin alimentos hizo lo propio hasta 6.18%. Asimismo, la inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 6.03% (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).

Afectación del SMLV en el IPC de servicios

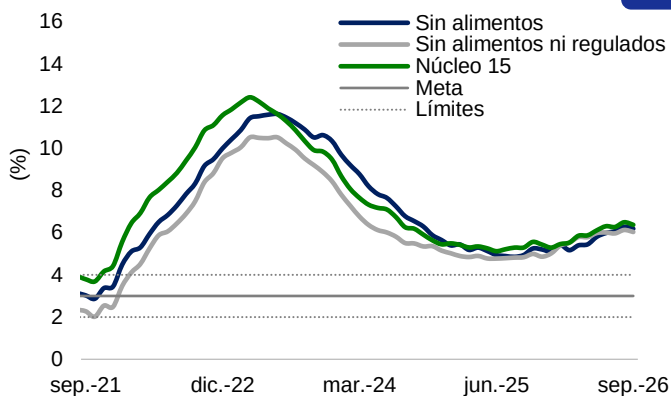
15



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

Principales medidas de inflación núcleo

16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

De acuerdo con las encuestas realizadas a los analistas, las expectativas a horizontes de 1, 2 y 5 años se ubicaron en niveles de 5.43%, 4.13% y 3.44%. El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES a 1, 5 y 10 años se incrementó hasta 6.61%. Por su parte, las expectativas de cierre de 2026 y 2027 aumentaron hasta 6.81% y 5.18%, respectivamente.

Bajo este contexto, **para octubre pronosticamos una variación mensual de 0.32% en el IPC, con lo cual la inflación se aceleraría hasta niveles de 6.44%**. Los riesgos de corto plazo para la inflación siguen siendo alcistas, especialmente de oferta. **Mantenemos nuestra proyección de inflación para el cierre de 2026 en 7%.**

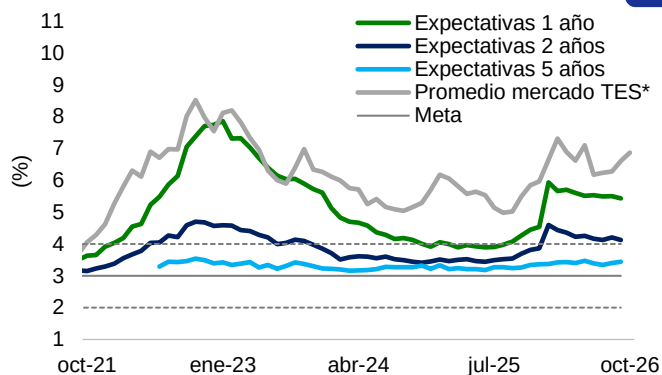
Tornando el análisis a las decisiones de política monetaria, en su reunión de septiembre la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) sorprendió al mercado con un incremento de 25 pbs en la tasa de intervención hasta 12.25% (Gráfico 18). Como lo analizamos en un informe reciente, el sesgo alcista de la JDBR alcanzó máximos no vistos desde 2022, con cuatro codirectores (grupo mayoritario) votando por un aumento de tasas de 25 pbs, dos votando por estabilidad y uno votando por un aumento de tasas de 50 pbs (ver “Decisiones no regulares, pero sin miedo a la inflación” en [CE – Octubre 1 de 2026](#)).

Dentro de los argumentos de los codirectores que votaron por retomar los aumentos sobre las tasas de interés se destacan: 1) la tendencia alcista de la inflación total; 2) los riesgos alcistas de corto plazo, principalmente por el fenómeno de El Niño y el conflicto en Medio Oriente; 3) unas expectativas desancladas y aumentando, lo que dificulta la convergencia de la inflación hacia la meta; 4) la persistencia en los excesos de demanda en la economía; y 5) unas condiciones financieras externas más restrictivas.

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 en septiembre hasta 6.84%, 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 aumentó hasta 7.5%, máximos que tampoco se observaban desde 2024.

Expectativas de inflación analistas vs mercado

17

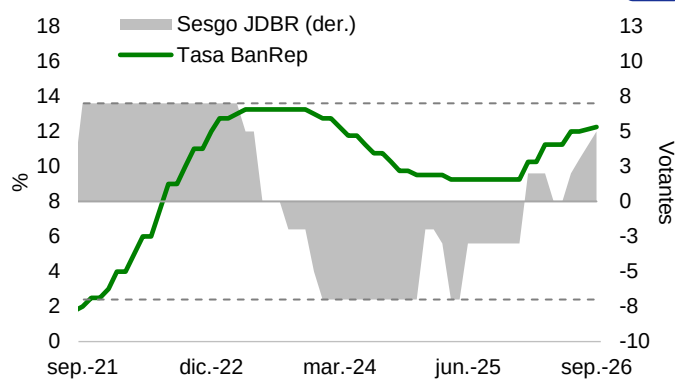


Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Tasa de referencia vs distribución JDBR

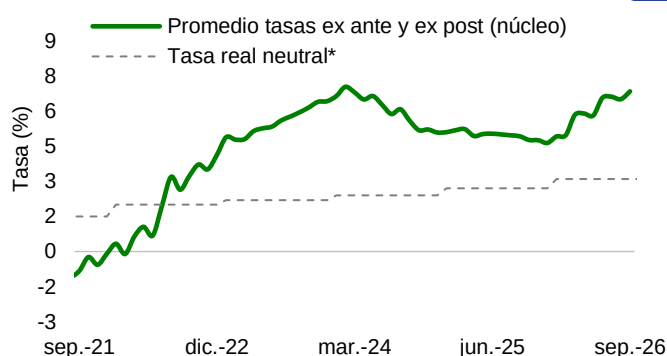
18



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.

Para la reunión de la JDBR de octubre **esperamos otro incremento de 25 pbs en la tasa de referencia hasta 12.5%**. En nuestro nuevo escenario base, **ahora estimamos que la tasa de intervención finalizará 2026 en 13%**, por encima del 12.5% preliminar, lo que también incorpora una expectativa de que las magnitudes de los aumentos de tasas de interés podrían acelerarse en los próximos meses. El techo del actual ciclo sería de 13.5% y se alcanzaría en 1T27.

Mercado de créditos

La dinámica de la cartera de créditos del sistema financiero se mantiene fuerte, pero sigue dando señales de estabilización que es coherente con el ciclo actual de la demanda interna. El riesgo de impago se mantiene bajo, aunque continúa mostrando cambios en su tendencia. A pesar del aumento en las tasas de interés de BanRep, las tasas de interés activas en el sistema se redujeron por los acuerdos de alivio entre la banca y el Gobierno para la reconstrucción de las zonas afectadas por el terremoto. Las tasas pasivas, en contraste, aumentaron en el último mes.

La cartera en términos reales (descontando inflación) se aceleró en septiembre hasta 3.7%, su mayor crecimiento desde 2022 (Gráfico 20), favorecida por los distintos programas de estímulo que se vienen ejecutando para hacer frente al terremoto. La cartera de créditos hacia los hogares mantuvo un crecimiento estable, mientras que la dinámica de los créditos hacia las empresas ganó terreno.

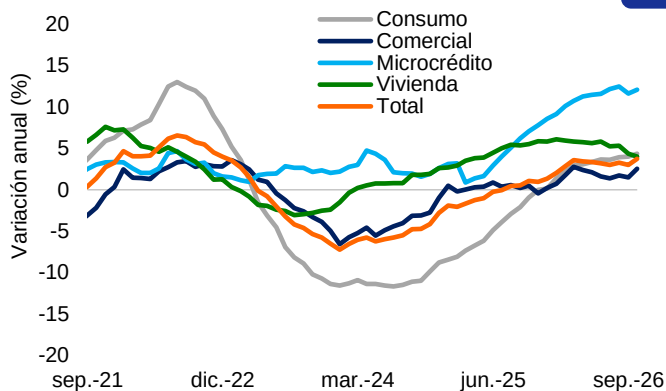
Por modalidades, las carteras de microcrédito y consumo exhiben los mayores crecimientos con ritmos reales de 12.1% y 4.4%, respectivamente. La cartera de vivienda, por su parte, registró un crecimiento real de 4% y fue la única que perdió impulso. En contraste, la dinámica real de la cartera comercial se aceleró hasta 2.5%, pero sigue siendo la modalidad que registra las menores expansiones.

Por el lado de la oferta, varios indicadores siguen sugiriendo un riesgo de impago bajo en el sistema, pero sus tendencias recientes sugieren incrementos en el futuro cercano. En efecto, la dinámica del saldo de la cartera vencida del sistema se contrajo 3.3% en julio, pero es su menor ritmo de caídas en más de año y medio (Gráfico 21).

Este comportamiento en la dinámica del saldo de la cartera vencida ha sido homogéneo por modalidades de crédito. Las carteras vencidas de microcrédito y vivienda crecieron en julio 5.3% y 2.5%, respectivamente. Por su parte, las carteras vencidas de créditos comerciales y de consumo cayeron sendos 4.8%, pero inferiores a las caídas vistas en meses previos.

Crecimiento real de la cartera por modalidad

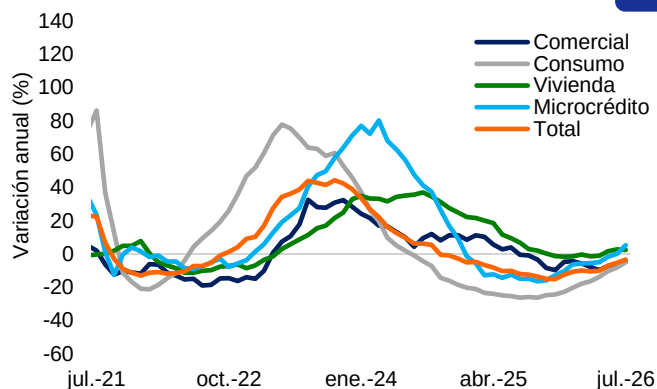
20



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

21



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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 (4.9%) y el de la modalidad de microcrédito (6.9%). Vale la pena destacar que casi todas las modalidades mostraron desempeños estables en el último mes, con excepción de microcrédito que aumentó recientemente (Gráfico 22).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total registró un incremento de 3.2%, lo que contrasta con las caídas del orden de 2.7% anotadas en 2025 y representa su mayor aumento desde abril de 2024. La rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito habría registrado un promedio de 1.61% en 3T26, igualando su promedio histórico, pero antes el reciente deterioro de la cartera y el mayor costo de fondeo es de esperar presiones a la baja en este indicador en el futuro cercano.

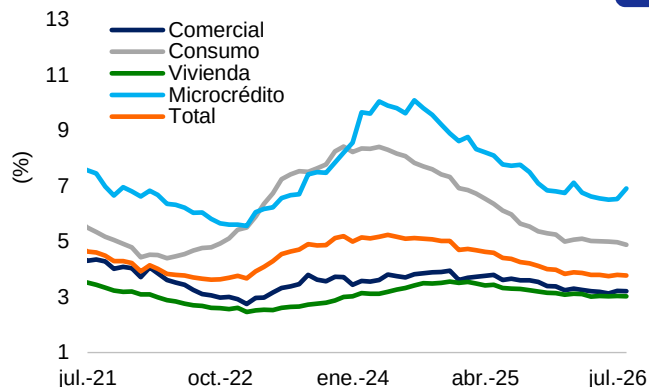
Por el lado de los agregados monetarios, los de menor liquidez, como el M2 y el M3, muestran en la actualidad crecimientos superiores a los de alta rotación como el M1 (Gráfico 23). El crecimiento de la base monetaria en septiembre fue 10.6%, su nivel más bajo en 2 años, en línea con el menor crecimiento económico de 3T26 y una postura monetaria altamente contractiva.

En este entorno, las tasas de interés activas y pasivas mostraron movimientos dispares en el último mes, pero en tendencia continúan aumentando (Gráfico 24). En efecto, el promedio de las tasas de colocación en 3T26 se situó en 16.7%, por encima de los niveles de 16.53% de 2T26. Por su parte, el promedio de las tasas de captación aumentó en 3T26 hasta 9.24%, superando los niveles de 9.15% de 2T26.

Es de esperar que la dinámica del crédito pierda impulso en el corto plazo por varias razones, una vez se diluyan los efectos del actual gasto contracíclico en el marco de la reactivación tras el terremoto. A saber: 1) el endurecimiento de la política monetaria de BanRep; 2) un menor impulso fiscal, y 3) una menor demanda de créditos. **Estimamos un crecimiento real de la cartera de créditos para todo 2026 de 3.1%.**

Evolución calidad de la cartera por modalidad

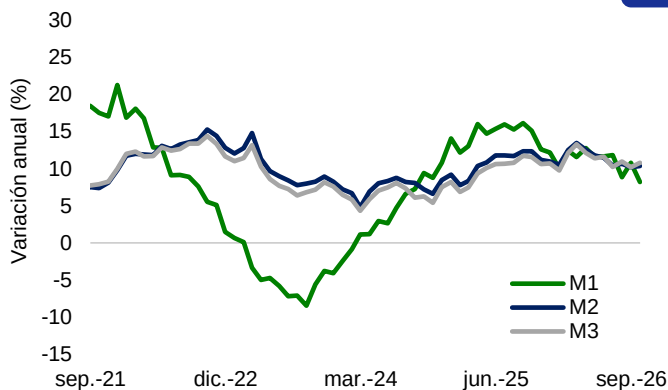
22



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

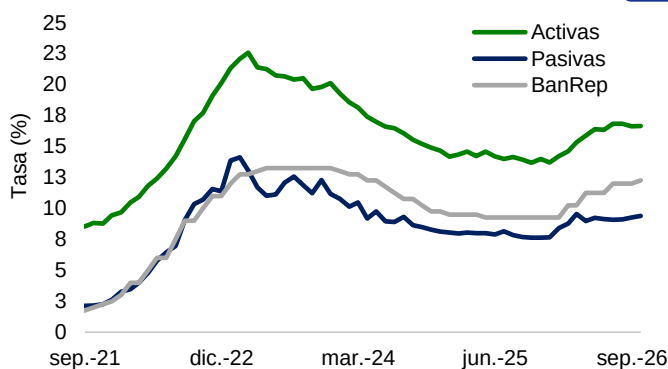
23



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 4T26 en el frente externo sugiere una fuerte resiliencia en el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia, especialmente en EEUU. La inflación permanece por encima de los objetivos de política monetaria y varios riesgos alcistas de oferta se han intensificado. En este contexto, varios de los principales faros monetarios del mundo han reanudado el ciclo de incrementos en las tasas de interés.

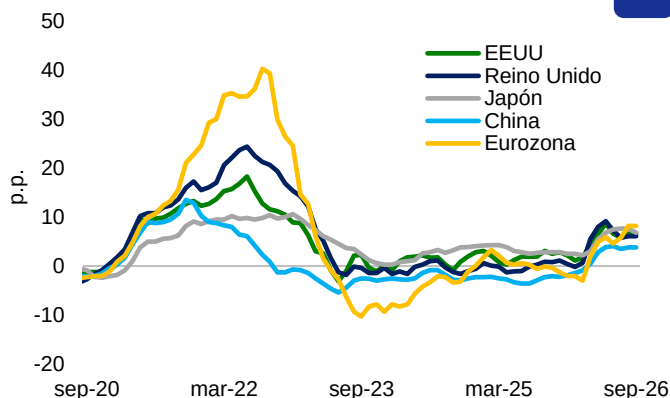
La mayor inflación externa de costos al productor se ha estabilizado, pero permanece en niveles máximos no vistos desde 2023 (Gráfico 25). El *pass-through* de costos hacia los precios al consumidor continúa siendo relativamente bajo, aunque la inflación mundial sigue viajando a ritmos superiores al 3%. De hecho, recientemente se ha acelerado ante el nuevo repunte de los precios internacionales del petróleo (Gráfico 26). El Fondo Monetario Internacional (FMI) anticipa que la inflación continuará aumentando en lo que resta de 2026 y se moderaría en 2027, pero en todo caso permanecería por encima de los objetivos de política monetaria.

El FMI publicó su informe de octubre de actualización de perspectivas mundiales y resaltó la resiliencia de la economía mundial, la cual ha sido desigual teniendo en cuenta el grado de exposición de las economías a la guerra y a la inteligencia artificial. Los nuevos números apuntan a un crecimiento de 3.1% del PIB mundial para este año, 0.1 p.p. por encima del último reporte de perspectivas de julio de 2026, aunque inferior al crecimiento de 3.5% registrado en 2025. En las economías avanzadas hubo una fuerte revisión al alza de 0.4 p.p., con lo que su crecimiento en 2026 superaría el del año previo. Lo anterior contrasta con la revisión a la baja de 0.1 p.p. en las proyecciones para mercados emergentes (EM) en 2026 y 2027, donde ahora se esperan expansiones de 2.1% y 3.7%, respectivamente (Gráfico 27). De cara a 2027, el crecimiento mundial repuntaría hasta crecimientos de 3.4%.

Para LATAM, el crecimiento del PIB previsto por el FMI en 2026 es ahora de 2.3%, lo que equivale a una revisión a la baja de 0.1 p.p. frente al previsto en julio pasado. Para 2027, el FMI proyecta una leve aceleración del crecimiento del PIB de la región hasta 2.5%.

Inflación del IPP en las principales economías

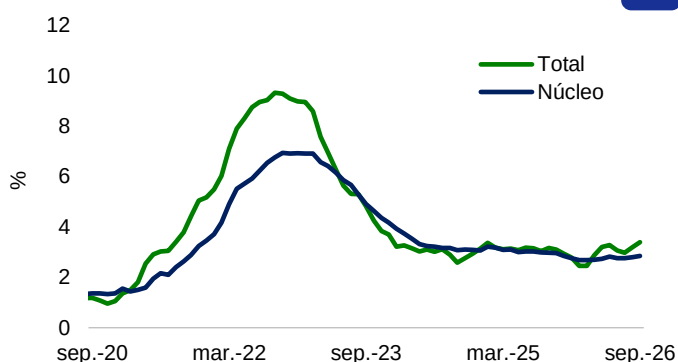
25



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.

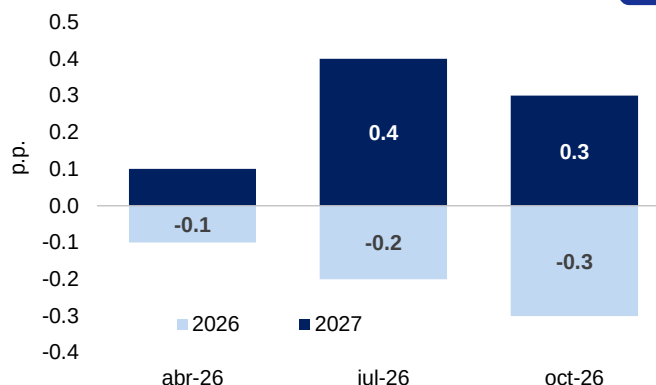
En EEUU, dada la tendencia alcista de la inflación, un buen balance del mercado laboral y un sólido desempeño de la actividad, la Fed aumentó sus tipos de interés de referencia en su reunión de septiembre y es de esperar que estos movimientos continúen en el corto plazo. En nuestro escenario base, **esperamos que la Fed siga incrementando las tasas de interés en sus últimas dos reuniones del año** (ver “La Fed reafirma el tono” en [CE – Septiembre 23 de 2026](#)).

En cuanto a las cifras recientes de actividad económica global, los datos del PMI compuesto de grandes economías en 3T26 dieron cuenta de un rebote significativo frente a lo observado en 2T26 (Gráfico 28). 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.

En contraste, el crecimiento del PIB de las economías de LATAM habría sido de 1.5% en 3T26, inferior a la expansión de 1.9% registrada en 2T26. 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 29). Las economías de Perú y México habrían liderado el crecimiento de la región en 3T26 con expansiones de 3.6% y 3.4%, respectivamente. En contraste, las economías de Chile y Argentina se habrían contraído 2.1% y 1.4%, en ese mismo orden.

Revisión de pronósticos para EM relativo a oct-25

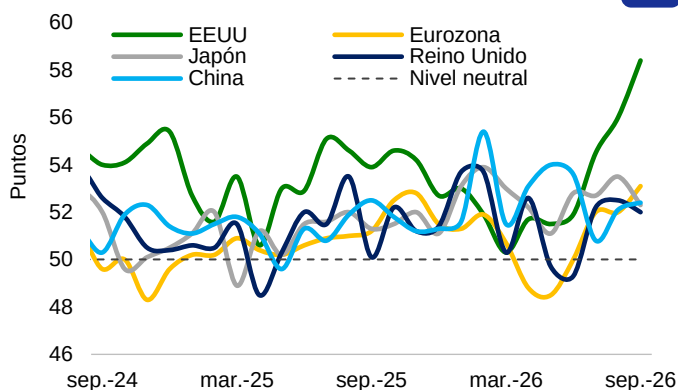
27



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

Evolución PMI compuesto en economías grandes

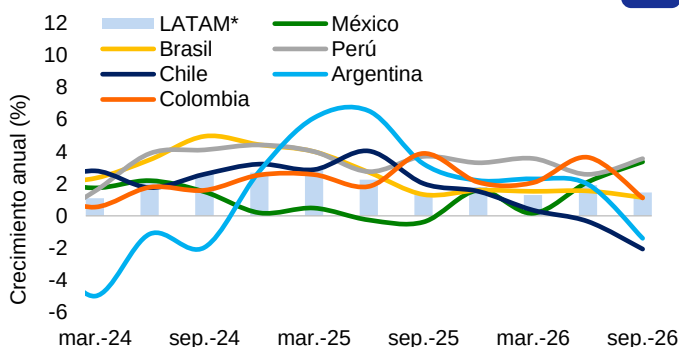
28



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	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	11.2	4.1
Inversión fija (%)	3.2	1.2	2.4	8.7
Demanda interna (%)	2.0	3.8	3.7	2.9
Exportaciones (%)	2.5	1.9	-2.8	-0.3
Importaciones (%)	4.4	8.6	6.1	5.2
Sectores actividad económica				
Agropecuario (%)	8.0	3.1	-2.3	-0.3
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	2.8
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	5.9
Tasa BanRep (final del periodo %)	9.50	9.25	13.00	12.25
DTF EA (promedio año %)	10.2	9.0	10.2	13.1
IBR overnight EA (promedio año %)	11.4	9.3	11.4	13.1
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	11.7	12.8	13.5	12.0
Tasa de desempleo nacional (%)	10.2	8.9	8.5	9.0
Sector externo				
Tasa de cambio (promedio anual)	4074	4054	3455	3530
Tasa de cambio (final del periodo)	4402	3707	3425	3425
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.

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.
