

Coyuntura económica
Macroeconomía

Noviembre 17 de 2026

¿En el pico monetario?

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

A la espera del dato de PIB, las cifras conocidas de 3T26 confirman una fuerte pérdida de dinamismo de la economía frente a lo observado en 2T26. Lo anterior se explicó en su totalidad por la finalización de impulsos en el consumo total, especialmente del gasto público, pero también por las afectaciones que tuvo el terremoto en varias zonas del país. La apreciación de la tasa de cambio ha compensado parte de la desaceleración del gasto interno. La información a tiempo real en 4T26 sugiere un rebote muy tímido de la actividad, con crecimientos bajos que persistirían hasta 1T27 por afectaciones de El Niño.

Los principales indicadores del mercado laboral mostraron mejoras en septiembre tras los efectos negativos ocasionados por el terremoto. No obstante, dichas mejoras no alcanzan los niveles que se tenían previo al mes de agosto en materia de ocupación y desempleo. La demanda de trabajo se sigue debilitando, en línea con la pérdida de dinamismo de la economía, pero también afectada por una significativa reducción en la generación de empleo del sector público, consistente con el plan de austeridad del Gobierno.

La inflación se situó en 6.3% en octubre y sigue en máximos desde julio de 2024, en gran medida afectada por presiones de oferta. Las presiones de demanda se han venido diluyendo y la apreciación de la tasa de cambio es otro factor que está apoyando un enfriamiento en la dinámica de los precios, algo que se está viendo reflejado en la desaceleración de la inflación núcleo. Las expectativas de inflación, en el balance, también descendieron, si bien siguen desancladas. En este entorno, BanRep mantuvo inalterada su tasa de intervención en 12.25%.

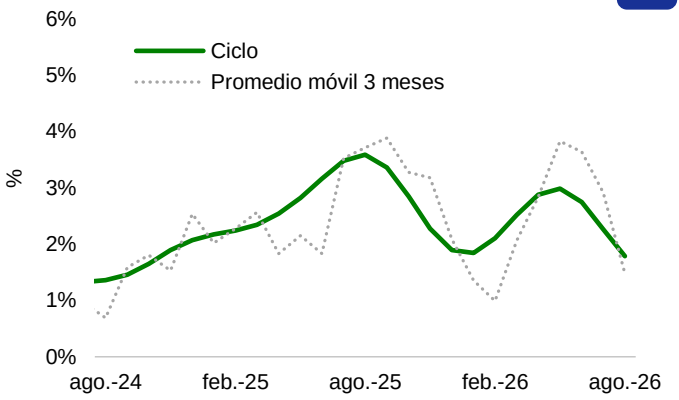
La dinámica de la cartera de créditos del sistema financiero se mantiene fuerte, pero sigue dando señales de estabilización que es coherente con el ciclo actual de la demanda interna. El riesgo de impago se mantiene bajo, aunque continúa mostrando cambios en su tendencia. Las tasas de interés activas y pasivas en el balance también se han estabilizado.

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, los principales faros monetarios del mundo han reanudado el ciclo de incrementos en las tasas de interés.

Actividad económica

A la espera del dato de PIB de 3T26, las cifras conocidas confirman una fuerte pérdida de dinamismo de la economía frente al elevado ritmo de expansión de 2T26. Como lo analizamos en informes previos, lo anterior se explica en su totalidad por la finalización de impulsos en el consumo total, especialmente del gasto público, pero también por las afectaciones que tuvo el terremoto sobre la actividad económica en varias zonas del país (ver "Perdiendo dinamismo" en IMCE – Octubre de 2026). No obstante, la apreciación acumulada de la tasa de cambio este año ha compensado parte de la desaceleración del gasto interno. La información a tiempo real en 4T26 sugiere un rebote tímido de la actividad, pero con crecimientos bajos que persistirían hasta 1T27 dado los riesgos de corto plazo asociados al fenómeno de El Niño.

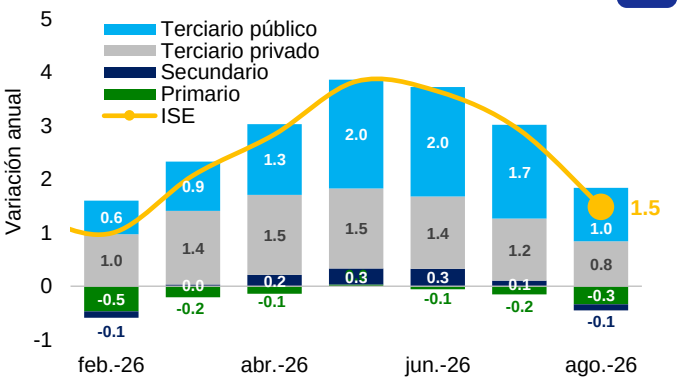
Tendencia central del ISE en últimos dos años **1**



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bajo este contexto, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE) tuvo un crecimiento nulo en agosto en su serie original y una contracción de 0.1%[1] en su serie ajustada por estacionalidad, algo no visto desde junio de 2024. En términos de su variación mensual, el ISE desestacionalizado se contrajo 3.1%, su peor caída desde mayo de 2021, dando cuenta de esta forma de la severidad del terremoto sobre la actividad. En su componente cíclico el ISE se expandió 1.8%, mientras que el promedio móvil de los últimos 3 meses mostró una desaceleración hasta 1.5%, coherente en ambos casos con un claro cambio de tendencia (Gráfico 1).

*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 de la cadena **primaria** sigue siendo el más rezagado entre las principales ramas de actividad y en agosto registró una fuerte contracción de 3.2%. Las actividades del sector minero-energético (petróleo y carbón) vienen mostrando una leve recuperación, aunque 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 y presiones de costos externos. La ganadería mantiene un desempeño favorable, principalmente el subsector porcícola, pero su dinámica de crecimiento continúa desacelerándose y

[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.

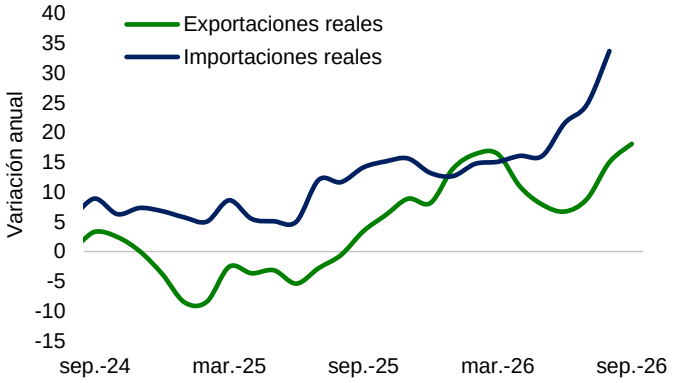
alcanzó recientemente sus ritmos de expansión más bajos desde mediados de 2023.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y a la formación bruta de capital fijo, pero al mismo tiempo el más sensible a eventos como el del terremoto de agosto, registró una caída de 3%, su mayor contracción desde abril de 2025. El sector de la construcción continúa siendo el lastre en esta cadena, 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 sigue siendo considerable, pero es de esperar que sea uno de los más dinámicos en el futuro cercano en el marco del proceso de recuperación de la infraestructura física tras el terremoto. Por su parte, la producción del subsector industrial-manufacturero sigue liderando la dinámica de esta rama de actividad, favorecida por la apreciación del tipo de cambio y su condición de sector importador neto.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público en bienes y servicios, registró un crecimiento de 1.1% en el último mes. Si bien esta cadena nuevamente fue la única que registró crecimientos en agosto, lo hizo a su menor ritmo desde junio de 2024. Su componente público creció 2.3%, de nuevo superando el crecimiento de 0.6% del segmento privado que se vio afectado por un desplome de la demanda ligado a los efectos del sismo. En ambos casos, los crecimientos de este subcomponente se vienen moderando, en línea con la finalización del *boom* de consumo total de trimestres anteriores (Gráfico 2).

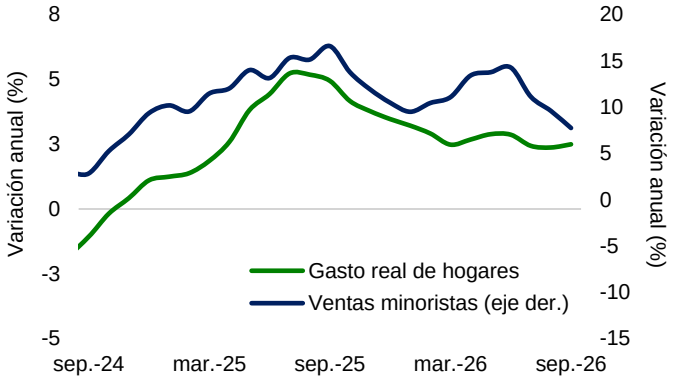
Dentro del componente privado de esta cadena se destaca el índice de ventas reales del comercio minorista, cuyo dinamismo se ha moderado tras varios meses de expansiones a dos dígitos, pero mantiene ritmos de expansión todavía importantes. A pesar del terremoto, entidades como Fenalco han mencionado que las donaciones provenientes de las regiones del país menos afectadas compensaron la menor dinámica del comercio en las regiones que tuvieron una mayor afectación. Las ventas de bienes durables siguen mostrando un mejor desempeño frente a las de bienes semidurables y no durables, apoyadas por la apreciación cambiaria. Por su parte, las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS) mostraron en 3T26 el mayor crecimiento de los ingresos reales del sector desde mediados de 2023, algo

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.

que estaría compensando en buena medida la desaceleración del consumo de bienes.

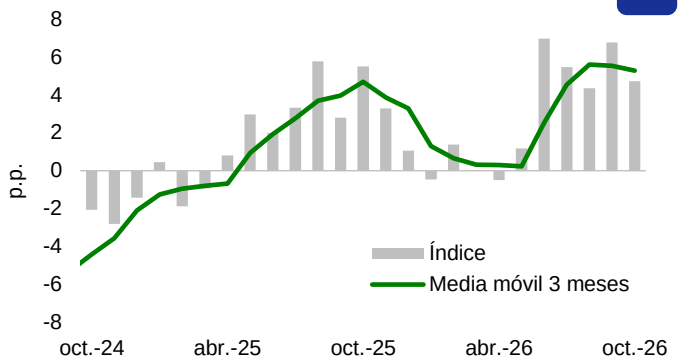
En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB crecieron 17.1% en septiembre, con lo cual el promedio de 3T26 se situó en 13% que es similar al resultado de trimestres previos. La dinámica de las ventas externas no tradicionales fue superada por la de las exportaciones tradicionales que crecieron 24.4%, en particular las exportaciones de petróleo que lo hicieron en 43.5% y siguen favorecidas por los altos precios del crudo. Por su parte, las exportaciones no tradicionales crecieron 11.1% y continuaron jalonadas por las ventas externas de oro.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas totales, nuestros cálculos dan cuenta de un crecimiento real de 17% en septiembre y de 18.1% para el promedio de 3T26, siendo su mejor comportamiento desde 4T23 (Gráfico 3). Los volúmenes de bienes exportados durante el mismo mes cayeron 8.3% y en promedio durante 3T26 crecieron 6.6%.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB registraron una expansión de 30.9% en agosto y su ritmo se mantiene en máximos de cuatro años. Estos resultados volvieron a explicarse en buena medida por las mayores importaciones de combustibles, que siguen aumentando notablemente (252%) 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. Las compras externas de bienes de consumo duraderos y de bienes intermedios para la industria crecieron 42.6% y 13.6%, respectivamente, y siguen impulsadas por la apreciación del tipo de cambio. En contraste, las importaciones de bienes de capital destinadas a equipo de transporte se redujeron 6%. En términos reales, las importaciones crecieron 40.2% en agosto, máximos no vistos desde 2022 (Gráfico 3).

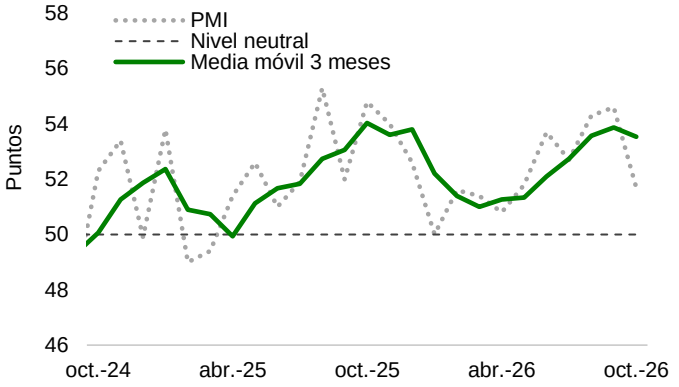
La información de indicadores adelantados de actividad y a tiempo real en 4T26, sugieren un rebote muy tímido de la economía. Las cifras de consumo real de los hogares, según datos de RADDAR, mostraron un crecimiento de 2.5% en 3T26, inferior al promedio de 2.9% de 2T26 (Gráfico 4). Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintas encuestas a hogares y empresas, se mantiene en niveles elevados

*Confianza conjunta de los agentes en Colombia** 5



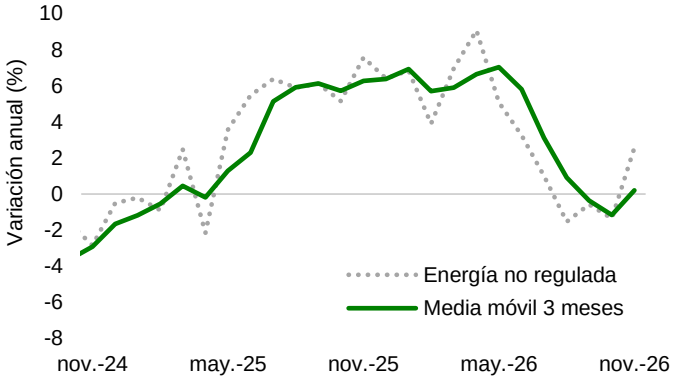
Fuente: Fedesarrollo, Fenalco y Sectorial. Elaboración IE - BAC.
*Series estandarizadas desde enero de 2018 a la fecha actual. Incluye índices de confianza-percepción del consumidor y de empresas.

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.

pero viene descendiendo frente a meses previos, sugiriendo así una pérdida de dinamismo adicional del gasto privado de cara a 4T26 (Gráfico 5).

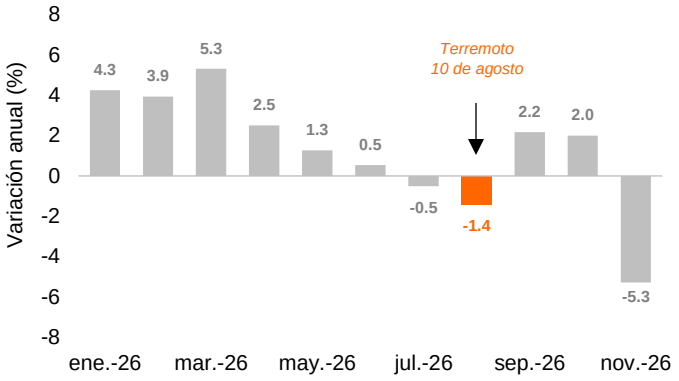
El PMI manufacturero, que es un índice adelantado de actividad secundaria, también apunta a un menor crecimiento en la industria en el último trimestre de este año. En efecto, el promedio preliminar de 4T26 se sitúa en 51.7 puntos, por encima de la barrera que separa la expansión de la contracción (50 puntos), pero inferior al promedio de 53.9 puntos de 3T26 (Gráfico 6).

Por su parte, la demanda de energía no regulada, otra buena variable *proxy* de inversión fija y consumo intermedio a tiempo real, evidencia un leve rebote en 4T26 (Gráfico 7). No obstante, en tendencia central, la dinámica de este indicador sigue siendo inferior a la observada durante la primera mitad del año. Asimismo, el abastecimiento nacional de alimentos muestra una fuerte caída en noviembre que anticipa un deterioro no despreciable de la actividad agropecuaria en 4T26 (Gráfico 8).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento del ISE de 1% en septiembre. Así, **el crecimiento del PIB en 3T26 se habría desacelerado hacia ritmos de 0.7%**, muy por debajo del 3.5% de 2T26. Con cifras aún escasas de 4T26, nuestro *Nowcast* anticipa una expansión de la actividad de 0.2% en octubre y 1.5% en noviembre (Gráfico 9), con lo cual el crecimiento preliminar del PIB estaría siendo de 0.8% en 4T26.

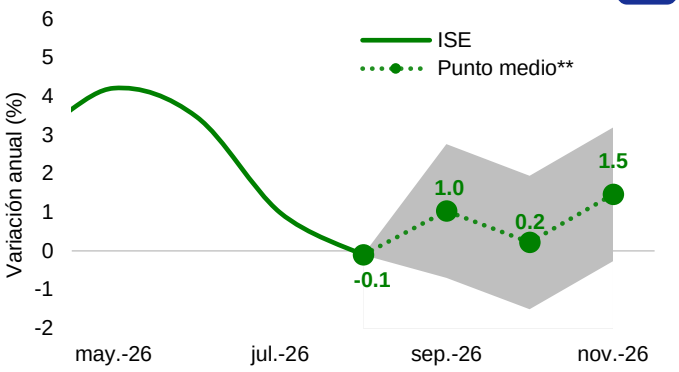
Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 2.1% para todo 2026. Esta perspectiva ya incorpora la reciente desaceleración de la economía por todos los elementos explicados anteriormente. Seguimos advirtiendo que los primeros efectos del gasto contracíclico para enfrentar los menesteres del terremoto comenzarán a sentirse con mayor fuerza durante la primera parte de 2027, aunque limitados por la pérdida de impulso del consumo de los hogares y una política más austera del Gobierno en materia de gasto público.

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 del mercado laboral mostraron mejoras en septiembre tras los efectos negativos del terremoto. La tasa de desempleo descendió, mientras que los niveles de ocupación aumentaron. No obstante, en ambos casos, dichas mejoras no alcanzan los niveles que se tenían previo al mes de agosto. La demanda de trabajo se sigue debilitando, en línea con la pérdida de dinamismo de la economía, pero también afectada por una significativa reducción en la generación de empleo del sector público, consistente con el plan de austeridad del Gobierno.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo descendió desde 9.7% en agosto hasta 8.7% en septiembre (Gráfico 10), por debajo de sus niveles no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales estimamos alrededor de 9.5%. Aunque técnicamente esto sugiere una brecha positiva de empleo que mantiene presiones al alza en la inflación salarial, ciertamente su magnitud se ha debilitado en meses recientes.

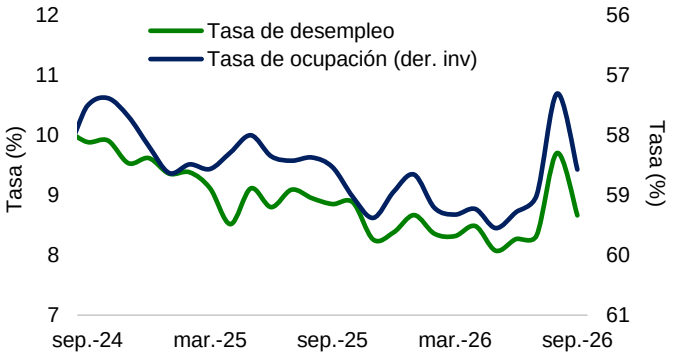
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo también se redujo hasta 8.8%. El desempleo urbano también retornó a niveles inferiores a la tasa NAIRU que, según estimaciones del equipo técnico de BanRep, se ubica alrededor de 9.5%.

Tomando también las series con ajuste estacional, la tasa de ocupación aumentó en septiembre hasta 58.6%, aunque en tendencia persiste en sus niveles más bajos del último año. En este entorno, la tasa global de participación se incrementó a 64.1% y la tasa de inactividad descendió hasta 55.9%.

El acervo de ocupados en septiembre creció 1.3%, dejando el promedio de 3T26 en una expansión de 1.1% que es inferior al promedio de 3.3% de 2T26. En todas las grandes ramas de actividad, la dinámica de los empleos se ha moderado. La generación de empleo del sector terciario sigue siendo la más alta con un crecimiento de 2.4% durante el trimestre finalizado en septiembre, seguida por la del sector secundario que se expandió 1.4%. La ocupación del sector primario (sin minería), en contraste, se sigue deteriorando y se contrajo 4.8%.

*Principales indicadores del mercado laboral**

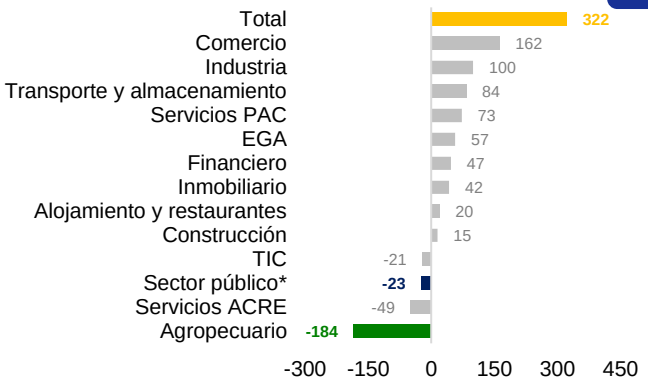
10



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Se toman las series que están ajustadas por efectos estacionales.

Creación anual de empleos por sector (sep-26)

11



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

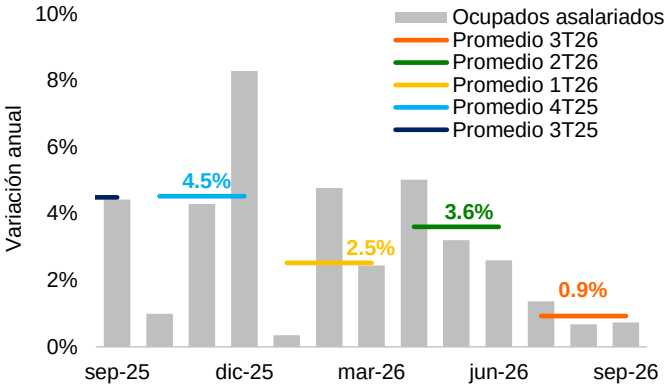
Con corte a septiembre, las actividades de comercio, industria manufacturera, y transporte y almacenamiento, fueron las que más generaron empleo en el último año, con un incremento anual de 346 mil ocupados entre los tres sectores. En contraste, y por primera vez en más de un año, la generación de empleo de las actividades del sector público fue negativa. El sector agropecuario y las actividades artísticas también destruyeron empleos y en conjunto estos tres sectores registraron una reducción de 257 mil ocupados en el último año (Gráfico 11).

En línea con lo anterior, la creación de empleos asalariados también se sigue desacelerando frente a los registros de meses previos (Gráfico 12). En efecto, el crecimiento de los empleos asalariados se situó en 0.9% durante 3T26, inferior al 3.6% de 2T26. Por su parte, si bien la tasa de informalidad persiste en niveles bajos de 54.8% en agosto, la demanda de empleo informal sigue en aumento. De hecho, cerca del 54% del empleo generado en 3T26 habría sido de sectores que históricamente demandan empleo informal (Gráfico 13).

Bajo este contexto, la dinámica de los salarios nominales se ha estabilizado, si bien continúa elevada como consecuencia del fuerte incremento del salario mínimo para 2026 (Gráfico 14). Al corte de agosto, la inflación salarial fue 12.9%, lo que equivale a un incremento del salario real de 6.7%. Así, la inflación de los salarios reales completó 41 meses consecutivos en terreno positivo y sigue apoyando la fortaleza del gasto de los consumidores vía mejoras en el ingreso disponible.

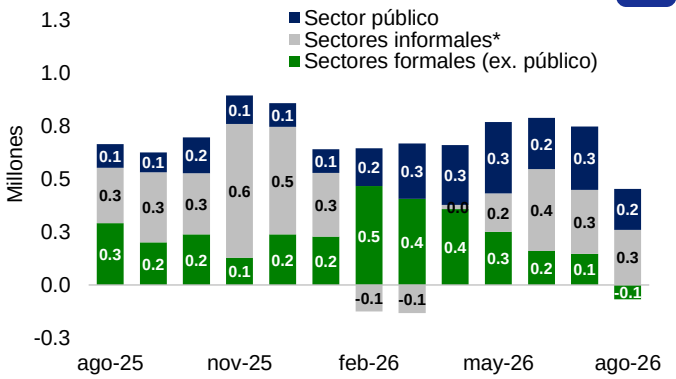
Ante la crítica situación fiscal del país y la disciplina del Gobierno en materia de gasto público, es de esperar que la generación agregada de empleos se siga debilitando en el futuro cercano. En la medida que esto ocurra, también es de esperar que la tasa de desempleo sea más alta y que las presiones inflacionarias salariales se moderen. De esta forma, **mantenemos nuestra estimación de tasa de desempleo promedio-año para 2026 en 8.5%**.

Evolución reciente del empleo asalariado **12**



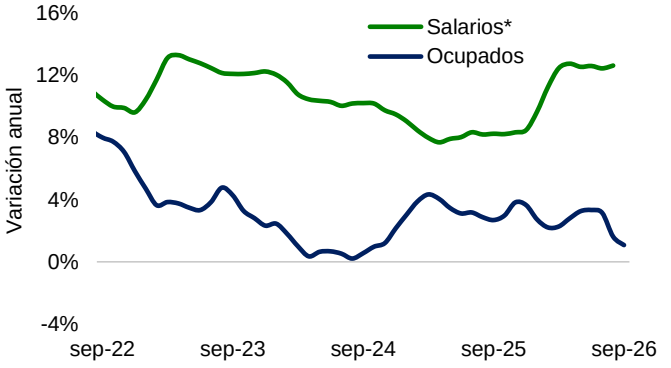
Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio anual del empleo formal e informal **13**



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Incluye agro, comercio, construcción, RyB, transporte y servicios ACRE.

Salarios nominales vs demanda de trabajo (PM3) **14**



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 0.2% en octubre, inferior a nuestra expectativa y a la del consenso de analistas. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, esta variación fue superior al promedio histórico de 0.1% para el mismo mes y a la variación mensual de 0.18% registrada en octubre de 2025 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.19%. La subcanasta de precios de alimentos perecederos registró un aumento de 0.43%, afectada por un menor abastecimiento de alimentos a nivel nacional. Por su parte, la subcanasta de alimentos procesados tuvo un incremento mensual de 0.13% y sigue contenida en gran parte por la apreciación del tipo de cambio.

El IPC de bienes y servicios regulados registró una variación mensual de 0.25%. Los subcomponentes que más contribuyeron a este resultado fueron el IPC de gas, el de combustibles y el de energía eléctrica, con incrementos de 0.87%, 0.55% y 0.45%, respectivamente. El conflicto en Medio Oriente y el fenómeno de El Niño explican casi en su totalidad estos resultados.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) registró una variación mensual de -0.06%. Allí se destaca en gran medida la caída de 0.41% del IPC de vehículos y de 0.12% del IPC de muebles y electrodomésticos, en ambos casos respondiendo principalmente al comportamiento de la tasa de cambio. La menor dinámica del consumo de los hogares en meses recientes también estaría afectando la dinámica de estos precios.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual de octubre fue 0.27%, la más alta de todos los componentes. Dentro de las subcanastas de este renglón se destaca el incremento de 1.33% en el IPC de entretenimiento y alojamiento, seguido por el aumento de 0.68% del IPC de transporte intermunicipal y de 0.29% del IPC de arrendamientos. Por su parte, el IPC de pasajes aéreos se redujo 2.91% y sigue al vaivén de los precios de los combustibles a nivel internacional y de la tasa de cambio.

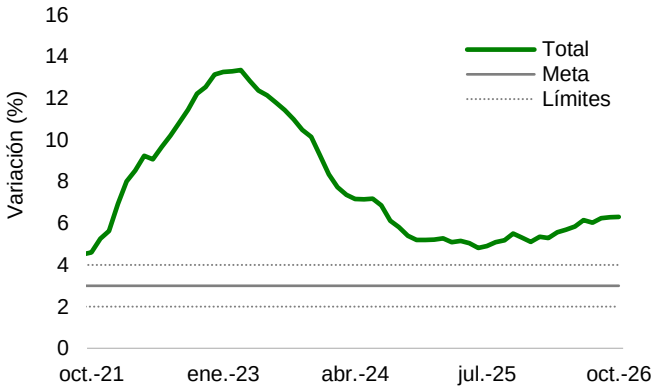
De esta forma, la inflación anual permaneció prácticamente estable en octubre en 6.3%, pero se

Resultados del IPC clasificación BanRep (%) **T1**

		A	R	B	S	Total
Mensual	oct.-26	0.19	0.25	-0.06	0.27	0.20
	oct.-25	-0.34	0.37	0.25	0.31	0.18
Anual	oct.-26	7.31	6.56	2.55	7.15	6.30
	sep.-26	6.74	6.69	2.87	7.19	6.29
Cont.	oct.-26	1.10	1.14	0.48	3.49	6.30
	sep.-26	1.01	1.16	0.54	3.51	6.29
A/C	oct.-26	8.21	6.43	2.12	6.21	5.94
	oct.-25	5.95	5.26	2.19	5.00	4.75
Tendencia*		▲	▲	▼	▲	▲

Fuente: BanRep. *Diferencia en la inflación año corrido.
A = Alimentos; R = Regulados; B = Bienes; S = Servicios.

Inflación al consumidor en últimos 5 años **15**



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

mantiene en ritmos máximos no vistos desde julio de 2024 (Gráfico 15). Las presiones de oferta han sido las principales responsables de este comportamiento de la inflación, principalmente la del IPC de alimentos, cuya dinámica se sigue acelerando por cuenta del fenómeno de El Niño. Sin embargo, como lo hemos analizado en informes previos, este repunte de la inflación podría estar siendo mayor sin la fuerte apreciación acumulada que ha tenido la tasa de cambio (ver "Ahorro inflacionario por efecto cambiario" en CE – Julio 30 de 2026).

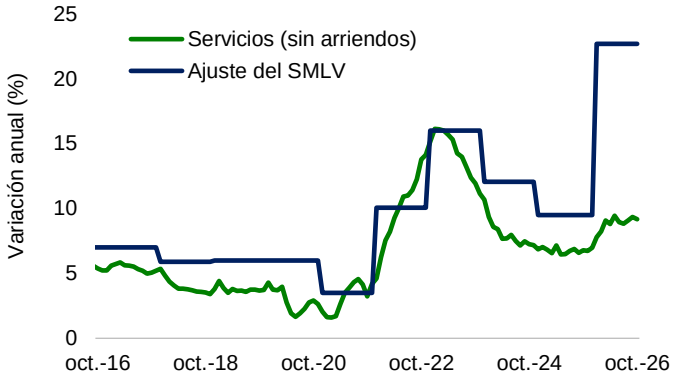
La inflación del IPC de alimentos ahora es la más elevada dentro de las canastas por clasificación BanRep a ritmos anuales del orden de 7.31%, niveles máximos desde finales de 2023 (Tabla 1). Al componente de alimentos le siguió el IPC de servicios, cuya inflación se situó en 7.15%. Teniendo en cuenta 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 9.17%. Frente al cierre de diciembre de 2025 (7%), lo anterior implica una aceleración de 2.2 p.p. durante el año en curso, efecto asociado en su totalidad al ajuste del salario mínimo para 2026 (Gráfico 16).

La inflación del IPC de regulados se desaceleró hasta 6.56%, pero se mantiene alta y cerca de máximos de un año. Por su parte, la inflación del IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) se desaceleró hasta 2.55% y se mantuvo como la más baja en relación con el resto de los componentes del IPC, alcanzando su menor nivel desde septiembre de 2025.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se desaceleró hasta 6.07%, niveles mínimos desde mayo pasado, pero sigue duplicando la meta de 3% de BanRep. La inflación núcleo 15 se desaceleró hasta 6.23% y la inflación sin alimentos hizo lo propio hasta 6.07%. Asimismo, la inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, se moderó hasta 5.91% (Gráfico 17).

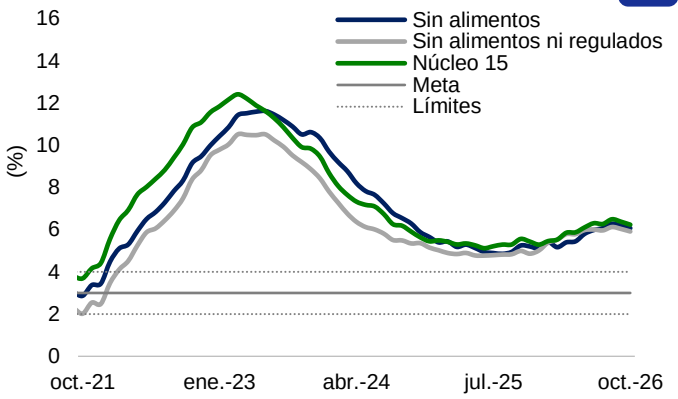
Las expectativas de inflación, en el balance, se redujeron levemente en el último mes, aunque siguen muy desancladas de la meta en los distintos horizontes de política monetaria (Gráfico 18). De acuerdo con las encuestas realizadas a los analistas, las expectativas a horizontes de 1, 2 y 5 años descendieron a niveles de 5.4%, 4.03% y 3.36%, mientras que el promedio de las

Afectación del SMLV en el IPC de servicios **16**



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

Principales medidas de inflación núcleo **17**



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

inflaciones implícitas en el mercado de TES a 1, 5 y 10 años se redujo hasta 6.42%. Por su parte, las expectativas de cierre de 2026 y 2027 aumentaron hasta 6.84% y 5.21%, respectivamente.

Bajo este contexto, **para noviembre pronosticamos una variación mensual de 0.25% en el IPC, con lo cual la inflación se aceleraría hasta niveles de 6.49%**. Los riesgos de corto plazo para la inflación siguen siendo alcistas, especialmente de oferta por cuenta del fenómeno de El Niño.

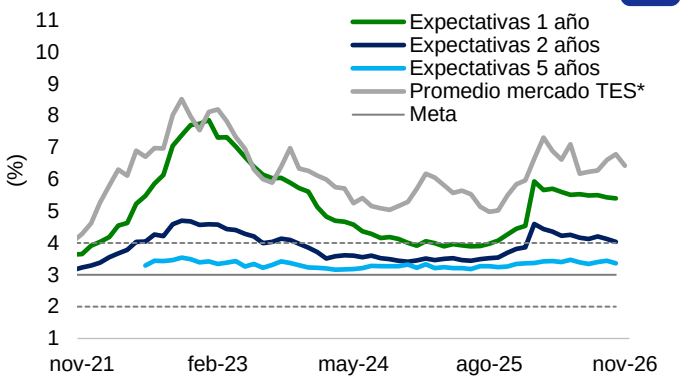
Sin embargo, según nuestros cálculos, la apreciación de la tasa de cambio viene restando un poco más de 2 p.p. a la inflación total, por lo que para el cierre de año es factible que la inflación se situé en niveles ligeramente inferiores al 7%. Además, contrario a lo que esperábamos preliminarmente, el terremoto tuvo un impacto desinflacionario, algo que se originó por una caída del gasto que superó la de la producción. **Teniendo en cuenta lo anterior, revisamos a la baja nuestra proyección de inflación para el cierre de 2026 hasta 6.8%**, desde el 7% previo.

Tornando el análisis a las decisiones de política monetaria, en su reunión de octubre la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo inalterada la tasa de intervención en 12.25% (Gráfico 19). La votación de la JDBR volvió a ser dividida, con cuatro codirectores (grupo mayoritario) votando por estabilidad y tres por un aumento de tasas de 25 pbs.

Dentro de los argumentos de los codirectores que votaron por mantener inalteradas las tasas de interés se destacan: 1) la desaceleración de la inflación núcleo, que sugiere una moderación en las presiones de demanda; 2) la necesidad de evaluar con mayor precisión el impacto del fenómeno de El Nino sobre los precios, incluyendo efectos de segunda ronda; 3) el inicio de una consolidación fiscal en 2027; y 4) un ajuste previsto del salario mínimo para el otro año inferior al de 2026.

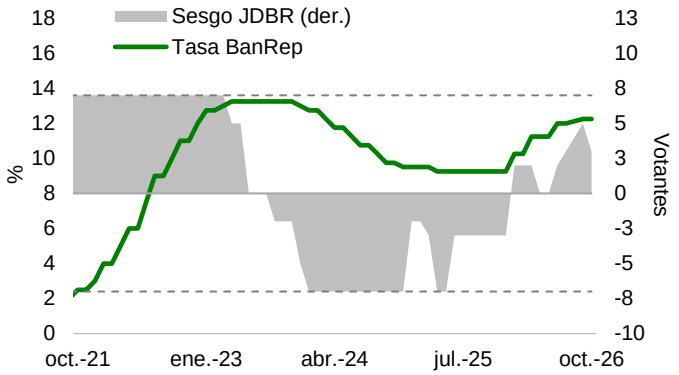
Dado el actual diagnóstico macroeconómico, el equipo técnico de BanRep revisó a la baja su estimación de crecimiento del PIB para 2026 desde 2.5% hasta 2%. Para el próximo año, ahora estima un crecimiento de 1.7%. En materia de inflación, el *staff* ahora proyecta 7.1% para el cierre de 2026, desde el 6.9% previo y para 2027 estima una inflación de 4.8%.

Expectativas de inflación analistas vs mercado **18**



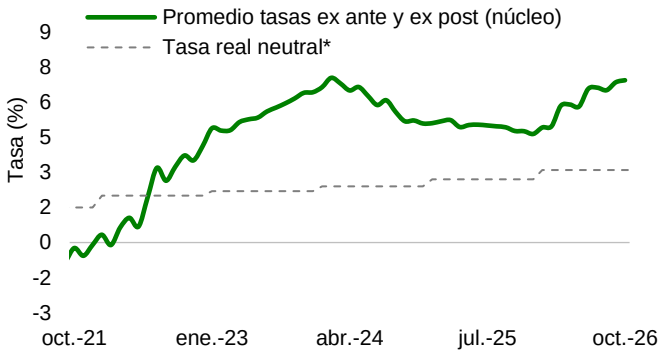
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en las curvas de TES cero cupón.

Tasa de referencia vs distribución JDBR **19**



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasa real de política monetaria del BanRep **20**



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasa de política neutral estimada por el equipo técnico de BanRep.

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 octubre hasta 6.94%, la más alta desde febrero de 2024 (Gráfico 20). Tomando sólo la tasa de interés real ex ante (que descuenta las expectativas de inflación a 1 año), esta medida se mantuvo en 7.5%, máximos que tampoco se observaban desde 2024.

Teniendo en cuenta que la inflación cerraría por debajo de nuestras previsiones iniciales, que la inflación núcleo se está desacelerando, que las expectativas de inflación han dejado de aumentar y que la actividad económica se ha debilitado en una magnitud superior a la prevista, **ahora esperamos que BanRep mantenga estable su tasa de intervención en 12.25% durante su última reunión de 2026**. También destacamos que la mejor coordinación entre la política monetaria y fiscal, esta última adoptando una postura más restrictiva que libera presiones inflacionarias, suaviza la necesidad de seguir apretando la postura de política monetaria, que en cualquier caso se mantiene en terreno altamente contractivo.

A pesar de lo anterior, los riesgos al alza sobre la inflación persisten y su incertidumbre continúa muy elevada, en particular los asociados al fenómeno de El Niño. En la medida que la magnitud y persistencia de dichos riesgos inflacionarios sea superior a la prevista, una vez se materialicen, no descartamos que BanRep se vea en la necesidad de ajustar nuevamente al alza la tasa de interés 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. Las tasas de interés activas y pasivas en el balance también se han estabilizado, aunque en el caso de las primeras se han observado reducciones que obedecen a los programas de alivio ofrecidos articuladamente entre la banca y el Gobierno a los afectados por el terremoto.

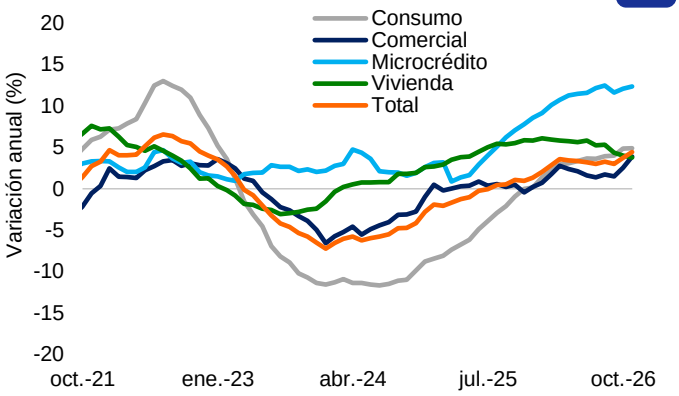
La cartera en términos reales (descontando inflación) se aceleró en octubre hasta 4.4%, su mayor crecimiento desde 2022 (Gráfico 21), favorecida por los distintos programas de estímulo que se vienen ejecutando para hacer frente al terremoto. La cartera de créditos hacia los hogares mantuvo un crecimiento 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 12.4% y 4.9%, respectivamente. La cartera de vivienda, por su parte, registró un crecimiento real de 3.8% y es la única que viene perdiendo impulso. En contraste, la dinámica real de la cartera comercial se aceleró fuertemente hasta 3.9% en octubre.

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 1.5% en agosto, pero es su menor ritmo de caídas en dos años (Gráfico 22).

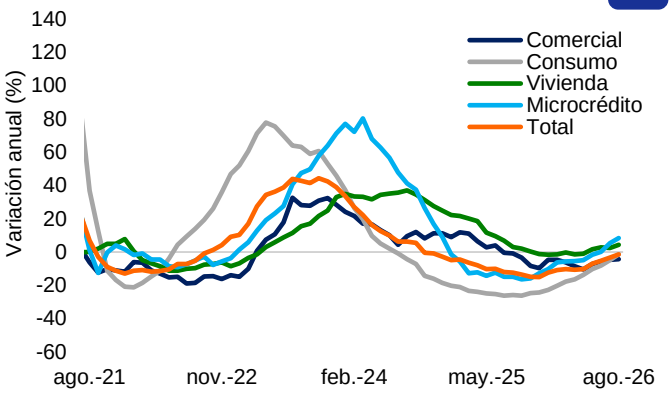
Este comportamiento del saldo de la cartera vencida se ha visto en todas las modalidades del crédito. Las carteras vencidas de microcrédito y vivienda crecieron en agosto 8.3% y 4.3%, respectivamente. Por su parte, las carteras vencidas de créditos de consumo y comerciales cayeron 1.4% y 4.4% respectivamente, pero dichas reducciones son inferiores a las caídas vistas en meses previos.

Crecimiento real de la cartera por modalidad **21**



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad **22**



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 (3.1%), 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 se han estabilizado en los últimos meses, con excepción de microcrédito que está mostrando un cambio en su tendencia (Gráfico 23).

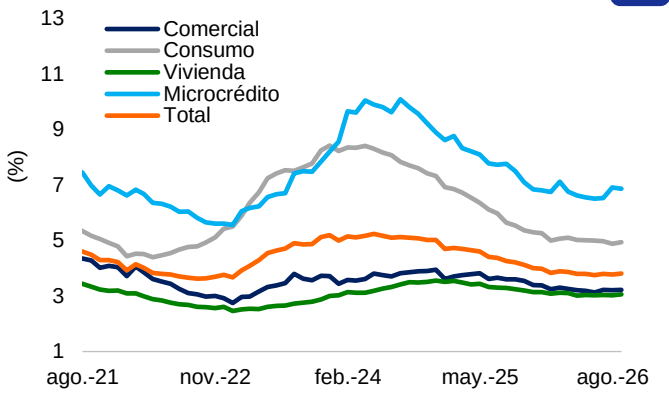
Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total registró un incremento de 4.4%, lo que contrasta con las caídas del orden de 2.7% anotadas en 2025 y representa su mayor aumento desde marzo de 2024. La rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito habría registrado un promedio de 1.6% en 3T26, superando levemente su promedio histórico. No obstante, es de esperar desmejoras 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 24). El crecimiento de la base monetaria en octubre fue 8.8%, su nivel más bajo en 2 años, en línea con el menor crecimiento económico de los últimos meses 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 se vienen estabilizando (Gráfico 25). En efecto, el promedio de las tasas de colocación en 4T26 se estaría ubicando en 16.6%, similar a los niveles de 16.7% de 3T26. Por su parte, el promedio de las tasas de captación estaría aumentando hasta 9.43%, desde niveles de 9.24% en 3T26.

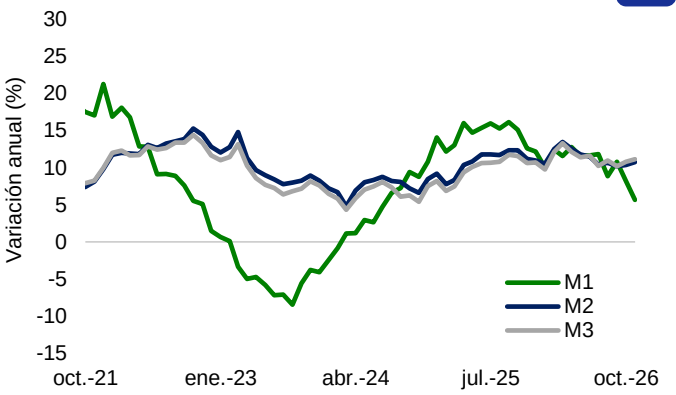
Es de esperar que la dinámica del crédito pierda impulso en el corto plazo por varias razones, una vez se diluyan los efectos del actual gasto contracíclico en el marco de la reactivación tras el terremoto. A saber: 1) el endurecimiento acumulado de la política monetaria de BanRep; 2) un menor impulso fiscal; y 3) una menor demanda de créditos. **Estimamos un crecimiento real de la cartera de créditos para todo 2026 de 3.3%**.

Evolución calidad de la cartera por modalidad **23**



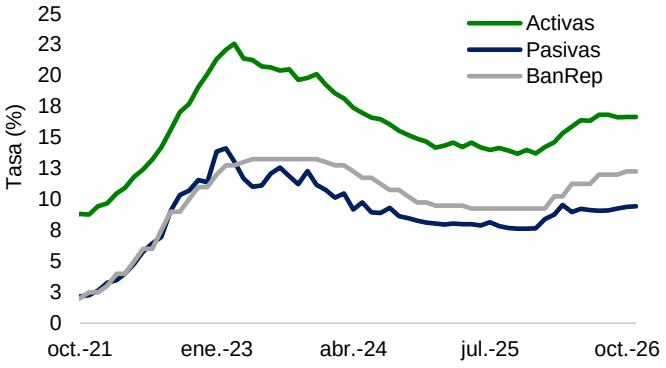
Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez **24**



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Tasas de interés en el sistema financiero** **25**



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. Sin embargo, la inflación permanece por encima de los objetivos de política monetaria y varios riesgos alcistas se han materializado, especialmente de oferta. En este contexto, los principales faros monetarios del mundo han reanudado el ciclo de incrementos en sus tasas de interés de política.

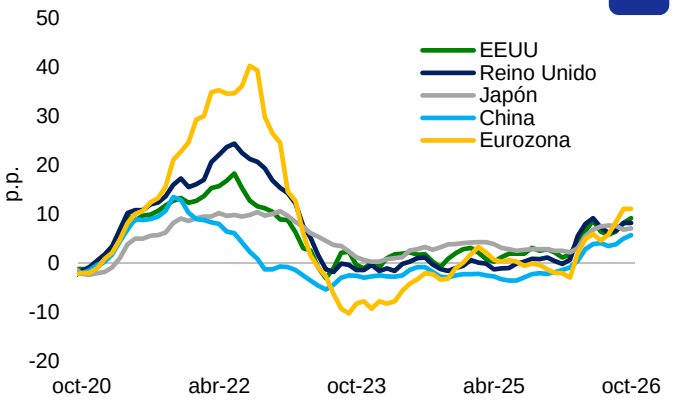
La inflación externa de costos al productor se viene acelerando y permanece en niveles máximos no vistos desde comienzos de 2023 (Gráfico 26). El *pass-through* de costos hacia los precios al consumidor también se ha fortalecido y la inflación mundial viaja a ritmos superiores al 3%. De hecho, recientemente se ha acelerado ante el aumento de los precios internacionales del petróleo (Gráfico 27).

En EEUU, la Fed pausó su ciclo de aumentos de tipos de interés en octubre, manteniéndolos en el rango 3.75% - 4%. No obstante, con las mayores presiones inflacionarias que enfrenta la economía estadounidense, sumado a la solidez en la actividad económica y el mercado laboral, es de esperar que **la Fed retome sus aumentos sobre las tasas de interés en su próxima reunión de diciembre**.

En cuanto a las cifras recientes de actividad económica global, los datos de 4T26 del PMI compuesto de grandes economías siguen dando cuenta de una dinámica muy sólida frente a lo observado durante la primera mitad de 2026 (Gráfico 28). Allí sobresale el fuerte repunte de la actividad en EEUU, que persiste en máximos no vistos desde 4T21 y que sigue favorecida por el *boom* de inversión ligada a las nuevas tecnologías de IA. El contraste entre estas economías ha sido China, que en tendencia sigue perdiendo terreno frente a las avanzadas.

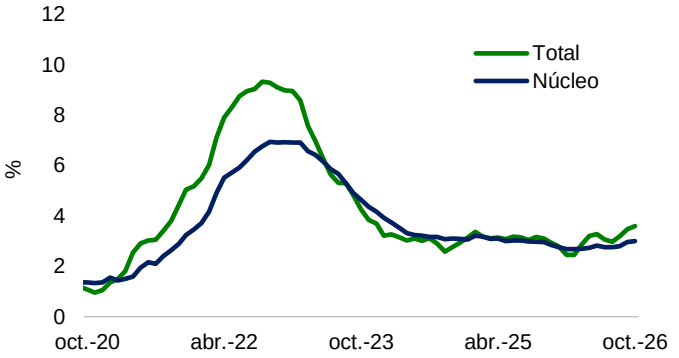
En contraste con lo anterior, el crecimiento del PIB de las economías de LATAM habría sido de 1.4% en 3T26, inferior a la expansión de 2% registrada en 2T26. El crecimiento del PIB de LATAM en lo que va corrido de 2026 también resulta inferior al crecimiento de 2.1% de todo 2025 (Gráfico 29).

Inflación del IPP en las principales economías **26**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

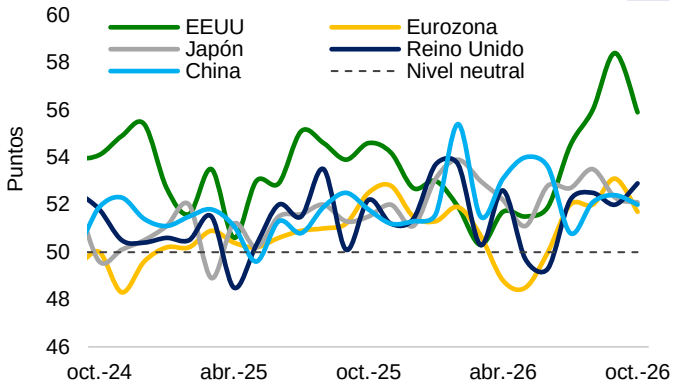
*Dinámicas de la inflación total y núcleo mundial** **27**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio artimético de la inflación en 18 economías con esquemas de inflación objetivo y que representan el 76% del PIB mundial.

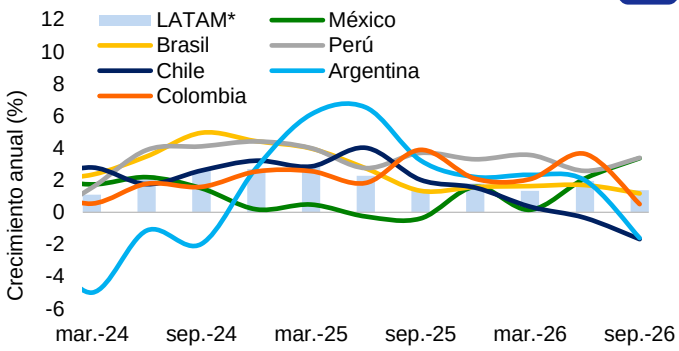
Por grandes economías de la región, la de Perú y México habrían liderado el crecimiento en 3T26 con sendas expansiones de 3.4%. En contraste, las economías de Chile y Argentina se habrían contraído 1.7% y 1.6%, en ese mismo orden. Como lo explicamos en secciones previas de este informe, la economía colombiana se habría desacelerado significativamente en 3T26 y también está contribuyendo a este menor dinamismo de la actividad de LATAM.

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	**6.8**	↓	**5.8**	↓
Tasa BanRep (final del periodo %)	9.50	9.25	**12.25**	↓	**11.50**	↓
DTF EA (promedio año %)	10.2	9.0	**10.1**	↓	**12.1**	↓
IBR overnight EA (promedio año %)	11.4	9.3	**11.4**		**12.1**	↓
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	11.7	12.8	**12.7**	↓	**11.7**	↓
Tasa de desempleo nacional (%)	10.2	8.9	**8.5**		**9.3**	↑
Sector externo						
Tasa de cambio (promedio anual)	4074	4054	**3440**	↓	**3500**	↓
Tasa de cambio (final del periodo)	4402	3707	**3375**	↓	**3460**	↑
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-1.6	-2.4	**-2.4**	↓	**-2.8**	↓
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.3	2.5	**2.9**	↑	**2.8**	↑
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.