

---

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ISSN - 2711 - 1164



**10/**  
**2025**



Octubre de 2025

# INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

---

\* Presentado por el equipo técnico  
a la Junta Directiva, para su reunión  
del 31 de octubre de 2025.

Banco de la República  
Bogotá, D. C. (Colombia)

---



---

#### Gerencia Técnica

Hernando Vargas Herrera  
**Gerente**

#### Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica (\*)

Juan José Ospina Tejeiro  
**Subgerente**

#### Departamento de Programación e Inflación

Carlos Huertas Campos  
**Director**

#### Sección de Inflación

Adolfo León Cobo Serna  
**Jefe**

Édgar Caicedo García  
Juan Pablo Cote Barón  
Nicolás Martínez Cortés  
Franky Galeano Ramírez  
Karen Pulido Mahecha  
Juan Esteban Moncada Londoño  
Sergio Restrepo Ángel

#### Sección de Programación Macroeconómica

David Camilo López Valenzuela  
**Jefe (e)**

Johanna Barbosa Buitrago  
Marlon Salazar Silva  
Darío Perdomo Sanchez  
Jorge Daniel Guevara Acevedo

#### Sección de Gestión del Proceso de Pronóstico

Celina Gaitán Maldonado  
**Jefe**

Tatiana Andrea Mora Arbeláez  
Nicol Valeria Rodríguez Rodríguez  
Nicolle Valentina Herrera Pinto

#### Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann Salcedo  
**Director**

#### Sección de Pronóstico

Julián Pérez Amaya  
**Jefe**

Jose Vicente Romero Chamorro  
Jonathan Muñoz Martínez  
Sebastián García Echeverry  
Juan Camilo Laborde Vera  
Cristian González Téllez  
Cristian Camilo Quesada Paipa

#### Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

José David Pulido Pescador  
**Jefe**

Sara Naranjo Saldarriaga  
Anderson Grajales Olarte  
Juan Andrés Rincón Galvis  
Elkin Jose Navas Diago

(\*) En la elaboración de este Informe también colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Deicy Cristiano y Jesús Sarmiento, profesionales de la Sección de Estadística; Jesús Bejarano, director del Departamento de Análisis Macroeconómico Aplicado; Andrés Herrera, Steven Zapata y Manuela Quintero, profesionales del Grupo de Análisis Fiscal y Sectorial; Aarón Levi Garavito y Wilmer Osvaldo Martínez Rivera, investigadores de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica; Sergio Bravo, Jose Luis Moreno, Nicolás Quenguan, Juan Andrés Camacho, Angie Linares, Laura Gallo, Angela Aparicio y Yessica Suarez, estudiantes en práctica.

Ciudad de edición: Bogotá D. C., Colombia.

Sugerencias y comentarios: +57 (1) 343 1011 / [atencionalciudadano@banrep.gov.co](mailto:atencionalciudadano@banrep.gov.co)



# Política monetaria en Colombia

---

De acuerdo con el mandato constitucional, el Banco de la República debe “velar por mantener el poder adquisitivo de la moneda, en coordinación con la política económica general”<sup>1</sup>. Para cumplir con este mandato, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) adoptó como estrategia un esquema flexible de inflación objetivo, en el cual las acciones de política monetaria (PM) buscan conducir la inflación a una meta puntual y alcanzar el nivel máximo sostenible del producto y del empleo.

La flexibilidad del esquema le permite a la JDBR mantener un balance apropiado entre el logro de la meta de inflación y el propósito de suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo alrededor de su senda sostenible. La JDBR estableció una meta de inflación del 3%, planteada sobre la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC). En el corto plazo la inflación puede ser afectada por factores que están fuera del control de la PM, como por ejemplo cambios en los precios de los alimentos debido a fenómenos climáticos. Para incorporar lo anterior, la JDBR anuncia, junto con la meta, un rango de  $\pm 1$  punto porcentual ( $3 \pm 1$  pp), el cual no es un objetivo de la PM, pero refleja el hecho de que la inflación puede fluctuar alrededor de la meta, sin pretender que sea siempre igual al 3%.

El principal instrumento que tiene la JDBR para el control de la inflación es la tasa de interés de política (tasa repo a un día o tasa de interés de referencia). Dado que las acciones de PM toman tiempo en tener un efecto completo sobre la economía y la inflación<sup>2</sup>, para fijar su valor la JDBR evalúa el pronóstico y las expectativas de la inflación frente a la meta, así como el estado actual y las perspectivas sobre la evolución de la economía.

La JDBR se reúne una vez al mes, pero solo en ocho meses sesiona de forma ordinaria para tomar decisiones de PM (enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y diciembre). En los cuatro meses restantes (febrero, mayo, agosto y noviembre) no se toman, en principio, decisiones de este tipo<sup>3</sup>. Al finalizar las Juntas donde se toman decisiones de PM, se publica un comunicado y se hace una rueda de prensa a cargo del gerente general del Banco y el ministro de Hacienda. El tercer día hábil siguiente a la reunión se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, el segundo día hábil siguiente a la Junta, en enero, abril, julio y octubre, se publica el Informe de Política Monetaria (IPM)<sup>4</sup> realizado por el equipo técnico del Banco. El cuarto día hábil siguiente a la Junta el gerente técnico del Banco presenta el IPM. Este esquema de comunicación busca entregar información relevante y actualizada que contribuya a la toma de mejores decisiones por parte de los agentes de la economía<sup>5</sup>.

---

1 Constitución Política de Colombia (1991), artículo 373 y Sentencia C-481/99 de la Corte Constitucional.

2 Para un mayor detalle véase M. Jalil y L. Mahadeva (2010). “Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Colombia”, Universidad Externado de Colombia, Facultad de Finanzas, Gobierno y Relaciones Internacionales, 1.ª ed., vol. 1, núm. 69, octubre.

3 Un miembro de la Junta puede solicitar en cualquier momento una reunión extraordinaria para tomar decisiones de política monetaria.

4 Antes conocido como *Informe sobre Inflación*.

5 El actual esquema de comunicación fue aprobado por la JDBR en la reunión de mayo de 2023.

# Contenido

---

1. Resumen **9**
  - 1.1 Resumen macroeconómico **9**
  - 1.2 Decisión de política monetaria **12**

---

2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos **13**
  - 2.1 Contexto externo **13**
  - 2.2 Proyecciones macroeconómicas **17**
  - 2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico **27**

---

3. Situación económica actual **31**
  - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios **31**
  - 3.2 Crecimiento y demanda interna **34**
  - 3.3 Mercado laboral **36**
  - 3.4 Mercado monetario y financiero **38**

---

**Recuadro 1:** Índice de desbalance macroeconómico (IDM) para Colombia **41**

---

**Anexo 1** Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros **47**

**Anexo 2** Principales variables del pronóstico macroeconómico **49**

**Anexo 3** Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico **52**

# Índice de gráficos

---

- Gráfico 1.1** Índice de precios al consumidor **9**
- Gráfico 1.2** IPC sin alimentos ni regulados **9**
- Gráfico 1.3** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **10**
- Gráfico 1.4** Brecha del producto **11**
- Gráfico 1.5** Tasa de interés de política, TIB e IBR **12**
  
- Gráfico 2.1** PIB real de los socios comerciales **13**
- Gráfico 2.2** Supuesto trimestral del precio del petróleo **14**
- Gráfico 2.3** Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país **15**
- Gráfico 2.4** Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos **16**
- Gráfico 2.5** Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) **17**
- Gráfico 2.6** Comportamiento de la prima de riesgo y de la tasa de cambio nominal para algunos países de América Latina **17**
- Gráfico 2.7** Brecha inflacionaria de la TCR trimestral **18**
- Gráfico 2.8** Índice de precios al consumidor **18**
- Gráfico 2.9** IPC sin alimentos ni regulados **19**
- Gráfico 2.10** IPC alimentos **20**
- Gráfico 2.11** IPC regulados **20**
- Gráfico 2.12** Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa **21**
- Gráfico 2.13** PIB trimestral **21**
- Gráfico 2.14** ISE total y por sectores de actividad **22**
- Gráfico 2.15** Exportaciones totales de bienes (FOB) **23**
- Gráfico 2.16** Importaciones totales de bienes (CIF) **23**
- Gráfico 2.17** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **24**
- Gráfico 2.18** Brecha del producto **25**
- Gráfico 2.19** Cuenta corriente anual **26**
- Gráfico 2.20** Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas **27**
- Gráfico 2.21** Índice de precios al consumidor, densidad predictiva **30**
- Gráfico 2.22** IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva **30**
- Gráfico 2.23** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva **30**
- Gráfico 2.24** Brecha del producto, densidad predictiva **30**
  
- Gráfico 3.1** IPC e indicadores de inflación básica **31**
- Gráfico 3.2** IPP por procedencia **31**
- Gráfico 3.3** IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados **31**
- Gráfico 3.4** IPC de servicios, sin alimentos ni regulados **32**
- Gráfico 3.5** IPC de regulados y sus componentes **33**
- Gráfico 3.6** IPC de alimentos y sus componentes **33**
- Gráfico 3.7** Producto interno bruto **34**
- Gráfico 3.8** Contribuciones a la variación anual del PIB trimestral **34**
- Gráfico 3.9** Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General **34**
- Gráfico 3.10** Formación bruta de capital fijo trimestral **35**
- Gráfico 3.11** Exportaciones, importaciones y balanza comercial **35**
- Gráfico 3.12** Niveles sectoriales de valor agregado del segundo trimestre de 2025 relativos al cuarto trimestre de 2019 **36**
- Gráfico 3.13** Población ocupada por dominios geográficos **36**
- Gráfico 3.14** Empleo por posición ocupacional **37**
- Gráfico 3.15** Tasa global de participación por dominios geográficos **37**
- Gráfico 3.16** Tasa de desempleo por dominios geográficos **37**
- Gráfico 3.17** Curva de Beveridge para las siete ciudades principales **38**
- Gráfico 3.18** Cartera bruta en moneda nacional **39**
- Gráfico 3.19** Tasas reales de interés del crédito **40**
- Gráfico 3.20** Indicador de mora **40**

**Gráfico R1.1** Desalineamiento promedio del crédito **42**  
**Gráfico R1.2** Desalineamiento promedio del precio de la vivienda usada **43**  
**Gráfico R1.3** Desalineamiento promedio de la cuenta corriente **43**  
**Gráfico R1.4** Desalineamiento promedio de la tasa de cambio real **44**  
**Gráfico R1.5** Desalineamiento promedio fiscal **44**  
**Gráfico R1.6** Índice de desbalance macroeconómico por componentes **44**  
**Gráfico R1.7** Índice de desbalance macroeconómico y crecimiento del PIB **45**

**Gráfico A3.1** Supuesto trimestral del crecimiento 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales, densidad predictiva **52**  
**Gráfico A3.2** Supuesto trimestral del precio del petróleo, densidad predictiva **52**  
**Gráfico A3.3** Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, densidad predictiva **52**  
**Gráfico A3.4** Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS), densidad predictiva **52**  
**Gráfico A3.5** IPC de alimentos, densidad predictiva **53**  
**Gráfico A3.6** IPC de regulados, densidad predictiva **53**

# Índice de cuadros

---

**Cuadro 2.1** Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales **14**

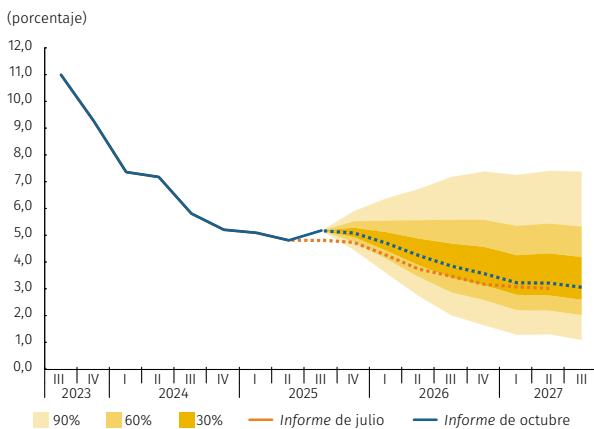
**Cuadro 3.1** Tasas de interés **39**

# 1. Resumen

## 1.1 Resumen macroeconómico

**Durante el tercer trimestre la inflación total (5,2 %) aumentó, la inflación básica (que excluye alimentos y regulados, 4,8 %) se mantuvo estable, y ambos indicadores registraron tasas superiores a las proyectadas en el Informe de julio. El nuevo escenario de pronóstico sugiere una convergencia más lenta hacia la meta del 3 %.** Exceptuando la canasta de regulados, las variaciones anuales de los principales grupos del índice de precios al consumidor (IPC) sorprendieron al alza con respecto a lo estimado en julio. El mayor desvío se observó en los alimentos, debido a un ciclo alcista más persistente en los precios de los perecederos, aumentos en los costos laborales, incrementos no anticipados en los precios internacionales de ciertos alimentos y fertilizantes, y otros choques de oferta. Todo esto en un entorno de demanda relativamente fuerte. En contraste, los precios regulados registraron una variación inferior a la prevista, principalmente por menores ajustes en los servicios de electricidad, atribuibles a una mayor participación de las hidroeléctricas en la generación de energía y a cambios regulatorios en el sector. Las sorpresas al alza en servicios y bienes se relacionan con una demanda interna más dinámica de lo esperado, una desaceleración más lenta en los arriendos, el impacto del aumento en los precios de los alimentos sobre las comidas fuera del hogar, y algunos incrementos no previstos en los precios internacionales de bienes. Asimismo, los aumentos observados en las expectativas de inflación podrían estar presionando varios precios de la canasta del consumidor. Al incorporar estas sorpresas en los pronósticos, se estima una convergencia más lenta de la inflación total y básica a la meta del 3 %. Al final de 2025 la inflación total terminaría en el 5,1% (antes 4,7%) y la básica en el 4,7% (antes 4,2%). Esto implicaría que en 2026 varios grupos del IPC, como los arriendos, se indexarían a una tasa de inflación más elevada. A esto se sumaría una reducción algo más rápida de los excesos de capacidad productiva con respecto a lo previsto en julio. Estas mayores presiones inflacionarias se verían parcialmente compensadas por las reducciones de los precios de bienes importados, debido a una tasa de cambio menor de la incorporada en las proyecciones de julio. Así, para diciembre de 2026 se proyecta una inflación total del 3,6% (antes 3,2%) y una inflación básica del 3,5% (antes 3,3%) (gráficos 1.1 y 1.2). La inflación continuaría descendiendo hasta converger a la meta a final del horizonte de pronóstico de dos años. Esta senda descendente de la inflación se soporta en la desaceleración esperada en los precios de los alimentos en 2026, en un contexto de mayor base de comparación y disipación de los choques de oferta. También influirían los efectos acumulados de la política monetaria, reflejados en una brecha del producto que se mantendría negativa hasta mediados de 2026 y en presiones desinflacionarias provenientes de la tasa de cambio. Estas proyecciones siguen enfrentando una elevada incertidumbre, principalmente por el impacto de un posible aumento del salario mínimo en 2026 superior a la inflación observada más el aumento de la

Gráfico 1.1  
Índice de precios al consumidor<sup>a/, b/</sup>  
(variación anual, fin de periodo)

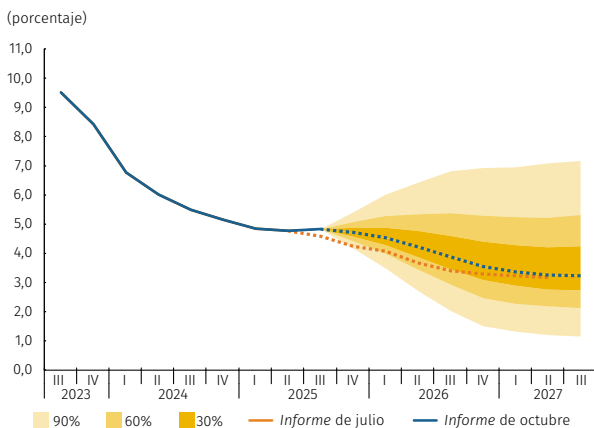


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de octubre.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 1.2  
IPC sin alimentos ni regulados<sup>a/, b/</sup>  
(variación anual, fin de periodo)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de octubre.

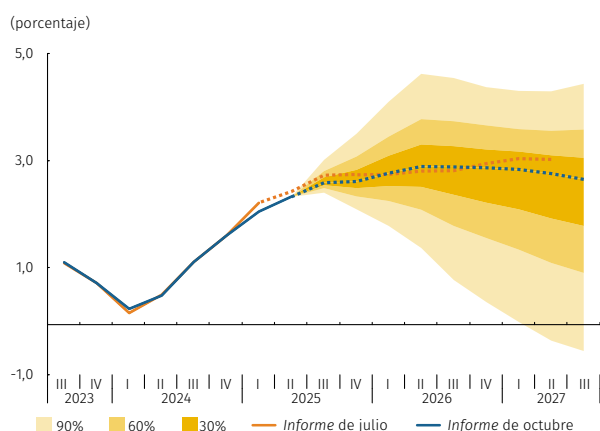
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

productividad laboral, la evolución futura de la tasa de cambio, los efectos de los aumentos de aranceles en el comercio global, los choques de oferta que afectan los precios internacionales de los alimentos y las disposiciones relacionadas con los ajustes en los precios de bienes y servicios regulados.

**El crecimiento económico para el segundo trimestre de 2025 (2,5%) fue similar al estimado (2,6%), con una dinámica de la demanda interna (4,1%) que completó cuatro trimestres con aumentos significativos, muy superiores a los del producto. Con base en la nueva información, se proyecta un crecimiento económico del 2,6% para 2025 y del 2,9% para 2026.**

Como se esperaba, en el segundo trimestre la demanda interna mantuvo una fuerte dinámica, impulsada principalmente por el consumo privado (3,6%) y por el consumo público (3,9%). La inversión también mostró un crecimiento anual importante (6,4%), especialmente en maquinaria y equipo, aunque sus niveles siguen siendo bajos en comparación con los observados antes de la pandemia. En contraste, la demanda externa neta tuvo una contribución contable negativa al crecimiento del producto interno bruto (PIB), debido a un incremento anual de las importaciones (9,5%), superior al de las exportaciones (0,6%). El bajo crecimiento de las exportaciones se explica, en buena parte, por las caídas en los volúmenes exportados de petróleo y carbón. Los datos disponibles para el tercer trimestre sugieren que el PIB habría crecido un 3% anual, con una demanda interna robusta (4,4%), explicada por el dinamismo del consumo privado (3,6%) y del consumo público (8,5%), así como por una aceleración de la formación bruta de capital fijo (4,3%), de la mano de la maquinaria y equipo, junto con obras civiles. El déficit comercial habría continuado ampliándose, por unas importaciones (7,8%) que seguirían creciendo anualmente más que las exportaciones (0,2%), lo que refleja la fortaleza en la demanda interna privada y las reducciones en los volúmenes exportados de productos mineroenergéticos. En lo que resta del año, diversos factores seguirían soportando el ingreso disponible de los hogares y su gasto, entre ellos los altos precios del café, el elevado flujo de remesas, la fuerte dinámica del turismo extranjero y, en el corto plazo, el aumento de los salarios reales. Asimismo, se espera que el crédito se siga recuperando, favorecido por menores tasas de interés reales, por niveles de empleo históricamente altos y por una moderación en el riesgo crediticio de la cartera de los establecimientos de crédito, lo que también contribuiría al crecimiento del producto. La debilidad de la producción y las exportaciones de petróleo y carbón persistiría igualmente. En este contexto, el pronóstico de crecimiento económico se ajustó al 2,6% para 2025 (desde un 2,7%) y se mantuvo en el 2,9% para 2026 (Gráfico 1.3). La sólida dinámica de la demanda interna, las sorpresas al alza en la inflación básica y los indicadores positivos del mercado laboral sugieren que los excesos de capacidad productiva podrían reducirse de forma más rápida con respecto a lo estimado en julio (Gráfico 1.4). Esta evolución ocurriría en un entorno de política monetaria interna que se torna gradualmente menos contractiva, pero que mantiene un grado de restricción necesario para continuar con el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta del 3% en el horizonte de pronóstico. No obstante, estas proyecciones están sujetas a un elevado grado de incertidumbre derivado de

Gráfico 1.3  
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres<sup>a/, b/, c/</sup>  
(variación anual)



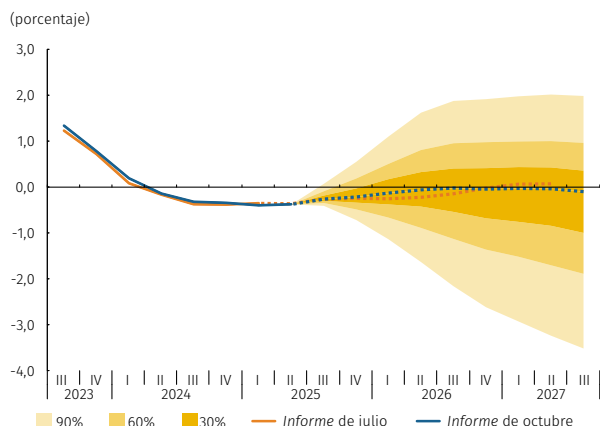
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.

c/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de octubre.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 1.4  
Brecha del producto<sup>a/, b/, c/</sup>  
(acumulado 4 trimestres)



a/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacón y el 4GM.

c/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de octubre.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

factores externos (tensiones políticas y comerciales globales, la respuesta de los mercados financieros a la política monetaria en economías avanzadas, etc.), así como de factores internos, especialmente la incertidumbre en torno a la política fiscal.

**Frente al Informe de julio, las condiciones de financiamiento externo del país son menos restrictivas, en un entorno de reducción de la tasa de interés de política en Estados Unidos, de mayor demanda de activos de riesgo, de menores tensiones comerciales globales, pero de elevada incertidumbre por los conflictos geopolíticos.** La demanda externa relevante para Colombia ha mostrado un crecimiento superior al esperado, el cual se proyecta que se mantenga hacia 2026. Los términos de intercambio han mejorado por la caída en los precios de las importaciones de bienes intermedios y de capital, y por la persistencia de precios elevados en productos básicos como el café y el oro, que han compensado parcialmente el menor desempeño de los precios mineroenergéticos. Por su parte, y como se anticipaba, en septiembre y octubre la Reserva Federal (Fed) redujo en 25 puntos básicos (pb) por reunión su tasa de interés de política monetaria y la situó entre el 3,75% y 4,0%, en medio de preocupaciones por el deterioro en el mercado laboral, pero con revisiones al alza en las proyecciones de crecimiento e inflación para 2026. Las nuevas proyecciones del FOMC anticipan un recorte adicional en 2025 y uno en 2026, sin alcanzar la tasa de largo plazo al cierre de 2027. Ante este escenario, en este Informe también se esperan tres reducciones en la tasa de interés de la Fed, dos en lo que resta del año y una en 2026. Este entorno ha favorecido la valorización de los mercados bursátiles globales y la reducción de las primas de riesgo en economías emergentes, incluida la de Colombia. No obstante, se prevé que el aumento persistente de la deuda pública continúe presionando al alza la prima de riesgo país en el horizonte de pronóstico. Cabe señalar que la incertidumbre alrededor del contexto externo sigue siendo elevada, debido a las tensiones comerciales, a las medidas migratorias en Estados Unidos, a los conflictos geopolíticos y a la evolución de la percepción del riesgo soberano de Colombia.

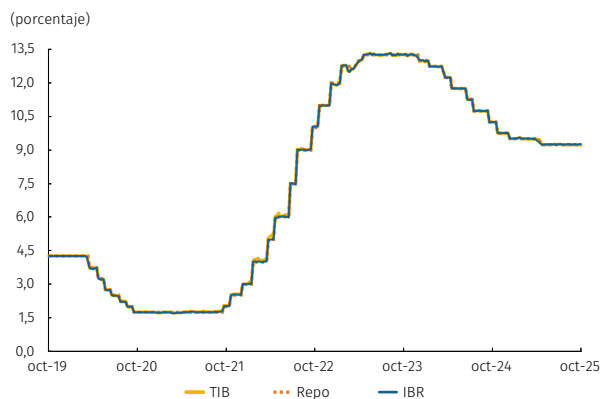
**La fuerte dinámica de la demanda interna, muy superior a la del producto, junto con una inflación total y básica que se han estabilizado en niveles elevados, unas expectativas de inflación que superan la meta del 3% y que aumentaron en el tercer trimestre, y riesgos inflacionarios significativos en el horizonte de política sugieren que debe mantenerse una postura restrictiva de la política monetaria.** Los indicadores de actividad económica para el tercer trimestre del año señalan que la demanda interna completaría más de un año con una dinámica anual muy superior a la del PIB. Esto se ha reflejado en una ampliación del déficit externo como porcentaje del PIB, después de haberse ajustado en los dos años anteriores. En el mercado laboral, la tasa de desempleo mantiene niveles que se pueden calificar como bajos respecto a su historia y el empleo muestra una tendencia creciente. La inflación total y básica han sorprendido al alza y se han estabilizado en niveles muy superiores a la meta. Estos comportamientos en la actividad económica, en el mercado laboral y en los precios sugieren que los excesos de capacidad productiva podrían reducirse más

rápido de lo estimado en el *Informe* anterior. El deterioro fiscal ha presionado al alza la tasa de interés neutral de la economía y hace más vulnerable al país ante un choque negativo de financiamiento externo. Con todo esto, se espera que la convergencia de la inflación hacia la meta del 3% sea más lenta de lo pronosticado en el *Informe* de julio. Por su parte, las expectativas de inflación para diciembre de 2025 y 2026 aumentaron y continúan por encima del 3%. Hacia adelante, existen riesgos inflacionarios importantes relacionados con el ajuste del salario mínimo, la evolución de las condiciones financieras externas en medio del deterioro fiscal y los precios del gas natural. La perspectiva de una reducción más lenta de la inflación, los menores excesos de capacidad productiva y los significativos riesgos al alza sobre la inflación requieren una postura de política monetaria que debe permanecer en terreno restrictivo, que permita continuar con el proceso de reducción de la inflación y que esta converja hacia la meta en el horizonte de pronóstico.

## 1.2 Decisión de política monetaria

En las reuniones de septiembre y octubre de 2025, la Junta Directiva del Banco de la República decidió por mayoría mantener la tasa de interés de política monetaria en el 9,25% (Gráfico 1.5).

Gráfico 1.5  
Tasa de interés de política, TIB e IBR<sup>a/</sup>  
(datos semanales)



a/ TIB: tasa de interés interbancaria a un día. IBR: indicador bancario de referencia a un día. Repo: tasa de interés de política monetaria.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

## 2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos<sup>1</sup>

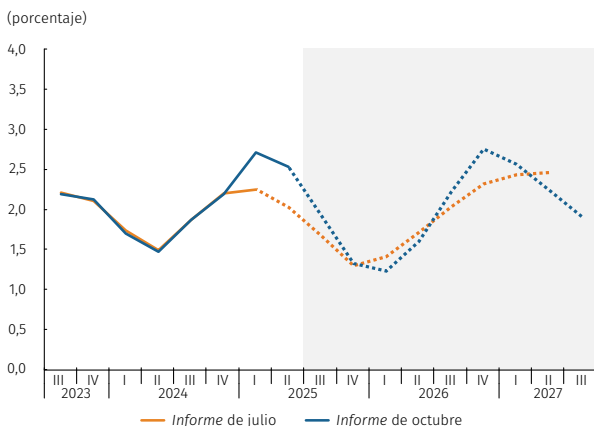
### 2.1 Contexto externo

#### 2.1.1 Demanda externa

**En lo corrido de 2025 el desempeño económico de algunos de los socios comerciales del país ha sido mejor de lo previsto, en un entorno global caracterizado por una elevada incertidumbre comercial y política.** En los Estados Unidos la actividad económica se recuperó de manera importante en el segundo trimestre del año, al registrar un crecimiento trimestral anualizado del 3,8%. No obstante, las señales recientes de mejoría en indicadores del consumo privado contrastan con las preocupaciones sobre la dinámica del mercado laboral, debido a unos datos de contratación desfavorables en los últimos meses. A lo anterior se le suma el cierre parcial del gobierno federal desde el 1 de octubre, lo que ha elevado la incertidumbre económica y política, al paralizar algunos servicios y la publicación de estadísticas clave. En cuanto a otros socios comerciales del país, la economía de Ecuador registró un crecimiento anual del 3,4% en el primer trimestre, explicado por la buena dinámica del consumo y la inversión, en un entorno de altos flujos de remesas<sup>2</sup>. En México la desaceleración económica ha sido menor que la prevista debido a resultados positivos en la primera mitad del año, aunque persisten riesgos derivados de la demanda externa. Por último, China mostró un crecimiento sólido en lo corrido del año (5,1% anual al tercer trimestre del año), a pesar de la elevada incertidumbre comercial con Estados Unidos<sup>3</sup>. En general, se ha observado una moderación de la incertidumbre sobre el comercio internacional frente a abril de este año, producto de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y otras economías, así como de una tasa arancelaria efectiva menor que la prevista meses atrás.

**En 2025 la demanda externa de Colombia crecería un 2,1% anual y se moderaría ligeramente en 2026 (2%) (Gráfico 2.1), lo que representa una revisión al alza frente al Informe de julio.** Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), la economía mundial se desaceleraría del 3,3% observado en 2024 al 3,2%

Gráfico 2.1  
PIB real de los socios comerciales  
(variación anual; proyecciones según  
el supuesto de todo el año)



Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadísticas, bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

- 1 Las proyecciones presentadas en este capítulo fueron realizadas a partir de estimaciones de los modelos centrales de pronóstico Patacon y 4GM. Para mayor detalle de estos modelos véase <https://www.banrep.gov.co/es/node/149> y <https://www.banrep.gov.co/en/4gm-new-model-monetary-policy-analysis-colombia>
- 2 En la escritura del presente Informe se conoció que, según cifras preliminares, en el segundo trimestre de 2025 el PIB de Ecuador registró un crecimiento anual del 4,3%, superando ampliamente las expectativas del mercado.
- 3 Recientemente se dio una nueva escalada de tensiones comerciales entre China y Estados Unidos. Pekín amplió controles a exportaciones estratégicas (tierras raras, magnetos) y Washington respondió con nuevos aranceles del 100% a importaciones chinas y controles de software críticos a partir del 1 de noviembre.

**Cuadro 2.1**  
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales<sup>a/</sup>

Principales socios	2023 (pr)	2024 (proy)	2025 (proy)	2026 (proy)
Estados Unidos	2,9	2,8	1,7	1,7
Zona del euro	0,5	0,8	1,2	1,1
China	5,3	5,0	4,6	4,1
Ecuador	2,0	-2,0	2,5	1,5
Brasil	3,2	3,0	2,0	1,7
Perú	-0,4	3,3	3,0	2,7
México	3,4	1,2	0,5	1,1
Chile	0,6	2,4	2,3	2,1
<b>Total socios comerciales<sup>a/</sup></b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>

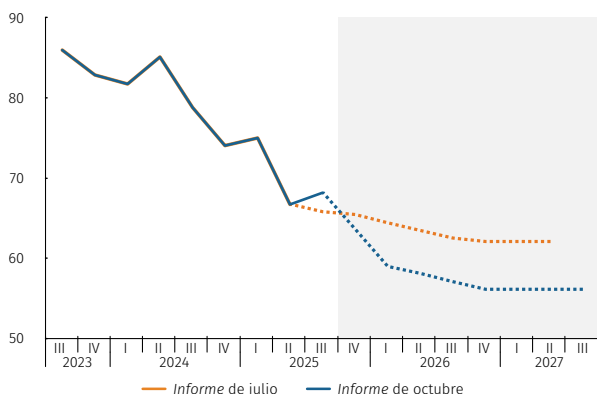
(pr): preliminar. (proy): proyectado.

a/ Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso de la participación en el comercio de bienes no tradicionales.

Fuentes: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales de los países (datos observados); Banco de la República (proyecciones y cálculos).

**Gráfico 2.2**  
Supuesto trimestral del precio del petróleo

(dólares por barril)



Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

en 2025, cifra ligeramente mayor que su proyección anterior, y alcanzaría el 3,1% en 2026, en un contexto de persistente incertidumbre geopolítica y tensiones comerciales. Según este organismo, los riesgos para el crecimiento mundial se inclinan a la baja debido a la incertidumbre prolongada, mayores barreras comerciales y perturbaciones en la oferta laboral. En este contexto de mejores cifras observadas frente a las estimadas para algunos países, se proyecta que la actividad económica de los socios comerciales de Colombia crezca en promedio un 2,1% en 2025 y 2,0% en 2026, cifras superiores a las del Informe anterior (1,8% y 1,9%, respectivamente). No obstante, estos registros continúan ubicándose por debajo del promedio histórico<sup>4</sup> (Cuadro 2.1). La incertidumbre sobre este supuesto sigue siendo elevada debido a la volatilidad de la política comercial entre Estados Unidos y China, el prolongado cierre del gobierno estadounidense, al posible deterioro en la confianza de los consumidores y de las empresas a nivel mundial, y el impacto incierto de las mayores barreras comerciales sobre la inflación global.

### 2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

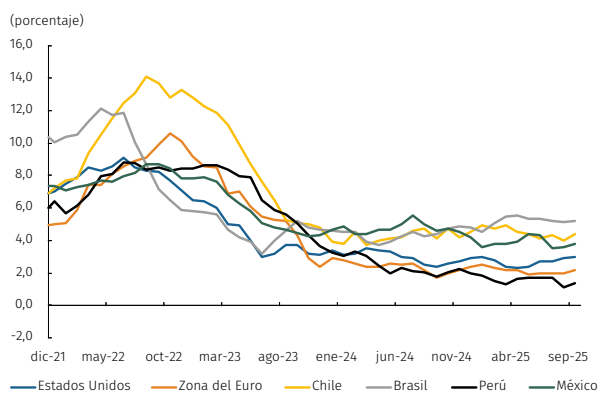
**Se mantiene el supuesto de una tendencia decreciente del precio del petróleo a lo largo del horizonte de pronóstico, con una senda menor frente al Informe anterior en respuesta al sostenido aumento en la producción global y al mayor crecimiento previsto en los inventarios de petróleo y derivados en los países miembros de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) (Gráfico 2.2).** En el tercer trimestre del año el precio promedio del petróleo para la referencia *Brent* fue USD 68 por barril (bl), cifra inferior al promedio observado en la primera mitad del año (71 USD/bl). Esta tendencia bajista responde, en parte, al aumento persistente de la oferta mundial, impulsado por el crecimiento de países no pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+), tales como los Estados Unidos, Guyana, Canadá, Brasil, Noruega y Argentina. A esto se suma el incremento en los niveles de extracción en la mayoría de los países miembros de la OPEP+, liderados por Arabia Saudita, quienes en su reunión más reciente ratificaron su compromiso de continuar con la eliminación progresiva de una segunda fase de recortes, equivalente a 1,65 millones de barriles diarios<sup>5</sup>. Si bien también se espera que aumente la demanda de petróleo y sus derivados, esta lo haría a un menor ritmo que la oferta, lo que llevaría a una mayor acumulación de inventarios en los países miembros de la OCDE, lo cual también contribuiría a la revisión a la baja de los precios y a su tendencia decreciente

4 El promedio histórico del crecimiento anual de los socios comerciales entre 2001 y 2024 es del 2,9%.

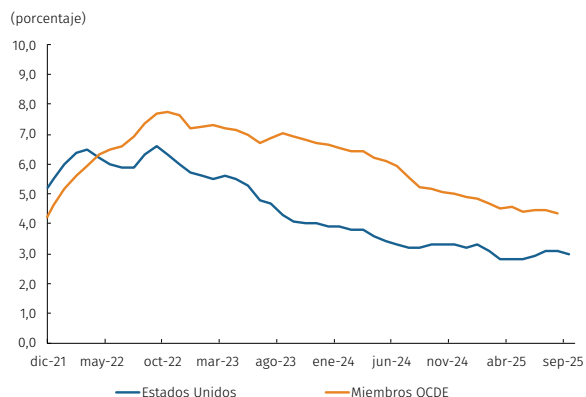
5 Además de los doce miembros de la OPEP, sus aliados (OPEP+) corresponden a: Azerbaiyán, Baréin, Brunéi, Kazajistán, Rusia, México, Malasia, Sudán del Sur, Sudán y Omán. Durante su reunión del 5 de octubre de 2025, ocho países miembros de la OPEP+ acordaron continuar en noviembre con la reversión progresiva de recortes, al aplicar un nuevo incremento de 137.000 barriles diarios. Esta decisión se suma al aumento realizado en octubre y forma parte del proceso para deshacer gradualmente un ajuste total de 1,65 millones de barriles diarios. Los países advirtieron que estos incrementos podrían pausarse o revertirse según las condiciones del mercado.

Gráfico 2.3  
Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país

A. Inflación total



B. Inflación excluyendo alimentos y energía



Fuentes: Bloomberg y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

esperada a lo largo del horizonte de pronóstico. No obstante, la reducción en la producción de Irán y Rusia, el aumento en la demanda de petróleo por parte de China y las elevadas tensiones geopolíticas a nivel mundial son factores que limitarían la tendencia bajista de los precios y aumentarían la volatilidad del mercado. Con todo lo anterior, se supone un precio promedio para el *Brent* cercano a los USD68 bl en 2025, igual al previsto en el *Informe* anterior, y de USD58 bl para 2026 (USD63 en el *Informe* de julio). En general, la incertidumbre alrededor del precio del petróleo persiste debido a los conflictos geopolíticos, las decisiones futuras de la OPEP+ y las políticas comerciales de Estados Unidos.

**Después del repunte previsto para 2025, los términos de intercambio caerían en 2026, en línea con el comportamiento esperado en la cotización de los principales productos básicos que exporta Colombia.** Para todo 2025 se estima una mejora en los términos de intercambio del país, superior a la prevista en el *Informe* anterior. Este resultado respondería al mayor incremento en los precios internacionales del café y el oro, junto con la caída proyectada de los precios en dólares de los bienes intermedios y de capital importados por Colombia, lo cual compensaría con creces la reducción esperada en la cotización del petróleo y el carbón. Sin embargo, para 2026 se prevé una reducción de los términos de intercambio, explicada, en gran medida, por la disminución esperada en los precios de los principales bienes mineroenergéticos exportados por el país.

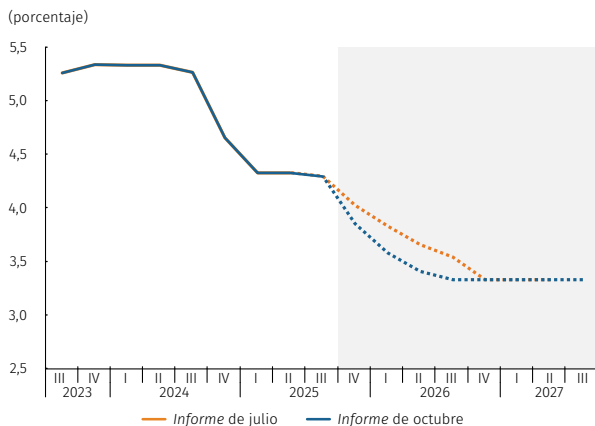
**Durante 2025 la inflación continuaría por encima de la meta en algunas economías, en un contexto de mayores barreras comerciales y elevada incertidumbre, lo que podría incrementar las presiones sobre los precios.** En lo corrido del año la inflación total promedio a nivel mundial ha continuado su proceso de moderación, aunque con comportamientos dispares entre economías. Según los datos más recientes de la OCDE, la inflación total anual para los países miembros se mantuvo en un 4,1% en agosto de 2025, tras haberse situado en ese mismo nivel en julio, mientras que el componente básico (sin alimentos ni energía) se ubicó en un 4,3% anual, ligeramente por debajo del 4,5% observado el mes anterior. En ese mismo mes la inflación de alimentos repuntó al 5,0% (4,5% en julio) y la de energía al 0,7% (0,3% en julio), reflejando presiones puntuales sobre los precios internacionales del crudo y algunos granos. En los países del G7, la inflación total se situó en un 2,7% anual en agosto, con un leve aumento respecto a meses previos, mientras que para la zona del euro permaneció estable en torno al 2,0%, cercana a su objetivo inflacionario (Gráfico 2.3). En los Estados Unidos, la inflación total anual se ubicó en un 3,0% en septiembre, luego del 2,9% registrado en agosto, mientras que la inflación básica se ubicó en un 3,0%. Lo anterior se dio por incrementos anuales en los precios de la energía, acompañado de una ligera moderación en los rubros de bienes, alimentos y servicios. Para el resto del año se espera que la inflación se mantenga en torno al 3,0% (superior a la meta del 2,0%), en un contexto de alta incertidumbre asociada con la política comercial de ese país y su impacto sobre los precios, a unas expectativas de inflación aún elevadas y a una desaceleración económica

algo menor. En su reporte más reciente, el FMI prevé que la inflación mundial pase del 4,9 % en 2024 al 4,2 % para 2025 y al 3,7 % en 2026.

### 2.1.3 Desarrollos financieros externos

**En este Informe se continúa esperando una reducción gradual de la tasa de interés de política monetaria en los Estados Unidos, en un entorno de elevada incertidumbre comercial y de menor dinamismo del mercado laboral (Gráfico 2.4).** Como se preveía, en su reunión de septiembre el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) redujo por primera vez en el año su tasa de política en 25 puntos básicos (pb), y en octubre realizó un nuevo recorte de la misma magnitud, ubicándola en el rango entre 3,75 % y 4,0 %<sup>6</sup>. Lo anterior se dio en un contexto de elevada incertidumbre comercial y política, así como de una importante disminución en la contratación laboral. En septiembre la mediana de las estimaciones del FOMC para la tasa de interés se revisó a la baja frente a su reporte de junio, contemplando ahora tres reducciones de tasa en 2025 (dos ya efectuadas en septiembre y octubre y una adicional al cierre del año) y una sola reducción en 2026, en contraste con las dos previstas en cada año en el reporte anterior. Con ello, la tasa de interés se situaría en el 3,6 % y 3,4 % al cierre de 2025 y 2026, respectivamente, valores inferiores a los proyectados previamente. A su vez, el FOMC revisó al alza la proyección para el crecimiento económico y para el deflactor implícito del consumo (PCE) para finales de 2026<sup>7</sup>. Los futuros asociados con la tasa de interés de política monetaria se han reducido de forma significativa en las últimas semanas, como reflejo de expectativas de una postura monetaria menos restrictiva en un entorno de mayor incertidumbre comercial y datos desfavorables de contratación. Así, los mercados de futuros tienen implícita una posición similar a la de la Reserva Federal para 2025, pero con unas tasas de interés algo menores hacia adelante<sup>8</sup>. Teniendo en cuenta lo anterior, en este Informe se redujo el supuesto de tasa de interés de política monetaria de los Estados Unidos para 2025 y 2026. En particular, se contempla una reducción adicional de 25 pb en lo que resta de 2025, que llevaría la tasa a un rango entre el 3,50 % y 3,75 %

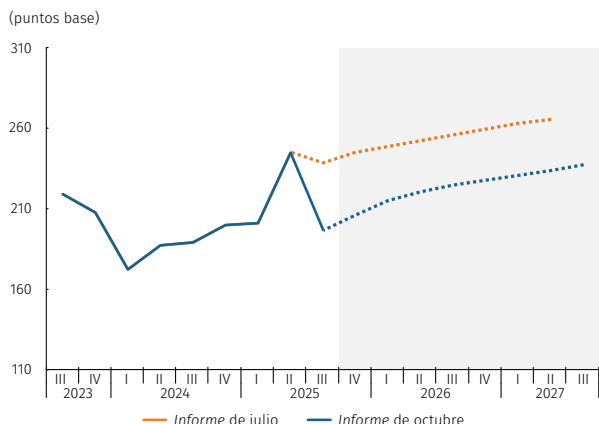
Gráfico 2.4  
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos



Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

- 6 El 11 de septiembre de 2025 el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo estable su tasa de interés de política en el 2,0 % y su tasa de interés de refinanciamiento en el 2,15 %, valores alcanzados en junio. En su declaración posterior, el BCE destacó la resiliencia económica de la zona en un entorno global complejo. Revisó al alza sus proyecciones de inflación total al 2,1 % para 2025 y al 1,7 % para 2026, mientras que el componente básico se ubicaría en el 2,4 % en 2025 y 1,9 % en 2026, estimación similar al reporte anterior.
- 7 En el reporte de septiembre de 2025 la mediana de las proyecciones del FOMC mantuvo su estimación para el PCE total en 3,0 % para 2025 y la revisó al alza para 2026 al 2,6 % (frente al 2,4 % del reporte anterior). La proyección mediana para el PCE básico se mantuvo en el 3,0 % para finales de 2025 y se revisó al alza para 2026 al 2,6 % (frente al 2,4 % del reporte anterior). Por último, la proyección mediana sobre el crecimiento económico fue revisada al alza, pasando del 1,4 % al 1,6 % para finales de 2025, y del 1,6 % al 1,8 % para finales de 2026.
- 8 Para finales de 2025 y 2026, y con cifras al 21 de octubre de 2025, los futuros asociados con la tasa de interés de política monetaria de la Fed se ubicaron en un 3,69 % y 2,89 %, respectivamente (antes 3,93 % y 3,13 % tomados el 21 de julio).

**Gráfico 2.5**  
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)<sup>a/</sup>



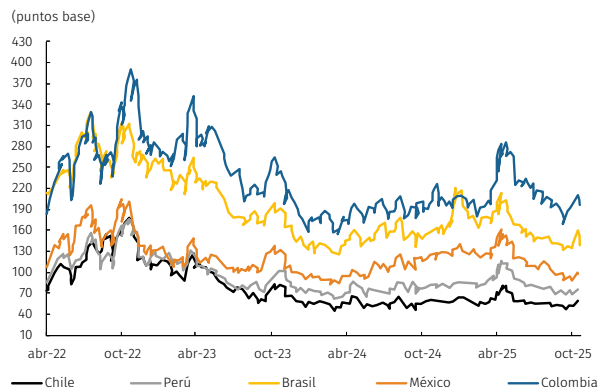
a/ Corresponde a los *credit default swap* a cinco años.  
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

al cierre del año, y una reducción adicional en 2026, que situaría la tasa de interés de referencia en un rango entre el 3,25% y 3,50% a finales de dicho periodo. Este supuesto se formula en un contexto de elevada incertidumbre asociada con la evolución de los precios, las restricciones comerciales, la situación fiscal, el cierre parcial del gobierno federal, y los riesgos para el crecimiento económico de ese país.

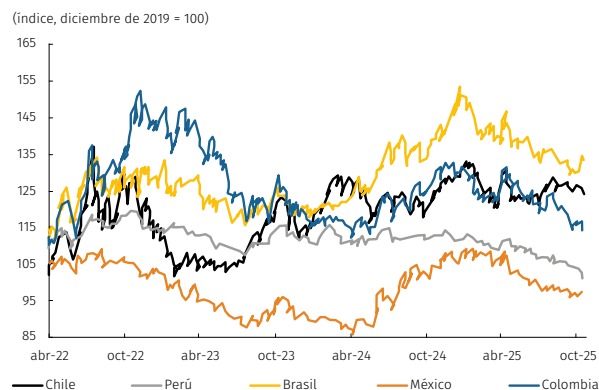
**La senda esperada de la prima de riesgo de Colombia se revisó a la baja, en línea con el comportamiento reciente del indicador, no obstante, se continúa proyectando una tendencia creciente, en un entorno de persistentes presiones fiscales internas (Gráfico 2.5).** Durante el tercer trimestre las condiciones financieras en los Estados Unidos y en la mayoría del mundo mejoraron, con una notable reducción de la volatilidad del mercado y de los *spreads* de crédito, acompañada de una moderación en los rendimientos de la deuda (Gráfico 2.6, panel A). Este entorno ha impulsado la demanda de activos más riesgosos a nivel global y se ha materializado en un mayor flujo de capitales hacia mercados emergentes, donde se evidenció un desempeño sobresaliente de los índices de renta variable. Como resultado, se observó una apreciación generalizada de las monedas de la región frente al dólar (Gráfico 2.6, panel B). En este contexto, el *credit default swap* (CDS) a cinco años de Colombia para el promedio del tercer trimestre se ubicó en 196 pb, menor a los 244 pb observados en el segundo trimestre. Hacia adelante, el pronóstico considera una trayectoria creciente para la deuda pública y un nivel de incertidumbre local que se mantiene elevado, entre otras cosas, por un desafiante panorama fiscal. Con todo lo anterior, la nueva senda para el CDS a cinco años de Colombia se ubicaría en promedio en 212 pb durante 2025, lo que representa una reducción de 20 pb frente al escenario presentado en el *Informe* de julio. Sin embargo, se estima que este promedio aumente en 2026 hasta alcanzar los 222 pb, en un contexto donde, a pesar del alivio de corto plazo impulsado por los mercados internacionales, los desequilibrios fiscales internos mantienen una presión estructural que sostiene la tendencia creciente de la prima de riesgo a lo largo del horizonte de pronóstico.

**Gráfico 2.6**  
Comportamiento de la prima de riesgo y de la tasa de cambio nominal para algunos países de América Latina

**A. Credit default swap a cinco años**



**B. Tasa de cambio nominal**



Nota: cifras hasta el 23 de octubre de 2025.  
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

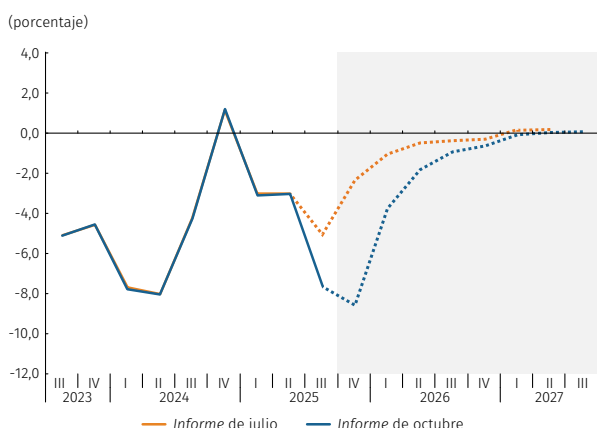
**2.2 Proyecciones macroeconómicas<sup>9</sup>**

**2.2.1 Inflación**

**Después del aumento del tercer trimestre, la inflación anual al consumidor retomaría una tendencia decreciente, pero con una senda de convergencia a la meta del 3% más lenta y superior a la estimada en el Informe de julio.** La revisión de la senda de pronóstico tuvo en cuenta una brecha del producto que se cerraría más rápido de lo previsto en el *Informe* anterior, producto, principalmente, de un consumo más fuerte. También, una mayor persistencia inflacionaria, teniendo en cuenta el comportamiento reciente de rubros importantes del IPC de

9 Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

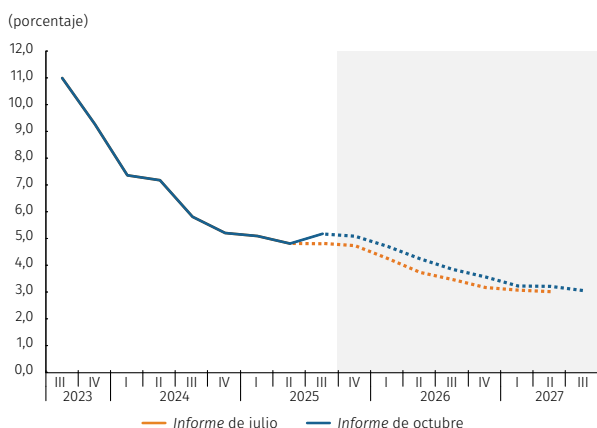
**Gráfico 2.7**  
Brecha inflacionaria de la TCR trimestral<sup>a/</sup>  
(variación anual, fin de periodo)



a/ La brecha inflacionaria de la tasa de cambio real (TCR) captura las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio. Valores positivos de esta brecha implican presiones alcistas sobre la inflación provenientes del tipo de cambio. Esta brecha se calcula como la desviación de la tasa de cambio real frente a un componente tendencial no inflacionario estimado bajo la estructura económica del modelo 4GM.

Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 2.8**  
Índice de precios al consumidor  
(variación anual, fin de periodo)



Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

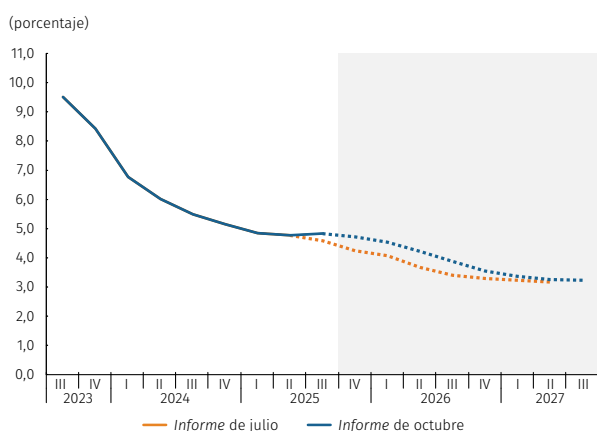
servicios, y unos costos externos (sin combustibles) e internos más elevados o con mayores efectos que los anticipados sobre el IPC. A esto se suma unos precios más altos para los alimentos perecederos, y otros choques de oferta puntuales sobre algunas canastas. Además, unas expectativas de inflación a diferentes horizontes que son más altas que las reportadas anteriormente y una indexación a una tasa de inflación más elevada para 2026, dado el aumento de su pronóstico para finales de 2025. No obstante, se sigue esperando que la inflación se reduzca en el horizonte de pronóstico. Esto, como consecuencia, en buena parte, de los efectos acumulados de la política monetaria y de la gradual disolución de diversos choques de oferta. También, por disminuciones esperadas en los precios internacionales de bienes manufacturados, en un entorno de una brecha de tasa de cambio real que se estima más negativa en este Informe, y que generaría presiones desinflacionarias en buena parte del horizonte de pronóstico (Gráfico 2.7). Con todo esto, la inflación total anual se situaría en un 5,1% para el final de 2025 y en un 3,6% para diciembre de 2026 (Gráfico 2.8), cifras mayores al 4,7% y 3,2% proyectadas en el Informe de julio, respectivamente. Dicho pronóstico supone un aumento en el salario mínimo para 2026 que no superaría la inflación total más el aumento de la productividad laboral<sup>10</sup>. Asimismo, considera unas condiciones climáticas neutras para la oferta de alimentos y ajustes moderados en las tarifas de energía eléctrica y gas. Como en el Informe anterior, esta proyección está sujeta a una incertidumbre importante y enfrenta riesgos principalmente al alza (véase sección 2.3), especialmente aquellos asociados con posibles aumentos salariales que superen la inflación observada más el aumento de la productividad.

**En este Informe se sigue esperando un descenso importante de la inflación básica en 2026 y 2027, aunque con una senda superior a la prevista en el Informe anterior debido a una brecha del producto menos negativa y a la indexación a tasas de inflación mayores que las previstas en el anterior pronóstico, entre otros factores.** La inflación básica anual, medida a través de la variación del IPC sin alimentos ni regulados, se revisó al alza, en parte, por la estimación de menores excesos de capacidad productiva para buena parte del horizonte de pronóstico. A esto se suma un aumento en los costos laborales (salario mínimo legal para 2025, cambios en la jornada y recargos) con un efecto mayor que el previsto sobre los precios, y factores particulares para cada subcanasta. En el caso del IPC de bienes (sin alimentos ni regulados), la subestimación de los ajustes en meses anteriores podría estar indicando presiones por costos laborales más altas que las anticipadas y un consumo más dinámico. También ha incidido el fuerte incremento que ha tenido el precio internacional del oro que, a pesar de transmitirse solo a renglones de bajo peso en el IPC, ha superado la apreciación del peso con consecuencias alcistas mayores que las previstas. No obstante, la senda proyectada para la variación anual del IPC de bienes sigue contemplando descensos en el horizonte de pronóstico, teniendo en cuenta la estimación de una brecha de tasa de cambio real negativa y menores presiones esperadas

10 En particular, se supone que el aumento del salario mínimo sería de alrededor del 6% para 2026.

por cuenta de los precios internacionales de bienes manufacturados. Estas últimas se derivarían del aumento de la oferta de bienes manufacturados en Asia en nuestro mercado ante los aumentos de los aranceles impuestos por Estados Unidos a China. El pronóstico del IPC de servicios (sin alimentos ni regulados) también se incrementó, al incorporar, además de lo ya mencionado, un menor ritmo de reducción de los ajustes en arriendos, que podría explicarse, en parte, por las bajas ventas de vivienda nueva y por la buena dinámica de la demanda de vivienda con fines turísticos. La revisión también obedeció a una senda esperada más alta para las comidas fuera del hogar, renglón que estaría enfrentando mayores costos que los anticipados (por alimentos y costos laborales). A lo anterior se suma una inflación para el cierre de 2025 y 2026 que se estima más alta y que, vía los mecanismos de indexación, llevaron a revisar al alza los ajustes de precios de ciertos servicios. De todas formas, se sigue esperando un descenso gradual de la inflación de servicios en un entorno de una brecha de producto que se mantiene en terreno negativo en parte del horizonte de pronóstico, una indexación a tasas decrecientes de inflación para finales de 2026 y unas expectativas de inflación que se reducen en el tiempo, aunque se mantienen por encima de la meta. Con todo esto, en el presente *Informe* se sigue contemplando un descenso continuo en la inflación sin alimentos ni regulados en los próximos ocho trimestres, aunque a un ritmo más lento que el proyectado en julio. Este pronóstico incorpora los efectos acumulados de una postura de política monetaria restrictiva y la previsión de que esta postura debe mantenerse por un tiempo suficiente para que la inflación continúe su descenso hacia la meta. Así, se espera que la variación anual del IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) se mantenga por debajo del 3,0% durante todo el horizonte de pronóstico y que la variación anual del IPC de servicios continúe por encima de esta cifra en los próximos dos años, aunque con tendencia decreciente. Con ello, la inflación básica anual se situaría en un 4,7% para diciembre de 2025 (antes 4,2%) y en un 3,5% a finales de 2026 (antes 3,3%) (Gráfico 2.9).

Gráfico 2.9  
IPC sin alimentos ni regulados  
(variación anual, fin de periodo)



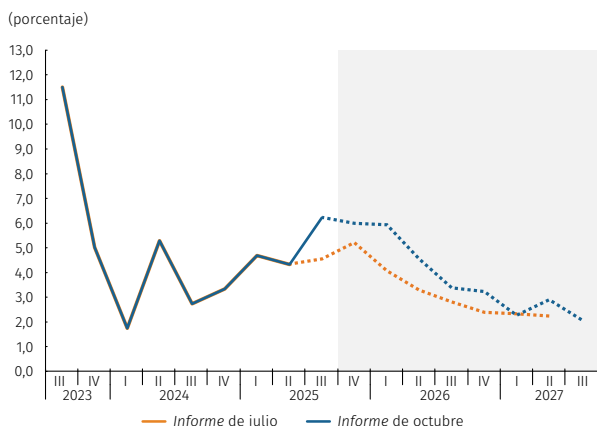
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

**La variación anual del IPC de alimentos mantendría unas tasas altas en los próximos dos trimestres, pero empezarían a descender de manera importante a partir del segundo trimestre de 2026, acercándose al 3,0% a finales de ese año.**

La senda se incrementó en todo el horizonte de pronóstico, producto de las importantes sorpresas alcistas en el IPC de los alimentos perecederos en el último trimestre, que sugieren una fase del ciclo agrícola de precios altos más prolongada que la anticipada<sup>11</sup> y aumentos de costos provenientes de mayores precios observados en los fertilizantes y otros insumos. Adicionalmente, esta subcanasta también estaría registrando presiones alcistas por cuenta del incremento en otros precios internacionales, como es el caso del café, de una mayor demanda externa (de carne de res), de los costos laborales y de restricciones en el transporte interno del país. Lo anterior, en un entorno de demanda interna relativamente fuerte. Durante los próximos trimestres,

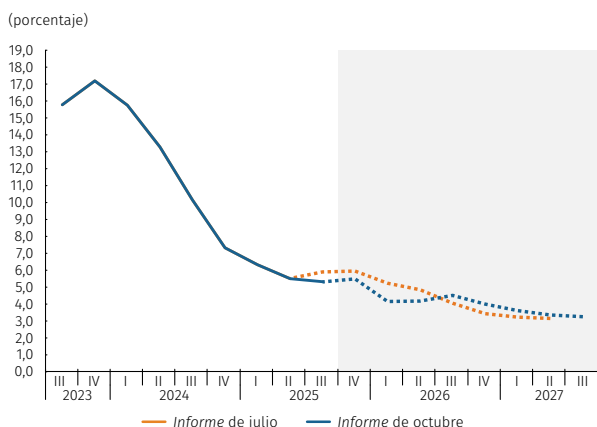
11 Este ciclo ha mostrado en los últimos años una periodicidad poco estable y diferente a la observada antes de la pandemia.

**Gráfico 2.10**  
IPC alimentos  
(variación anual, fin de periodo)



Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

**Gráfico 2.11**  
IPC regulados  
(variación anual, fin de periodo)



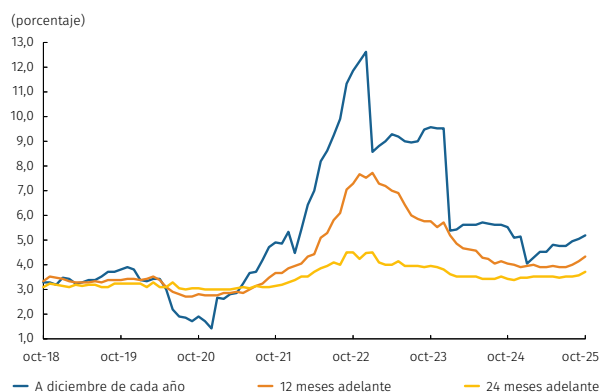
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

La senda de pronóstico para los alimentos oscilaría en función del ciclo productivo de los alimentos perecederos, el cual se espera que no enfrente condiciones climáticas adversas y mantenga una oferta agropecuaria en niveles relativamente altos. El pronóstico supone unos costos de insumos en descenso, la ausencia de nuevos choques de oferta asociados con el transporte interno, así como presiones desinflacionarias de la brecha de la tasa de cambio real, todo lo cual contribuiría a contener los aumentos de los precios de los insumos y de los alimentos procesados. Estos factores, junto con una mayor base de comparación, explican la reducción de la senda durante 2026. La proyección sigue contemplando para finales de 2025 un aumento en los precios de los alimentos proveniente del aumento en los impuestos saludables<sup>12</sup>, pero no incorpora posibles efectos del actual paso restringido en la vía al Llano. Con todo esto, para finales de 2025 y 2026 la variación anual del IPC de los alimentos sería del 6,0% (5,2% en el *Informe* anterior) y del 3,2% (2,4% en julio), respectivamente (Gráfico 2.10). La senda de pronóstico tiene asociada una alta incertidumbre, ya que se sustenta, en parte, en el comportamiento de la producción y distribución de alimentos perecederos, grupo sujeto a una alta volatilidad y múltiples choques de oferta.

**En este Informe se espera que la variación anual de regulados retome una tendencia decreciente a comienzos de 2026, bajo el supuesto de que las tarifas de electricidad y gas tengan ajustes moderados.** El pronóstico se redujo en el corto plazo debido, principalmente, a caídas importantes en las tarifas de electricidad a comienzos del tercer trimestre de este año, que no fueron anticipadas completamente en el *Informe* de julio, las cuales estarían relacionadas con buenas condiciones climáticas para la generación hidroeléctrica y con algunas medidas regulatorias en el sector. Estas reducciones tendrían un efecto en la variación anual del IPC de regulados durante doce meses y, posteriormente, el pronóstico se situaría un poco por encima de lo esperado en el *Informe* de julio, producto de los efectos de la indexación derivada de tasas de inflación más altas para el cierre de 2025. No obstante, se sigue previendo que la senda mantenga una tendencia decreciente por cuenta de una indexación a una inflación total cada vez menor. Esta senda contempla hacia adelante unos ajustes moderados en las tarifas de electricidad y gas. Asimismo, incorpora unos precios del petróleo descendentes, algo más bajos que los proyectados en el *Informe* anterior, lo que implicaría escasas presiones en los precios internos de la gasolina. Cabe señalar que la incertidumbre sobre la evolución de los precios del gas sigue siendo elevada, en el contexto de un mercado caracterizado por una oferta local que podría ser insuficiente y que exigiría un mayor componente importado a un costo más alto que el del gas nacional, especialmente si las condiciones climáticas se tornan adversas. Con todo lo anterior, la variación anual del IPC de regulados se ubicaría en un 5,5% al cierre de 2025 (5,9% en el *Informe* anterior) y en un 4,0% para el cierre de 2026 (3,4% en julio) (Gráfico 2.11).

12 El impuesto a las bebidas ultraprocesadas azucaradas se actualizará a partir de 2026 a inicios de cada año con base en la unidad de valor tributario (UVT). Se prevé que esta actualización no tenga impactos relevantes sobre el IPC.

**Gráfico 2.12**  
Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa<sup>a/</sup>



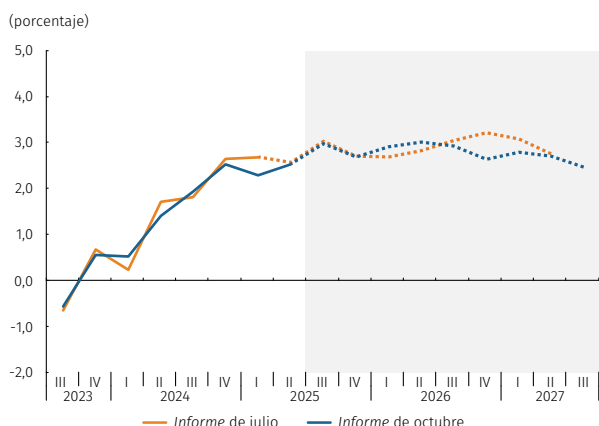
a/ Corresponde a la mediana de las respuestas de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* del Banco de la República.  
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Frente a lo observado en julio, las expectativas de inflación obtenidas a partir de encuestas y las implícitas en los títulos de deuda pública se incrementaron y permanecen por encima del 3% en un horizonte de dos años. Sin embargo, todas estas expectativas continúan mostrando una tendencia de convergencia hacia la meta en horizontes mayores. Las expectativas de los analistas económicos (Gráfico 2.12), obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco de la República aplicada entre el 8 y el 10 de octubre, arrojan una mediana para la inflación total y básica a finales de 2025 del 5,2% y el 4,8%, respectivamente, en ambos casos superior a lo esperado en la encuesta de julio (4,7% y 4,4%, en su orden). Para finales de 2026 estas medidas se sitúan, en su orden, en un 4,2% y 4,0% (mayores que el 3,8% y el 3,6% de julio). A dos años la mediana de las expectativas para la inflación total ascendió al 3,7%, mientras que a cinco años disminuyó y se ubicó en el 3,0%. Por su parte, con información al 24 de octubre, las medidas estimadas con base en los bonos de deuda pública (*break even inflation: BEI*) y ajustadas por las primas de riesgo inflacionario y de liquidez, a un plazo de dos, tres y cinco años, muestran un aumento de las expectativas de inflación, ubicándose, en su orden, a dos, tres y cinco años en el 4,2%, 4,1% y 4,0% (frente al 3,7%, 3,7% y 3,8%, respectivamente, en las cifras de julio)<sup>13</sup>.

### 2.2.2 Actividad económica

**En el tercer trimestre de 2025 la economía colombiana habría seguido ganando dinamismo gradualmente, con una demanda interna que habría mantenido un crecimiento importante.** Se estima que durante ese periodo la economía colombiana se expandió a una tasa anual del 3,0% (3,2% t. a.), registro similar al proyectado en el *Informe de julio* (Gráfico 2.13). Esta estimación supone un buen desempeño de la demanda interna (4,3% anual), la cual habría crecido por quinto trimestre consecutivo a tasas mayores al 4%, cifra superior a la tasa de crecimiento del PIB, jalonada por el consumo privado y por la inversión en maquinaria y equipo de transporte. Dicha estimación se apoya en varios indicadores líderes<sup>14</sup> observados en el trimestre y, en particular, en el indicador de seguimiento a la economía (ISE), el cual reportó un crecimiento anual promedio del 3,0% en el bimestre julio-agosto (Gráfico 2.14). Como se menciona más adelante, dicho resultado se explica por el buen desempeño de varios sectores de servicios que comprenden la rama terciaria, la cual se expandió a una tasa anual promedio del 4,3% durante esos dos meses. A esto se suma el buen dinamismo del sector agropecuario y, en menor medida, alguna recuperación que se habría dado en el sector manufacturero. Por su parte, la minería y la construcción de edificaciones habrían continuado registrando un débil desempeño.

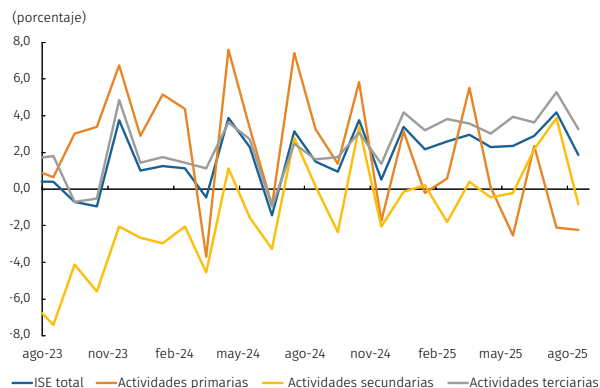
**Gráfico 2.13**  
PIB trimestral<sup>a/</sup>  
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

- 13 El comportamiento de estas medidas en los últimos meses pudo estar influenciado por algunas dinámicas del mercado de deuda pública, tales como las recientes operaciones de la Tesorería, la estacionalidad propia de estos instrumentos, y las compras de entidades públicas.
- 14 Entre los que se incluyen la demanda de energía, el movimiento de carga por carretera, el Pulso Económico Regional (PER), las matrículas de vehículos y motocicletas, los desembolsos de crédito de consumo, entre otros.

Gráfico 2.14  
ISE total y por sectores de actividad<sup>a/, b/</sup>  
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.

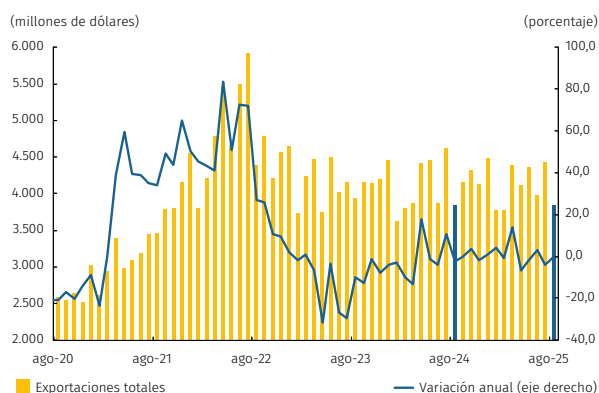
b/ Actividades primarias: agricultura, caza, silvicultura y pesca; y explotación de minas y canteras. Actividades secundarias: industrias manufactureras y construcción. Actividades terciarias: suministro de electricidad, gas y agua; comercio, reparación, transporte y alojamiento; información y comunicaciones; actividades financieras y de seguros; actividades inmobiliarias; actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades de servicios administrativos y de apoyo; administración pública y defensa, educación y salud; actividades artísticas y de entretenimiento.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

**El consumo habría seguido manteniendo un crecimiento robusto, liderado por un consumo privado que habría crecido a tasas relativamente altas y superiores a las de la economía en su conjunto, y por la aceleración transitoria del consumo público.** Durante el tercer trimestre, el consumo privado habría mantenido un crecimiento anual (3,6%) similar al del segundo, con un aumento entre trimestres. Lo anterior, de acuerdo con diversos indicadores, como el ISE y las ventas al por menor a agosto, y otros más oportunos como las matrículas de vehículos y motocicletas, los desembolsos de crédito de consumo y las importaciones de bienes de consumo (según cifras preliminares) de septiembre. Por componentes, se resalta el desempeño positivo que tendrían el consumo de bienes durables y semi-durables, con crecimientos anuales y trimestrales importantes. También se espera que el consumo de servicios conserve un nivel alto, con tasas anuales de crecimiento positivas e impulsado, principalmente, por el comercio y por el gasto en entretenimiento de los hogares. Esta fortaleza del consumo privado estaría soportada por un ingreso disponible de los hogares dinámico, favorecido por el crecimiento observado del ingreso real de los asalariados, de las remesas, de las transferencias del gobierno a los hogares, y de los ingresos de las familias cafeteras. A ello se suman condiciones crediticias algo más favorables y la recuperación gradual de la confianza de los consumidores, entre otros factores. En cuanto al consumo público, se espera un mayor dinamismo en términos de crecimiento anual, consecuencia de una base de comparación relativamente baja, pero con niveles que habrían sido similares a los del trimestre anterior. Este pronóstico considera el pago retroactivo del ajuste salarial de los funcionarios públicos, el cual se habría efectuado, en una parte importante, durante el tercer trimestre del año. Dado todo lo anterior, durante el mismo periodo, el consumo total habría registrado un nuevo crecimiento trimestral sobre niveles ya altos y un crecimiento anual superior al 4,0%, mayor que el de los trimestres anteriores.

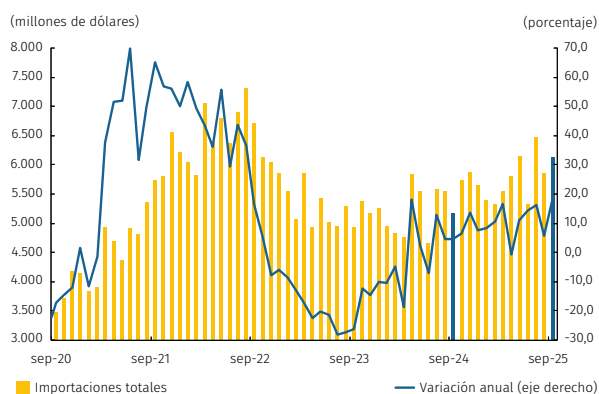
**Para el tercer trimestre se espera un aumento en el ritmo de crecimiento anual de la inversión fija, la cual habría mantenido, no obstante, niveles históricamente bajos y desempeños muy dispares entre sus componentes.** Durante dicho periodo, la formación bruta de capital fijo habría aumentado frente al trimestre anterior. El componente más dinámico continuó siendo la inversión en maquinaria y equipo, la cual, según lo sugieren las cifras preliminares de importaciones de bienes de capital a septiembre, se habría sostenido en niveles altos con un crecimiento anual de doble dígito. Por el contrario, la inversión en construcción habría seguido débil, con retrocesos en términos anuales. En el caso de la inversión en vivienda, este segmento habría vuelto a caer en términos anuales, aunque se habría mantenido en niveles similares a los del segundo trimestre. Lo anterior, de acuerdo con el continuo retroceso en la generación de valor agregado en la construcción de edificaciones y los aún elevados niveles de oferta disponible en el sector. Esto, a pesar de alguna recuperación en las ventas de vivienda y del dinamismo en los desembolsos de crédito hipotecario. La inversión en otros edificios y estructuras, por su parte, habría presentado un incremento anual modesto, impulsado por las obras civiles, principalmente las de Bogotá, y por el avance de proyectos viales 5G, dinámica que se habría parcialmente contrarrestado por el pobre desempeño de las edificaciones no

**Gráfico 2.15**  
Exportaciones totales de bienes (FOB)  
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 2.16**  
Importaciones totales de bienes (CIF)  
(mensual)



Fuentes: DANE y DIAN (avances de comercio exterior); cálculos del Banco de la República.

residenciales. Finalmente, se espera que la formación bruta de capital total se haya expandido tanto en términos anuales como trimestrales, bajo el supuesto de un crecimiento positivo (aunque algo menor respecto al trimestre anterior) del componente que incluye la discrepancia estadística y la variación de existencias.

**La información disponible de comercio exterior muestra un déficit comercial que se habría vuelto a ampliar en el tercer trimestre, reflejo de unas exportaciones en pesos constantes con muy escaso crecimiento y un dinamismo significativo de las importaciones.** En dicho periodo, las exportaciones no habrían aumentado en niveles, y su crecimiento anual habría sido ligeramente positivo (Gráfico 2.15). Las cifras en cantidades a agosto señalan importantes caídas para las exportaciones mineras, especialmente las de carbón y petróleo, en línea con caídas en la producción de estos dos sectores. Ello estaría siendo contrarrestado por los aumentos anuales de las exportaciones de bienes agrícolas, como café y banano, y de las de origen industrial (productos alimenticios y químicos, entre otros). En el caso de las exportaciones de servicios se espera un aumento frente al segundo trimestre, aunque con un escaso crecimiento anual, teniendo en cuenta indicadores como la información de pasajeros aéreos. Respecto a las importaciones, se anticipa un nuevo crecimiento tanto en términos trimestrales como anuales (este último del orden del 8,0%), consistente con la buena dinámica de la demanda interna. El mayor impulso habría proveniendo de las importaciones de bienes de consumo durable, según lo sugieren las cifras preliminares a septiembre (Gráfico 2.16). Con todo lo anterior, se prevé que el déficit comercial en pesos reales se ubique en niveles superiores a los del segundo trimestre y a los del año anterior, con lo cual la demanda externa neta seguiría realizando un aporte contable negativo a la variación anual del PIB.

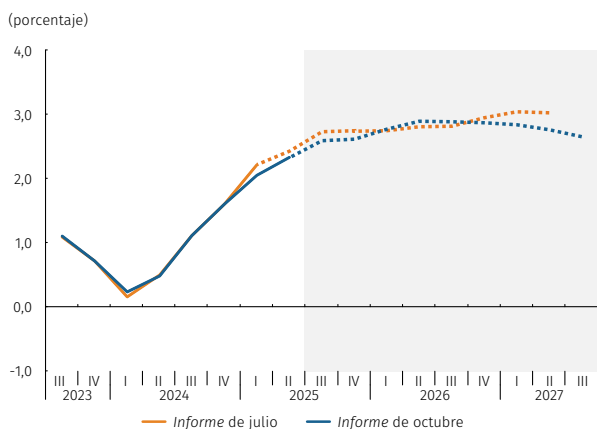
**Por el lado de la oferta, sobresale el dinamismo de varios sectores de las ramas terciarias y una recuperación de la manufactura, en contraste con una caída anual importante de la producción minera y la construcción.** Durante el tercer trimestre, la rama terciaria (que reúne los sectores de servicios) habría continuado realizando el mayor aporte al crecimiento anual del PIB, con expansiones anuales y trimestrales cercanas al 4,0%. Dentro de este grupo, el principal impulso proveniría del comercio, transporte y alojamiento; de los servicios relacionados con actividades artísticas, de entretenimiento y recreación, y de los servicios de administración pública. Esta estimación se apoya en el comportamiento a agosto de las ventas al por menor, el buen desempeño de los juegos de azar en línea, las apuestas deportivas y la realización de conciertos, y contempla el pago de parte del retroactivo de funcionarios públicos, como se mencionó. En cuanto a la rama secundaria, en el tercer trimestre la industria manufacturera mostró signos más claros de recuperación, al crecer en términos anuales a una tasa cercana al 4,0% y en términos trimestrales anualizados a una tasa aun superior. A ello se suma un impulso proveniente de las obras civiles, que compensaría parcialmente el pobre desempeño de la construcción de edificaciones. Finalmente, para las actividades primarias se espera una expansión anual del 0,3% (8,0% t. a.) explicada por el buen dinamismo del

sector agropecuario, especialmente de la producción cafetera y la ganadería. En contraste, el sector minero habría seguido presentando señales de debilidad, con caídas en términos anuales en carbón, petróleo y minerales metalíferos.

**Para lo que resta del año, y para 2026, la economía colombiana seguiría creciendo a tasas anuales cercanas a las observadas recientemente, siguiendo una senda similar a la prevista en el Informe de julio.**

En este Informe se siguen contemplando unos costos de financiamiento interno que se reducirían gradualmente y unos canales de financiamiento externo que se mantendrían abiertos para el país. Lo anterior viene acompañado de una ligera revisión al alza del crecimiento de los socios comerciales, lo cual debería favorecer las exportaciones. Con respecto a la dinámica interna, se espera que el consumo privado modere su crecimiento el próximo año, consistente con un cierre de la brecha de producto en el resto del horizonte de pronóstico. Esto toma en cuenta que para 2026 se espera una moderación en el crecimiento de las remesas y en el ajuste real de los salarios, al tiempo que no se prevé un impulso adicional por el ingreso cafetero. No obstante, el consumo privado seguiría contando con varios factores favorables, como el gradual relajamiento de la política monetaria y la recuperación de la oferta de crédito para los hogares. Además, la fortaleza del empleo estaría permitiendo una favorable confianza de los hogares, que debería influir positivamente en el consumo durante los próximos trimestres. En relación con la inversión, en el resto del horizonte de pronóstico este agregado seguiría contribuyendo positivamente al crecimiento, debido a la reducción en los costos de financiamiento interno y al avance en los proyectos de obras públicas adelantados por el gobierno nacional y los gobiernos locales. Dado todo lo anterior, se estima un crecimiento anual del 2,6% para todo 2025, cifra ligeramente inferior a la prevista en el Informe anterior (2,7%), y del 2,9% para 2026 (como en el Informe de julio) (Gráfico 2.17), en un entorno en el que la demanda interna se mantendría fuerte en el horizonte de pronóstico. Cabe señalar que estos pronósticos enfrentan aún niveles muy altos de incertidumbre, en particular, por el deterioro de las finanzas públicas, las restricciones comerciales y los conflictos geopolíticos que persisten y pueden afectar el comercio global y la economía del país.

Gráfico 2.17  
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres<sup>a/</sup>  
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario. Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

**Los pronósticos para la tasa de desempleo (TD) se revisaron a la baja frente al Informe anterior e indican que esta se mantendría relativamente estable en lo que resta del año y en 2026.**

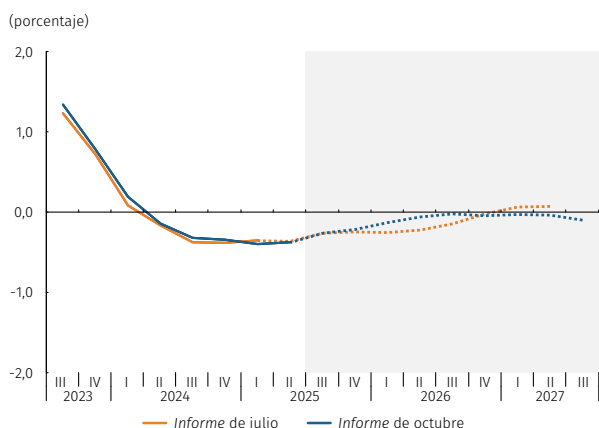
La información disponible para el trimestre móvil terminado en agosto, proveniente de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH), mostró un mercado laboral con un empleo a nivel nacional que se mantuvo relativamente estable, en niveles elevados y con crecimientos anuales significativos. Al mismo tiempo, la población inactiva no presentó cambios en los últimos meses, lo que se reflejó en una estabilidad de la tasa global de participación (TGP), que se ubicó alrededor del 64%. Así, la tasa de desempleo (TD) nacional, para el trimestre móvil terminado en agosto, se mantuvo en un nivel similar al observado en mayo (9,0%) e inferior en 1,2 pp frente mismo periodo del año anterior<sup>15</sup>. Con base en este comportamiento del mercado laboral y

15 Véase el capítulo 3 de este Informe para mayor detalle.

en las proyecciones de actividad económica presentadas en este *Informe*, se estima que la TD desestacionalizada del agregado nacional se mantenga relativamente estable para lo que resta del año y que, en promedio, para el año completo se ubique en un rango entre el 8,6% y 9,3%, con un valor más probable del 9,0%. Para 2026 el escenario central proyecta una TD nacional del 8,8% (dentro de un rango entre el 7,4% y 10,2%). Para el área urbana también se espera estabilidad de la TD, situándose en un rango entre el 8,1% y 9,8% para todo 2025, con un valor más probable del 8,5%, y registraría un leve descenso en 2026 hasta el 8,2% (dentro de un rango entre el 6,9% y 9,4%). Estas cifras son inferiores a las presentadas en el *Informe* anterior para ambos dominios geográficos. Con lo anterior, las estimaciones de la TD consistente con una inflación estable (*non-accelerating inflation rate of unemployment*, Nairu) sugieren que, a lo largo del horizonte de pronóstico, la brecha de desempleo, aunque tendería a reducirse, permanecería en terreno negativo, lo que describiría un mercado laboral apretado.

**En este Informe se estima una brecha del producto anual para el tercer trimestre ligeramente negativa y muy similar a la estimada en el Informe anterior, que se cerraría a un ritmo mayor que el previsto, en línea con las señales de una mayor fortaleza de la demanda interna.** Para el tercer trimestre y lo que resta del año, se estima una brecha del producto ligeramente negativa que se iría cerrando gradualmente, en línea con el dinamismo observado y estimado de la demanda interna, impulsada por la fortaleza del consumo privado y por algunos rubros de la inversión. En particular, en este *Informe* se estima que la brecha del producto anual para el tercer trimestre de 2025 se ubique en torno al -0,3% y que cierre el año en un -0,2%, valores similares a los estimados en el *Informe* de julio (Gráfico 2.18). Lo anterior supone un crecimiento del PIB potencial del 2,5% para 2025, inferior al 2,6% estimado anteriormente y que recoge, en parte, la persistente caída en la actividad de algunos sectores, en especial el mineroenergético. Para 2026 se espera que la brecha del producto se cierre hacia mediados del año, algo más rápido de lo previsto en el *Informe* anterior, y se mantenga relativamente cerrada durante el resto del horizonte de pronóstico. Es importante señalar que las estimaciones de la brecha y del producto potencial presentadas en este *Informe* están sujetas a un alto grado de incertidumbre, asociado con los posibles efectos de los niveles persistentemente bajos en algunos componentes de la inversión y de cambios en la estructura de la economía, así como con la fortaleza en el crecimiento de la demanda interna y, en particular, del consumo privado, entre otros factores.

Gráfico 2.18  
Brecha del producto<sup>a/</sup>  
(acumulado 4 trimestres)



a/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

### 2.2.3 Balanza de pagos

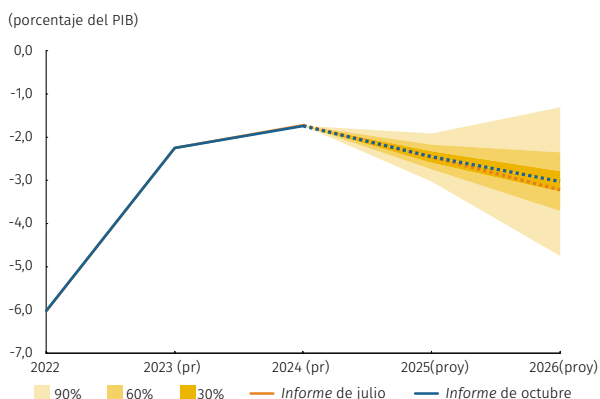
**Para 2025 el déficit de la cuenta corriente se ampliaría al 2,5% del PIB, frente al 1,7% observado en 2024<sup>16</sup>, en un entorno de expansión de la demanda interna.** El mayor desbalance externo

16 Para el tercer trimestre de 2025 se proyecta un déficit de la cuenta corriente cercano al 2,6% del PIB. Este resultado sería explicado por el mayor desbalance comercial de bienes, dado un crecimiento significativo en las importaciones.

sería explicado por la ampliación del déficit comercial de bienes, en un contexto de dinamismo de la demanda interna, menores precios internacionales y volúmenes de las exportaciones mineras y petroleras, e incertidumbre sobre las políticas comerciales internacionales. En particular, la fortaleza de la demanda interna se reflejaría en un crecimiento importante de las importaciones de bienes que, junto con las menores ventas externas de carbón y petróleo, compensarían con creces los ingresos percibidos por exportaciones de café, oro y bienes no tradicionales. Por el contrario, los componentes restantes de la cuenta corriente limitarían una ampliación mayor del déficit externo. En primer lugar, la cuenta de servicios presentaría un menor déficit frente al año anterior, como resultado, en parte, de mayores exportaciones por turismo. En segundo lugar, el déficit de renta factorial también se reduciría debido a los menores pagos por intereses de la deuda externa y por menores utilidades remitidas al exterior por parte de empresas mineras y petroleras con inversión extranjera directa (IED). Por último, la cuenta de transferencias corrientes presentaría un mayor superávit, producto de un comportamiento todavía dinámico de las remesas de trabajadores<sup>17</sup>.

**Para 2026 el déficit de la cuenta corriente continuaría aumentando hacia un 3,0 % del PIB (Gráfico 2.19).** Esto sería resultado de un mayor déficit comercial de bienes, en línea con una demanda interna que se mantendría dinámica y que seguiría impulsando las importaciones. A esto se suman unos precios internacionales de las principales materias primas exportadas que continuarían moderándose y que reducirían los ingresos externos. En contraste, el déficit de servicios y de renta factorial seguirían disminuyendo, considerando las mayores exportaciones por turismo y los menores egresos esperados por pago de intereses<sup>18</sup> y remisión de utilidades al exterior. Finalmente, el superávit de transferencias corrientes se incrementaría de la mano de unas remesas que continuarían creciendo, pero de manera moderada. Desde la perspectiva del balance de ahorro e inversión, la ampliación proyectada del déficit externo en 2025 y 2026 es coherente con un desbalance del sector público que seguiría elevado, en línea con el menor ahorro esperado para este sector, junto con la reducción del superávit del sector privado, dado el crecimiento esperado de la inversión. Por último, se destaca la alta incertidumbre sobre el pronóstico del balance en la cuenta corriente, debida a la volatilidad de los precios internacionales de las materias primas, los riesgos sobre el crecimiento local y mundial, el futuro incierto de la política comercial a nivel global y la evolución incierta de las condiciones financieras internas y externas, entre otros factores.

Gráfico 2.19  
Cuenta corriente anual<sup>a/, b/</sup>  
(acumulado 4 trimestres)



(pr): preliminar. (proy): proyectado.  
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), usando como referencia, principalmente, las densidades del Patacon y 4GM.  
b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de octubre.  
Fuente: Banco de la República.

17 En 2025 las remesas de trabajadores aumentarían debido, en parte, a los altos niveles de migración de colombianos al exterior observados entre 2022 y 2024. De acuerdo con cifras de Migración Colombia, las salidas netas de colombianos hacia el exterior durante 2024 fueron de 315.000 personas. Adicionalmente, los mercados laborales se mantendrían apretados en varios de los países en donde residen los migrantes colombianos.

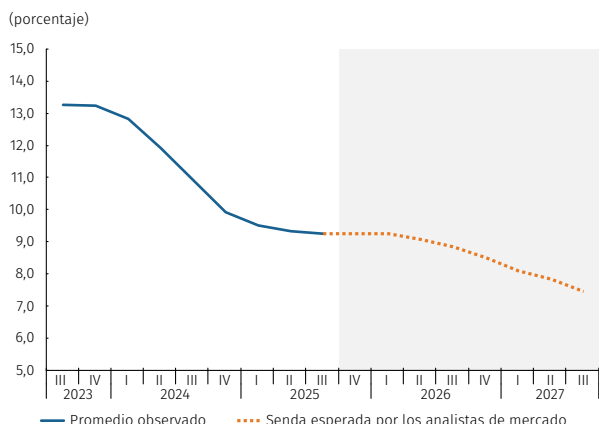
18 Los menores pagos de intereses se explican tanto por la reducción de las tasas de interés externas como por el efecto de las operaciones recientes de *total return swap* (TRS) por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP).

**El país mantendría el pleno acceso al financiamiento externo y la IED se mantendría como la principal fuente de recursos en lo que resta de 2025 y en 2026.** Se espera que la IED se mantenga en 2025 en niveles similares a los de 2024 y que aumente en 2026, debido a una recomposición sectorial. La menor inversión en petróleo y minería sería compensada por mayores flujos hacia otros sectores, entre ellos los de servicios financieros y de comunicaciones, la manufactura y el comercio, impulsados por el dinamismo de la demanda interna y un mayor crecimiento económico. El sector público contribuiría al financiamiento externo en línea con el elevado déficit fiscal proyectado, mientras que el sector privado continuaría acumulando activos en el exterior. El financiamiento externo se daría en un entorno de menores tasas de interés en los Estados Unidos, pero que se mantendrían por encima de sus niveles previos a la pandemia, y de una prima de riesgo para Colombia que continuaría siendo superior a su promedio histórico.

### 2.2.4 Política monetaria y tasas de interés esperadas por los analistas

**La mediana de la tasa de interés de política esperada por los analistas se ubica en el 9,25% para el cuarto trimestre de 2025 y en el 8,5% al cierre de 2026 (Gráfico 2.20).** Según la *Encuesta mensual de expectativas* del Banco de la República, aplicada a comienzos de septiembre, la mediana de las respuestas indica que la tasa vigente en el cuarto trimestre de 2025 sería del 9,25%. Para 2026 los analistas proyectan una senda superior a la registrada en la encuesta de septiembre, situando la tasa en un 8,5% al final del año y en un 7,5% para el tercer trimestre de 2027. Aunque los analistas anticipan reducciones en la tasa de interés de política monetaria, la trayectoria esperada es ahora más elevada que en trimestres anteriores. En promedio, para un horizonte de ocho trimestres, esta senda supera la de la encuesta de julio de 2025 y es ligeramente superior a la trayectoria implícita en el pronóstico macroeconómico del presente *Informe*. Es importante resaltar que la senda de la tasa de interés implícita en el escenario central de este *Informe* no supone aumentos salariales superiores a la inflación de 2025 más el aumento de la productividad laboral. Desviaciones de este supuesto podrían explicar, en parte, las diferencias entre el pronóstico de inflación y de la tasa de interés de los analistas y el del equipo técnico para 2026. Aumentos salariales significativamente superiores a los supuestos en este *Informe* suponen un riesgo al alza para la inflación y para la tasa de interés de política monetaria, especialmente en un contexto de un mercado laboral estrecho y una demanda interna privada dinámica.

Gráfico 2.20  
Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas<sup>a/</sup>



a/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa que estaría vigente en cada trimestre de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la *Encuesta de expectativas de analistas económicos* realizada por el Banco de la República en octubre de 2025.  
Fuente: Banco de la República.

### 2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

**Los riesgos que enfrenta el pronóstico macroeconómico siguen siendo significativos. En la inflación predominan los riesgos al alza a lo largo del horizonte de pronóstico, mientras que para el crecimiento el balance es mixto: al alza en lo que resta de 2025 y a la baja en 2026.** El ejercicio de densidades

predictivas (DP)<sup>19</sup>, que sintetiza el balance de riesgos sobre las variables del pronóstico macroeconómico, conserva un rango de dispersión similar al del *Informe* anterior para la mayoría de los supuestos externos. Entre los factores de riesgo más preponderantes a nivel local se destaca un posible incremento del salario mínimo para 2026 que supere significativamente la inflación y la productividad, junto con el deterioro de la situación fiscal del país, que pueda resultar en presiones al alza en la prima de riesgo soberano y la tasa de cambio.

**Los riesgos alcistas sobre la prima de riesgo soberano y la inflación externa persisten, mientras que para el crecimiento de los socios comerciales y el precio del petróleo se inclinan a la baja.** En relación con los factores de riesgo externos considerados en las DP, el más preponderante es el riesgo alcista asociado con la prima de riesgo soberano del país, como resultado del persistente deterioro de la situación fiscal interna. La materialización de este riesgo implicaría aumentos en el costo de financiamiento externo y, por ende, presiones alcistas sobre la tasa de cambio y los precios de bienes transables. Por su parte, el impacto de los aranceles estadounidenses a varios de sus principales socios comerciales presiona al alza la inflación en ese país, y genera riesgos de una menor expansión económica global que la prevista. El riesgo de una inflación mayor en los Estados Unidos se ve compensado con el deterioro en las perspectivas para la actividad económica de ese país, dados los débiles datos de su mercado laboral, lo que da lugar a un balance de riesgos equilibrado sobre la tasa de interés de la Reserva Federal. Finalmente, en cuanto a los precios internacionales del petróleo, se tiene un balance de riesgos a la baja explicado por el aumento de la oferta de países OPEP y no OPEP y los inventarios por parte de miembros de la OCDE. En contraste, para los precios internacionales de alimentos el balance es neutro, ya que los riesgos alcistas derivados de los mayores costos de fertilizantes se compensan con riesgos bajistas asociados con condiciones climáticas más favorables en zonas vulnerables.

**El balance de riesgos para la inflación se inclina al alza, en medio de presiones importantes provenientes de los costos laborales, la indexación a mayores tasas de inflación, y los factores de oferta en el sector energético.** En todas las canastas de precios predominan los riesgos al alza, siendo los más relevantes los de servicios y regulados. En servicios persiste la posibilidad de que en 2026 el incremento del salario mínimo supere nuevamente de forma significativa la inflación observada más el aumento de la productividad. Esto, en un entorno de mayores costos laborales derivados de nuevos recargos por horas extras, cambios en el esquema de contratación de aprendices y reducción de la jornada laboral, lo que puede generar presiones sobre los precios de rubros intensivos en mano de obra. En regulados, los riesgos al alza continúan asociados con los problemas estructurales del sector energético debido, especialmente, a la posible insuficiencia de oferta local de gas y al rezago en inversiones en infraestructura eléctrica. En alimentos, el balance de riesgos es moderadamente alcista, producto no solo de los mayores costos laborales, sino también de posibles aumentos en los precios de fertilizantes y transporte. En bienes, los principales riesgos al alza provienen de una posible depreciación del peso ante la tendencia de deterioro de las finanzas públicas, y del aumento en los costos logísticos globales por la reconfiguración de las cadenas de valor, impulsada por las tensiones comerciales internacionales. Estos riesgos se ven parcialmente compensados por la mayor oferta exportadora desde Asia hacia otros mercados, por lo que el balance en esta categoría es moderadamente alcista, aunque con

19 Los detalles técnicos sobre la construcción del balance de riesgos a través del ejercicio de densidades predictivas se encuentran en el documento “Caracterización y comunicación del balance de riesgos de los pronósticos macroeconómicos: un enfoque de densidad predictiva para Colombia” (Méndez-Vizcaíno *et al.*, 2021) y en el Recuadro 1 del *Informe de Política Monetaria* de julio de 2021.

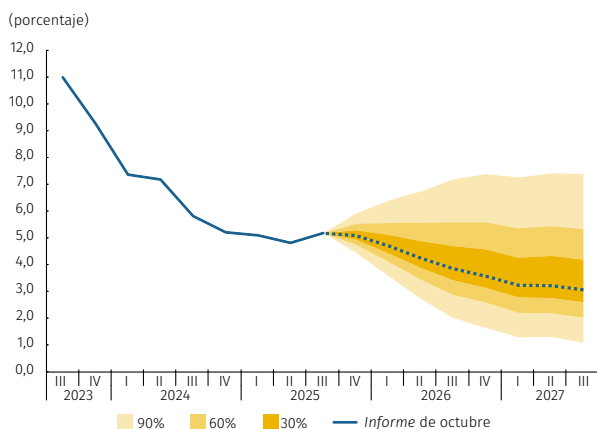
alta incertidumbre. La prevalencia de estos factores de riesgo al alza en las distintas canastas de inflación también eleva la probabilidad de una mayor persistencia inflacionaria ante una indexación en 2026 y 2027 a niveles de inflación total más altos de los considerados en el escenario central.

**El balance de riesgos sobre la actividad económica resulta mixto: al alza para la segunda mitad de 2025 y a la baja para el resto del horizonte de pronóstico.** En la segunda mitad del año predominan los riesgos al alza derivados de una posible mayor persistencia del dinamismo del consumo de los hogares, sustentado por un mercado laboral resiliente, altos niveles de remesas, una confianza de los agentes en niveles relativamente elevados y el actual impulso fiscal. En particular, un consumo privado robusto que dinamiza la demanda interna, junto con un mercado laboral estrecho para sus patrones históricos (como lo evidencia la alta razón de vacantes a desempleo), incrementa el riesgo de una posible subestimación de la posición cíclica de la economía, lo que implicaría riesgos al alza sobre la estimación de la brecha del producto este año.

**Para 2026 y 2027 prevalecen los riesgos a la baja para la demanda interna.** Entre los principales riesgos a la baja se destacan posibles menores ingresos externos y por remesas ante factores geopolíticos desfavorables, como las políticas comerciales y antimigratorias de los Estados Unidos, el aumento de tensiones en la relación bilateral con ese país y una eventual desaceleración de la demanda externa. También incide la necesidad de una consolidación fiscal, dada la evolución reciente de las finanzas públicas, y un menor dinamismo del sector mineroenergético, tanto por la caída de precios internacionales como por factores de política interna, así como de la inversión en vivienda, dada la persistente debilidad en la generación de oferta nueva. En contraste, entre los riesgos al alza se incluyen los posibles impactos de corto plazo sobre el ingreso disponible, derivados de mejoras salariales, por posibles aumentos elevados del salario mínimo y los cambios regulatorios incluidos en la reforma laboral. El ejercicio de DP también incorpora de manera endógena aquellos riesgos asociados con la posibilidad de una postura de política monetaria restrictiva más prolongada, como respuesta a los riesgos alcistas en los precios, que son más pronunciados que los riesgos exógenos a la baja en la actividad.

En síntesis, el balance de riesgos muestra una incertidumbre ligeramente mayor que en el *Informe* anterior, y resulta con riesgos al alza para la inflación (gráficos 2.21 y 2.22) y mixtos para el crecimiento (gráficos 2.23 y 2.24). En este contexto, con un 90 % de probabilidad, la inflación total se situaría en un rango entre el 4,4 % y 5,9 % al final de 2025 y entre el 1,6 % y 7,4 % al cierre de 2026. Con el mismo grado de certeza la inflación básica se ubicaría entre el 4,2 % y 5,4 % al final de 2025, y entre el 1,5 % y 6,9 % para el cuarto trimestre de 2026. Las probabilidades de que la inflación total y básica se ubiquen por debajo del 4 % para el cierre de 2026 se ubican en el 39 % y 45 %, respectivamente. En cuanto a la actividad económica, con una probabilidad del 90 % el crecimiento anual del PIB se estima en un rango entre el 2,1 % y el 3,5 % para 2025 y entre el 0,4 % y 4,4 % para 2026.

**Gráfico 2.21**  
Índice de precios al consumidor, densidad predictiva<sup>a/, b/</sup>  
(variación anual, fin de periodo)



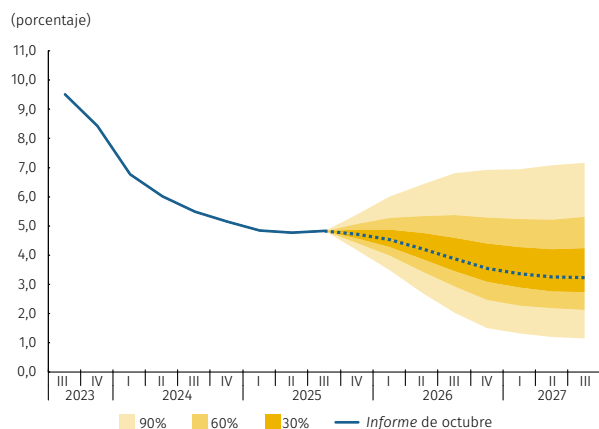
	IV trim. 2025	IV trim. 2026	III trim. 2027
<b>Moda</b>	5,1	3,6	3,1
<b>&lt; Moda</b>	44%	30%	29%
<b>Intervalos</b>			
<2	0%	8%	13%
2 a 4	0%	31%	34%
>4	100%	61%	53%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a ocho trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de octubre.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

**Gráfico 2.22**  
IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva<sup>a/, b/</sup>  
(variación anual, fin de periodo)



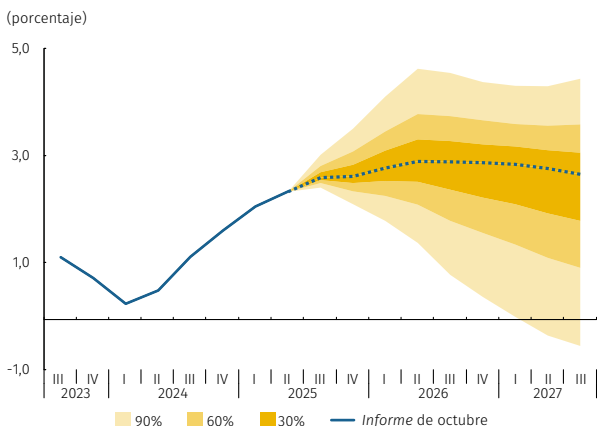
	IV trim. 2025	IV trim. 2026	III trim. 2027
<b>Moda</b>	4,7	3,5	3,2
<b>&lt; Moda</b>	44%	34%	32%
<b>Intervalos</b>			
<2	0%	9%	13%
2 a 4	1%	36%	35%
>4	99%	55%	52%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a ocho trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de octubre.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

**Gráfico 2.23**  
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres,  
densidad predictiva<sup>a/, b/</sup> (variación anual)



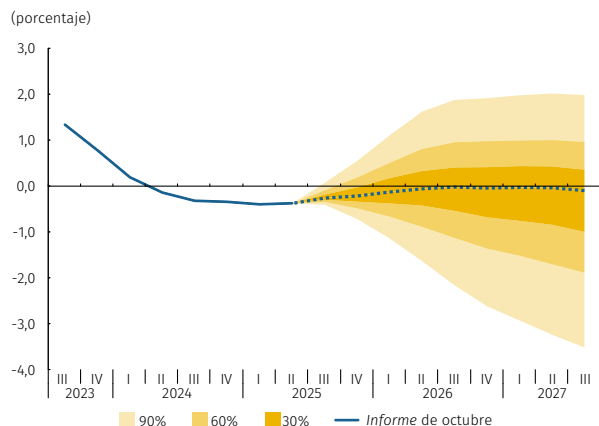
	IV trim. 2025	IV trim. 2026	III trim. 2027
<b>Moda</b>	2,6	2,9	2,6
<b>&lt; Moda</b>	36%	66%	69%
<b>Intervalos</b>			
<1	0%	13%	29%
1 a 2	3%	25%	25%
2 a 3	67%	31%	23%
>3	30%	30%	23%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a ocho trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de octubre.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

**Gráfico 2.24**  
Brecha del producto, densidad predictiva<sup>a/, b/</sup>  
(acumulado 4 trimestres)



	IV trim. 2025	IV trim. 2026	III trim. 2027
<b>Moda</b>	-0,2	0,0	-0,1
<b>&lt; Moda</b>	40%	59%	67%
<b>Intervalos</b>			
<-2	0%	11%	24%
-2 a 0	61%	49%	45%
0 a 2	39%	35%	26%
>2	0%	5%	5%

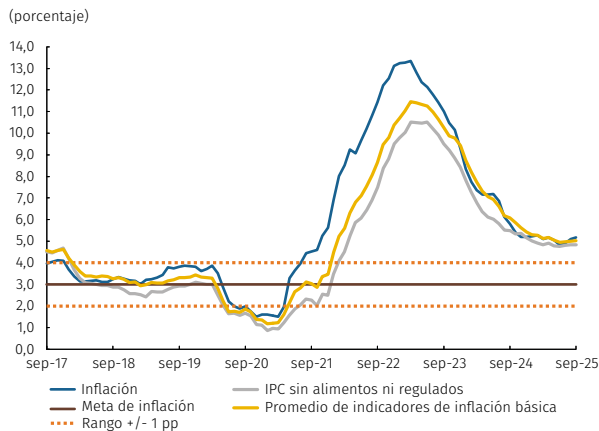
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a ocho trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de octubre.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

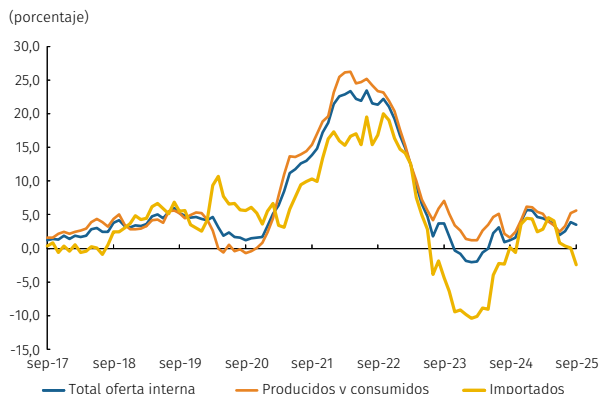
### 3. Situación económica actual

Gráfico 3.1  
IPC e indicadores de inflación básica  
(variación anual)



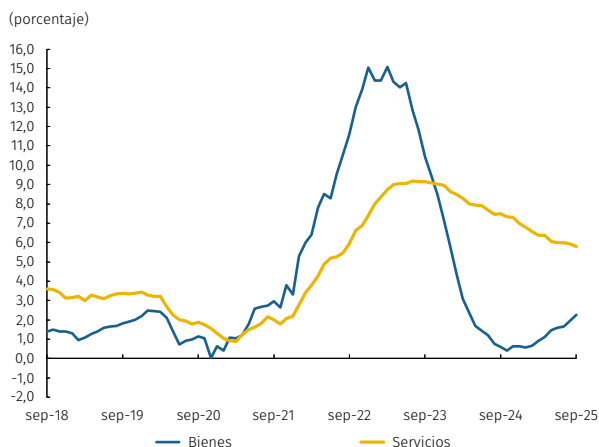
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 3.2  
IPP por procedencia  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.3  
IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

#### 3.1 Comportamiento de la inflación y precios

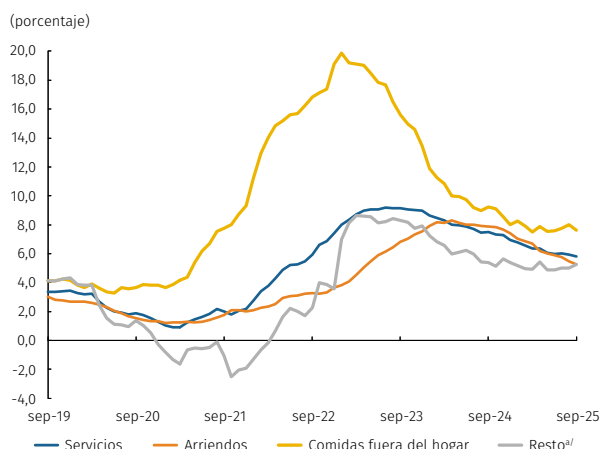
**Durante el tercer trimestre la inflación anual interrumpió su trayectoria descendente debido, principalmente, al repunte en los precios de los alimentos y los bienes.** En septiembre de 2025 la inflación anual (5,2%) superó el registro observado en junio (4,8%) y el pronóstico realizado en el *Informe* de julio (4,8%). La inflación básica, medida como la variación anual del IPC sin alimentos ni regulados, se mantuvo estable durante el tercer trimestre (4,8%) y también fue superior a la esperada (4,6%) en el *Informe* pasado (Gráfico 3.1). Las variaciones anuales de alimentos, de bienes y de servicios fueron mayores de las previstas, mientras que el ajuste de los regulados resultó menor de lo esperado y contuvo una mayor alza de la inflación. La mayor contribución a la sorpresa alcista provino de los alimentos, impulsados especialmente por el comportamiento de los perecederos. El aumento de la inflación durante el tercer trimestre habría reflejado la persistencia de presiones inflacionarias de diverso origen, como el sostenido dinamismo de la demanda interna en lo corrido del año, en especial del consumo privado; la indexación de precios a tasas altas; los incrementos en los costos laborales (por aumentos del salario mínimo real, la reducción de la jornada laboral semanal y la reciente reforma laboral); el aumento en los precios internacionales de algunos bienes, que superaron la apreciación reciente del peso; y la tendencia creciente, casi que generalizada, de los precios de los alimentos. Adicionalmente, la variación anual del IPP repuntó (del 2,1% en junio al 3,5% en septiembre), lo que podría anticipar presiones adicionales sobre buena parte de la canasta del IPC sin servicios, en especial sobre aquellos rubros producidos y consumidos en el país, que entre junio (2,5%) y septiembre (5,6%) registraron un aumento importante. Por su parte, el componente importado del IPP retrocedió (del 0,9% al -2,4%), en un entorno de apreciación del peso en los últimos meses (Gráfico 3.2)<sup>1</sup>.

**Los precios de los bienes del IPC se aceleraron durante el tercer trimestre, impulsados por el consumo, los costos de producción y las presiones específicas de algunos rubros.**

El cambio anual en el IPC de los bienes sin alimentos ni regulados aumentó del 1,6% en junio al 2,2% en septiembre (Gráfico 3.3), impulsado por productos que utilizan como insumo el oro y por algunos medicamentos. Los mayores ajustes en la subcanasta de bienes habrían reflejado, en parte, el buen dinamismo del consumo privado observado en lo corrido del año. Por otro lado, son varios los factores que vienen presionando al alza los costos operativos y logísticos de las empresas. En primer lugar, está el incremento de los costos laborales, generados por ajustes significativos en el salario mínimo en años recientes, a los que se suma la reducción de la jornada laboral de 46 a 44 horas desde mediados de julio de este año (Ley 2101 de 2021) y la reciente reforma laboral que amplió la jornada diurna y aumentó los costos

1 La información más reciente del IPP del DANE siempre es provisional.

Gráfico 3.4  
IPC de servicios, sin alimentos ni regulados  
(variación anual)



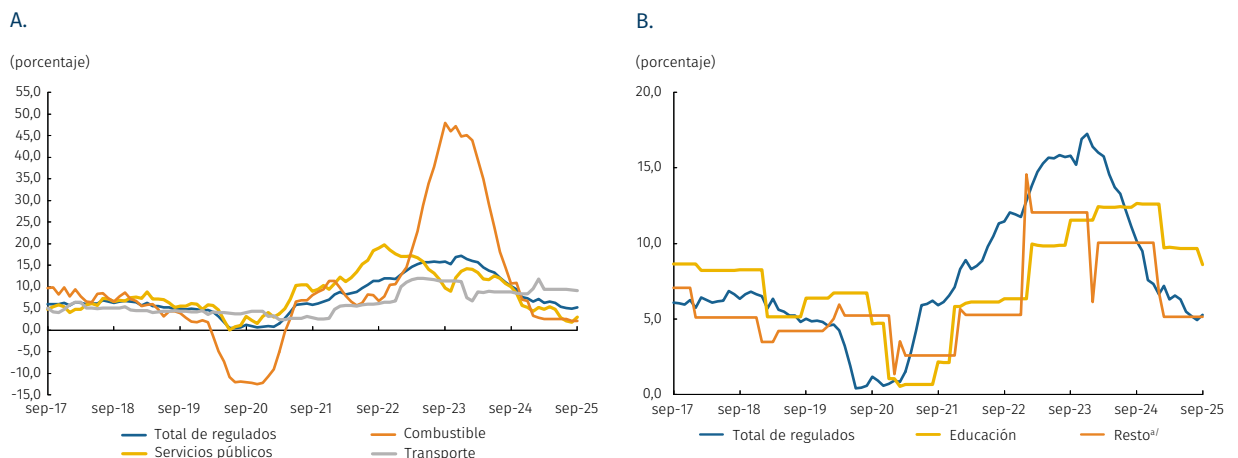
a/ Este grupo se compone principalmente de los siguientes rubros: servicios de comunicación, de recreación y cultura; educación (no regulada); servicios diversos (peluquería, guardería, financieros, etc.); transporte; administración de copropiedad; servicio doméstico; discotecas y hoteles; salud; y lavado y planchado.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de contratación (Ley 2466 de 2025). Además, los problemas logísticos internos, asociados con bloqueos viales y paros en algunas regiones del país, también habrían contribuido al encarecimiento de los costos de transporte y distribución. A pesar de estas presiones, la apreciación del peso que se ha observado recientemente habría contribuido a moderar los aumentos de algunos bienes y, en particular, del componente importado de la canasta familiar.

**El cambio anual en los precios de los servicios (sin alimentos ni regulados) continuó reduciéndose en el tercer trimestre, aunque aún se mantiene en niveles altos por los efectos de la indexación a la inflación pasada, los mayores costos laborales y la fortaleza del consumo.** La disminución de este grupo (del 6,0% en junio al 5,8% en septiembre) ha sido más lenta de lo previsto, principalmente por la persistencia en el ajuste anual de los arriendos (del 5,9% en junio al 5,3% en septiembre) (Gráfico 3.4), lo que estaría respondiendo, en alguna medida, a la limitada generación de oferta de vivienda nueva en el país, a las presiones de demanda en ciudades intermedias por vivienda turística, entre otros factores. Las comidas fuera del hogar, por su parte, registraron una variación anual del 7,6% en septiembre, similar a la observada en junio. El alto incremento en los precios de este subgrupo estaría asociado, fundamentalmente, con el repunte de los precios de los alimentos y con el aumento en los costos de contratación de trabajadores. Adicionalmente, algunos servicios públicos (gas y recolección de basuras) continuaron presionando el IPC de las comidas fuera del hogar al alza, limitando la velocidad de reducción de sus ajustes anuales. El resto del grupo de servicios, que incluyen educación, comunicaciones, salud, recreación y otros servicios personales, presentaron una variación anual al alza entre junio (4,9%) y septiembre (5,3%).

**La variación anual de los precios de la canasta de regulados se redujo, principalmente, por los subgrupos de combustibles y de transporte público.** El aumento anual de los precios de los regulados, aunque se mantuvo por encima del 3%, continuó moderándose en el tercer trimestre, producto de presiones bajistas en la mayoría de sus componentes (Gráfico 3.5, panel A). Rubros como transporte (del 9,3% al 9,1%), combustibles (del 2,5% al 2,1%) y resto de regulados (que se mantuvo estable en 5,1%) mostraron desempeños estables o cayeron (Gráfico 3.5, panel B). Los combustibles y el transporte público se han beneficiado del bajo crecimiento en los precios de la gasolina y el ACPM en los últimos doce meses (en promedio del 2,1%), mientras que el grupo resto (compuesto por la cuota moderadora de EPS y gastos notariales) solo suele cambiar a principios de cada año. Por su parte, los servicios públicos no presentaron variaciones de importancia entre junio (2,9%) y septiembre (3,0%). El bajo crecimiento de precios de este segmento de regulados se explica, en gran medida, por el ajuste anual negativo de las tarifas de energía eléctrica (-2,7%), debido a las abundantes precipitaciones registradas en lo corrido del año, que han reducido la participación de la generación térmica (más costosa) en la matriz energética. A lo anterior se suman las intervenciones por parte del Gobierno Nacional tendientes a mitigar su impacto en

Gráfico 3.5  
IPC de regulados y sus componentes  
(variación anual)

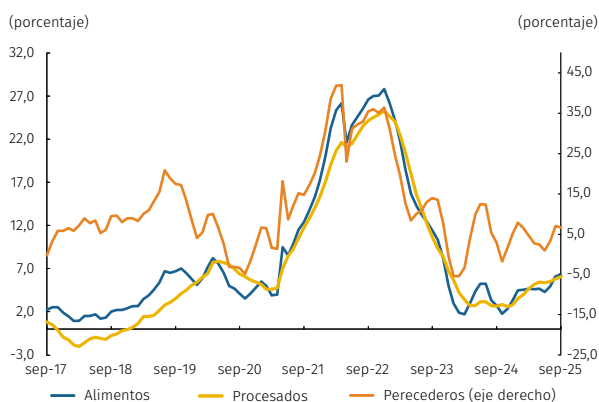


a/ Incluye cuotas moderadoras de las EPS, certificados/documentos administrativos y pago de honorarios.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

los presupuestos de los hogares<sup>2</sup>. En contraste, las tarifas del gas natural se incrementaron a comienzos de año, como reflejo de una insuficiente oferta local y la necesidad de importaciones a mayor costo, acumulando en septiembre un ajuste anual superior al 12%.

**En los últimos meses los mayores incrementos en los precios de los alimentos se han dado en un entorno de amplio abastecimiento, pero con choques alcistas sobre los precios.** Entre junio (4,3%) y septiembre (6,2%) los precios de los alimentos procesados (del 5,4% al 6,1%) y perecederos (del 1,0% al 6,6%) se aceleraron significativamente (Gráfico 3.6). En el corrido del año los aumentos observados en los precios de los alimentos han sido más altos que los pronosticados por el equipo técnico, en un entorno de amplio abastecimiento de estos bienes. Esta dinámica se explica por diversos factores, dentro de los cuales se encuentran la presión al alza generada por el impuesto saludable a los alimentos ultraprocesados, por los mayores costos laborales (aplica para todos los alimentos), por el aumento de algunos precios internacionales, como el café, y por la fortaleza del consumo privado. Adicionalmente, la carne bovina registró aumentos significativos por la contracción del ciclo ganadero y el crecimiento de las exportaciones hacia China, lo cual redujo la oferta interna. Por otra parte, los alimentos perecederos estarían siendo impulsados por los incrementos en los costos no laborales (maquinaria, algunos insumos y transporte local); por el aumento en el consumo interno y externo de frutas y hortalizas (en el IPP crecen más del 30% anual); por la escasez de mano de obra en algunas regiones del país; y por la baja disponibilidad de insumos y alimentos en algunas regiones, producto de bloqueos viales por deslizamientos de tierra (especialmente en el oriente colombiano) y por paros en diferentes zonas del país. En conjunto, algunos de

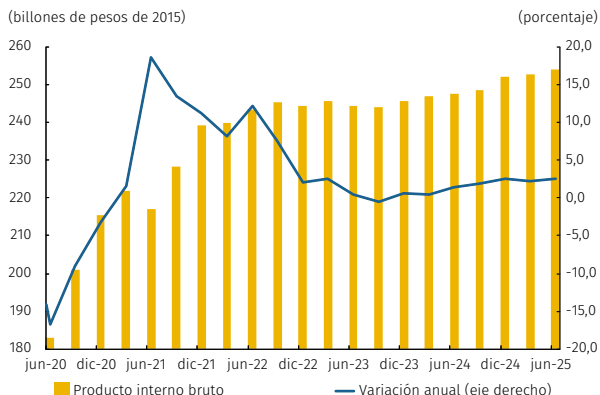
Gráfico 3.6  
IPC de alimentos y sus componentes  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

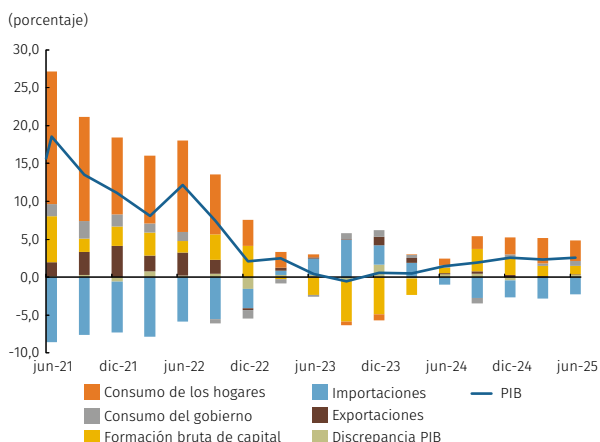
2 Pago estatal parcial de la opción tarifaria, especialmente en la costa Atlántica, renegociación de contratos entre generadoras y comercializadoras, e intervenciones institucionales a comercializadores (Air-e), entre otras.

**Gráfico 3.7**  
Producto interno bruto<sup>a/</sup>  
(trimestral y variación anual)



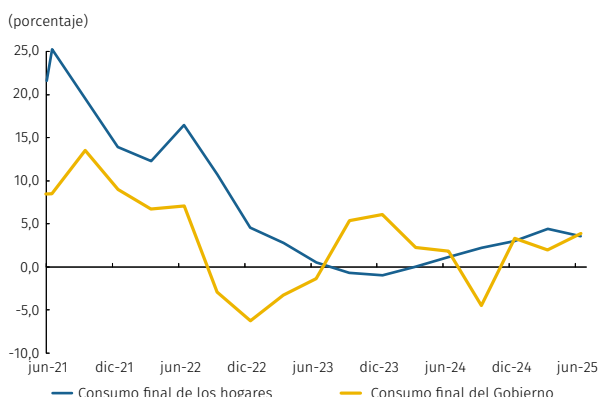
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 3.8**  
Contribuciones a la variación anual del PIB trimestral<sup>a/</sup>  
(variación anual, contribuciones)



a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 3.9**  
Gasto de consumo final de los hogares  
y del Gobierno General<sup>a/</sup>  
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

estos factores generaron presiones inflacionarias superiores a las previstas por el equipo técnico para el tercer trimestre (véase Recuadro 1).

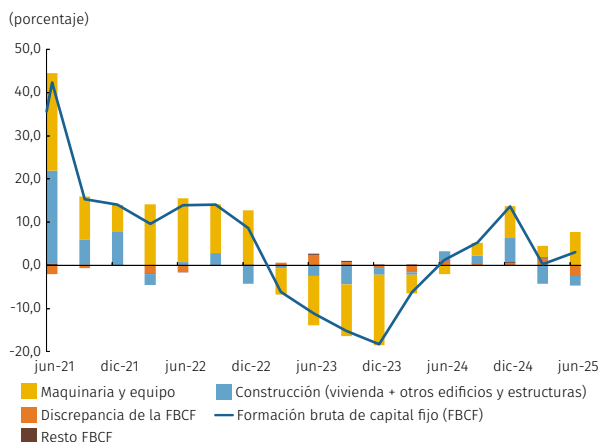
### 3.2 Crecimiento y demanda interna

**En el segundo trimestre de 2025 el PIB creció 2,5 % anual, tasa cercana a la de los dos trimestres anteriores y a la esperada por el equipo técnico (2,6 %).** Este crecimiento económico, calculado con cifras desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario, generó una expansión trimestral anualizada (t. a.) del 2,0 % (Gráfico 3.7). De esta forma, los niveles de la actividad económica colombiana mantuvieron la tendencia de aumento gradual observada desde finales de 2023. Por el lado del gasto, en línea con lo esperado, la dinámica de la demanda interna volvió a ser muy superior a la del PIB, explicada, principalmente, por la expansión del consumo privado, pero también con un aporte importante de la inversión en maquinaria y equipo (Gráfico 3.8). Lo anterior, en un contexto de aumento en los índices de confianza de los consumidores y empresarios, de un crecimiento favorable de los socios comerciales, de incrementos reales importantes de los ingresos laborales, de una tasa de desempleo históricamente baja<sup>3</sup>, y de una inflación superior a la meta, pero relativamente estable. Por el lado de la oferta, las actividades artísticas y de entretenimiento, los servicios de comercio, transporte y alojamiento, y el sector agropecuario fueron los que más impulsaron el crecimiento anual del PIB. Por el contrario, la explotación de minas y canteras, junto con la construcción, fueron los sectores que registraron los mayores retrocesos anuales.

**El crecimiento de la demanda interna, similar al esperado por el equipo técnico, volvió a superar al del PIB, jalonado por la expansión del consumo privado.** El gasto interno total registró, por cuarto trimestre consecutivo, un crecimiento superior al 4 %. La principal contribución a este aumento provino del consumo privado, que se sostuvo en niveles altos, con un crecimiento anual (3,7%) que, aunque inferior al esperado, superó nuevamente al de la economía en su conjunto (Gráfico 3.9). Todos los segmentos del consumo de los hogares continuaron expandiéndose en términos anuales, principalmente el de bienes durables, que lo hizo a dos dígitos. Por su parte, el consumo de servicios registró un aumento anual más moderado, pero se ubica en niveles altos y superiores a los de su tendencia prepandemia. En cuanto al consumo de bienes semidurables, su expansión anual estuvo acompañada de un leve retroceso en términos trimestrales. La dinámica favorable del consumo privado se sigue dando en un contexto de un crecimiento sostenido del ingreso disponible y del empleo, de un importante flujo de remesas y de un ingreso cafetero que se mantiene en niveles altos, a lo cual se suman las mejoras graduales en la confianza de los consumidores. Por otro lado, el consumo público aumentó trimestralmente y se aceleró en términos anuales debido, principalmente, al pago de parte del retroactivo salarial de funcionarios públicos.

3 Véase el *Reporte del Mercado Laboral* de julio de 2025, disponible en: <https://doi.org/pz99>

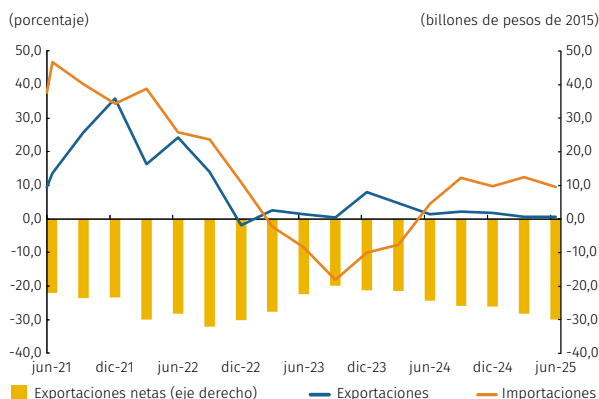
**Gráfico 3.10**  
Formación bruta de capital fijo trimestral<sup>a/</sup>  
(variación anual, contribuciones)



a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**En el segundo trimestre, la inversión creció tanto anual como trimestralmente, con resultados superiores a los esperados y jalonados por el buen desempeño de la inversión en maquinaria y equipo.** El aumento anual de la formación bruta de capital fijo en el segundo trimestre (3,1%) se dio, en buena medida, por la contribución del componente de maquinaria y equipo, segmento que continuó siendo el más dinámico de la inversión (Gráfico 3.10). Este rubro registró un aumento trimestral considerable (27,3% t. a.), el cual implicó una tasa de crecimiento anual de doble dígito (18,0%). Por subcomponentes, se resalta el crecimiento del equipo de transporte y de bienes de capital para la industria. Por el contrario, la inversión en construcción continuó retrocediendo anualmente, producto, en buena medida, de la caída de la inversión en vivienda (de -9,5% anual), que se habría dado por una menor culminación de edificaciones tanto en el segmento VIS como en el no VIS. La inversión en otros edificios y estructuras presentó un aumento trimestral, que no fue suficiente para que este componente evitara un retroceso anual (del -0,9%), aunque más moderado que el de la vivienda. El principal aporte positivo provino de las obras civiles, según lo sugieren las cifras de la oferta, dentro de las cuales se resaltan las construcciones para la minería y plantas industriales, y los proyectos viales y férreos regionales. Dentro de estos últimos se destacan los aportes de la primera línea del metro de Bogotá, del Regiotram de Occidente y el avance de algunos proyectos del programa de infraestructura 5G. La formación bruta de capital total (6,4%) creció a una tasa anual superior a la de la fija, debido a un valor positivo e importante del componente de discrepancia estadística y variación de existencias, según las cifras más recientes publicadas por el DANE.

**Gráfico 3.11**  
Exportaciones, importaciones y balanza comercial<sup>a/</sup>  
(variación anual y billones de pesos de 2015)

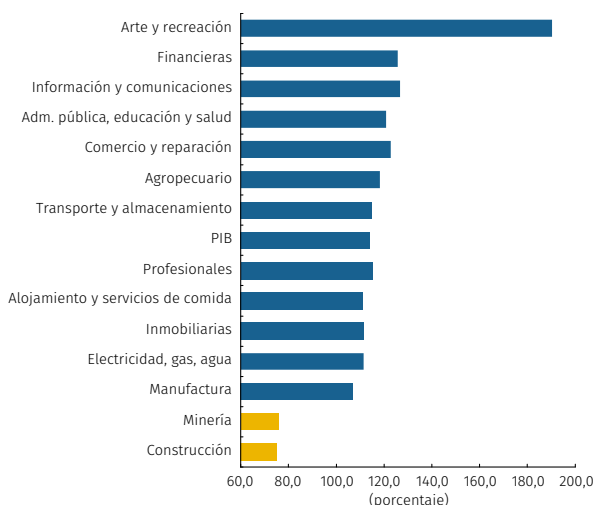


a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**El déficit comercial externo en pesos constantes volvió a ampliarse frente al trimestre anterior y a un año atrás, consecuencia del buen desempeño de las importaciones relativo al escaso crecimiento de las exportaciones.** Durante el segundo trimestre, el desempeño favorable de la demanda interna, y en particular del consumo durable y la inversión en maquinaria y equipo, se reflejó en un aumento considerable de las importaciones (9,5% anual y 10,7% t. a.), el cual estuvo impulsado, principalmente, por las de bienes de consumo durable y de bienes de capital, sobre todo equipo de transporte y maquinaria industrial. Por su parte, las exportaciones en pesos reales presentaron un escaso crecimiento anual del 0,6%, limitado por el pobre comportamiento de las exportaciones mineras. Lo anterior contrastó con el dinamismo de las exportaciones agrícolas, cuyo crecimiento se concentró en banano y plátano, y de las manufactureras, tales como productos alimenticios y químicos. Las exportaciones de servicios, por su parte, presentaron un crecimiento modesto en términos anuales (0,9%) debido a un retroceso trimestral (de 10,1% t. a.), explicado por una disminución en el turismo de no residentes. Dado lo anterior, en el segundo trimestre el déficit comercial externo se amplió frente al trimestre anterior y al observado un año atrás (Gráfico 3.11), lo cual, a su vez, significó que el déficit comercial en pesos constantes continuó realizando un aporte contable negativo a la variación anual del PIB.

**Por el lado de la oferta, en el segundo trimestre las actividades terciarias continuaron mostrando elevados crecimientos**

**Gráfico 3.12**  
Niveles sectoriales de valor agregado del segundo trimestre de 2025 relativos al cuarto trimestre de 2019<sup>a/</sup> (cuarto trimestre de 2019 = 100 %)



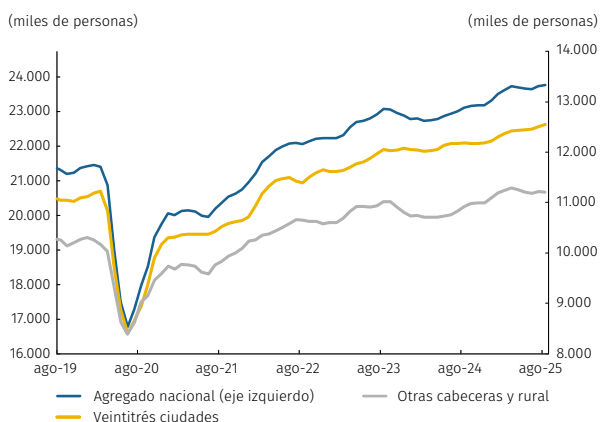
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**anuales, siendo las principales aportantes al crecimiento económico. Por el contrario, la minería y la construcción de edificaciones registraron un mal desempeño.** La rama terciaria se expandió un 3,2 %, donde se destaca el desempeño de las actividades artísticas y de entretenimiento (Gráfico 3.12), las cuales continuaron siendo jalonadas por el auge de los juegos operados por internet y las apuestas en línea, así como por la realización de conciertos en las principales ciudades del país. También se destaca el comportamiento positivo del sector de comercio, transporte y alojamiento, el cual ha sido impulsado por el comercio interno, que presenta niveles incluso más altos a los observados en 2022 (cuando se dio el estímulo de los días sin IVA), y por una dinámica favorable de los servicios de transporte aéreo. A lo anterior se suma el buen desempeño de los servicios de información y comunicaciones, y los financieros y de seguros. La rama secundaria también contribuyó positivamente al crecimiento anual, aunque con una expansión mucho más moderada (0,8%). Lo anterior fue resultado del aumento anual de la industria manufacturera, el cual fue parcialmente contrarrestado por la caída de la construcción y, en particular, del segmento de edificaciones. En contraste, la rama primaria registró un retroceso anual del 0,8%, debido al pobre desempeño que mantiene el sector minero en carbón, petróleo y otros minerales metalíferos, como el oro. Esto, a pesar del buen dinamismo de las actividades agropecuarias asociadas con cultivos y ganadería.

### 3.3 Mercado laboral<sup>4, 5</sup>

**En el mercado laboral el empleo continuó registrando crecimientos anuales significativos, con una dinámica impulsada por el área urbana.** En el trimestre móvil terminado en agosto, los resultados de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) revelaron que el empleo nacional creció un 2,8 % anual, impulsado, principalmente, por la expansión de la ocupación en el área urbana (3,0 %) y, en menor medida, en otras cabeceras y zonas rurales (2,6 %). La expansión anual del empleo a nivel nacional se observó en la mayoría de las ramas económicas, con una mayor contribución de manufacturas, comercio y alojamiento, y administración pública, salud y educación. En el margen, el empleo presentó un repunte frente a mayo (0,4 %), alcanzando niveles similares a los observados en marzo y dando continuidad a la tendencia creciente observada en los últimos años. Este desempeño respondió a un aumento trimestral de la ocupación en las veintitrés principales ciudades (0,8 %), mientras que en las zonas rurales no se registraron variaciones (Gráfico 3.13). Consistente con el comportamiento del empleo, la tasa de ocupación (TO) ha presentado un leve incremento en los últimos meses, ubicándose en un 58,4 % en agosto.

**Gráfico 3.13**  
Población ocupada por dominios geográficos

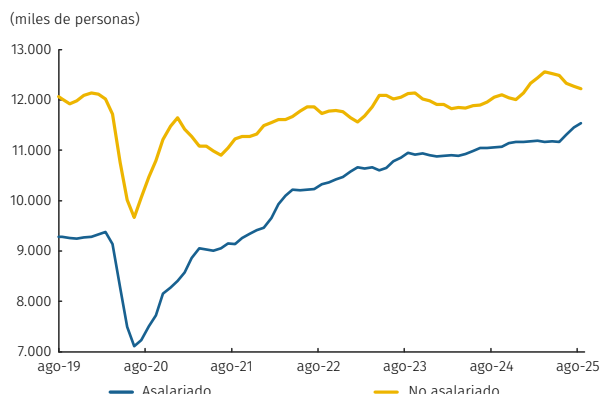


Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

4 Para un análisis más detallado del mercado laboral, lo invitamos a consultar el *Reporte del Mercado Laboral* del Banco de la República, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/reportes-mercado-laboral>

5 Las cifras del mercado laboral presentadas en esta sección corresponden, principalmente, a los resultados del trimestre móvil terminado en agosto de 2025.

Gráfico 3.14  
Empleo por posición ocupacional  
(agregado nacional)

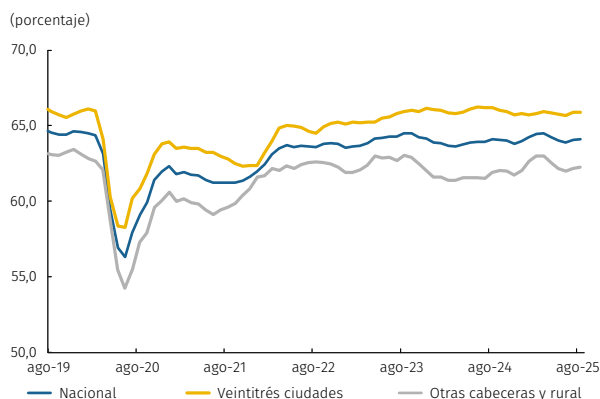


Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

### Por posición ocupacional, el crecimiento anual del empleo se explicó por el segmento asalariado.

En los últimos meses, el empleo asalariado mostró un repunte sostenido, alcanzando 11,5 millones de ocupados, en línea con la recuperación observada en las principales ciudades. En agosto, este segmento registró aumentos anuales y trimestrales del 4,3% y 3,3%, respectivamente (Gráfico 3.14). Dentro del grupo de asalariados, los trabajadores particulares fueron los que más aportaron al crecimiento anual del empleo nacional. Este mayor dinamismo también se refleja en otras fuentes de información del empleo asalariado formal, como los registros de cotizantes dependientes de la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA) y de cajas de compensación familiar (CCF). En contraste, el empleo no asalariado se redujo (-2,1% trimestral en agosto), aunque en términos anuales aún registró un crecimiento del 1,4%. Como resultado del mayor dinamismo del empleo asalariado y de la contracción del no asalariado (de alta composición informal), la tasa de informalidad mantuvo su tendencia descendente, ubicándose en un 55,3% en agosto.

Gráfico 3.15  
Tasa global de participación por dominios geográficos

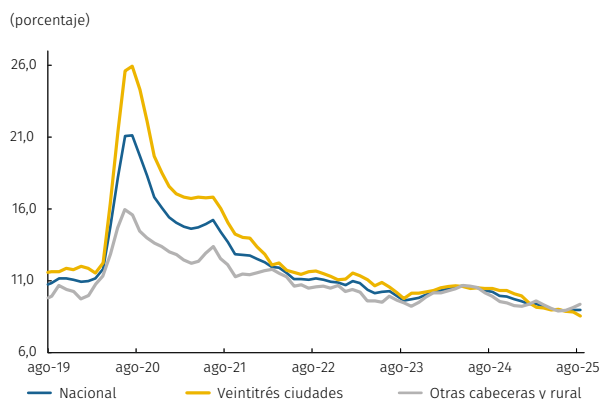


Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

### La tasa global de participación (TGP) se mantuvo relativamente estable en los últimos meses, con una leve corrección al alza en el margen.

En agosto la TGP nacional se situó en un 64,1%, un nivel similar al observado un año atrás (Gráfico 3.15), resultado de una caída de 0,3 pp en la zona urbana y un aumento de igual magnitud en la zona rural. Por dominios geográficos, la TGP en las veintitrés principales ciudades, así como en otras cabeceras y zonas rurales, no registró cambios significativos frente a mayo. Esta estabilidad de la TGP nacional es coherente con el comportamiento de la población por fuera de la fuerza laboral o inactiva, que no presentó variaciones frente a mayo<sup>6</sup>. Por género, se observó un repunte de la participación laboral de los hombres y un leve descenso en la de las mujeres, ubicándose en agosto en un 76,7% y 52,5%, respectivamente<sup>7</sup>.

Gráfico 3.16  
Tasa de desempleo por dominios geográficos



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

### La tasa de desempleo (TD) del agregado nacional mantuvo niveles bajos, inferiores a su promedio histórico.

En agosto, y con cifras ajustadas estacionalmente, la TD nacional fue del 9,0%, similar a la observada en mayo y menor al 10,2% registrado un año atrás. Por dominio geográfico, consistente con el comportamiento reciente de la ocupación, la TD urbana continuó descendiendo (-0,4 pp frente a mayo), alcanzando mínimos históricos (8,6%), mientras que en la zona rural repuntó (0,5 pp frente a mayo) y se situó en un 9,4%. En términos anuales, esto representa reducciones de 1,9 pp en la TD urbana y de 0,6 pp en otras cabeceras y zonas rurales (Gráfico 3.16). No obstante, persisten amplias diferencias entre las veintitrés principales ciudades: Quibdó presentó la mayor tasa de desempleo (25,4%) y Medellín la menor (6,4%). Frente al año anterior, las mayores caídas en la TD se registraron en Florencia (-6,2 pp), Cali (-3,5 pp) y Pereira (-3,3 pp), mientras que Neiva fue la única ciudad que presentó un incremento (0,1 pp). Por último, la brecha de desempleo por género continuó cerrándose, al pasar de 4,5 pp

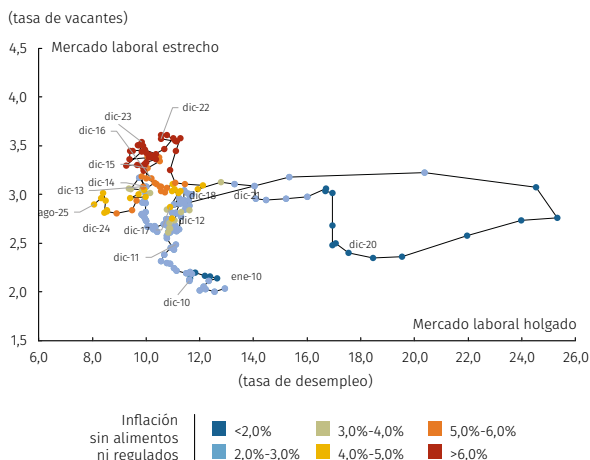
6 En términos anuales, la población por fuera de la fuerza laboral aumentó en un 1,3% en agosto.

7 En términos anuales, la TGP registró un aumento de 0,1 pp en hombres y una leve caída del 0,1 pp en mujeres.

en mayo a 4,2 pp en agosto, debido al descenso de la TD de las mujeres y al incremento en la TD de los hombres.

**En los últimos meses los indicadores de vacantes presentan una mejoría, las expectativas de contratación a corto plazo permanecieron en terreno positivo y las de mediano repuntaron, sugiriendo en conjunto un buen comportamiento del empleo formal.** Las expectativas de contratación en el corto plazo, obtenidas de la encuesta de ManPower Group de septiembre, presentaron una leve reducción frente al trimestre anterior, aunque permanecen en terreno positivo, sugiriendo un buen dinamismo del segmento formal en el futuro cercano. Asimismo, las expectativas de mediano plazo (seis a doce meses), reportadas en la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* (ETE) del Banco de la República de julio, mejoraron y registraron un balance positivo. Con datos a agosto, los índices de vacantes obtenidos a partir de avisos clasificados, del Servicio Público de Empleo (SPE) y de las contrataciones implícitas de la GEIH reportaron un mejor desempeño. El comportamiento de la TD en el dominio urbano y de la tasa de vacantes, a la luz de la curva de Beveridge<sup>8</sup> (Gráfico 3.17), sugiere estrechez del mercado laboral, con registros que se sitúan al lado izquierdo de la curva, dado que la TD continúa disminuyendo y que la tasa de vacantes ha mantenido su ritmo de crecimiento. Finalmente, con datos a julio, los ingresos laborales reales mensuales de los asalariados y los no asalariados mantuvieron su tendencia creciente, con aumentos anuales del 7,1% y 12,8%, respectivamente.

Gráfico 3.17  
Curva de Beveridge para las siete ciudades principales



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados. Para estimar las vacantes con GEIH se calculan las contrataciones según la metodología de Morales, Hermida y Dávalos (2019).  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

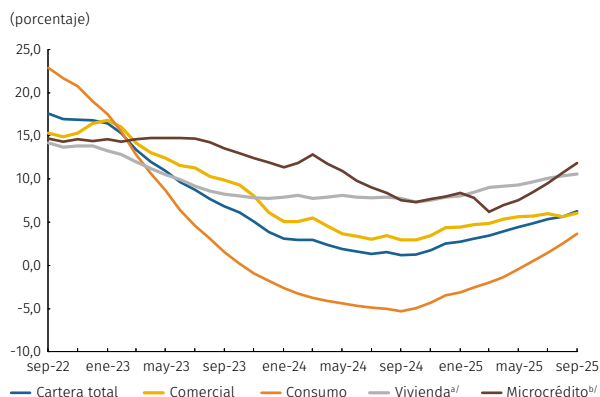
### 3.4 Mercado monetario y financiero

**La cartera de crédito ha mostrado una recuperación continua a lo largo del año, en un entorno de tasas de interés relativamente estables y de mejora en los indicadores de riesgo a nivel agregado.** Durante lo corrido de 2025 se ha observado una recuperación gradual de la cartera total de crédito, que se sostuvo en el tercer trimestre del año, acompañada por mejoras en la percepción de la demanda de crédito y menores restricciones para el otorgamiento de préstamos. Las tasas de interés reales se acercaron a sus niveles promedio históricos, y los indicadores de calidad de la cartera han continuado mejorando. Además, los agentes de mercado siguen esperando reducciones adicionales en la tasa de política monetaria (TPM), aunque menores que las anticipadas a principios del año, debido a expectativas de inflación más altas en el corto plazo. Estas condiciones crediticias favorables sugieren que el crédito podría consolidar su expansión en lo que resta del año, lo que podría favorecer el dinamismo de la actividad económica, especialmente del consumo privado.

**Durante el tercer trimestre la cartera de crédito continuó dinamizándose.** Con excepción de los préstamos comerciales, las demás modalidades de crédito continuaron con una tendencia

8 La curva de Beveridge es la representación gráfica de la relación entre la tasa de vacantes y la tasa de desempleo.

Gráfico 3.18  
Cartera bruta en moneda nacional  
(variación anual, datos promedios mensuales)



a/ Vivienda ajustada: cartera bancaria más titularizaciones.

b/ Microcrédito a partir de 1 de marzo de 2024 incluye lo correspondiente al "Banco Contactar", entidad que venía operando como "Corporación de Crédito Contactar" bajo la vigilancia de la Superintendencia de Sociedades.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 3.1  
Tasas de interés  
(promedio mensual, porcentaje)

	dic-23	jun-24	dic-24	jun-25	sept-25
<b>Interbancarias</b>					
TPM	13,18	11,75	9,70	9,25	9,25
TIB <i>overnight</i>	13,13	11,75	9,70	9,25	9,25
IBR <i>overnight</i>	13,13	11,75	9,70	9,25	9,25
IBR a 1 mes	13,10	11,47	9,44	9,24	9,24
IBR a 3 meses	12,81	11,01	9,20	9,17	9,19
IBR a 6 meses	12,35	10,49	8,86	9,06	9,11
IBR a 12 meses		9,65	8,40	8,87	8,96
<b>Captación</b>					
Ahorros	6,23	5,36	4,30	4,04	3,95
DTF a 90 días	12,63	10,14	9,22	8,94	8,76
CDT a 180 días	12,90	10,33	9,43	9,11	8,85
CDT a 360 días	13,19	10,75	9,73	9,53	9,39
CDT >360 días	12,71	11,32	9,97	10,16	9,94
<b>Crédito</b>					
Preferencial	17,05	13,65	11,92	11,59	11,17
Ordinario	17,93	15,66	13,13	12,79	12,74
Compra vivienda no VIS	17,06	14,71	11,42	11,96	12,09
Compra vivienda VIS	15,41	13,42	11,38	11,50	11,55
Consumo sin libranza	28,16	24,73	21,18	20,46	20,49
Consumo con libranza	19,83	18,14	16,58	16,76	16,59
Tarjeta de crédito	34,70	29,22	24,59	24,11	23,56

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

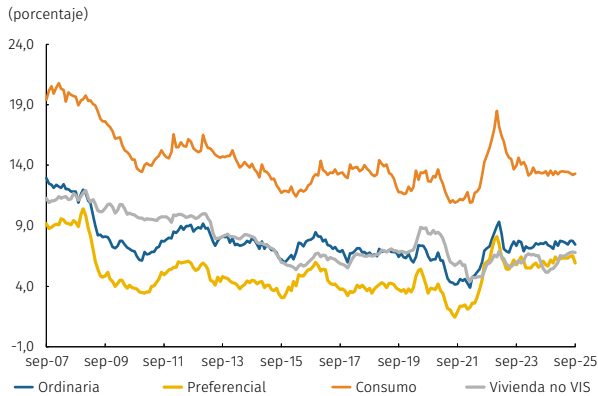
creciente en sus tasas de variación anual nominal y real, con un impulso importante de la cartera de consumo (Gráfico 3.18). En términos reales anuales, la cartera comercial se mantuvo estable con variaciones positivas, mientras que la cartera de vivienda se aceleró del 4,8% en junio al 5,6% en septiembre. El crédito de consumo fue la única modalidad que a septiembre continuó con un crecimiento real anual negativo (-1,2%), pero mantuvo una tendencia creciente con menores contracciones anuales. La encuesta de percepción del crédito, con datos a junio de 2025 y aplicada a las entidades bancarias, mostró señales favorables para la colocación de cartera, con indicadores positivos de percepción de demanda y oferta de préstamos para todas las modalidades. En cuanto a las exigencias para el otorgamiento de nuevos créditos, los indicadores mostraron una reducción en las restricciones aplicadas por los bancos<sup>9</sup>. Los desembolsos para todas las modalidades de crédito durante lo corrido del año han seguido una tendencia positiva, lo que continúa sugiriendo una recuperación de la cartera, en un entorno de un mayor ingreso disponible de los hogares y de tasas de interés reales de crédito cercanas a sus promedios históricos.

**La Junta Directiva del Banco de la República (JBR) decidió mantener la TPM en el 9,25% y las tasas de interés de captación y colocación estuvieron relativamente estables. Las mayores expectativas de inflación, junto con menores reducciones esperadas de la TPM, se han reflejado en algunos aumentos en las tasas de interés de largo plazo.** La estabilidad de la TPM en junio, julio y septiembre se reflejó en las tasas de interés de mercado. En el monetario, las tasas de más corto plazo, como la tasa interbancaria (TIB) y los indicadores bancarios de referencia (IBR) *overnight* y a un mes, mostraron estabilidad. No obstante, las tasas del IBR a seis y doce meses registraron ajustes al alza, sugiriendo expectativas de una reducción más lenta de la TPM frente a lo esperado en el primer semestre del año, en línea con unas expectativas de inflación que aumentaron. En cuanto a las tasas de interés de captación promedio de CDT, durante el tercer trimestre se observaron algunas reducciones, aunque menos acentuadas para los plazos mayores a un año (Cuadro 3.1). Las tasas de interés de colocación, tanto nominales como reales, mostraron una relativa estabilidad en lo corrido del tercer trimestre de 2025. En términos reales, las tasas para los hogares se ubicaron por debajo de su promedio histórico, mientras que las tasas de interés comerciales continuaron registrando descensos en las distintas modalidades y se ubicaron muy cerca de sus promedios históricos (Gráfico 3.19).

**El indicador de mora (ICM) ha seguido mejorando, debido principalmente a la cartera de consumo, y se ubica cerca a su nivel promedio histórico. Las utilidades de los establecimientos de crédito han continuado recuperándose y los niveles de solvencia se mantienen muy por encima de los mínimos regulatorios.**

9 Véase la *Encuesta trimestral sobre la situación del crédito en Colombia* para el segundo trimestre de 2025: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-situacion-credito-colombia>

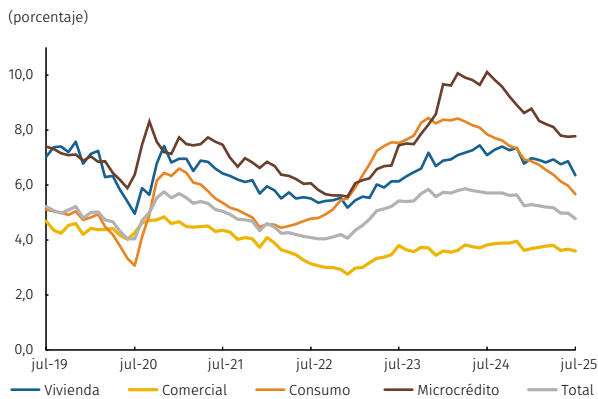
**Gráfico 3.19**  
 Tasas reales de interés del crédito  
 (datos promedio mensual deflactados  
 con el IPC sin alimentos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

La cartera vencida disminuyó para todas las modalidades de crédito; por tanto, el ICM ha mostrado una mejora continua en lo corrido del año, siendo la cartera de consumo la modalidad que ha registrado los mayores descensos (Gráfico 3.20). Este comportamiento de la cartera se ha dado en un entorno donde la razón de deuda a ingreso de los hogares continuó cayendo. Las utilidades acumuladas a doce meses de los establecimientos de crédito fueron de COP 12,5 billones (b) en julio de 2025, lo que representó un incremento del 69 % frente al mismo periodo del año anterior (COP 7,4 b). Este comportamiento continúa explicándose, principalmente, por el menor gasto en provisiones, en línea con un menor riesgo de la cartera. Finalmente, con datos a julio, los niveles de solvencia total (17,5 %) y básica (14,3 %) de los establecimientos de crédito se mantienen muy por encima de los mínimos regulatorios (9,0 % y 4,5 %, respectivamente).

**Gráfico 3.20**  
 Indicador de mora  
 (cartera vencida<sup>a/</sup>/cartera total)



a/ Hace referencia a los préstamos con mora mayor a 30 días.  
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

# Recuadro 1

## Índice de desbalance macroeconómico (IDM) para Colombia

Darío Perdomo Sánchez  
Nicolle Valentina Herrera Pinto\*

### 1. Introducción

Los desbalances macroeconómicos (entendidos como desviaciones de las variables de sus valores de equilibrio de largo plazo) pueden acumularse durante varios periodos (generalmente de auge), incrementar la vulnerabilidad de las economías ante choques adversos y anteceder contracciones de la actividad económica y crisis financieras (Arteaga *et al.*, 2013). Con el objetivo de monitorear estas vulnerabilidades para Colombia, se actualizó y reestimó el índice de desbalance macroeconómico (IDM), originalmente propuesto por Arteaga *et al.* (2013). Esta herramienta busca resumir, de manera agregada, las desviaciones de cuatro variables clave de la economía colombiana respecto a sus niveles de equilibrio de largo plazo: el crédito, los precios de la vivienda, la cuenta corriente de la balanza de pagos y la tasa de cambio real. Además, se incluyó un quinto indicador que intenta estimar el grado de desequilibrio de las cuentas fiscales. Este recuadro presenta la metodología de cálculo del nuevo IDM y los resultados para Colombia.

### 2. Metodología para la estimación de los desbalances individuales

El IDM se construye a partir de las brechas o desbalances individuales de cinco componentes. Para cada uno se estima un nivel de equilibrio o tendencia de largo plazo mediante la combinación de tres enfoques metodológicos complementarios: filtros estadísticos, modelos estructurales basados en la teoría económica y modelos de datos de panel que incorporan la experiencia internacional<sup>1</sup>.

#### 2.1 Desbalance del crédito

Para analizar el crédito frente a su nivel de equilibrio, se utiliza el crédito total al sector privado no financiero en términos reales y per cápita<sup>2</sup>. Esta variable evita las posibles distorsiones generadas por el “efecto denominador” de las fluctuaciones del PIB, un problema ampliamente documentado en la literatura (Drehmann y Yetman, 2021; Repullo y Salas, 2011). La estimación del desbalance combina tres enfoques. En primer lugar, se utiliza la mediana de las tendencias producidas por un conjunto de filtros estadísticos univariados<sup>3</sup> con parámetros ajustados para ciclos financieros con frecuencia trimestral (Baba *et al.*, 2020), con lo

\* Los autores son profesionales del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones aquí expresadas son exclusivamente responsabilidad de los autores y no reflejan las de la institución ni la de su Junta Directiva. Los autores agradecen a Carlos Huertas Campos, Viviana Alfonso Corredor, Manuela Quintero Jácome, David Camilo López Valenzuela, Steven Zapata Álvarez, Nicol Valeria Rodríguez Rodríguez y Marlon Salazar Silva.

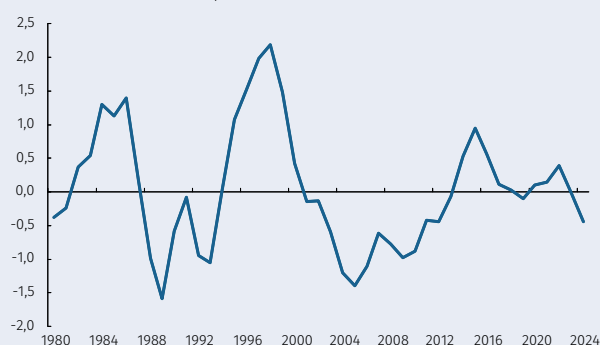
1 Aunque algunas metodologías emplean datos trimestrales, las brechas resultantes se anualizan mediante un promedio simple para cada año, asegurando una frecuencia común para la agregación del indicador.

2 Los datos del crédito total al sector privado no financiero son reportados por el Bank of International Settlements (BIS).

3 Promedio móvil, Hodrick y Prescott convencional, Hodrick y Prescott a una cola, STL, Hamilton, Hamilton promedio, Baxter-King, Christiano-Fitzgerald, Butterworth y regresión trigonométrica.

Gráfico R1.1  
Desalineamiento promedio del crédito

(desviaciones estándar con respecto a su media)



Fuente: cálculos de los autores.

cual es posible obtener un ciclo. En segundo lugar, se estima un modelo de datos de panel (FMOLS)<sup>4</sup> con frecuencia anual que, siguiendo a Baba *et al.* (2020), estima una relación de largo plazo del crédito con sus fundamentales macroeconómicos, como el producto interno bruto (PIB) real per cápita, los depósitos reales (M3) per cápita, la tasa de interés real y la tasa de dependencia demográfica. Por último, se contempla un modelo estructural (VEC) con frecuencia trimestral que, siguiendo a Galán y Mencía (2018), estima la brecha de apalancamiento para medir desviaciones del crédito respecto a su nivel de equilibrio<sup>5</sup>. Finalmente, se construye un indicador de desbalance único para el crédito, promediando los resultados de las tres metodologías (Gráfico R1.1). En general, el indicador captura las recesiones de los años ochenta y noventa que se caracterizaron por estar acompañadas de altos niveles de crédito y posteriores crisis financieras. Sin embargo, el indicador no logra capturar el episodio de exceso de crédito observado durante 2006-2007<sup>6</sup>, el cual ocurrió en un entorno de liquidaciones de TES por parte de los bancos, de altos precios internacionales del petróleo, de bajas tasas de interés e importantes entradas de capital<sup>7</sup> (López *et al.*, 2020). Posteriormente, el indicador muestra un incremento relevante en el desalineamiento del crédito durante el periodo 2014-2015, que se dio junto a un aumento real importante del crédito hipotecario y de los precios de la vivienda y a unos elevados precios internacionales del petróleo observado en años previos<sup>8</sup>. Para 2024 los indicadores señalan un bajo desalineamiento del crédito y, por tanto, este elemento no constituye una fuente de vulnerabilidad macroeconómica importante de acuerdo con esta medición.

## 2.2 Desbalance de los precios de la vivienda

El análisis del mercado inmobiliario se basa en el índice de precios de vivienda usada (IPVU) en términos reales estimado por el Banco de la República<sup>9</sup>. De manera similar, el desbalance de los precios de la vivienda se obtiene a través de tres metodologías. La primera es la aplicación de los filtros estadísticos con frecuencia trimestral para estimar la tendencia mediana del IPVU real y posteriormente su ciclo. En segundo lugar, se contempla un modelo de datos de panel (FMOLS)<sup>10</sup> con frecuencia anual que, basado en los determinantes identificados por Tripathi (2019), busca estimar un nivel de precios compatible con fundamentales como el PIB per cápita, el crédito, la población

4 Los países contemplados son: Australia, Colombia, España, Finlandia, Irlanda, Estados Unidos, Reino Unido, Italia, Canadá, Chile, Corea, México, Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Hungría, Israel, Países Bajos, Noruega, Portugal, Suecia, Suiza, India, Indonesia, Malasia y Singapur.

5 Contempla un vector de variables endógenas que incluye la variable de crédito contemplada, el PIB real, la tasa de interés real y los precios de la vivienda en términos reales; e impone una relación de largo plazo unitaria entre crédito y PIB.

6 En 2006 se observó un choque de oferta de crédito financiado con liquidaciones de títulos de deuda pública TES. Este episodio fue ampliamente documentado por los *Informes al Congreso* y *Reportes de Estabilidad Financiera* publicados en ese periodo por el Banco de la República.

7 La ausencia de una señal en el indicador puede deberse a que sus componentes estructurales interpretan que la expansión del crédito estuvo en línea con el fuerte desempeño de los fundamentales económicos en ese periodo.

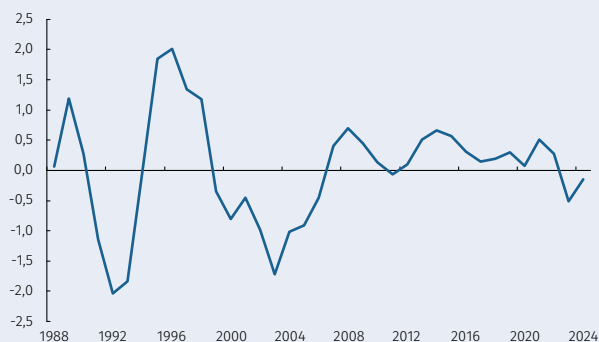
8 Si bien hacia 2015 se observó una caída en los precios del crudo y culminó el auge de la vivienda, el stock de crédito se mantuvo por encima de su tendencia de largo plazo.

9 El IPVU estimado por el Banco de la República cuenta con información disponible desde 1988.

10 Los países contemplados son: Australia, Colombia, España, Finlandia, Irlanda, Estados Unidos, Reino Unido, Italia, Canadá, Corea, Bélgica, Francia, Alemania, Israel, Países Bajos, Noruega, Portugal, Suecia y Suiza.

Gráfico R1.2  
Desalineamiento promedio del precio de la vivienda usada

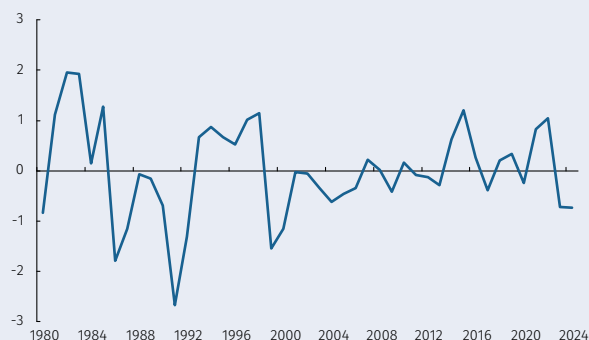
(desviaciones estándar con respecto a su media)



Fuente: cálculos de los autores.

Gráfico R1.3  
Desalineamiento promedio de la cuenta corriente

(desviaciones estándar con respecto a su media)



Fuente: cálculos de los autores.

en edad de trabajar, los arriendos y las relaciones precio-ingreso y precio-renta<sup>11</sup>. La tercera es la estimación del componente no fundamental del precio de la vivienda, que utiliza la metodología PSY-IVX originalmente propuesta por Phillips y Shi (2025) y, posteriormente, aplicada para el caso colombiano en Rodríguez y Perdomo (2023)<sup>12</sup>. Esta metodología permite descomponer la serie entre un componente fundamental y otro componente que busca capturar desviaciones que pueden estar asociadas con comportamientos especulativos. De igual manera, se construye un indicador de desbalance único para los precios de la vivienda usada mediante el promedio de las tres metodologías reseñadas (Gráfico R1.2). El indicador captura el periodo de auge y crisis de la vivienda de la segunda mitad de los noventa, y en la actualidad no señala que los precios de la vivienda sean una fuente de vulnerabilidad macroeconómica.

### 2.3 Desbalance de la cuenta corriente

Las potenciales vulnerabilidades del sector externo se evalúan midiendo la desviación del déficit en la cuenta corriente con respecto a su nivel de referencia asociado con factores fundamentales bajo distintos enfoques. Este se estima mediante tres aproximaciones: la aplicación de filtros estadísticos univariados; un modelo de cointegración entre los ingresos y egresos externos que verifica la relación de largo plazo entre los flujos comerciales y de rentas del país (Arteaga *et al.*, 2013; Husted, 1992) y un modelo de datos de panel (FMOLS) que, siguiendo a Torres y Cote (2017), Barbosa *et al.* (2024) y Salazar (2025), estima una norma de cuenta corriente basada en fundamentales como el crédito, la deuda pública, el PIB per cápita relativo y los activos externos netos (AEN)<sup>13</sup>. Finalmente, se calcula el indicador de desbalance único para la cuenta corriente (Gráfico R1.3), donde los valores positivos del indicador señalan un déficit de la cuenta corriente más elevado que su nivel de equilibrio. En general, el indicador captura momentos en que el déficit en la cuenta corriente se amplió de forma significativa (el periodo previo a la recesión de 1994-1999, la caída de los términos de intercambio en 2014 y el auge de la demanda interna de 2022). Bajo esta metodología, en la actualidad los indicadores no muestran señales de vulnerabilidad por cuenta del déficit corriente externo.

### 2.4 Desbalance de la tasa de cambio real

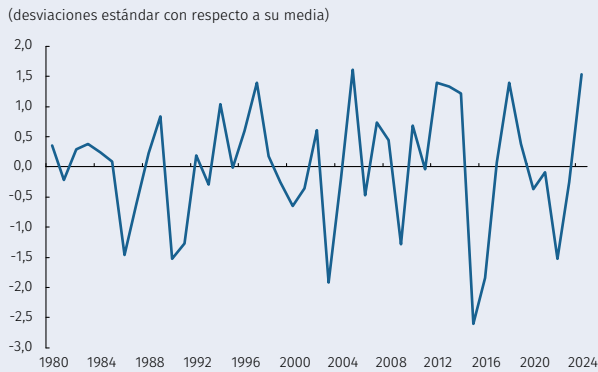
La señal de desbalance proveniente de la tasa de cambio real se mide con tres metodologías estándar en la literatura. La primera es la paridad del poder de compra relativa (PPCR), cuya tendencia de largo plazo se aproxima mediante la mediana de filtros estadísticos univariados con frecuencia trimestral, siguiendo a Arteaga *et al.* (2013). La segunda es el *behavioral equilibrium exchange rate* (BEER), que estima una tasa de cambio real de equilibrio basada en fundamentales (fiscales, externos, de productividad, etc.), utilizando la metodología de Miles de BEERs de Adler y Grisse (2017) y aplicada para Colombia por Salazar *et al.* (2023), que combina numerosas especificaciones

11 La relación precio-ingreso mide la asequibilidad de la vivienda en relación con los ingresos de los hogares, mientras que la relación precio-renta captura la rentabilidad relativa de comprar una propiedad frente a alquilarla.

12 Los autores contemplan siete categorías de fundamentales macroeconómicos para la aplicación al caso colombiano: arriendos, tasas de interés, condiciones macroeconómicas, incertidumbre, factores de demanda, factores de oferta y costos de producción.

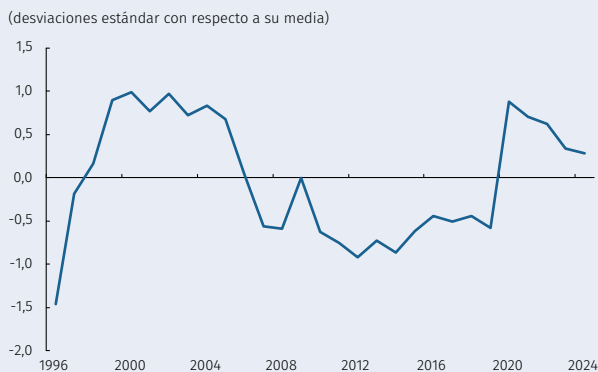
13 Los países contemplados son: Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Honduras, Jamaica, Panamá, Paraguay, Perú, El Salvador, India, Indonesia, Israel, Jordania, Corea, Malasia, Nepal, Pakistán, Papúa Nueva Guinea y Filipinas.

**Gráfico R1.4**  
Desalineamiento promedio de la tasa de cambio real



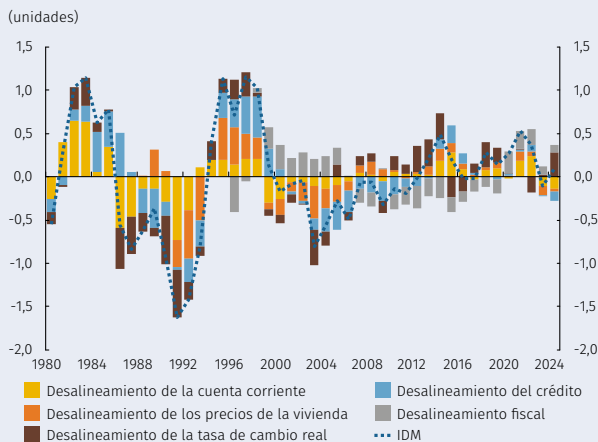
Fuente: cálculos de los autores.

**Gráfico R1.5**  
Desalineamiento promedio fiscal



Fuente: cálculos de los autores.

**Gráfico R1.6**  
Índice de desbalance macroeconómico por componentes<sup>a/</sup>



a/ Cada componente está expresado en unidades normalizadas y ponderado por los pesos de los componentes principales.  
Fuente: cálculos de los autores.

econométricas. Finalmente, se emplea el *fundamental equilibrium exchange rate* (FEER), que calcula el nivel de la tasa de cambio real de equilibrio necesario para asegurar el equilibrio externo, cerrando la brecha entre la cuenta corriente subyacente y la normativa<sup>14</sup> (Arteaga *et al.*, 2013). Por último, se construye el indicador agregado de desbalance para la tasa de cambio real (Gráfico R1.4). Bajo esta metodología, en 2024 se observa un valor positivo del desbalance asociado con una apreciación de la tasa de cambio.

### 2.5 Desbalance fiscal

Con el fin de evaluar posibles señales de vulnerabilidad fiscal, el indicador de desbalance se estima a partir de tres metodologías complementarias. La primera es la razón del servicio de la deuda (DSR, por su sigla en inglés), que mide el porcentaje de los ingresos del gobierno destinado al servicio de su deuda, incorporando en su cálculo la tasa de interés real implícita, la vida media y el *stock* de la deuda (Drehmann y Juselius, 2012). La segunda es un índice de comparación regional, que evalúa la desviación de indicadores fiscales clave de Colombia<sup>15</sup> respecto al promedio de un grupo de países pares, como Brasil, Chile, México, Perú, Paraguay y Uruguay (Baldacci *et al.*, 2011; Ojeda *et al.*, 2012). Finalmente, la tercera metodología mide el desalineamiento fiscal a partir de la diferencia entre el balance primario que mantiene la razón de deuda pública a PIB constante (que depende de fundamentales de la tasa de interés natural real y del crecimiento del PIB potencial) y el balance primario ajustado por el ciclo económico y el ciclo petrolero (CAPB, por su sigla en inglés) (FMI, Monitor Fiscal). Para las tres metodologías, un valor positivo del indicador se interpreta como una señal de mayor vulnerabilidad fiscal. Como resultado (Gráfico R1.5), el indicador agregado del desbalance fiscal captura momentos en los que se enfrentaron presiones fiscales significativas que contribuyeron a la vulnerabilidad macroeconómica, en particular durante los periodos 1998-2006 y, más recientemente, 2020-2024.

### 3. Construcción del IDM agregado

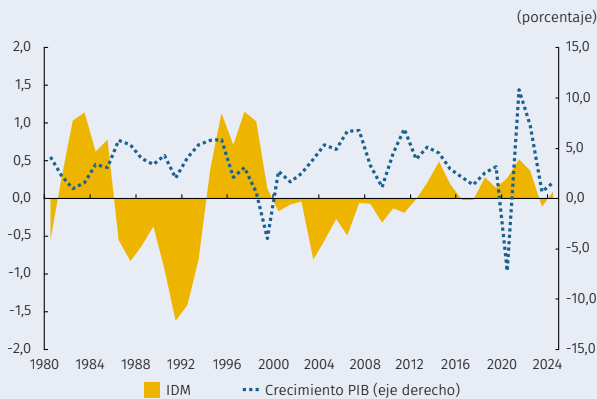
Una vez estimadas las cinco brechas individuales, estas se estandarizan (restando su media y dividiendo por su desviación estándar) para hacerlas comparables. Siguiendo la metodología original de Arteaga *et al.* (2013), el IDM agregado se construye como un promedio ponderado de estas brechas estandarizadas. Las ponderaciones se obtienen a través de la metodología de análisis de componentes principales (PCA, por su sigla en inglés), la cual asigna un mayor peso a las variables que explican una mayor proporción de la varianza conjunta del sistema, capturando así la dinámica común de los desbalances<sup>16</sup> (Gráfico R1.6). De acuerdo con el gráfico, actualmente el desalineamiento de la tasa de cambio real y el desbalance fiscal, los cuales podrían estar relacionados, son las dos fuentes de vulnerabilidad para la economía colombiana. Esto está en línea con algunos de los riesgos alrededor del pronóstico macroeconómico presentado en este *Informe*.

14 La cuenta corriente normativa se refiere al nivel de la balanza en la cuenta corriente que se considera consistente con los fundamentales macroeconómicos de equilibrio.

15 Se incluye la deuda bruta, neta, el balance primario y el recaudo como porcentaje del PIB, el CDS, el EMBI, la deuda externa como porcentaje de la deuda total, la tasa de interés real implícita de la deuda menos el crecimiento económico y la posición de inversión internacional neta (PIIN).

16 Debido a la disponibilidad de datos del IPVU a partir de 1988, para el periodo de 1980-1987 el IDM reestima las ponderaciones utilizando los desbalances de la cuenta corriente, de la tasa de cambio real y del crédito.

Gráfico R1.7  
Índice de desbalance macroeconómico y crecimiento del PIB



Fuente: cálculos de los autores.

#### 4. Análisis histórico de los desbalances y evaluación del IDM

Una propiedad deseable de un indicador de vulnerabilidades es que niveles positivos relevantes antecedan a las crisis o a periodos de contracción económica significativa (Arteaga *et al.*, 2013). El comportamiento histórico del IDM (Gráfico R1.7) muestra que, en efecto, ha señalado algunos episodios de acumulación de desbalances en la economía colombiana.

El episodio más notorio corresponde al periodo previo a la crisis de finales de los años noventa. Entre 1994 y 1998 el IDM evidenció una marcada y sostenida acumulación de desbalances, alcanzando su máximo histórico. Esta vulnerabilidad fue de carácter generalizado, con contribuciones positivas y significativas de la mayoría de sus componentes (Gráfico R1.6). De hecho, se registró un auge crediticio, una fuerte sobrevaloración de los precios de la vivienda, una apreciación real persistente de la moneda y un déficit externo creciente (Arteaga *et al.*, 2013). La magnitud y amplitud de estos desequilibrios simultáneos, capturadas por el IDM, habría servido de alerta en tiempo real sobre la elevada fragilidad de la economía.

Tras la crisis, la economía experimentó un importante proceso de ajuste, reflejado en valores negativos del IDM durante la primera mitad de la década de los años dos mil, compensados, en parte, por el deterioro fiscal. Este último desbalance se debió, principalmente, a las presiones sobre el gasto público, derivadas de la crisis, y a un consecuente deterioro de la deuda y su servicio, que mantuvieron la posición estructural del gobierno en una zona vulnerable. Hacia 2007-2008 los desbalances fueron bajos y mixtos: mientras se acumulaban algunas presiones de vulnerabilidad provenientes de la cuenta corriente, de los precios de la vivienda y de la tasa de cambio real, estos desequilibrios fueron compensados por una fuerte corrección en el frente fiscal. Este contexto macroeconómico explicó, en parte, por qué la crisis financiera internacional tuvo efectos negativos en la economía colombiana mucho menores a los registrados cuando se enfrentaron otros choques externos adversos.

El ciclo asociado con los altos precios de las materias primas también fue capturado por el indicador. Entre 2013 y 2014 el IDM registró una nueva fase de acumulación de desbalances, impulsada, principalmente, por la apreciación de la moneda y por un creciente déficit externo hacia 2014. La posterior caída en los precios del petróleo a partir de ese año indujo un ajuste macroeconómico que se vio reflejado en la paulatina moderación del índice.

En 2021 el indicador alcanzó un nuevo pico, inferior al registrado a finales de los años noventa y en un contexto de fuerte reactivación de la demanda interna posterior a la pandemia. El Gráfico R1.6 muestra que en ese año los principales impulsores fueron un pronunciado desbalance fiscal (derivado de los altos niveles de deuda y de déficit primario), un desbalance de la cuenta corriente, que alcanzó un máximo histórico, y un incremento importante en los precios de la vivienda. Desde 2022 se ha observado una rápida y significativa corrección, llevando al IDM a valores negativos en 2023. Este ajuste fue liderado por una notable mejora en el frente externo, con contribuciones negativas de la cuenta corriente, un ajuste en los desbalances de los precios de la vivienda, en un entorno de aumento de las tasas de interés de política monetaria hasta valores restrictivos. En 2024 el IDM volvió a ser positivo, pero bajo, con unas fuentes de vulnerabilidad reflejadas en la tasa de cambio real y las finanzas públicas. Sobre esta última, se observaron incrementos importantes del CDS, del EMBI y del nivel de deuda superiores a los de los pares regionales, además de mayores desviaciones del CAPB con respecto al balance primario que mantiene la deuda constante. Las nuevas cifras de estas variables para 2025 indican que estos desequilibrios persisten.

En síntesis, el IDM es un indicador que estima los posibles desequilibrios macroeconómicos del país, y ha logrado identificar periodos en los cuales la economía ha acumulado desequilibrios que aumentaron su vulnerabilidad ante choques adversos.

## Referencias

- Adler, K.; Grisse, C. (2017). "Thousands of Beers: Take Your Pick". *Review of International Economics*, 25(5), 1078-1104.
- Arteaga-Cabrales, C.; Huertas-Campos, C. A.; Olarte-Armenta, S. (2012). "Índice de desbalance macroeconómico", Borradores de Economía (744), Banco de la República.
- Baba, C.; Dell'Erba, M. S.; Detragiache, M. E., et al. (2020). "How Should Credit Gaps Be Measured? An Application to European Countries", Working Paper (2020/006), International Monetary Fund.
- Baldacci, M. E.; McHugh, M. J.; Petrova, I. (2011). "Measuring Fiscal Vulnerability and Fiscal Stress: A Proposed Set of Indicators", Working Paper (2011/094), International Monetary Fund.
- Barbosa, J.; Perdomo, D.; Salazar, M. (2024). "Comportamiento del déficit de la cuenta corriente y su relación de largo plazo con algunos determinantes fundamentales para Colombia y otros países de la región", Recuadro 1, *Informe de Política Monetaria*.
- Drehmann, M.; Juselius, M. (2012). "Do Debt Service Costs Affect Macroeconomic and Financial Stability?", *BIS Quarterly Review*, september.
- Drehmann, M.; Yetman, J. (2021). "Which Credit Gap Is Better at Predicting Financial Crises? A Comparison of Univariate Filters", *International Journal of Central Banking*, 17(70), 1-31.
- Galán, J.; Mencia, J. (2018). "Empirical Assessment of Alternative Structural Methods for Identifying Cyclical Systemic Risk in Europe", Documentos de Trabajo (1825), Banco de España.
- Husted, S. (1992). "The Emerging us Current Account Deficit in the 1980s: A Cointegration Analysis", *The Review of Economics and Statistics*, 159-166.
- López, M.; Bohórquez-Peñuela, C.; Carranza, J. E.; Moreno-Burbano, S.; Grajales-Olarte, A.; Latorre, M. P.; Pulido, J. (2020). "Crédito y efectos reales en Colombia 2000-2017: evidencia con microdatos", *Ensayos Sobre Política Económica*, (94), 1-55.
- Ojeda-Joya, J. N.; Gómez-González, J. E.; Jair, N. (2012). "The Term-Structure of Sovereign Default Risk in Colombia and Its Determinants", Borradores de Economía (709).
- Phillips, P. C.; Shi, S. (2023). "Diagnosing Housing Fever with an Econometric Thermometer", *Journal of Economic Surveys*, 37(1):159-186.
- Repullo, R.; Saurina, J. (2011). "The Countercyclical Capital Buffer of Basel III: A Critical Assessment", CEPR Discussion Paper (DP8304).
- Rodríguez-Rodríguez, N. V.; Perdomo-Sánchez, H. D. (2025). "Entre fundamentales y especulación: análisis del mercado de vivienda en Colombia", documento interno, Banco de la República.
- Salazar-Díaz, A.; Garavito-Acosta, A. L.; Restrepo-Ángel, S.; Arcila-Agudelo, L. V. (2023). "Real Equilibrium Exchange Rate in Colombia: Thousands of VEC Models Approach", *Lecturas de Economía*, (99), 33-78.
- Salazar, M. (2025). "Assessing the Current Account Gap in Colombia: A Normative Estimation Approach". Economics Section (08-2025), The Graduate Institute of International Studies.
- Torres-Gorrón, J. E.; Cote-Barón, J. P. (2017). "Un nuevo cálculo de la tasa de cambio real de equilibrio para Colombia: enfoque de balance macroeconómico", Borradores de Economía (1030), Banco de la República.
- Tripathi, S. (2019). "Macroeconomic Determinants of Housing Prices: A Cross-Country Level Analysis", MPRA Paper (98089).

## Anexo 1

### Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros<sup>a/, b/</sup>

	Unidades	oct-25	dic-25	oct-26	dic-26	oct-27
IPC total	Variación mensual (media)	0,14	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	0,18	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos ni regulados	Variación mensual (media)	0,19	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC de alimentos	Variación mensual (media)	0,01	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC de regulados	Variación mensual (media)	0,17	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC total	Variación anual (media), fin de periodo	5,47 <sup>c/</sup>	5,21	4,27	4,23	3,69
IPC sin alimentos	Variación anual (media), fin de periodo	5,11 <sup>c/</sup>	4,86	4,21	4,12	3,59
IPC sin alimentos ni regulados	Variación anual (media), fin de periodo	4,89 <sup>c/</sup>	4,76	4,11	4,00	3,44
IPC de alimentos	Variación anual (media), fin de periodo	7,02 <sup>c/</sup>	6,39	4,27	4,18	3,85
IPC de regulados	Variación anual (media), fin de periodo	5,89 <sup>c/</sup>	5,40	4,66	4,56	3,97
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de periodo	3.900	4.000	4.046	4.100	4.100
Tasa de interés de política	Porcentaje, fin de periodo	9,25	9,25	8,50	8,25	7,25

	Unidades	III-2025	IV-2025	2025	I-2026	II-2026	III-2026	IV-2026	2026	I-2027	II-2027	III-2027
PIB	Variación anual, serie original	2,8	2,6	2,6	2,7	2,9	2,9	3,0	2,9	2,9	3,0	n. d.
Desempleo	Trece ciudades, promedio del trimestre	8,4	8,9	n. d.	9,8	9,1	9,0	8,8	n. d.	9,3	9,1	n. d.
IBR (90 días)	Tasa efectiva anual, fin de periodo	n. a.	9,2	n. d.	9,2	8,9	8,6	8,1	n. d.	7,8	7,3	7,1
Déficit fiscal (GNC) <sup>d/</sup>	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	7,5	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	7,0	n. d.	n. d.	n. d.
Déficit en cuenta corriente <sup>d/</sup>	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	2,5	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	3,0	n. d.	n. d.	n. d.

n. d.: no disponible.

n. a.: no aplica dado que el dato ya es observado.

a/ A partir de abril de 2023, la pregunta sobre la DTF se excluyó de la encuesta de expectativas de analistas económicos.

b/ Corresponde a la mediana de las respuestas de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* (EME) del Banco de la República, excepto para los valores del IPC total, sin alimentos, sin alimentos ni regulados, de alimentos y de regulados, que corresponden al promedio.

c/ Datos calculados con base en los resultados de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* (EME) del Banco de la República.

d/ Los valores positivos representan déficit y los negativos superávit.

Fuente: Banco de la República (*Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos*, aplicada en octubre de 2025).

# Anexo 2

## Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años										
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Variables exógenas</b>												
<b>Externas <sup>a/</sup></b>												
PIB socios comerciales <sup>b/</sup>	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	1,6	3,2	2,5	1,5	-6,6	8,3	3,7	2,5	1,8	2,1	2,0
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del periodo	45	55	72	64	43	71	99	82	80	68	58
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del periodo	0,4	1,0	1,8	2,2	0,4	0,1	1,7	5,0	5,1	4,2	3,4
Credit default swap a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del periodo	212	129	114	99	142	142	259	246	187	212	222
<b>Internas</b>												
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5	1,9	2,2	2,4	2,7	3,1
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual	2,8	2,4	2,4	2,4	-0,1	3,9	3,6	2,8	2,7	2,5	2,7
<b>Variables endógenas</b>												
<b>Precios</b>												
IPC total <sup>c/</sup>	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,7	4,1	3,2	3,8	1,6	5,6	13,1	9,3	5,2	5,1	3,6
IPC sin alimentos <sup>d/</sup>	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,5	5,0	3,5	3,5	1,0	3,4	10,0	10,3	5,6	.	.
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,9	3,2	1,4	2,2	0,6	3,3	15,0	7,1	0,6	.	.
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,3	5,4	3,1	3,5	1,3	2,2	7,4	9,0	7,0	.	.
IPC regulados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,6	6,3	6,7	4,8	0,7	7,1	11,8	17,2	7,3	5,5	4,0
IPC alimentos <sup>e/</sup>	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	6,7	0,5	1,9	5,8	4,8	17,2	27,8	5,0	3,3	6,0	3,2
IPC perecederos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	-6,6	5,8	8,9	8,7	2,5	24,4	36,4	-0,5	5,1	.	.
IPC procesados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	10,7	-0,9	-0,1	5,0	5,4	15,3	25,3	6,7	2,8	.	.
Indicadores de inflación básica <sup>f/</sup>												
IPC sin alimentos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,5	5,0	3,5	3,5	1,0	3,4	10,0	10,3	5,6	.	.
IPC núcleo 15	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	6,0	4,2	3,2	3,8	1,9	4,4	11,6	9,5	5,4	.	.
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,5	4,7	2,6	3,1	1,1	2,5	9,5	8,4	5,2	4,7	3,5
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,7	4,6	3,1	3,4	1,3	3,4	10,4	9,4	5,4	.	.
TRM	Pesos por dólar, promedio del periodo	3.053	2.951	2.957	3.282	3.691	3.747	4.257	4.330	3.921	.	.
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del periodo	2,5	-1,7	-0,7	3,6	7,0	2,2	6,7	1,4	-4,7	-5,6	-1,8
<b>Actividad económica</b>												
Producto interno bruto	Porcentaje, var. anual, daec	2,1	1,4	2,6	3,2	-7,2	10,8	7,3	0,7	1,6	2,6	2,9
Gasto de consumo final	Porcentaje, var. anual, daec	1,6	2,3	4,0	4,3	-4,2	13,8	9,0	0,6	1,4	.	.
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, var. anual, daec	1,6	2,1	3,2	4,1	-5,0	14,7	10,8	0,4	1,6	.	.
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, var. anual, daec	1,8	3,6	7,4	5,3	-0,8	9,8	1,0	1,6	0,7	.	.
Formación bruta de capital	Porcentaje, var. anual, daec	-0,2	-3,2	1,5	3,0	-20,7	11,6	16,0	-16,0	5,2	.	.
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec	-2,9	1,9	1,0	2,2	-23,6	16,7	11,5	-12,7	3,2	.	.
Vivienda	Porcentaje, var. anual, daec	-0,2	-1,9	-0,4	-8,9	-32,7	39,8	2,0	-4,4	-2,4	.	.
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, var. anual, daec	0,0	4,6	-3,5	1,1	-30,8	0,9	-4,3	-5,5	9,6	.	.
Maquinaria y equipo	Porcentaje, var. anual, daec	-7,9	1,4	8,6	12,3	-13,3	23,3	30,5	-22,6	1,7	.	.
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, var. anual, daec	13,1	0,3	-3,1	7,9	-1,8	-0,9	-12,5	5,0	8,2	.	.
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, var. anual, daec	-12,0	1,2	1,5	-0,7	-8,3	3,4	7,3	2,0	-0,3	.	.
Demanda interna	Porcentaje, var. anual, daec	1,2	1,1	3,5	4,0	-7,5	13,4	10,3	-2,5	2,0	.	.
Exportaciones	Porcentaje, var. anual, daec	-0,2	2,6	0,6	3,1	-22,5	14,6	12,5	3,1	2,5	.	.
Importaciones	Porcentaje, var. anual, daec	-3,5	1,0	5,8	7,3	-20,1	26,7	24,0	-9,9	4,4	.	.
Brecha del producto <sup>g/</sup>	Porcentaje	0,3	-0,8	-0,6	0,2	-7,2	-0,8	2,9	0,8	-0,3	-0,2	0,0
Indicadores coyunturales												
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	3,5	0,0	2,9	1,3	-8,1	16,2	10,4	-4,7	-2,5	.	.
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	2,0	-0,1	5,4	8,1	-1,6	12,1	9,4	-3,9	1,5	.	.
Producción de café	Porcentaje, var. anual, producción acumulada del periodo	0,4	-0,3	-4,5	8,8	-5,8	-9,5	-11,9	2,4	23,4	.	.
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, promedio del periodo	-11,9	-3,6	1,3	2,4	-11,8	-5,8	2,4	3,0	-0,6	.	.
<b>Mercado laboral <sup>h/</sup></b>												
<b>Total nacional</b>												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	9,5	9,7	10,0	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	9,0	8,8
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	60,5	60,0	59,1	57,7	50,4	53,1	56,5	57,6	57,4	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	66,9	66,4	65,7	64,8	60,4	61,5	63,6	64,1	63,9	.	.
<b>Trece ciudades y áreas metropolitanas</b>												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	10,3	11,0	11,1	11,5	19,1	15,2	11,4	10,4	10,1	8,5	8,2
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	61,7	60,5	59,6	58,8	50,8	53,8	58,1	59,5	59,9	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	68,8	67,9	67,1	66,4	62,7	63,5	65,5	66,3	66,7	.	.
<b>Balanza de pagos <sup>i/</sup></b>												
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-12.587	-9.924	-14.041	-14.809	-9.267	-17.949	-20.853	-8.283	-7.290	-11.107	-14.032
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-4,4	-3,2	-4,2	-4,6	-3,4	-5,6	-6,0	-2,2	-1,7	-2,5	-3,0
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-13.451	-8.762	-10.556	-14.148	-13.105	-20.001	-16.068	-7.766	-9.549	-14.986	-19.144
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-5.312	-8.046	-11.442	-9.716	-4.950	-8.723	-17.086	-13.439	-13.248	-12.787	-12.146
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	6.177	6.883	7.957	9.055	8.788	10.775	12.301	12.922	15.507	16.665	17.257
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-12.339	-9.625	-12.954	-13.298	-8.113	-16.693	-20.466	-7.849	-5.864	.	.
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-4,4	-3,1	-3,9	-4,1	-3,0	-5,3	-5,9	-2,1	-1,4	.	.
A. Inversión extranjera (ii - i)	Millones de dólares	-9.341	-10.011	-6.172	-10.836	-5.725	-6.381	-13.799	-15.525	-9.489	.	.
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	13.858	13.701	11.299	13.989	7.459	9.561	17.182	16.794	14.065	.	.
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	4.517	3.690	5.126	3.153	1.733	3.181	3.384	1.269	4.576	.	.
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	-4.945	-1.800	862	24	-1.768	-4.595	427	8.663	2.273	.	.
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	1.781	1.641	-8.831	-5.820	-4.949	-6.371	-7.665	-2.705	-2.241	.	.
D. Activos de reserva	Millones de dólares	165	545	1.187	3.333	4.328	654	571	1.718	3.593	.	.
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	247	299	1.087	1.510	1.153	1.256	387	435	1.426	.	.
<b>Tasas de interés</b>												
Tasa de interés de política <sup>k/</sup>	Porcentaje, promedio del periodo	7,1	6,1	4,4	4,3	2,9	1,9	7,2	13,0	11,4	.	.
Tasa de interés de política esperada por analistas <sup>l/</sup>	Porcentaje, promedio del periodo	7,1	6,1	4,3	4,3	2,9	1,9	7,2	13,0	11,4	9,3	8,9
IBR overnight	Porcentaje, promedio del periodo	12,8	11,1	9,3	8,8	7,4	6,2	13,3	18,7	11,7	.	.
Tasa de interés comercial <sup>m/</sup>	Porcentaje, promedio del periodo	19,2	19,4	17,9	16,5	15,0	14,3	21,1	27,9	18,5	.	.
Tasa de interés de consumo <sup>n/</sup>	Porcentaje, promedio del periodo	12,4	11,6	10,6	10,4	10,1	9,1	12,9	17,7	11,8	.	.

Nota: los valores en negrilla corresponden a una proyección o supuesto.

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

a/ Los datos trimestrales en negrilla corresponden a un supuesto construido con base en la proyección anual de cada variable.

b/ Se calcula con los principales socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por su participación en el comercio.

c/ El pronóstico de mediano plazo corresponde al promedio de las estimaciones obtenidas con los modelos centrales del equipo técnico (4GM y Patacan).

d/ Cálculos del Banco de la República; excluye la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

e/ Cálculos del Banco de la República; igual a la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas producida por el DANE (no incluye las subclases correspondientes a las comidas fuera del hogar). Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

f/ Cálculos del Banco de la República. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

g/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

h/ Se calculan las tasas con base en las poblaciones anuales desestacionalizadas.

i/ Los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del manual de balanza de pagos propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

j/ Los resultados para 2023 y 2024 son preliminares.

k/ Corresponde a la tasa de interés de política monetaria promedio anual calculada con los días hábiles de la serie.

l/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa de interés que estaría vigente en cada año de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la Encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en octubre de 2025.

m/ Promedio ponderado por monto de las tasas de interés de los créditos ordinarios, de tesorería y preferenciales.

n/ No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.

o/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolsos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIS.

# Anexo 2 (continuación)

## Principales variables del pronóstico macroeconómico

	2020				2021			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Variables exógenas</b>								
<b>Externas <sup>a/</sup></b>								
PIB socios comerciales <sup>b/</sup>	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad							
Precio del petróleo (referencia Brent)	-1,1	-15,6	-6,6	-3,0	0,6	18,8	8,9	6,4
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	51	33	43	45	61	69	73	80
Credit default swap a 5 años para Colombia	1,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
	125	206	132	104	110	131	143	185
<b>Internas</b>								
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo							
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual							
<b>Variables endógenas</b>								
<b>Precios</b>								
IPC total <sup>c/</sup>	Porcentaje, variación anual, fin del periodo							
IPC sin alimentos <sup>d/</sup>	3,9	2,2	2,0	1,6	1,5	3,6	4,5	5,6
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	3,3	1,4	1,6	1,0	1,1	2,7	3,0	3,4
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	2,4	0,7	1,2	0,6	1,1	2,6	3,0	3,3
IPC regulados	3,2	2,0	1,9	1,3	0,9	1,6	2,0	2,2
IPC alimentos <sup>e/</sup>	4,3	0,4	1,2	0,7	1,5	5,9	5,9	7,1
IPC percederos	7,2	6,5	4,1	4,8	3,9	8,5	12,4	17,2
IPC procesados	9,8	2,5	-3,4	2,5	1,6	8,7	14,8	24,4
Indicadores de inflación básica <sup>f/</sup>	6,5	7,8	6,4	5,4	4,6	8,5	11,7	15,3
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del periodo							
IPC núcleo 15	3,3	1,4	1,6	1,0	1,1	2,7	3,0	3,4
IPC sin alimentos ni regulados	3,6	2,2	2,3	1,9	1,7	3,4	3,8	4,4
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	3,0	1,6	1,7	1,1	0,9	1,9	2,3	2,5
TRM	3,3	1,7	1,9	1,3	1,2	2,7	3,0	3,4
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	3,540	3,850	3,731	3,662	3,559	3,695	3,847	3,882
	5,7	11,9	6,7	3,5	-0,1	2,3	3,4	3,3
<b>Actividad económica</b>								
Producto interno bruto	Porcentaje, variación anual, daec							
Gasto de consumo final	0,3	-16,7	-9,1	-3,3	1,5	18,5	13,5	11,1
Gasto de consumo final de los hogares	3,9	-14,4	-7,5	1,1	3,7	21,8	18,5	12,8
Gasto de consumo final del Gobierno General	4,5	-16,9	-8,5	0,9	2,7	25,3	19,6	13,9
Formación bruta de capital	0,8	-2,9	-2,6	1,7	8,3	8,5	13,5	9,0
Formación bruta de capital fijo	-11,2	-31,2	-17,5	-23,1	-5,6	33,3	8,5	15,7
Vivienda	-12,7	-41,3	-24,8	-14,9	2,8	42,4	15,3	14,0
Otros edificios y estructuras	-25,6	-47,7	-30,0	-26,1	22,8	64,0	31,3	47,8
Maquinaria y equipo	-11,4	-49,6	-37,0	-24,3	-13,5	30,6	-0,6	-1,1
Recursos biológicos cultivados	-5,3	-37,1	-9,3	1,2	8,3	55,8	23,7	15,0
Productos de propiedad intelectual	2,6	1,7	-7,9	-3,0	5,8	1,2	-4,2	-6,7
Demanda interna	-3,6	-9,8	-10,9	-9,1	-3,9	4,0	8,3	5,7
Exportaciones	0,4	-17,9	-9,7	-2,8	1,6	24,4	16,7	12,9
Importaciones	-6,8	-30,3	-28,4	-24,2	-9,8	13,5	25,8	35,9
Brecha del producto <sup>g/</sup>	-5,1	-33,7	-25,7	-15,5	-5,0	46,6	40,2	34,3
Indicadores coyunturales	-0,3	-3,9	-6,1	-7,2	-7,1	-4,5	-2,6	-0,8
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad							
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	-1,6	-23,5	-7,2	0,0	6,7	27,7	20,1	13,0
Producción de café	6,8	-14,9	-3,6	5,5	4,1	19,5	15,9	10,7
Producción de petróleo	-12,8	-9,8	-3,6	-4,6	13,3	-24,7	-1,9	-18,8
	-2,1	-15,7	-15,4	-14,1	-14,6	-5,1	-0,1	-1,7
<b>Mercado laboral <sup>h/</sup></b>								
Total nacional	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo							
Tasa de desempleo	11,8	21,1	18,4	15,4	14,6	15,2	12,8	12,5
Tasa de ocupación	55,7	44,4	49,0	52,7	52,7	51,9	53,4	54,2
Trece ciudades y áreas metropolitanas	63,1	56,3	59,9	62,3	61,8	61,2	61,2	62,0
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo							
Tasa de ocupación	11,9	25,2	21,8	17,3	16,8	16,7	14,0	13,1
Tasa global de participación	57,0	44,1	48,9	53,3	53,5	53,1	54,3	54,4
	64,6	58,9	62,6	64,5	64,3	63,8	63,2	62,6
<b>Balanza de pagos <sup>i/j/</sup></b>								
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares							
Porcentaje del PIB	-2,295	-1,962	-2,013	-2,997	-3,105	-4,047	-4,835	-5,962
A. Bienes y servicios	-3,1	-3,6	-3,0	-4,0	-4,0	-5,5	-6,0	-6,9
B. Ingreso primario (renta de los factores)	-3,098	-2,651	-3,263	-4,092	-3,688	-5,022	-5,259	-6,032
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	-1,369	-1,029	-1,172	-1,380	-1,867	-1,652	-2,339	-2,865
Cuenta financiera (A + B + C + D)	2,173	1,718	2,422	2,475	2,450	2,627	2,763	2,935
Porcentaje del PIB	-1,735	-1,938	-1,857	-2,584	-2,789	-3,761	-4,504	-5,640
A. Inversión extranjera (ii - i)	-2,3	-3,5	-2,8	-3,4	-3,6	-5,1	-5,6	-6,5
i. Extranjera en Colombia (IED)	-1,924	-1,725	-2,58	-1,818	-1,438	-1,013	-2,528	-1,402
ii. Colombiana en el exterior	3,175	1,371	844	2,069	2,307	1,997	2,707	2,550
B. Inversión de cartera	1,251	-353	586	251	869	984	179	1,149
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	-168	-3,429	323	1,506	1,319	-6,089	851	-675
D. Activos de reserva	528	627	-2,127	-3,976	-2,860	3,167	-2,981	-3,697
Errores y omisiones (E + Y O)	-171	2,590	205	1,705	190	174	154	135
	560	25	155	413	316	287	331	322
<b>Tasas de interés</b>								
Tasa de interés de política <sup>k/</sup>	Porcentaje, promedio del periodo							
Tasa de interés de política esperada por analistas <sup>l/</sup>	4,2	3,3	2,2	1,8	1,8	1,8	1,8	2,4
IBR overnight	4,2	3,2	2,2	1,7	1,7	1,7	1,8	2,4
Tasa de interés comercial <sup>m/</sup>	8,4	8,3	7,0	6,2	6,0	5,7	6,0	6,9
Tasa de interés de consumo <sup>n/</sup>	15,8	15,5	14,8	14,2	14,0	13,7	14,3	14,8
Tasa de interés hipotecaria <sup>o/</sup>	10,4	10,4	10,2	9,6	9,2	8,9	9,0	9,3

Nota: los valores en negrilla corresponden a una proyección o supuesto.

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

a/ Los datos trimestrales en negrilla corresponden a un supuesto construido con base en la proyección anual de cada variable.

b/ Se calcula con los principales socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por su participación en el comercio.

c/ El pronóstico de mediano plazo corresponde al promedio de las estimaciones obtenidas con los modelos centrales del equipo técnico (4GM y Patacon).

d/ Cálculos del Banco de la República; excluye la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

e/ Cálculos del Banco de la República; igual a la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas producida por el DANE (no incluye las subclases correspondientes a las comidas fuera del hogar). Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

f/ Cálculos del Banco de la República. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

g/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

h/ Corresponde al trimestre móvil desestacionalizado.

i/ Los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del manual de balanza de pagos propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

j/ Los resultados para 2023 y 2024 son preliminares.

k/ Corresponde a la tasa de interés de política monetaria promedio trimestral calculada con los días hábiles de la serie.

l/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa de interés que estaría vigente en cada trimestre de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la Encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en octubre de 2025.

m/ Promedio ponderado por monto de las tasas de interés de los créditos ordinarios, de tesorería y preferenciales.

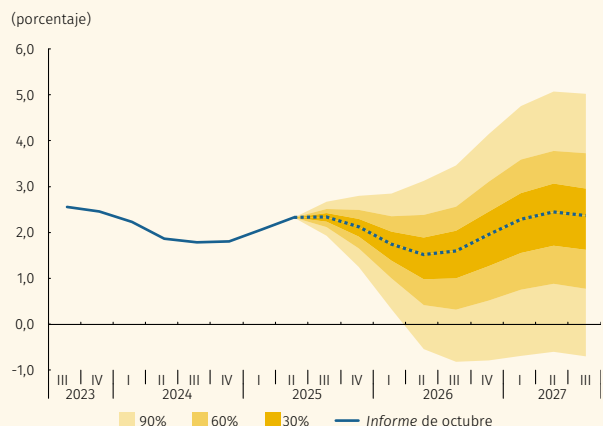
n/ No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.

o/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolsos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIS.



## Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

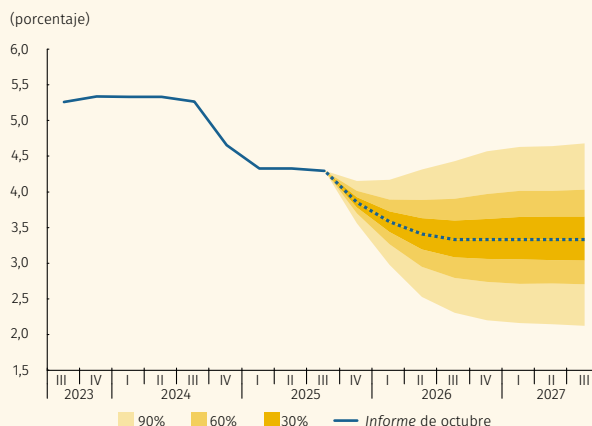
**Gráfico A3.1**  
Supuesto trimestral del crecimiento 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales, densidad predictiva<sup>a/</sup>



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).

Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadística, bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

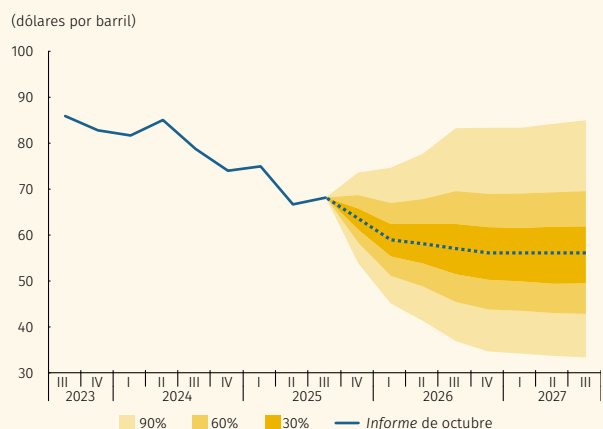
**Gráfico A3.3**  
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, densidad predictiva<sup>a/</sup>



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).

Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

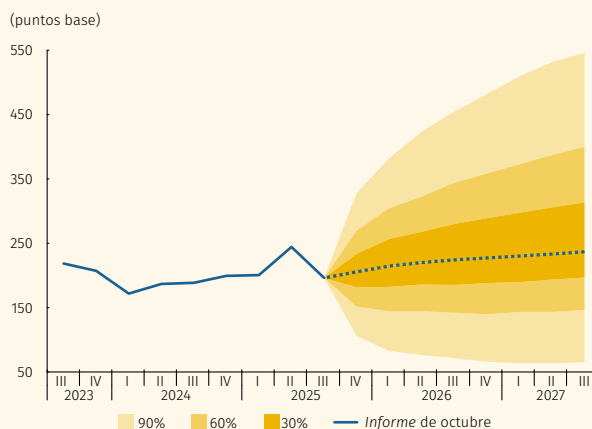
**Gráfico A3.2**  
Supuesto trimestral del precio del petróleo, densidad predictiva<sup>a/</sup>



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).

Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

**Gráfico A3.4**  
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS), densidad predictiva<sup>a/,b/</sup>



a/ Corresponde al *credit default swap* a cinco años.

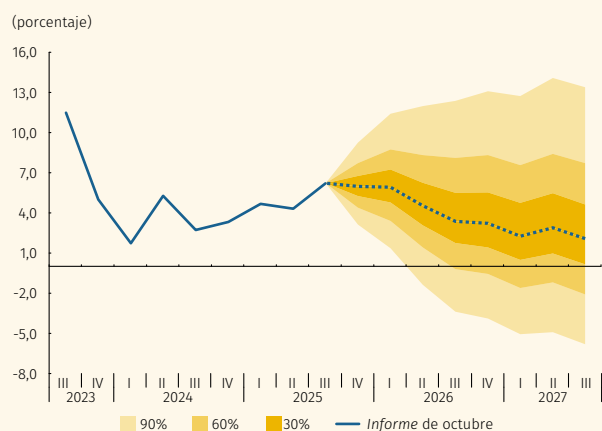
b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacón y el 4GM.

Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

## Anexo 3 (continuación)

### Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

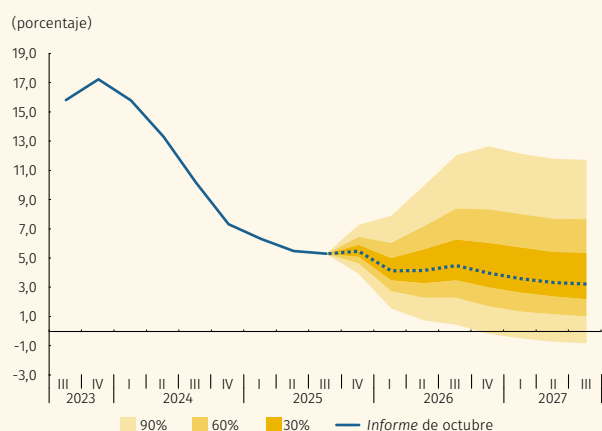
Gráfico A3.5  
IPC de alimentos, densidad predictiva<sup>a/</sup>  
(variación anual, fin de periodo)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico A3.6  
IPC de regulados, densidad predictiva<sup>a/</sup>  
(variación anual, fin de periodo)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

Fuente: Banco de la República.