



Coyuntura económica Macroeconomía

Mejoras tangibles, pero no suficientes

Agosto 13 de 2024

Autores:

Natalia Ossa M.

P.S. - Macroeconomía

natalia.ossa@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas

Tesorería

La información disponible de 2T24 sugiere que la actividad económica tuvo un crecimiento sustancialmente mayor frente a los registros de los últimos dos trimestres. En gran medida, lo anterior obedece a impulsos transitorios de oferta y demanda que habrían compensado más que proporcionalmente la continua debilidad de la inversión fija. Las cifras preliminares de 3T24 dan cuenta de una moderación en estas dinámicas de crecimiento del producto.

Los principales indicadores del mercado laboral se deterioraron en el último mes, coherente con unos excesos de capacidad instalada. El desempleo permanece por debajo de sus niveles estructurales, pero en niveles que en cualquier caso superan los registros del año pasado. Asimismo, la dinámica de creación de empleos sigue siendo débil, con un particular deterioro en el acervo de ocupados del sector primario. En este entorno, la inflación de los salarios nominales, aunque permanece elevada, continúa moderándose frente a meses previos.

La inflación al consumidor retomó su senda bajista en julio, luego de tres meses estancada en niveles levemente superiores al 7%. Sin embargo, tanto la inflación observada como sus expectativas permanecen muy por encima de la meta de 3%, al tiempo que persisten varios riesgos inflacionarios a la vista. En este entorno, BanRep volvió a recortar su tasa de interés de referencia en 50 pbs durante su última reunión.

La demanda de créditos permanece débil, si bien los datos en lo corrido de 2024 sugieren un cambio de tendencia. El riesgo de impago en el sistema continúa alto, especialmente para la modalidad de microcrédito, aunque el deterioro de la cartera está dando algunas señales de mejora que podría suavizar las restricciones por el lado de la oferta. Las tasas de interés activas y pasivas siguen descendiendo, en línea con el ciclo monetario de BanRep y mayor competencia entre los establecimientos de crédito.

El crecimiento de nuestros socios comerciales este año sigue superando las expectativas y el promedio de 2023. El proceso desinflacionario mundial está perdiendo velocidad y algunos bancos centrales han frenado los recortes de tasas de interés. En EEUU, la probabilidad de que la Fed recorte sus tipos de interés en septiembre se ha incrementado, situación que viene suavizando las condiciones financieras globales.



Actividad económica

Las cifras de 2T24 indican que la actividad económica se habría expandido a ritmos altos no vistos desde 3T22. Por el lado de la demanda, el carácter contracíclico de política fiscal se ha visto reflejado en un impulso significativo al crecimiento de los servicios de administración pública. Por el lado de la oferta, el sector agropecuario mantuvo el buen dinamismo que ha mostrado desde 4T23 y también habría contribuido en este resultado.

Según nuestros cálculos, estos impulsos de demanda y oferta le habrían aportado cerca de 0.5 p.p. de mayor crecimiento al PIB en el último trimestre (ver “Prudencia requerida” en [CE – Agosto 9 de 2024](#)). Las cifras del PIB en 2T24 se conocerán en los próximos días y confirmarían este *momentum* de la actividad. De cara a 3T24, la información disponible sugiere una moderación en el ritmo de expansión de la economía, consecuente con el carácter transitorio de estos impulsos que se deben diluir en el corto plazo.

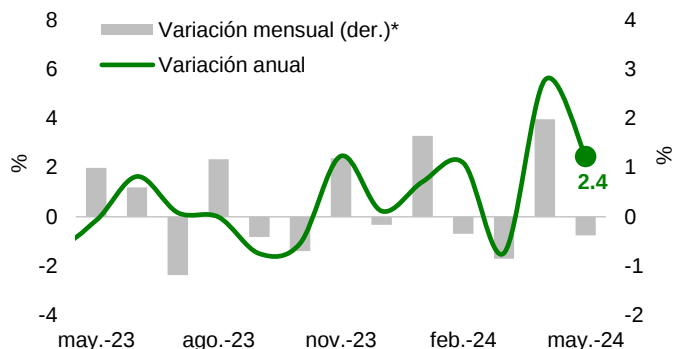
En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró una caída mensual de 0.4% en mayo (Gráfico 1). En términos de su variación anual, el ISE en su serie original se expandió 2.4%¹, superando nuestras estimaciones y las de la mayoría de los analistas.

El ISE de la cadena **primaria** se expandió 4.6% en mayo, en gran medida favorecido por el impulso del sector agropecuario descrito anteriormente. La producción de cultivos agrícolas (incluyendo café) mantienen un comportamiento muy favorable y sustentan en gran medida el buen desempeño de este sector. Por su parte, las actividades del sector minero-energético continúan registrando crecimientos bajos, afectadas en su mayoría por la baja dinámica que exhibe el sector de carbón.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y a la formación bruta de capital fijo, cayó 2.9% en mayo. No obstante, en tendencia central viene exhibiendo una ligera recuperación este año, pues sus decrecimientos no han sido tan negativos como los registrados en 2023 (Gráfico 2).

Comportamiento del ISE durante el último año*

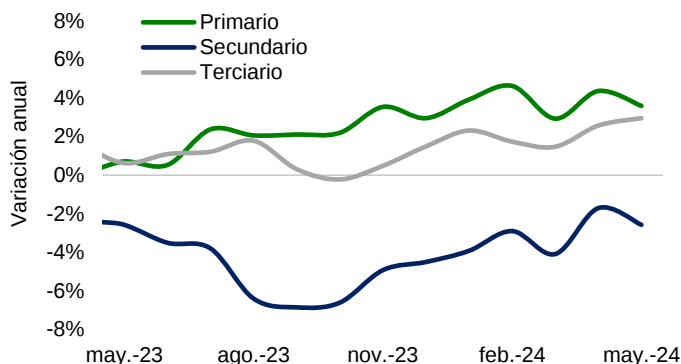
1



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Serie ajustada por estacionalidad y efectos calendario.

Evolución del ISE por cadenas de producción*

2



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series suavizadas con un promedio móvil de 3 meses.

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



Las actividades manufactureras, que concentran buena parte de la producción industrial, registraron una contracción de 3.6% en mayo. Las cifras de edificaciones y obras civiles también sugieren debilidad en el dinamismo del sector de la construcción, en línea con el ciclo de la inversión fija. Sin embargo, la tendencia reciente en ambos casos, así como la información disponible de 3T24, sugiere mejoras frente a lo visto en trimestres previos.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público de servicios, registró un crecimiento de 3.1% en mayo, favorecido por el impulso fiscal descrito anteriormente. Excluyendo el sector público de esta cadena de producción, el crecimiento del resto de actividades, que están ligadas en su totalidad al sector privado, fue de apenas 0.5%.

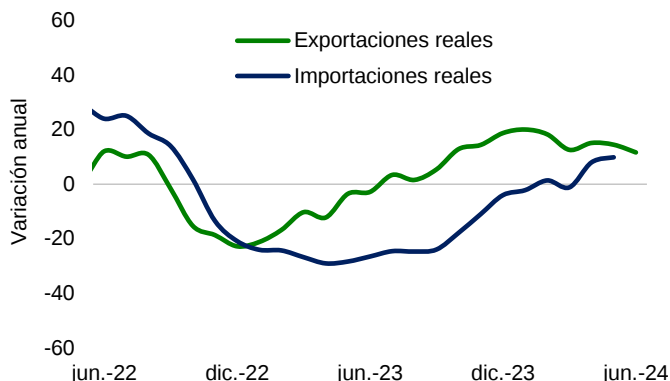
El índice de ventas reales del comercio minorista en el último mes tuvo una contracción de 1.7%. Las ventas reales de bienes semidurables cayeron 3.7%, en contraste con las ventas de bienes durables que se expandieron 0.6%. En tendencia, el ritmo de caídas en este índice se sigue moderando y es de esperar que continúe en el corto plazo. Por su parte, según las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS), los ingresos reales de los sectores de servicios registraron una caída de 6.6%, la más alta desde diciembre de 2023.

Las actividades de administración pública, que representan el sector público dentro del ISE terciario, mostraron un sobresaliente crecimiento de 8.9% en mayo. Es de esperar que estos crecimientos se moderen en el corto plazo teniendo en cuenta que el Gobierno anunció un recorte requerido en el presupuesto de este año por 1.2% del PIB, dada la baja dinámica del recaudo y el compromiso de cumplir la regla fiscal.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB se redujeron 5% en junio. El comportamiento del último mes se sustenta, en buena medida, por la caída de 40.6% de las exportaciones de carbón. De esta forma, las ventas externas de productos tradicionales registraron una contracción de 8.4% y las exportaciones no tradicionales, concentradas en sectores agroindustriales principalmente, cayeron 0.6%.

Variables de comercio exterior (PM3)

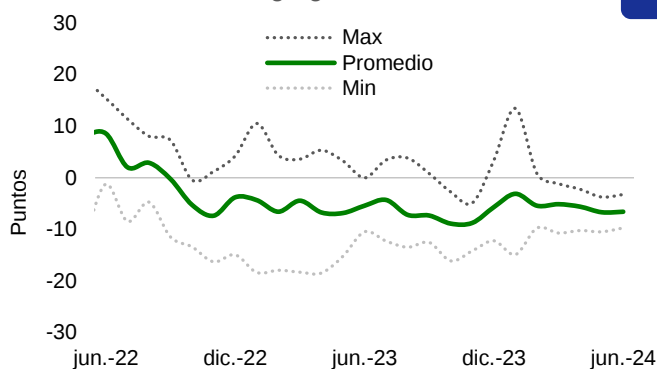
3



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Índice de confianza agregado en Colombia*

4



Fuente: Fedesarrollo, Fenalco y Sectorial. Elaboración IE - BAC.

*Series estandarizadas desde enero de 2018 a la fecha actual. Incluye índices de confianza del consumidor y de empresas.



Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de 5.1% en las exportaciones. En línea con lo anterior, los volúmenes de bienes exportados cayeron 18.6% en el último mes. No obstante, en tendencia las ventas externas siguen registrando un desempeño mejor al de trimestres anteriores, apoyadas por un crecimiento de nuestros socios comerciales que ha sido superior al previsto.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron un crecimiento de 2.2% en mayo. Las compras externas se vieron favorecidas principalmente por la expansión de 6% de las importaciones de bienes intermedios, donde las compras de la industria aumentaron 9.1%. En términos reales, las importaciones crecieron 11.2% y continúan sugiriendo una recuperación del gasto interno (Gráfico 3).

Toda la información de indicadores adelantados y a tiempo real, en el balance, sugiere que la economía se estaría desacelerado en 3T24. Buena parte de estas señales son consistentes con una expectativa de menor crecimiento, luego de los impulsos transitorios de oferta y demanda del primer semestre que implicaron crecimientos altos.

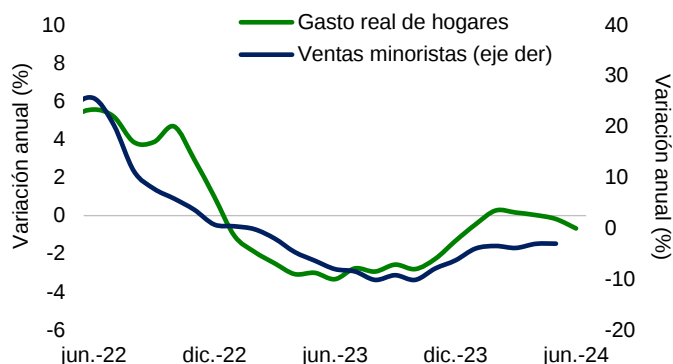
Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintos índices disponibles de confianza de hogares y empresas, se mantuvo en niveles bajos en junio. En tendencia central, este comportamiento de la confianza de los agentes no sugiere mejoras en las variables de gasto de cara a 3T24 (Gráfico 4).

La recuperación del consumo real de meses pasados, que venía favorecida por una menor inflación y reducciones de tasas de interés, parece estar perdiendo algo de tracción. El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, se contrajo 0.7% en promedio en 2T24 y en tendencia central sugiere deterioros en 3T24 (Gráfico 5).

Por su parte, el PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad con información más actualizada, anticipa un mejor comportamiento de la industria en el futuro cercano. En efecto, el promedio preliminar de 3T24 dejó atrás el terreno de contracción y se sitúa en 50 puntos, por encima del promedio de 49.6 puntos de 2T24.

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

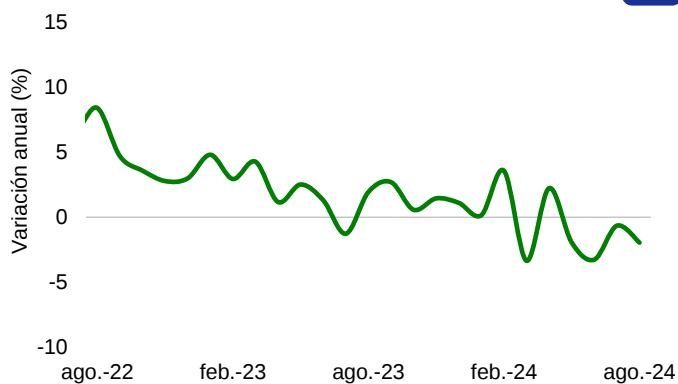
5



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

Demanda total de energía no regulada

6



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



La demanda de energía no regulada, una buena variable *proxy* de inversión fija a tiempo real, sigue mostrando un pobre desempeño en 3T24 que no advierte ninguna mejora sustancial en el corto plazo.

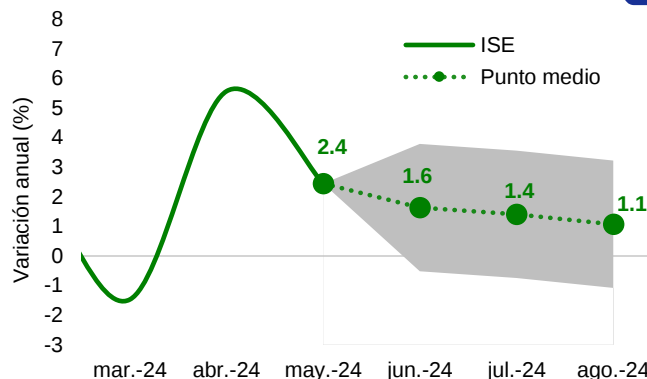
En efecto, la demanda de energía no regulada en julio habría caído 0.7%. Más aún, la información de agosto muestra una contracción preliminar de 2% en este índice, lo que sugiere un deterioro de la formación bruta de capital fijo durante el trimestre en curso.

Por todo lo anterior, pronosticamos para el ISE un crecimiento de 1.6% en junio. Con los datos disponibles de alta frecuencia y a tiempo real, nuestro modelo *Nowcast* sugiere un crecimiento del ISE de 1.4% para julio y de 1.1% para agosto (Gráfico 7).

De esta manera, **estimamos un crecimiento del PIB de 3.1% en 2T24**, cifra que se conocerá en próximos días y que muy probablemente estará por encima de la expansión de 0.7% de 1T24. También **revisamos al alza nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para todo 2024 hasta 1.9%**, desde el 1.5% que preliminarmente proyectábamos.

Intervalo de pronóstico de corto plazo del ISE*

7



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



Mercado laboral

Los principales indicadores del mercado laboral se deterioraron en el último mes, coherente con unos excesos de capacidad instalada en la economía. La demanda de empleo y los niveles de ocupación laboral siguen mostrando un flojo desempeño, al tiempo que la tasa de desempleo permanece en niveles superiores a los vistos en 2023.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional aumentó en junio hasta 10.7%, acercándose al máximo año corrido de 10.8% alcanzado en meses previos (Gráfico 8). Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación se redujo hasta 57.1%, su nivel más bajo desde marzo, mientras que la tasa global de participación se redujo a 63.9%.

En tendencia, la brecha positiva de empleo se sigue cerrando y es muy probable que finalice dicho proceso durante la segunda mitad de 2024. La tasa de desempleo nacional permanece cerca de sus niveles estructurales o no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales se estiman alrededor de 11%.

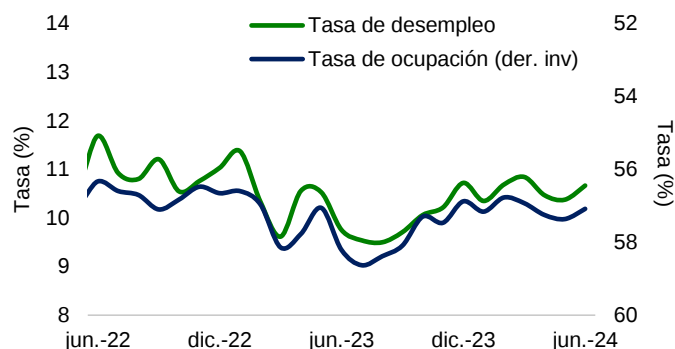
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo descendió hasta 10.2%, pero también permanece por encima de los valores registrados un año atrás. El desempleo en las grandes ciudades permanece por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones de BanRep, se ubica cerca del 11.2% (Gráfico 9).

A nivel sectorial, la generación de empleos en las diferentes ramas de actividad mantiene una tendencia decreciente y sus variaciones anuales siguen siendo inferiores a las observadas un año atrás (Gráfico 10). La dinámica de la demanda de trabajo en el sector primario, principalmente actividades agropecuarias, sigue siendo la más débil, situación que anticipa una moderación en el crecimiento de este sector en el futuro cercano.

El total de ocupados aumentó 0.8% anual durante el último trimestre móvil con corte a junio, uno de los ritmos de creación de empleos más bajos desde marzo de 2021. La ocupación de la cadena primaria registró una caída de 1.1%, mientras que el crecimiento de la ocupación en el

Principales indicadores del mercado laboral*

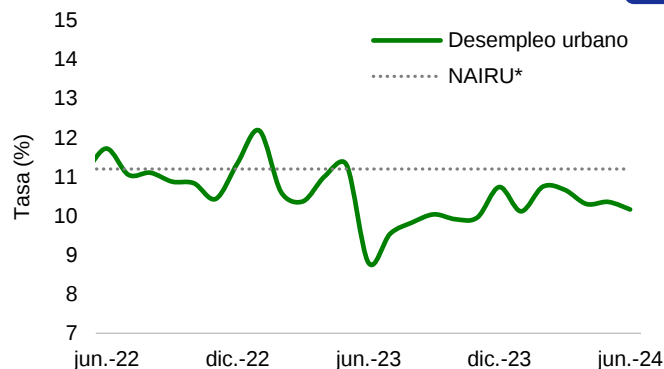
8



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

Evolución del desempleo en grandes ciudades*

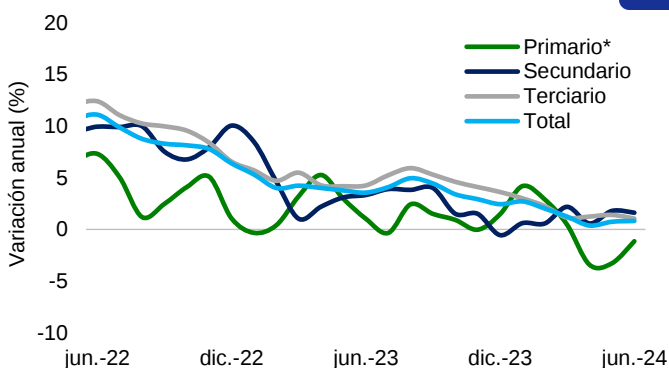
9



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Estimación desempleo estructural de BanRep. RML - Julio de 2024.

Ocupados por ramas de actividad (PM3)

10



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*El sector primario representa la ocupación del sector agropecuario.



sector terciario se sitúa alrededor del 1%. El acervo de ocupados en el sector secundario creció 1.6% en el último mes.

Los sectores de administración pública, construcción y actividades profesionales, registraron reducciones de 172, 129 y 110 mil ocupados durante el último año con corte a junio, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron la industria manufacturera, información y comunicaciones, y alojamiento y servicios de comida. En ese mismo orden, los niveles de ocupación en estos sectores registraron incrementos de 153, 124 y 85 mil personas.

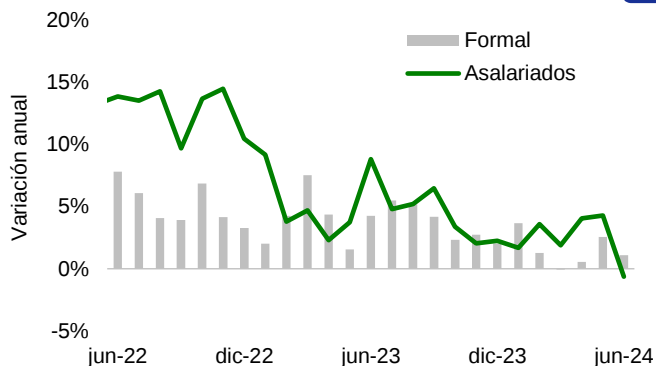
Bajo este contexto, la dinámica de los empleos asalariados y formales en la economía se sigue deteriorando (Gráfico 11), pero todavía exhibe un mejor comportamiento que la de empleo no asalariado e informal. En efecto, el acervo de los empleos asalariados cayó 0.6% en el último mes, mientras que la demanda de empleo no asalariado se contrajo 1.8%. Por su parte, el empleo formal creció 1.1% y el empleo informal registró una reducción de 8.4%, su mayor caída desde enero de 2022.

La menor dinámica de la demanda de trabajo sigue restando presiones a los salarios nominales (Gráfico 12), aunque sus ritmos inflacionarios persisten en niveles de 2 dígitos. En efecto, la inflación salarial fue 10.1% en mayo, la más baja desde finales de 2022, pero se sitúa cerca de 3 p.p. por encima de la inflación al consumidor. Así, la inflación de los salarios reales completó 14 meses en terreno positivo y seguirá apoyando mejoras del gasto de los hogares en el futuro cercano.

Esperamos que la demanda de trabajo siga débil en el corto plazo y que el desempleo se mantenga en niveles elevados para lo que resta del año. **Mantenemos nuestra proyección de tasa de desempleo nacional para el promedio-año 2024 en 10.8%.**

Dinámicas del empleo asalariado y formal

11

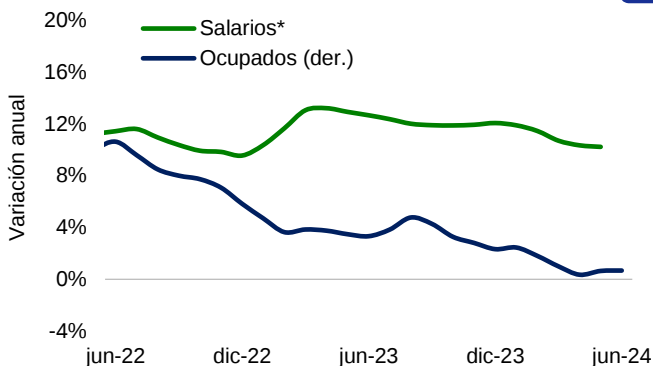


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Incluye comercio, industria, vivienda, construcción pesada y servicios.

Salarios nominales vs demanda de trabajo

12



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Incluye comercio, industria, vivienda, construcción pesada y servicios.



Precios y política monetaria

La variación mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue 0.2% en julio, sorprendiendo al consenso de analistas que estimaban una variación del orden de 0.3%. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC se situó levemente por encima del promedio histórico de 0.16% para el mismo mes, pero inferior a la variación mensual de julio de 2023.

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.21%. Este resultado obedeció, principalmente, a un incremento mensual de 0.87% del IPC de alimentos perecederos, que superó ampliamente el incremento de 0.02% de los precios de alimentos procesados. La normalización de la oferta agrícola, los mayores precios externos de los alimentos y la apreciación acumulada de la tasa de cambio siguen influyendo en las dinámicas recientes de estos precios.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.18% (Tabla 1). El IPC de gas tuvo una variación de 1.76% y fue el que más aumentó en esta canasta, seguido por el IPC de alcantarillado, acueducto y aseo que tuvo un incremento de 1.18%. Por su parte, el IPC de energía eléctrica tuvo una variación negativa de -0.57%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de -0.05%, en línea con una baja dinámica del consumo de bienes de los hogares y la apreciación acumulada de la tasa de cambio. Allí sobresale el aumento de 0.32% del IPC de bebidas alcohólicas en el último mes. Esto contrasta con la caída de 0.28% en el IPC de muebles y electrodomésticos, seguido por el IPC de vehículos y autopartes que cayó 0.14%.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.3%, la más alta de los componentes del IPC. Dentro de los rubros que más pesaron en este componente se destaca el aumento de 0.45% del IPC de arrendamientos, seguido por la variación de 0.22% del IPC de restaurantes y bares. Por su parte, los precios de transporte aéreo registraron una caída de 4.15% que obedece al ajuste estacional de la temporada, pero también al comportamiento de la tasa de cambio.

Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

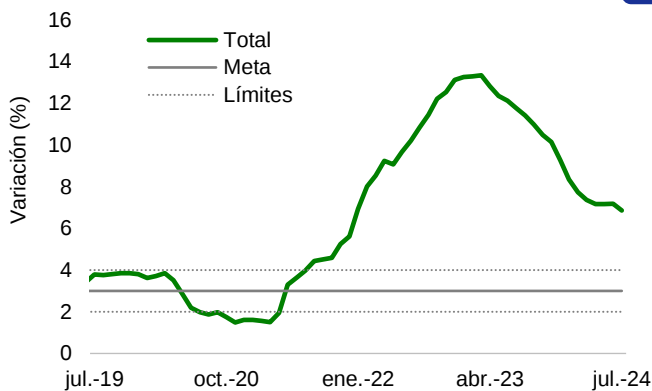
T1

		A	R	B	S	Total
Mensual	jul.-24	0.21	0.18	-0.05	0.30	0.20
	jul.-23	0.22	1.18	0.18	0.48	0.50
Anual	jul.-24	5.26	12.17	1.20	7.69	6.86
	jun.-24	5.27	13.29	1.43	7.89	7.18
Cont.	jul.-24	0.79	2.11	0.23	3.76	6.86
	jun.-24	0.79	2.30	0.27	3.85	7.18
A/C	jul.-24	4.01	6.81	0.41	4.99	4.32
	jul.-23	3.76	11.64	6.27	6.22	6.68
Tendencia*		▲	▼	▼	▼	▼

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

Inflación al consumidor en últimos 5 años

13



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



De esta forma, la inflación anual del IPC retomó en julio su senda bajista y se ubicó en 6.86%, luego de estancarse por tres meses en ritmos de 7.2% (Gráfico 13). La inflación del IPC de alimentos se desaceleró ligeramente hasta 5.26%, pero se mantiene cerca de sus registros máximos del año.

La inflación del IPC de regulados se ubicó en 12.17% y se mantiene como la más alta dentro de los componentes del IPC. Como lo estudiamos en un informe reciente, los ajustes rezagados en los precios de los combustibles en esta canasta explican en buena medida la persistencia de la inflación total en niveles altos, algo que se mantendría en el futuro cercano dados los ajustes previstos en las tarifas de peajes y los precios del diesel (ver “Prudencia requerida” en [CE – Agosto 9 de 2024](#)).

La inflación del IPC de bienes se redujo hasta 1.2%, su valor más bajo desde marzo de 2021 (Tabla 1). Por su parte, la inflación del IPC de servicios, la más rígida en el ciclo actual, fue de 7.69% y alcanzó su menor nivel desde diciembre de 2022. Gran parte de la rigidez en estos precios responde a fenómenos de indexación de precios.

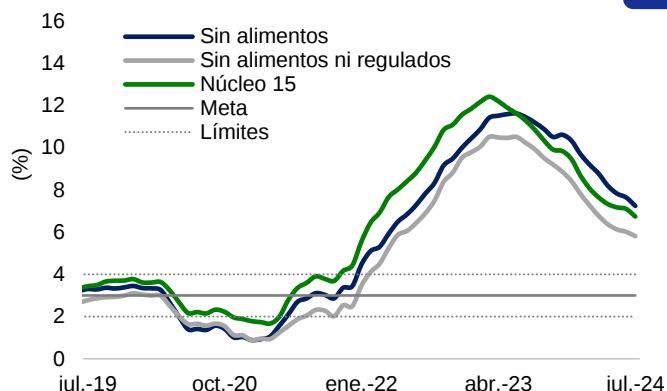
En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se redujo hasta 6.6%, su registro más bajo desde abril de 2022. Pese a ello, continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 7.24%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 6.74%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 5.81% (Gráfico 14).

Las expectativas de inflación, en promedio, todavía se sitúan por encima de la meta de BanRep (Gráfico 15). Las expectativas de los analistas a horizontes de 1 y 2 años se ubicaron en 4.29% y 3.6%, respectivamente, mientras que a 5 años se sitúan en 3.28%. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES descendió hasta 5.17% (Gráfico 15). Por su parte, las expectativas de cierre de 2024 aumentaron hasta 5.72% y las de cierre de 2025 lo hicieron hasta 3.85%.

Para el mes de agosto pronosticamos una variación mensual de 0.42% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 6.56%. **Mantenemos nuestra proyección de inflación al cierre de 2024 en 6.2%.**

Principales medidas de inflación núcleo

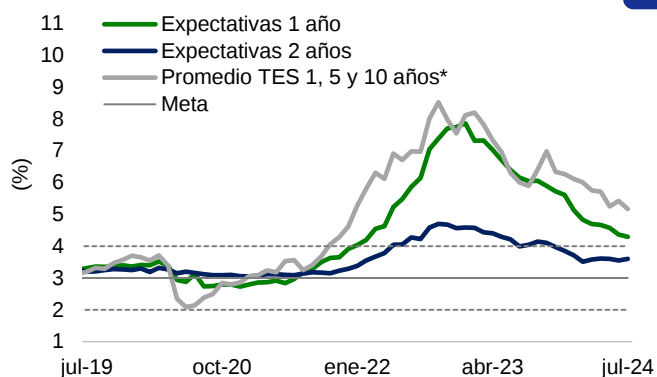
14



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Expectativas de inflación analistas vs mercado

15



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Inflaciones implícitas en las curvas de TES cero cupón.



Tornando el análisis hacia las recientes decisiones de política monetaria, y en línea con nuestras expectativas, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) recortó su tasa de interés de referencia en 50 pbs hasta 10.75% durante su reunión de julio (Gráfico 16). El sesgo de la JDBR sigue siendo totalmente bajista, aunque con divisiones entre sus miembros que mantiene la misma distribución de meses previos. En efecto, cinco codirectores (grupo mayoritario) votaron por un recorte de 50 pbs y los restantes dos votaron por una reducción de 75 pbs.

Para el grupo mayoritario, una reducción de la tasa de intervención en mayor magnitud podría no ser sostenible en el tiempo. Señalan que la inflación todavía enfrenta riesgos importantes como la persistencia de los precios en algunos servicios y posibles presiones cambiarias. Asimismo, la prima de riesgo continúa elevada por cuenta de la incertidumbre fiscal.

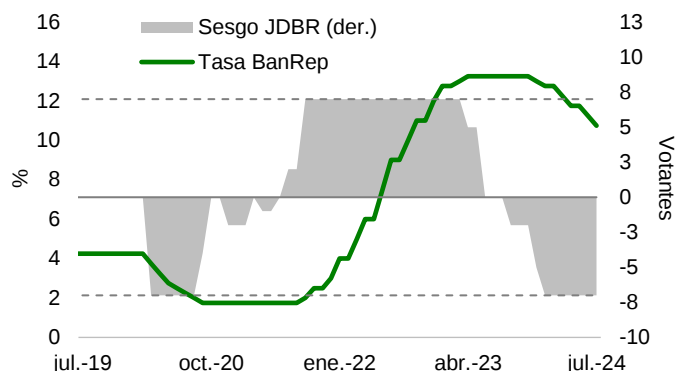
Los miembros que formaron parte del grupo minoritario resaltaron el descenso en las expectativas de inflación, que anticipan que la inflación retornaría al rango meta de BanRep a mediados de 2025. Destacan la necesidad de fortalecer la reactivación económica y mejorar la composición del empleo.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política monetaria acumuló 20 meses por encima del nivel neutral (no inflacionario) estimado por el equipo técnico de BanRep y se situó en 5.15% en julio (Gráfico 17). La postura monetaria de la JDBR sigue siendo altamente contractiva, pero es de esperar que se siga flexibilizando en el futuro cercano en la medida que la inflación otorgue más espacio.

Esperamos que BanRep continúe recortando su tasa de referencia en magnitudes de 50 pbs mensuales para las reuniones que restan de 2024. **Mantenemos nuestro pronóstico de tasa de intervención al cierre de este año en 9.25%.**

Tasa de referencia vs distribución JDBR

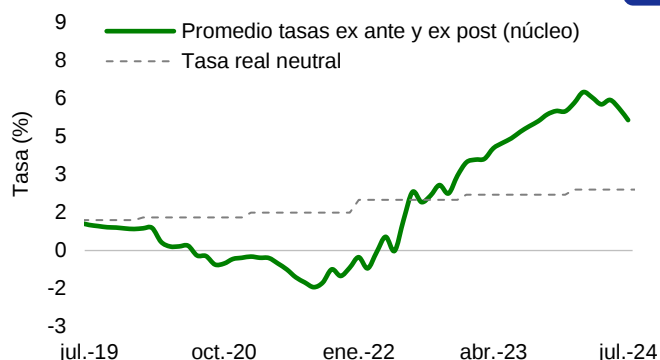
16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución tasa real de política monetaria

17



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasa de interés real neutral estimada del equipo técnico de BanRep.



Mercado de créditos

La dinámica de la cartera total de créditos del sistema financiero permanece débil. Esto sigue siendo coherente con una demanda de créditos afectada por el contexto de tasas de interés aún altas y un bajo crecimiento económico, así como por un riesgo de impago que se mantiene elevado y ha generado algunas restricciones a la oferta de créditos.

En términos reales (descontando inflación), el saldo de la cartera total de créditos se contrajo 5.9% en julio. Aunque su tendencia en lo corrido de 2024 evidencia algunas leves mejoras, la información de los últimos meses parece haberse estabilizado (Gráfico 18). Los créditos hacia los hogares registraron una contracción de 7.9%, mientras que las colocaciones hacia las empresas cayeron 4.2%.

Por modalidades, la cartera de microcrédito es la que exhibe el mayor crecimiento con una expansión de 2%, aunque recientemente se ha desacelerado. Esta modalidad sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular.

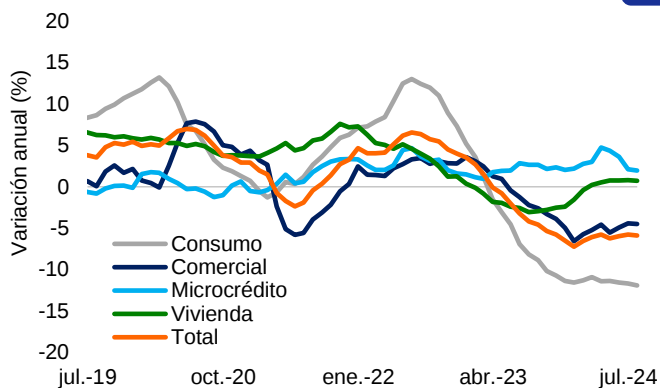
Por su parte, la cartera de vivienda registró un crecimiento real de 0.7%, siendo con la cartera de microcrédito las únicas modalidades que crecen en términos reales. La cartera comercial cayó 4.5% y la cartera de consumo se sigue deteriorando, con variaciones reales negativas de 11.9%.

Varios indicadores de cartera continúan evidenciando un riesgo de impago elevado en el sistema, si bien parecen haber alcanzado un techo. Con información disponible al corte de mayo, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 12.7%, un ritmo que, aunque sigue siendo alto, es inferior a los registros máximos alcanzados en 2023 (Gráfico 19).

El crecimiento de cartera vencida más elevado lo exhibe la modalidad de microcrédito con 62.7%, seguido por el de la cartera de vivienda que se situó en 34.3%. Por su parte, la cartera vencida de la modalidad comercial crece a ritmos del 13.1% y la de consumo lo hace a una tasa de 5.1%, la más baja desde junio de 2022.

Crecimiento real de la cartera por modalidad

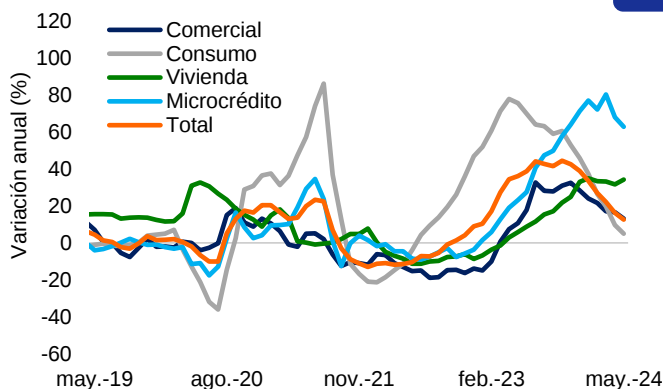
18



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

19



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se ha estabilizado y se mantuvo en 5.2% en mayo. Por modalidades, el ICV de microcrédito continúa siendo el más alto y se situó en 9.8%. El ICV de la modalidad de consumo se ubicó en 8.2%, el de cartera comercial en 3.8% y el de vivienda en 3.3% (Gráfico 20).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total, una buena variable proxy del nivel de provisiones del sistema, se sigue desacelerando y alcanzó un crecimiento de 2.1% en mayo, mínimos no registrados desde noviembre de 2022. Con las leves mejoras previamente mencionadas, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito mejoró en 2T24 y en promedio se ubicó en 0.73%, ligeramente superior a los registros de 1T24. No obstante, permanece todavía por debajo de su promedio histórico.

Los agregados monetarios de menor liquidez, como el M2 y el M3, mantienen crecimientos superiores a los de alta rotación como el M1. Sin embargo, la tendencia del M1 ha sido claramente alcista desde septiembre del año pasado y en la actualidad registra un crecimiento de 5.6%. El M2 y el M3 alcanzaron crecimientos de 8.2% y 7.5%, respectivamente (Gráfico 21).

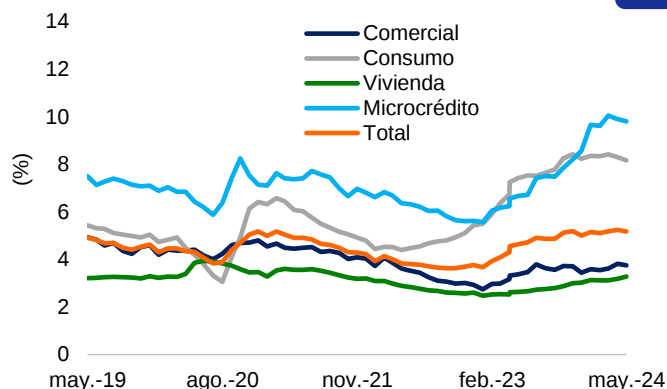
Las nuevas tendencias de los agregados monetarios obedecen, en su totalidad, a la flexibilización monetaria que inició BanRep desde finales del año pasado. En la medida que el emisor continúe recortando su tasa de referencia, es de esperar que la evolución del M1 se alcance crecimientos parecidos a los del M2 y M3 antes de finalizar este año.

De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 6.4% en julio. Allí sobresale la recuperación del efectivo circulante con un crecimiento de 8.5%. La brecha entre el crecimiento nominal de la cartera en pesos y los depósitos del sistema (medidos a través del M3) permaneció en terreno negativo y en el último mes se ubicó en -6.3 p.p. Este desequilibrio de demanda en el mercado de créditos continúa liberando presiones sobre las tasas de interés de corto plazo en el sistema financiero.

En este entorno, las tasas de interés del mercado de fondos prestables volvieron a descender (Gráfico 22). En promedio, en 3T24 las tasas de colocación se ubican en niveles de 16.4% y las tasas de captación se sitúan en

Evolución calidad de la cartera por modalidad

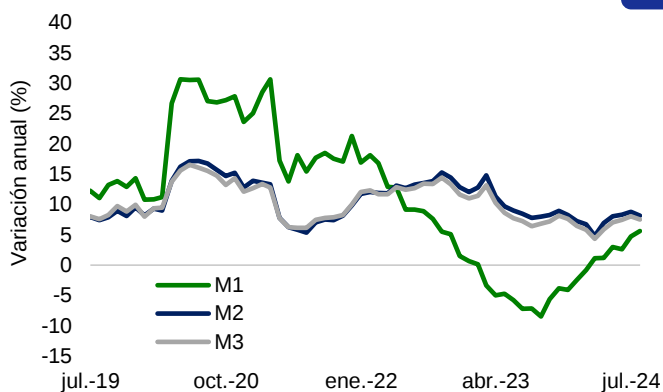
20



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

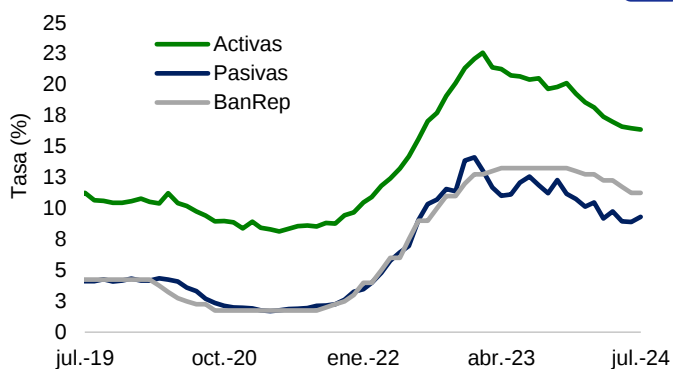
21



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas de interés en el sistema financiero*

22



Fuente: BanRep. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

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



9.3%, en ambos casos por debajo de los registros de trimestres anteriores.

Esperamos relativa estabilidad en el crecimiento real de la cartera de créditos para lo que resta de 2024.

De cara a 2025, estimamos que se consolide un proceso de recuperación más robusto, apoyado por unas mejores condiciones para la demanda de créditos y mejoras en los niveles de riesgo de impago.



Contexto externo

La información disponible de actividad en el frente externo sigue mostrando un crecimiento de nuestros socios comerciales superior al previsto. La inflación global continúa descendiendo y abriendo espacio para que los Bancos Centrales (BC) sigan flexibilizando sus posturas de política monetaria a través de recortes en las tasas de interés (Gráfico 23). No obstante, la velocidad de este proceso se ha ralentizado ante unos crecientes temores inflacionarios de corto plazo.

De acuerdo con la más reciente actualización de proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento económico mundial en 2024 se mantendría estable en 3.2% y en 2025 se aceleraría levemente hasta 3.3%. Para el grupo de economías avanzadas se esperan crecimientos de 1.7% en 2024 y 1.8% en 2025, apenas por encima de los registros de 2023, pero lejos de reflejar un escenario de recesión (Gráfico 24).

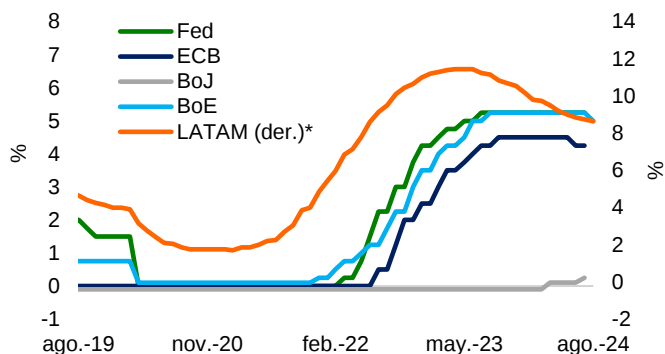
Para las economías emergentes, el FMI estima una expansión de 4.3% para 2024 y 2025, ligeramente inferior frente al crecimiento de 2023. Dentro de este grupo de economías, la de LATAM registraría una desaceleración hacia 1.9% en 2024, pero para 2025 se anticipa una aceleración del crecimiento hacia 2.7%.

En EEUU, la Fed decidió mantener inalterada su tasa de intervención en 5.25% - 5.5% durante su reunión de julio, pero abrió la puerta a un eventual recorte de tasas de interés en su reunión de septiembre. La Fed hizo énfasis en el éxito que ha tenido su postura monetaria en el control de la inflación, sin necesidad de inducir la economía a una recesión. Además, teniendo en cuenta que los excesos de demanda en la economía de EEUU ya se cerraron, la necesidad de mantener una postura muy restrictiva se ha hecho menor.

Por lo anterior, ahora **esperamos que la Fed inicie los recortes de sus tasas de referencia en su próxima reunión de septiembre** (ver “Cada vez más cerca” en [CE – Agosto 6 de 2024](#)). No obstante, advertimos que dichos recortes serán graduales y que el objetivo de la Fed es migrar su postura de política hacia terreno neutral, no necesariamente expansivo.

Tasas de interés de política monetaria

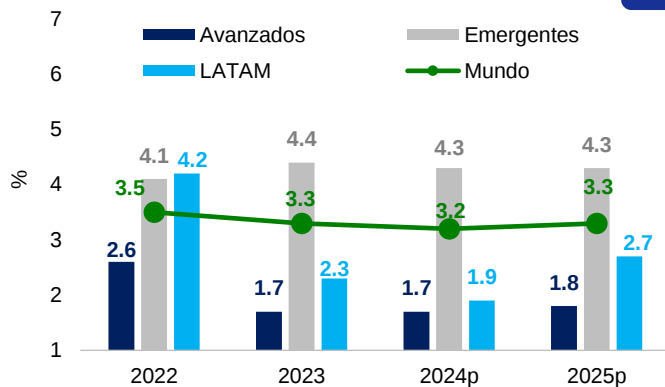
23



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio de tasas de política en Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.

Proyección del FMI para crecimiento del PIB

24



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



El reciente nerviosismo por cuenta del riesgo de una recesión en EEUU afectó las condiciones financieras globales alcanzando niveles no observados desde octubre de 2023. No obstante, retornaron rápidamente a niveles holgados, algo que es coherente con las expectativas de más recortes de tasas de interés de política en el mundo (Gráfico 25).

En cuanto a las cifras recientes de actividad económica, los últimos datos del índice PMI compuesto continúan mostrando unas dinámicas de crecimiento que, en lo que va corrido de 2024, no solo han sido superiores a las previsiones iniciales, sino que en algunos casos también están siendo mayores a los niveles de actividad de 2023.

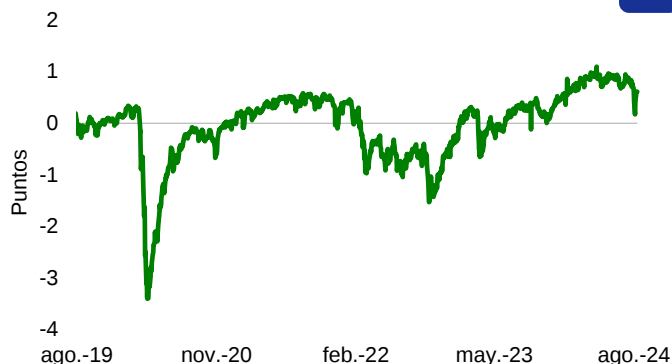
El PMI compuesto de las principales economías avanzadas (EEUU, Reino Unido, Japón y Eurozona) y China, permanecen por encima de la barrera de los 50 puntos que denota terreno de expansión. El PMI de la Eurozona se ha venido debilitando recientemente, perdiendo parte del impulso con el que había arrancado el año (Gráfico 26).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 2T24 habría sido de 2.9%, superando la expansión de 0.8% de 1T24 (Gráfico 27). Las economías de Perú y México lideraron el crecimiento en la región con expansiones de 5.2% y 3.4%, respectivamente. Por su parte, la economía de Argentina habría registrado un pobre crecimiento de 0.4%, tras un año de contracción en su producto.

En este entorno, según la más reciente encuesta de Bloomberg a analistas económicos, la probabilidad de una recesión durante los próximos 12 meses se mantiene baja. La probabilidad de recesión en la Eurozona se ubica en niveles del orden de 30%, al igual que la de EEUU. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se estima en 25.8%.

Estado de condiciones financieras globales*

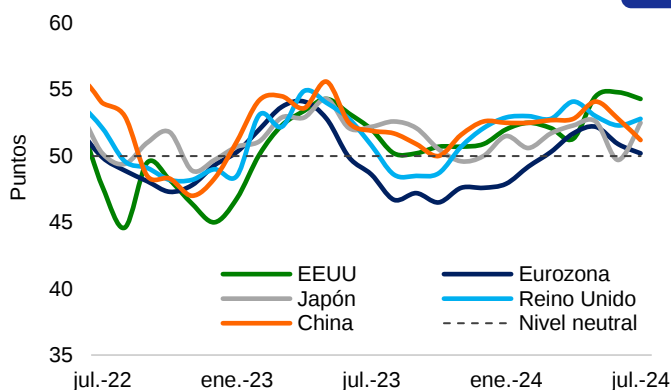
25



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio de EEUU, Eurozona, Reino Unido y Asia (sin Japón).

Evolución PMI compuesto en economías grandes

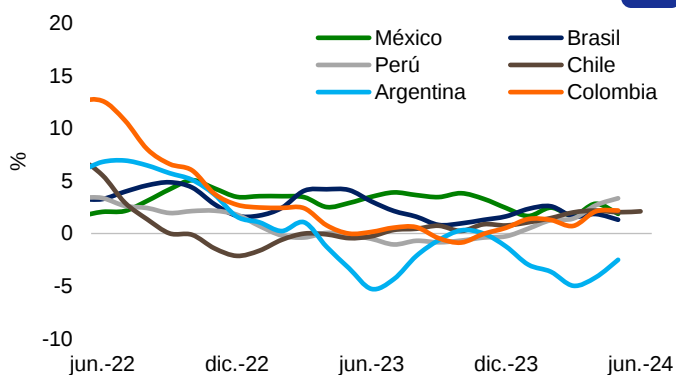
26



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Índices de actividad en economías de LATAM*

27



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series suavizadas con un promedio móvil de 3 meses.



Proyecciones Económicas

	2021	2022	2023	2024(p)	2025(p)
Demanda agregada					
PIB (%)	10.7	7.3	0.6	1.9 ↑	2.1 ↓
Consumo privado (%)	14.8	10.7	0.8	1.0	2.4
Gasto público (%)	10.3	0.8	1.6	0.6 ↓	1.3 ↓
Inversión fija (%)	11.2	11.5	-9.5	-1.3 ↑	3.4 ↓
Demanda interna (%)	13.6	10.2	-4.0	0.4 ↑	2.5 ↓
Exportaciones (%)	14.8	12.3	3.4	3.3 ↑	2.9 ↓
Importaciones (%)	28.7	23.6	-15.0	-5.7 ↑	4.2 ↓
Sectores actividad económica					
Agropecuario (%)	3.1	-0.8	1.4	4.4 ↓	0.8 ↓
Comercio (%)	20.9	10.7	-2.8	1.0	2.4
Construcción (%)	5.7	6.8	-4.1	1.0 ↑	2.0 ↓
Financiero (%)	3.4	6.6	7.9	1.7 ↑	3.5 ↑
Industria (%)	16.4	9.5	-3.6	-1.6 ↑	2.1 ↓
Minería (%)	0.2	1.3	2.7	-0.9	0.7
Precios, tasas de interés y desempleo					
Inflación (final del periodo %)	5.6	13.1	9.3	6.2	4.3 ↑
Tasa BanRep (final del periodo %)	3.00	12.00	13.00	9.25	5.25
DTF EA (promedio año %)	2.0	8.2	13.2	10.2 ↑	7.3
IBR overnight EA (promedio año %)	1.9	7.2	13.0	11.3 ↑	7.1
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	8.5	13.0	10.4	10.0	9.2 ↓
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	10.2	10.8	11.6
Sector externo					
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4326	3985 ↑	4100 ↑
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4766	3950	4050 ↑	4210 ↑
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.7	-6.2	-2.7	-2.4	-3.4 ↓
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.1	5.0	5.0	3.5	3.6 ↑
Finanzas públicas					
Balance fiscal total GNC (% del PIB)	-7.1	-5.3	-4.3	-5.6	-5.1
Saldo deuda neta total GNC (% del PIB)	60.8	57.9	53.8	55.3	56.5

Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Convenciones de flechas (↑↓) indican revisión de proyecciones.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
