



Septiembre 11 de 2024

## En descenso por tobogán

### Autores:

**Natalia Ossa M.**

P.S. - Macroeconomía

[natalia.ossa@bancoagrario.gov.co](mailto:natalia.ossa@bancoagrario.gov.co)

**Fabio D. Nieto**

Economista Jefe

[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto: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](http://www.bancoagrario.gov.co)

**Investigaciones Económicas**

Tesorería

El crecimiento del PIB en 2T24 alcanzó su ritmo más alto desde principios de 2023, en gran medida apoyado por impulsos de oferta y demanda. La información disponible de 3T24, todavía escasa, sugiere una moderación en el ritmo de expansión de la economía, consecuente con el carácter transitorio de los impulsos descritos previamente, pero también por algunas afectaciones en la producción agregada suscitadas por el reciente paro de transportadores.

Los principales indicadores del mercado laboral registraron un mejor comportamiento en el último mes, coherente con la recuperación de la actividad económica. Aunque la demanda de trabajo sigue mostrando un flojo desempeño y la tendencia del desempleo continúa siendo alcista, en ambos casos han sido deterioros inferiores a los previstos inicialmente. En este entorno, la inflación de los salarios nominales, aunque permanece elevada, continúa moderándose frente a meses previos.

La inflación al consumidor registró una fuerte desaceleración en agosto y alcanzó mínimos no vistos desde diciembre de 2021. Tanto la inflación observada como sus expectativas se sitúan por encima de la meta de 3%, pero mantienen una senda de descensos sostenida. BanRep no tomó decisiones de tasas de interés en agosto, según calendario de política monetaria, pero decidió reducir el requerimiento de encaje sobre los depósitos de los establecimientos de crédito.

La demanda de créditos permanece débil, pero su tendencia en lo corrido de 2024 continúa mostrando mejoras graduales. El riesgo de impago en el sistema continúa alto, especialmente para la modalidad de microcrédito, pero también evidencia mejoras que podrían suavizar las restricciones al crédito 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. La velocidad del proceso desinflacionario mundial se está frenando, pero todavía da espacio a los Bancos Centrales para que continúen flexibilizando la política monetaria. En EEUU, se espera que la Fed inicie el ciclo de reducciones de tasas de interés a partir de septiembre, situación que sigue apoyando unas favorables condiciones financieras globales.



## Actividad económica

El crecimiento del PIB en 2T24 se aceleró hasta 2.1%, su ritmo más alto desde principios de 2023. Buena parte de este resultado obedeció a impulsos de oferta (sector agropecuario) y demanda (gasto público) que superaron las expectativas, pero que tendrán que diluirse a partir de 3T23 (ver “Sí se puede” en [CE – Agosto 21 de 2024](#)).

El gasto interno continúa débil, pero su tendencia reciente da cuenta de mejoras en variables clave como el consumo de los hogares y la inversión fija. Por el lado de la oferta, los servicios de cultura, arte y entretenimiento, los servicios asociados al sector público y la producción agropecuaria, siguen siendo líderes del crecimiento.

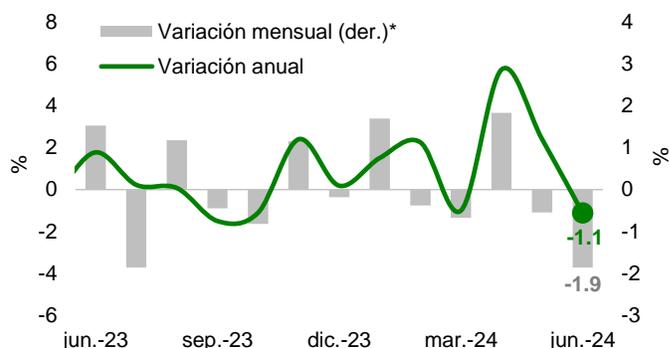
De manera preliminar, los datos conocidos de 3T24 sugieren una moderación en el ritmo de expansión de la economía, consecuente con el carácter transitorio de los impulsos descritos previamente. El reciente paro de transportadores de carga, que sumó prácticamente una semana en septiembre, también habría tenido afectaciones sobre el crecimiento.

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 1.9% en junio (Gráfico 1). En términos de su variación anual, el ISE en su serie original cayó 1.1%<sup>1</sup>, su mayor contracción desde octubre de 2023, que además estuvo por debajo de nuestras estimaciones y las del consenso de analistas.

El ISE de la cadena **primaria** se contrajo 0.9% en junio, pero en tendencia mantiene ritmos de expansión superiores al resto de las grandes ramas de actividades (Gráfico 2). La producción de cultivos agrícolas (incluyendo café) mantiene un comportamiento favorable y sigue sustentando en gran medida el buen desempeño del sector agropecuario. En contraste, las actividades del sector minero-energético registraron contracciones en su mayoría explicadas por una menor producción del sector de carbón. Esto ha sido ligeramente compensado por una mejor dinámica de la producción petrolera.

Comportamiento del ISE durante el último año\*

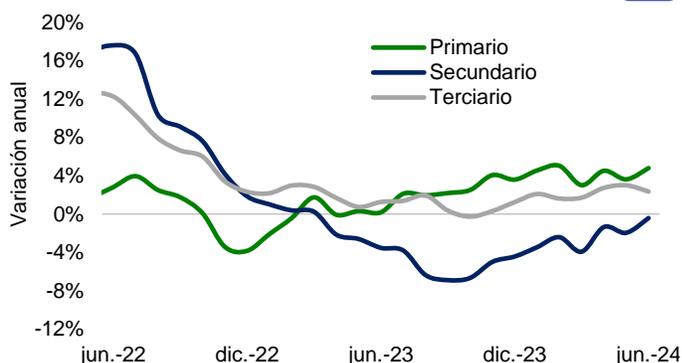
1



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.

<sup>1</sup>De 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.



El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y a la formación bruta de capital fijo, cayó 3.5% en junio. No obstante, en tendencia central continúa en una senda de recuperación que inició desde finales del año pasado, en línea con lo que las cifras de PIB de inversión revelaron recientemente.

Las actividades manufactureras, que concentran buena parte de la producción industrial, registraron una contracción de 4.8%. Las cifras de edificaciones y de obras civiles siguen mostrando debilidad en el dinamismo del sector de la construcción, aunque con un comportamiento dispar entre sus componentes. En efecto, la información reciente sugiere mejoras en las edificaciones no residenciales y en obras civiles, mientras que la actividad en las edificaciones residenciales sigue rezagada.

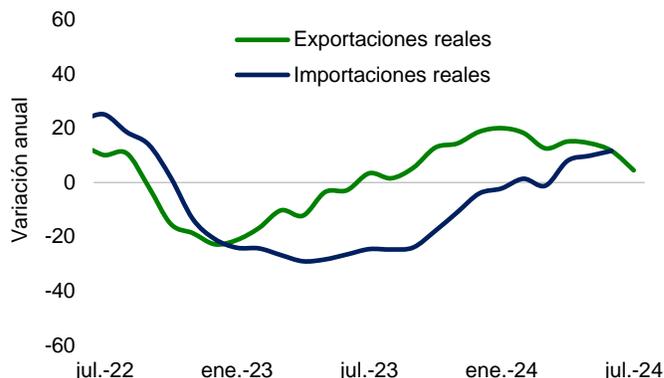
El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público de servicios, registró una caída de 0.6% en junio. En buena medida, lo anterior fue originado por una contracción de 2.2% de su componente público, algo que es coherente con el congelamiento de presupuesto 2024 anunciado por el Gobierno ese preciso mes para honrar el cumplimiento de la regla fiscal. El crecimiento del componente privado sigue débil fue de 0%.

El índice de ventas reales del comercio minorista en el último mes tuvo una expansión de 1.5%, tras 15 meses consecutivos de contracción. Las ventas reales de bienes no durables y semidurables cayeron 1.7% y 1.5%, respectivamente, en contraste con las ventas de bienes durables que se expandieron 5.4%, alcanzando su mayor crecimiento desde septiembre de 2022. Asimismo, según las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS), los ingresos reales de los sectores de servicios registraron un crecimiento positivo de 0.1% por primera vez en el último año.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB crecieron 10.8% en julio, impulsadas por un crecimiento de 30.4% de las exportaciones de carbón y de 26.7% en las ventas externas de café. De esta forma, las ventas externas de productos tradicionales registraron un crecimiento de 7% y las exportaciones no tradicionales, concentradas en sectores agroindustriales principalmente, aumentaron 15.9%.

### Variables de comercio exterior (PM3)

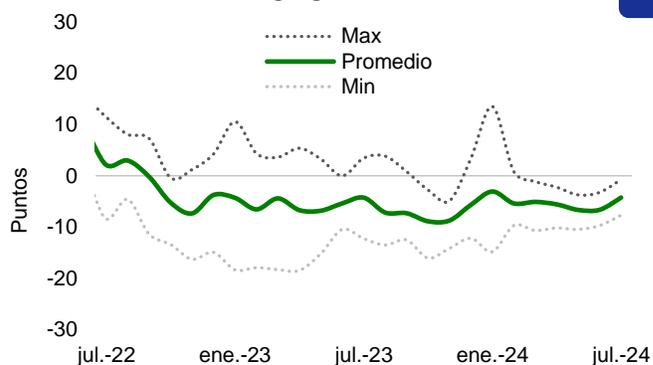
3



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 un crecimiento real de 8.9% de las exportaciones. En línea con lo anterior, los volúmenes de bienes exportados aumentaron 39.1% en el último mes. Esta buena dinámica de las ventas externas sigue apoyada por un crecimiento de nuestros socios comerciales que ha sido superior al previsto este año.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron una caída de 7.3% en junio. Las compras externas se vieron afectadas principalmente por la caída de 53.1% de las importaciones de equipo de transporte, mientras que las compras de bienes de consumo duradero aumentaron 1%. En términos reales, las importaciones cayeron 3.1%, pero en tendencia continúan mostrando mejoras consistentes con 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 desacelerando en 3T24 frente al crecimiento promedio de 1.5% del primer semestre.

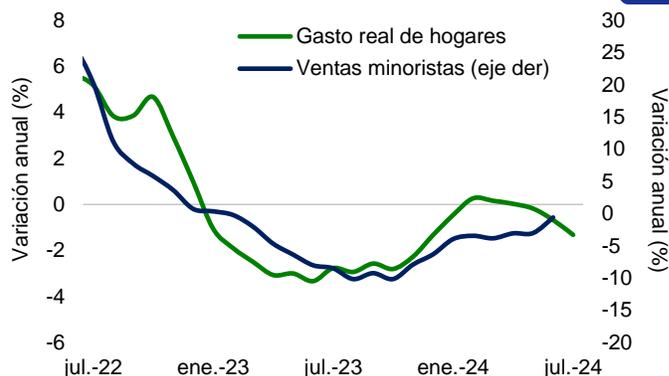
Nuestro índice agregado de confianza a nivel nacional, construido a partir de distintos índices disponibles de confianza de hogares y empresas, se mantuvo en niveles bajos en julio. La confianza de los agentes no muestra una tendencia definida que permita anticipar mejoras en las variables de gasto de cara a los últimos meses del año (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 tracción. El gasto real de los hogares, según las últimas cifras disponibles de RADDAR, se estaría contrayendo cerca de un 2% en 3T24, pronunciando la caída promedio de 0.7% de 2T24 (Gráfico 5).

El PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad con información más actualizada, anticipa un comportamiento de la industria que, si bien podría mejorar en el futuro cercano, seguiría siendo débil. En efecto, el promedio preliminar de 3T24 se sitúa en 49.9 puntos, similar al promedio de 49.6 puntos de 2T24, pero todavía en terreno de contracción (inferior a 50 puntos).

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

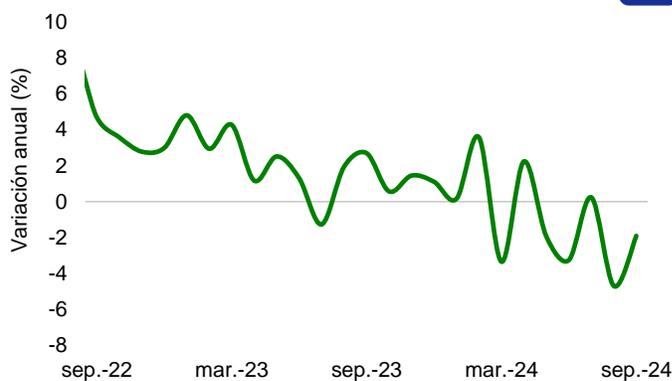
5



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

Demanda total de energía no regulada

6



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



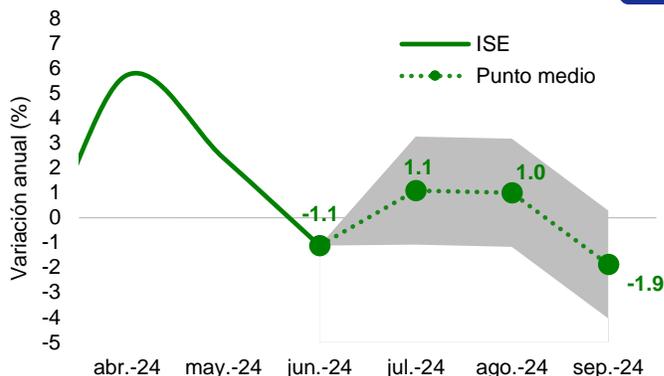
La demanda de energía no regulada, una buena variable proxy de inversión fija a tiempo real, también apunta a un menor crecimiento en 3T24. En efecto, la demanda de energía no regulada en agosto cayó 4.7%, la más fuerte desde 2021, y la información a tiempo real de septiembre muestra una contracción de 1.9%. En promedio, esto deja el crecimiento preliminar de 3T24 en -2.1%, inferior al promedio de -1% de 2T24.

Con los datos disponibles de alta frecuencia y a tiempo real, nuestro modelo *Nowcast* sugiere crecimientos del ISE de 1.1% en julio y de 1% para agosto. Para el mes de septiembre, nuestras estimaciones arrojan una caída de 1.9% que da cuenta de algunas afectaciones parciales del paro camionero sobre la producción este mes (Gráfico 7).

De esta manera, **estimamos un crecimiento preliminar de 0.1% para el PIB en 3T24**. Mantenemos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para todo 2024 en 1.9%.

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 mostraron un mejor comportamiento en el último mes, coherente con la recuperación de la actividad económica. No obstante, la demanda de empleo y los niveles de ocupación laboral siguen mostrando un desempeño regular, al tiempo que la tasa de desempleo permanece en niveles superiores a al promedio de 2023.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional descendió en julio hasta 10%, un mínimo de 10 meses (Gráfico 8). Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación aumentó hasta 57.7%, su nivel más alto desde septiembre de 2023, mientras que la tasa global de participación aumentó hasta 64.1%.

En tendencia central, la brecha positiva de empleo se han venido cerrando y es muy probable que finalice dicho ajuste hacia finales de 2024. La tasa de desempleo nacional permanece por debajo de sus niveles estructurales o no aceleradores de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), los cuales se estiman alrededor de 11%.

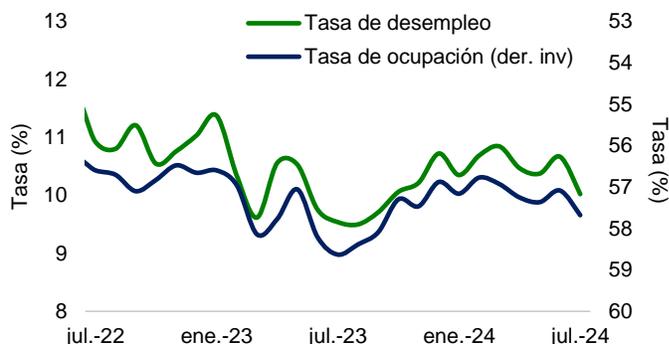
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, el comportamiento del desempleo fue similar al orden nacional y se redujo hasta 10%. El desempleo en las grandes ciudades permanece por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones de BanRep, se ubica cerca del 11.2% (Gráfico 9).

A nivel sectorial, la generación de empleos en las diferentes ramas de actividad mantiene una tendencia decreciente y su dinámica en tendencia sigue siendo inferior a la observada un año atrás (Gráfico 10). La demanda de trabajo en el sector primario continúa débil, situación que también anticipa una moderación en el crecimiento de este sector en el futuro cercano.

El total de ocupados aumentó 0.7% anual durante el último trimestre móvil con corte a julio, uno de los ritmos de creación de empleos más bajos desde marzo de 2021. La ocupación de la cadena primaria registró un crecimiento de 0.3% y el aumento de la ocupación en el sector terciario se sitúa alrededor del 0.6%. El acervo de ocupados en el sector secundario creció 1.5% en el último

Principales indicadores del mercado laboral\*

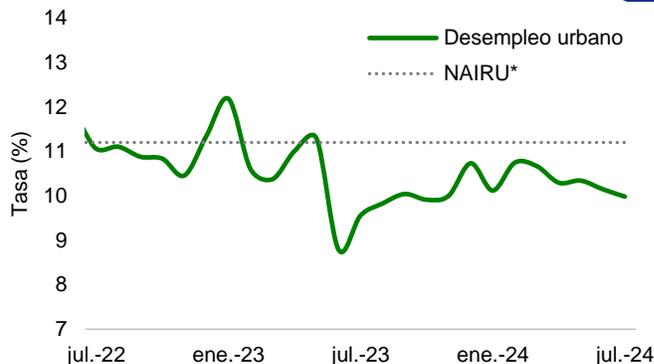
8



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

Evolución del desempleo en grandes ciudades\*

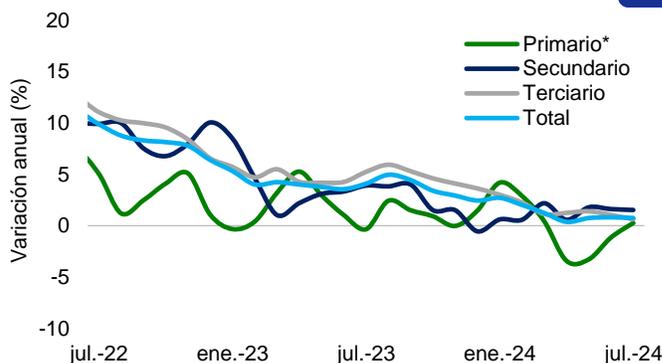
9



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.



mes, favorecido por una recuperación en la demanda de empleo del sector industrial.

Los sectores de construcción, transporte y almacenamiento, y suministro de servicios públicos, registraron reducciones de 119, 113 y 56 mil ocupados durante el último año con corte a julio, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de administración pública, industria manufacturera, e información y comunicaciones, con incrementos de 164, 67 y 63 mil personas en ese mismo orden.

La creación de empleos asalariados y formales en la economía también se mantiene frágil y comparativamente baja frente a los registros de años previos (Gráfico 11). La generación de empleos asalariados y formales sigue superando la del empleo no asalariado e informal.

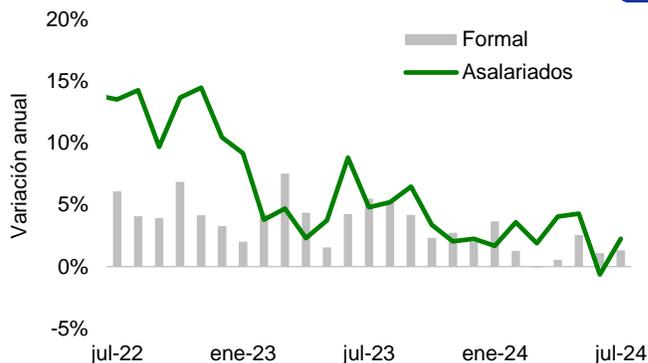
En efecto, el acervo de los empleos asalariados creció 2.3% en el último mes, mientras que la demanda de empleo no asalariado se contrajo 2.1%. Por su parte, el empleo formal creció 1.3% y el empleo informal registró una reducción de 6.4%.

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 junio, 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 15 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 la tendencia del desempleo continúe al alza en los próximos meses, aunque a una velocidad inferior a la prevista inicialmente. **Revisamos a la baja nuestra proyección promedio-año de tasa de desempleo nacional para 2024 desde 10.8% hasta 10.6%.**

Dinámicas del empleo asalariado y formal

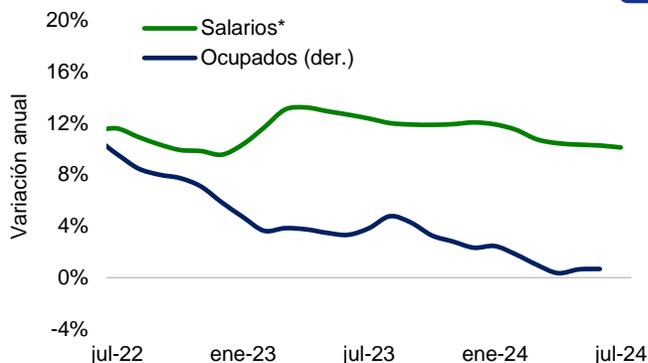
11



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% en agosto, sorprendiendo a la baja nuestras estimaciones y las del consenso de analistas. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC se situó muy por debajo del promedio histórico de 0.18% para el mismo mes e inferior a la variación mensual de 0.7% de agosto de 2023 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de -0.68%. Este resultado obedeció, principalmente, a una caída mensual de 2.58% del IPC de alimentos perecederos, sumado a la reducción de 0.14% de los precios de alimentos procesados. Los efectos acumulados de la apreciación acumulada de la tasa de cambio y menores costos de producción agropecuarios, así como unos niveles de abastecimiento de alimentos holgado, siguen influyendo en estos precios.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.02% (Tabla 1). El IPC de gas tuvo una variación de 3.61% y fue el que más aumentó dentro de esta canasta, seguido por el IPC de peajes que tuvo un incremento de 3.52% e incorporó el ajuste anunciado por el Gobierno en meses previos. Por su parte, el IPC de energía eléctrica tuvo una variación negativa de 1.46%.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual de -0.10%, 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 0.23% del IPC de bebidas alcohólicas en el último mes, que contrasta con las caídas de 0.36% en el IPC de muebles y electrodomésticos, y de 0.15% del IPC de vehículos y autopartes.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.32%, la más alta de los componentes del IPC. Dentro de los rubros que más pesaron en esta canasta se destaca el aumento de 0.51% del IPC de arrendamientos, seguido por la variación de 0.32% del IPC de restaurantes y bares. En contraste, los precios de pasajes aéreos registraron una caída de 1.52%.

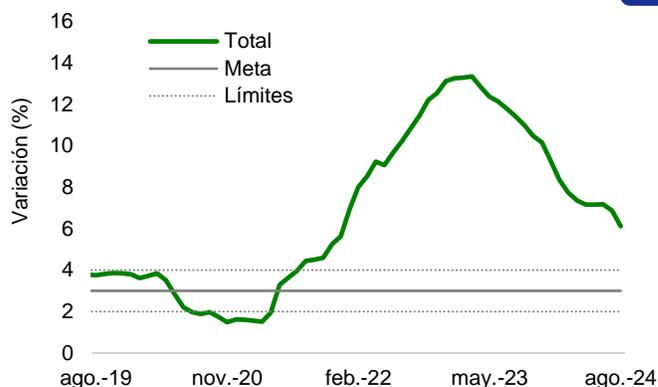
Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

		A	R	B	S	Total
Mensual	ago.-24	-0.68	0.02	-0.10	0.32	0.00
	ago.-23	1.13	0.95	0.34	0.55	0.70
Anual	ago.-24	3.38	11.14	0.76	7.45	6.12
	jul.-24	5.26	12.17	1.20	7.69	6.86
Cont.	ago.-24	0.51	1.93	0.14	3.64	6.12
	jul.-24	0.79	2.11	0.23	3.76	6.86
A/C	ago.-24	3.31	6.83	0.31	5.32	4.32
	ago.-23	4.93	12.70	6.64	6.81	7.42
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 se desaceleró fuertemente hasta 6.12%, un mínimo no visto desde diciembre de 2021 (Gráfico 13). La inflación del IPC de alimentos se redujo por primera vez en los últimos cinco meses y se ubicó en 3.38%. Por su parte, la inflación del IPC de regulados se moderó hasta 11.14%, pero se mantiene como la más alta dentro de los componentes del IPC.

La inflación del IPC de bienes se redujo hasta 0.76%, su valor más bajo desde enero de 2021 (Tabla 1). Por su parte, la inflación del IPC de servicios, la más rígida en el ciclo actual, fue de 7.45% 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 6.18%, su registro más bajo desde marzo de 2022. Pese a ello, continúa muy por encima de la meta de 3% de BanRep. La inflación sin alimentos fue 6.78%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 6.26%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 5.51% (Gráfico 14).

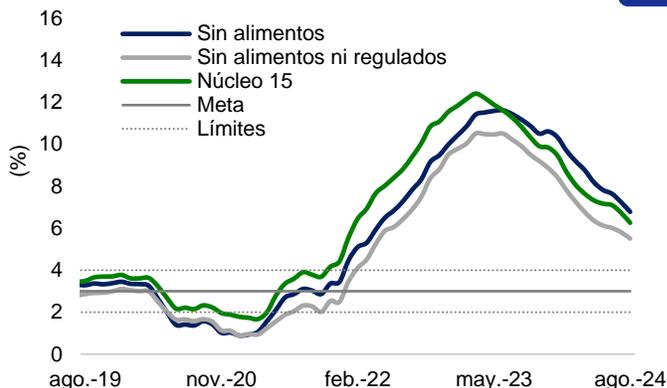
Las expectativas de inflación siguen descendiendo, pero todavía se sitúan, en promedio, por encima de la meta de BanRep (Gráfico 15). Las expectativas de los analistas a horizontes de 1 y 2 años se ubicaron en 4.16% y 3.52%, respectivamente, mientras que a 5 años se sitúan en 3.27%. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES descendió hasta 5.09% (Gráfico 15). Asimismo, las expectativas de cierre de 2024 descendieron hasta 5.69% y las de cierre de 2025 lo hicieron hasta 3.84%.

**Para el mes de septiembre pronosticamos una variación mensual de 0.37% en el IPC**, con lo cual la inflación anual descendería hasta 5.95%. Es de esperar que la senda de la inflación continúe a la baja para lo que resta del año.

La sorpresa en el dato de agosto fue equivalente a una desviación no despreciable de casi 0.3 p.p. frente a nuestra proyección. La mayor certeza sobre los ajustes en los precios del ACPM para lo que resta del año, muy por debajo de lo anunciado originalmente, resta también riesgos alcistas directos e indirectos dentro de toda la canasta del IPC para el futuro cercano. Además, la

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.



probabilidad de ocurrencia de La Niña en 4T24 ha descendido hasta valores levemente por debajo de 50%, desde un 80% estimada meses atrás, por lo cual riesgos de oferta asociados a este evento climático también se prevén ahora menores.

Por todo lo anterior, **revisamos a la baja nuestra proyección de inflación para el cierre de 2024 desde 6.2% hasta 5.6%.**

Según su calendario de 2024, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) no tomó decisiones de tasas de interés durante el mes de agosto. Estas se reanudarán durante la reunión de este mes.

Sin embargo, la JDBR decidió reducir los requerimientos de encaje para depósitos a la vista (cuentas corrientes y cuentas de ahorro, principalmente) y a plazo (CDT de menos de 18 meses) en 1 p.p. hasta 7% y 2.5%, respectivamente. Esta decisión tiene el objetivo de liberar hasta COP 6 billones de reservas bancarias y contribuir a la profundización financiera de la economía.

La sorpresa de inflación en agosto abrió considerablemente la puerta para que BanRep acelere los recortes en su tasa de intervención a partir de septiembre. Teniendo en cuenta la distribución del grupo mayoritario (5) y minoritario (2) dentro de la JDBR, y si bien algunos miembros del grupo mayoritario podrían preferir tener la información del dato de IPC de septiembre antes de votar por recortes de mayor magnitud, estimamos que la probabilidad de ocurrencia de este evento es alta.

De esta forma, esperamos que BanRep acelere el ritmo de recortes de tasas de interés a partir de septiembre con una reducción de 75 pbs mensuales. **Revisamos a la baja nuestro pronóstico de tasa de intervención al cierre de 2024 desde 9.25% hasta 8.5%.**



## 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 crecimiento económico que permanece por debajo de su potencial, así como por un riesgo de impago que se mantiene elevado. No obstante, desde hace varios meses atrás viene dando señales de recuperación gradual que debería consolidarse en el futuro cercano.

En términos reales (descontando inflación), el saldo de la cartera total de créditos se contrajo 4.7% en agosto, pero en tendencia sigue dando cuenta de mejoras en lo corrido de 2024 (Gráfico 16). Los créditos hacia los hogares registraron una contracción de 6.8%, mientras que las colocaciones hacia las empresas cayeron 2.9%.

Por modalidades, la cartera de microcrédito continúa exhibiendo el mayor crecimiento con un 2%, aunque se ha desacelerado recientemente. Esta modalidad sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular y pequeños productores-empresarios.

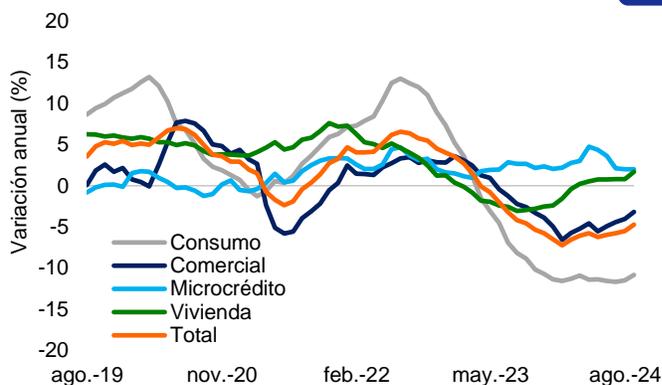
Por su parte, la cartera de vivienda registró un crecimiento real de 1.7%, siendo con la cartera de microcrédito las únicas modalidades que crecen en términos reales. La cartera comercial cayó 3.2% y la cartera de consumo registró una variación real negativa de 10.8%, pero en ambos casos la tendencia reciente muestra mejoras en su dinámica.

Varios indicadores de cartera continúan evidenciando un riesgo de impago relativamente alto en el sistema, pero su tendencia sigue siendo marcadamente bajista (Gráfico 17). Con información disponible al corte de junio, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 9.9%, el menor desde diciembre de 2022.

El crecimiento de cartera vencida más elevado lo exhibe la modalidad de microcrédito con 56.6%, seguido por el de la cartera de vivienda que se situó en 35%. Por su parte, la cartera vencida de la modalidad comercial crece a ritmos del 10.2% y la de consumo lo hace a una tasa de 2.1%, la más baja desde mayo de 2022.

Crecimiento real de la cartera por modalidad

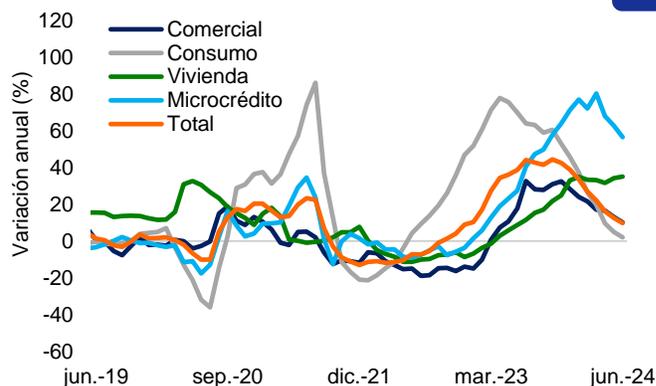
16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

17



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se ha estabilizado en 5.1% en junio. Por modalidades, el ICV de microcrédito continúa siendo el más alto en 9.6%, aunque ha venido descendiendo. El ICV de la modalidad de consumo se ubicó en 8.1%, el de cartera comercial en 3.7% y el de vivienda en 3.3% (Gráfico 18).

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 1% en junio, mínimos no registrados desde octubre 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 0.75%, superando los registros de 1T24. No obstante, permanece todavía muy 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 6.6%. El M2 y el M3 alcanzaron crecimientos de 8% y 7.2%, respectivamente (Gráfico 19).

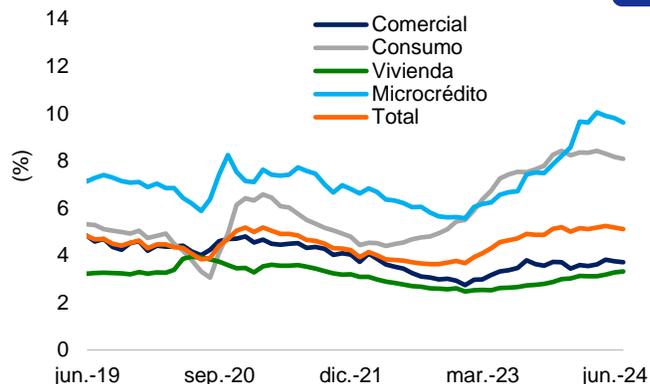
Las nuevas tendencias de los agregados monetarios obedecen, en su totalidad, a la flexibilización monetaria que inició BanRep desde finales del año pasado. En la medida que el emisor continúe recortando su tasa de referencia, sumadas las recientes decisiones de política monetaria en materia de encaje, es de esperar que la dinámica de los agregados monetarios se acelere antes de finalizar este año.

De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 8.8% en agosto. Allí sobresale la recuperación del efectivo circulante con un crecimiento de 11.1%. 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 -5.5 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 20). En

Evolución calidad de la cartera por modalidad

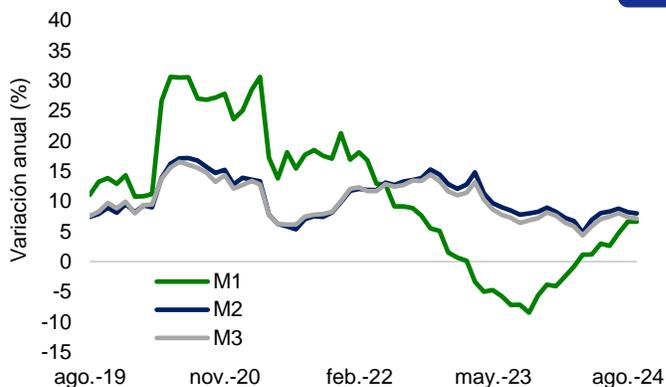
18



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

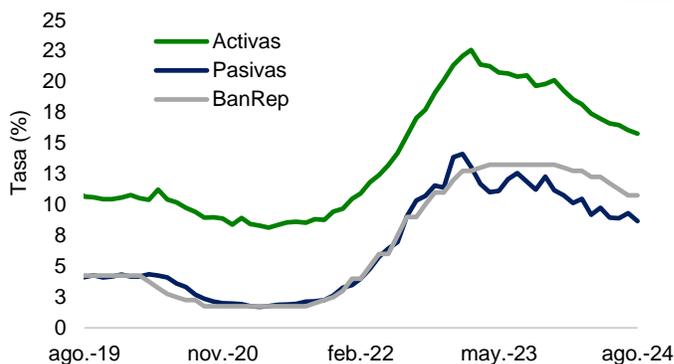
19



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas de interés en el sistema financiero\*

20



Fuente: BanRep. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Promedios ponderados por tipo de cartera y productos de captación.



promedio, en 3T24 las tasas de colocación se han reducido hasta niveles de 15.9%, favorecidas también por una mayor competencia entre establecimientos de crédito. Las tasas de captación también siguen descendiendo y el promedio preliminar de 3T24 se ubica en 9%, con presiones de fondeo muy bajas que han favorecido este comportamiento.

**Esperamos que el crecimiento real de la cartera de créditos se siga recuperando lentamente en 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, mejoras en los niveles de riesgo de impago e impulsos asociados a las recientes medidas anunciadas por el Gobierno y la banca privada.



## Contexto externo

La información disponible de actividad en el frente externo continúa mostrando un crecimiento de nuestros socios comerciales superior al previsto en 2024. La inflación global sigue 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 21).

En EEUU, la Fed decidió mantener inalterada su tasa de intervención en 5.25% - 5.5% durante su última reunión. No obstante, el actual balance de oferta y demanda agregada sigue apoyando los descensos esperados en la inflación, por lo que las recientes dinámicas del mercado laboral se han convertido en el principal foco de atención del emisor.

En nuestro escenario base, **esperamos que la Fed inicie los recortes de sus tasas de referencia en su próxima reunión de septiembre con un recorte de 25 pbs** (ver “Cada vez más cerca” en [CE – Agosto 6 de 2024](#)). 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.

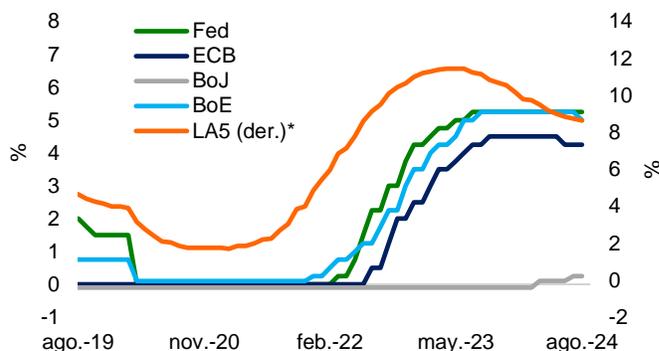
Bajo este contexto, las condiciones financieras en economías avanzadas siguen mejorando (Gráfico 22). Las recientes reducciones de tasas de interés de BC alrededor del mundo y la expectativa sobre los futuros movimientos por parte de la Fed, han contribuido a unas condiciones menos estrechas para el flujo de créditos.

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. En tendencia el PMI de la Eurozona se ha venido debilitando, perdiendo parte del impulso con el que había arrancado el año (Gráfico 23).

Tasas de interés de política monetaria

21



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

Estado de condiciones financieras globales\*

22



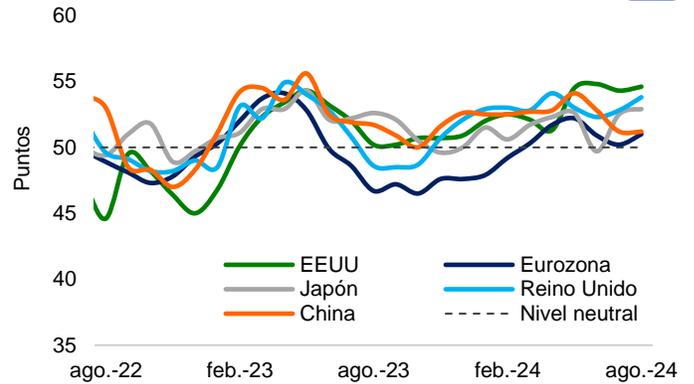
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Promedio de EEUU, Eurozona, Reino Unido y Asia (sin Japón).



En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 2T24 fue de 2.1%, superando la expansión de 0.8% de 1T24 (Gráfico 24). Las economías de Perú y Brasil lideraron el crecimiento en la región con expansiones de 3.6% y 2.8%, respectivamente. Por su parte, la economía de Argentina registró una contracción de 1.4%.

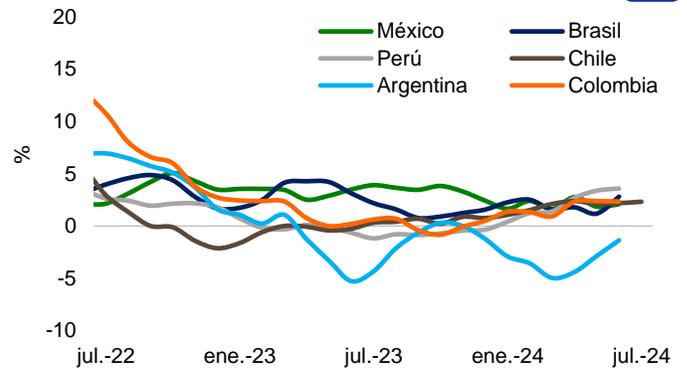
En este entorno, según la más reciente encuesta de Bloomberg a analistas económicos, la probabilidad de una recesión durante los próximos 12 meses se mantiene baja. La probabilidad de recesión en la Eurozona se ubica en niveles del orden de 30%, al igual que la de EEUU. En LATAM, la probabilidad de ocurrencia de una recesión se estima en 26.6%.

*Evolución PMI compuesto en economías grandes* **23**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Índices de actividad en economías de LATAM\** **24**



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



## Proyecciones Económicas

	2021	2022	2023	2024(p)	2025(p)
<b>Demanda agregada</b>					
PIB (%)	10.7	7.3	0.6	1.9	2.4
Consumo privado (%)	14.8	10.7	0.8	2.0	3.0
Gasto público (%)	10.3	0.8	1.6	1.0	1.7
Inversión fija (%)	11.2	11.5	-9.5	2.9	6.4
Demanda interna (%)	13.6	10.2	-4.0	1.7	3.2
Exportaciones (%)	14.8	12.3	3.4	2.9	3.1
Importaciones (%)	28.7	23.6	-15.0	1.3	6.2
<b>Sectores actividad económica</b>					
Agropecuario (%)	3.1	-0.8	1.4	5.2	1.1
Comercio (%)	20.9	10.7	-2.8	0.5	2.6
Construcción (%)	5.7	6.8	-4.1	2.6	2.6
Financiero (%)	3.4	6.6	7.9	0.2	3.0
Industria (%)	16.4	9.5	-3.6	-2.0	2.2
Minería (%)	0.2	1.3	2.7	-1.9	0.7
<b>Precios, tasas de interés y desempleo</b>					
Inflación (final del periodo %)	5.6	13.1	9.3	5.6	4.0
Tasa BanRep (final del periodo %)	3.00	12.00	13.00	8.50	5.25
DTF EA (promedio año %)	2.0	8.2	13.2	10.2	6.6
IBR overnight EA (promedio año %)	1.9	7.2	13.0	11.1	6.5
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	8.5	13.0	10.4	9.5	7.9
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	10.2	10.6	11.5
<b>Sector externo</b>					
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4326	4010	4175
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4766	3950	4050	4275
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.7	-6.1	-2.4	-1.8	-2.6
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.0	4.9	4.6	2.9	2.5
<b>Finanzas públicas</b>					
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.

---