



Octubre 10 de 2024

La espera hace el placer

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

Los datos de actividad de 3T24 sugieren un crecimiento que habría sido inferior al registrado durante el trimestre anterior, afectado parcialmente por el paro de transportadores de carga de septiembre que perjudicó la producción de algunos sectores. Las cifras preliminares de 4T24, aún escasas, sugieren una desaceleración adicional de la economía, en parte por la finalización de impulsos de oferta y demanda de principios de año, aunque en tendencia mantendría crecimientos superiores a los observados un año atrás.

Los principales indicadores del mercado laboral han venido mostrando un mejor comportamiento, coherente con la recuperación de la actividad económica. No obstante, el promedio de la tasa de desempleo en 2024 sigue superando el del año anterior y la demanda de empleo continúa evidenciando un desempeño regular. En este entorno, la inflación de los salarios nominales, aunque permanece elevada, continúa en una senda claramente bajista.

La inflación al consumidor se desaceleró nuevamente en septiembre y alcanzó mínimos no vistos desde diciembre de 2021. Las expectativas de inflación siguen descendiendo y en promedio se ubican dentro del rango de inflación objetivo de política monetaria. 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, 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 deberían suavizar restricciones a la oferta de crédito en el corto plazo. 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 los socios comerciales del país ha perdido algo de impulso en meses recientes, pero se mantiene por encima del promedio del año pasado. La inflación global sigue descendiendo y abriendo espacio para que los Bancos Centrales sigan flexibilizando sus posturas de política monetaria a través de recortes en las tasas de interés. En EEUU, la Fed inició el ciclo de reducciones de tasas de interés en septiembre, situación que mantiene unas favorables condiciones financieras globales.

Actividad económica

Las cifras disponibles de 3T24 sugieren un crecimiento de la actividad económica inferior al registrado en 2T24. En parte, lo anterior habría sido explicado por el efecto del paro de transportadores de carga que tuvo lugar en septiembre sobre la producción de algunos sectores, aunque estimamos que su magnitud fue moderada.

La escasa información disponible de 4T24 indica que la economía se estaría desacelerando frente a los registros de trimestres anteriores, en medio de un debilitamiento del gasto en servicios de los hogares, una menor dinámica de las exportaciones y la finalización de los impulsos de oferta y demanda del primer semestre del año (ver “Prudencia requerida” en [CE – Agosto 9 de 2024](#)).

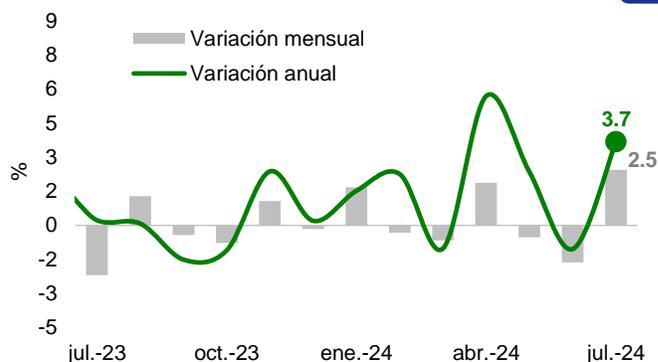
En este entorno, el Índice de Seguimiento a la Economía (ISE), en su serie corregida por estacionalidad y efecto calendario, registró un crecimiento mensual de 2.5% en julio (Gráfico 1), el más alto desde septiembre de 2021. En términos de su variación anual, el ISE en su serie original se expandió 3.7%¹, superando no sólo nuestras estimaciones y las del consenso de analistas, sino también el promedio de 2.3% de 2T24.

El ISE de la cadena **primaria** se expandió 7.5% en julio y mantiene en tendencia ritmos de expansión superiores al resto de las grandes ramas de actividades (Gráfico 2). La producción de cultivos agrícolas (incluyendo café) sigue sustentando en gran medida el buen desempeño del sector agropecuario. En contraste, las actividades del sector minero-energético registraron contracciones en su mayoría de índices adelantados, aunque explicadas mayoritariamente por la menor producción del sector de carbón. Esto ha sido ligeramente compensado por una mejor dinámica de la producción petrolera.

El ISE del sector **secundario**, muy ligado al consumo intermedio de la economía y la formación bruta de capital fijo, aumentó 1.5% en julio. En tendencia central, este sector continúa en una senda de recuperación que inició desde finales del año pasado.

Comportamiento del ISE durante el último año*

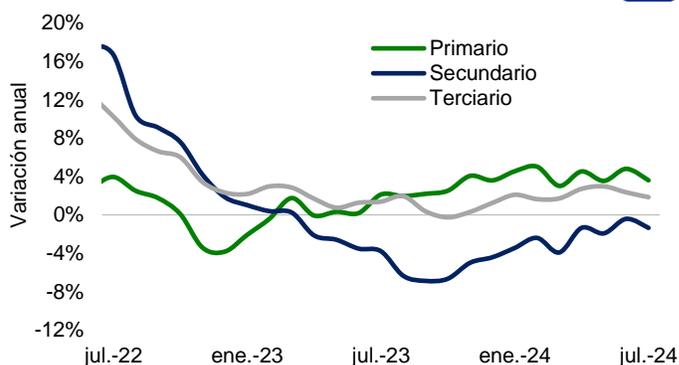
1



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 un crecimiento de 2%. 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 obras civiles, pero la actividad en edificaciones, especialmente residenciales, sigue rezagada.

El ISE **terciario**, que mide el comportamiento de sectores ligados al gasto privado y público de servicios, registró un crecimiento de 3.5% en julio. En buena medida, este resultado volvió a sustentarse por un sobresaliente crecimiento de 7.8% de su componente público. El componente privado se sigue recuperando y su crecimiento fue de 1.6%.

El índice de ventas reales del comercio minorista sigue ganando tracción y en el último mes tuvo una expansión de 1.6%. Las ventas reales de bienes no durables y semidurables cayeron 6.9% y 6.4%, respectivamente, en contraste con las ventas de bienes durables que se expandieron 6.3%, alcanzando su mayor crecimiento desde septiembre de 2022. En contraste, las cifras de la Encuesta Mensual de Servicios (EMS) mostraron una caída de 2.3% en los ingresos reales de los servicios.

En cuanto a las variables de comercio exterior, las exportaciones en valor FOB cayeron 2.5% en agosto, afectadas por una contracción de 27.1% de las exportaciones de carbón y de 10.1% en las ventas externas de petróleo. Las ventas externas de productos tradicionales registraron una reducción de 8.6%, mientras que las exportaciones no tradicionales, concentradas en sectores agroindustriales principalmente, aumentaron 5.2%.

Controlando el efecto nominal-precio de las ventas externas, nuestros cálculos revelan una caída real de 1.2% de las exportaciones. En línea con lo anterior, los volúmenes de bienes exportados se redujeron 10% en el último mes. La dinámica de las exportaciones viene marcando una desaceleración significativa desde 2T24, en línea con un menor crecimiento de la demanda externa.

Por su parte, las cifras disponibles de importaciones en dólares FOB mostraron un crecimiento de 11.5% en julio.

Variables de comercio exterior (PM3)

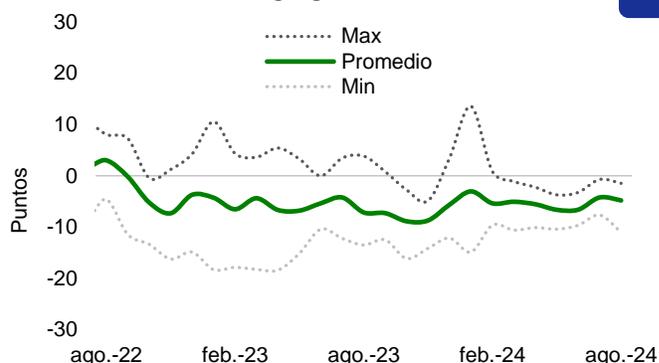
3



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Índice de confianza agregado en Colombia*

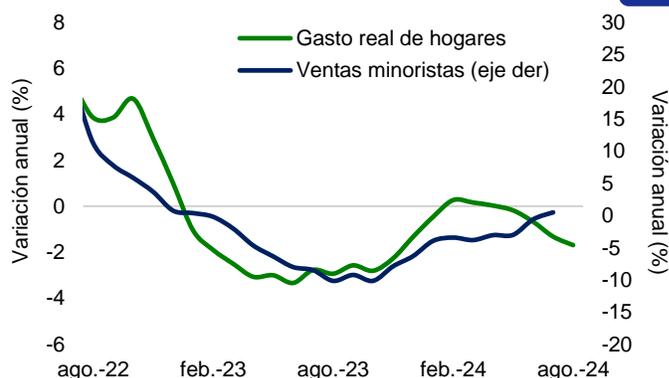
4



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.

Gasto real de los hogares vs ICPM (PM3)

5



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

Las compras externas se vieron favorecidas principalmente por la expansión de 39.7% en las importaciones de bienes de capital para la industria y por el aumento de 41.4% en las compras de bienes de consumo durable. En términos reales, las importaciones crecieron 15.1% y siguen evidenciando consistencia 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 en 4T24 estaría perdiendo impulso frente a los crecimientos de los trimestres previos.

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 negativos en agosto. La lectura preliminar de 3T24 no muestra cambios importantes que permitan anticipar un cambio de tendencia en el gasto agregado para 4T24 (Gráfico 4).

La tendencia del consumo real de los hogares en 3T24 sigue perdiendo tracción, algo que estaría asociado a un bajo gasto en servicios. En efecto, el gasto real de los hogares, según cifras de RADDAR, se habría contraído 1.6% en 3T24, pronunciando la caída promedio de 0.7% de 2T24 y contrastando con la dinámica de las ventas minoristas, las cuales están más atadas al ciclo del gasto en bienes (Gráfico 5).

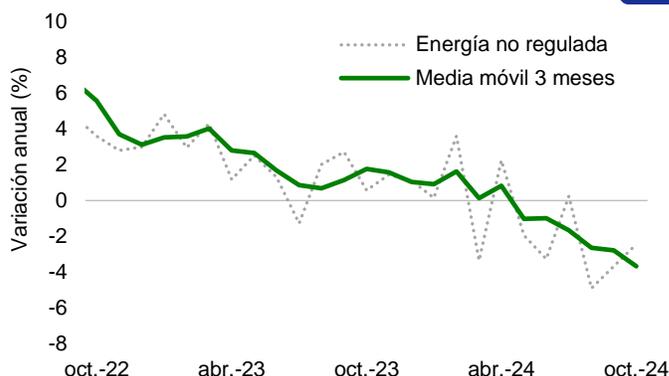
El PMI manufacturero, que es un índice coincidente de actividad con información más actualizada, anticipa un comportamiento de la industria que seguiría siendo débil. En efecto, el promedio de 3T24 se situó en 49.3 puntos, inferior al promedio de 49.6 puntos de 2T24 y todavía en terreno de contracción (inferior a 50 puntos).

La demanda de energía no regulada, una buena variable proxy de inversión fija a tiempo real, continúa en una senda bajista que se estaría profundizando en 4T24 (Gráfico 6). El crecimiento de esta variable en septiembre fue negativo en 3.7%, dejando el promedio de 3T24 en un decrecimiento de 2.8%. La información a tiempo real de octubre muestra una contracción de 2.4% (Gráfico 6).

Teniendo en cuenta toda la información anterior, nuestro modelo *Nowcast* sugiere una expansión de 2.3% de la actividad económica en agosto, todavía favorecida por los vientos de cola de los impulsos de oferta y demanda del

Demanda total de energía no regulada

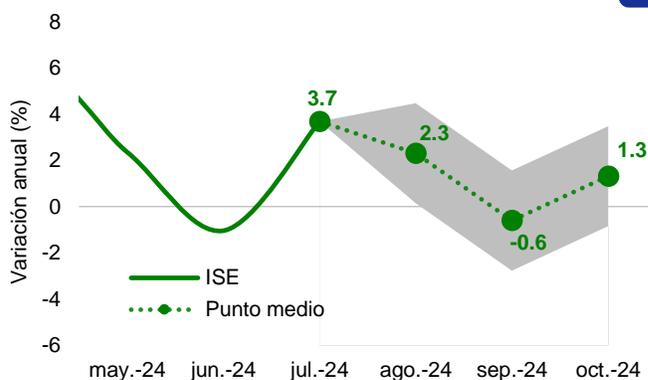
6



Fuente: XM. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Intervalo de pronóstico de corto plazo del ISE*

7



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

primer semestre del año. Para septiembre, nuestros cálculos apuntan a una caída de 0.6% de la actividad, recogiendo los efectos parciales del paro de transportadores (Gráfico 7). Las estimaciones para octubre sugieren un crecimiento de apenas 1.3%.

De esta manera, **estimamos un crecimiento del PIB de 1.8% en 3T24**, inferior al 2.1% de 2T24. Para todo 2024, mantenemos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB en 1.9%.

Mercado laboral

Los principales indicadores del mercado laboral siguen mostrando leves mejoras en meses recientes, coherente con la recuperación de la actividad económica en 2024. No obstante, el promedio año corrido de la tasa de desempleo este año sigue superando el de 2023 y la demanda de empleo permanece débil.

En su serie ajustada por estacionalidad, la tasa de desempleo nacional se mantuvo en agosto en 10%, un mínimo de 10 meses (Gráfico 8). Tomando también las series desestacionalizadas, la tasa de ocupación aumentó hasta 58.1%, su nivel más alto desde septiembre de 2023. La tasa global de participación se viene recuperando y aumentó hasta 64.5%, su valor más alto en los últimos 13 meses.

En tendencia central, la brecha positiva de empleo se sigue cerrando, pero ante los mejores resultados de los últimos meses es probable que ahora finalice este proceso hacia 1T25. 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%.

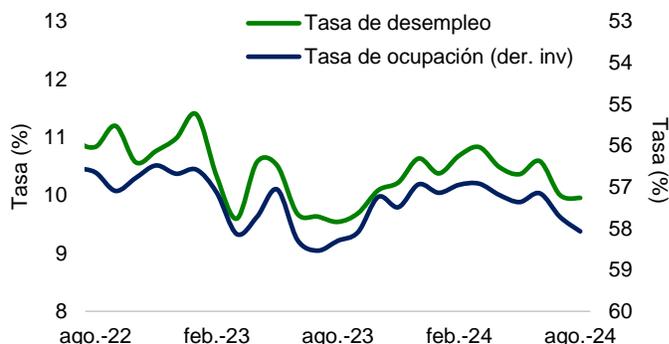
Para el caso de las 13 grandes ciudades y áreas metropolitanas, la tasa de desempleo aumentó ligeramente hasta 10.2%. El desempleo en las grandes ciudades también permanece por debajo de la tasa NAIRU urbana que, según estimaciones de BanRep, se ubica cerca del 11.2% (Gráfico 9).

A nivel sectorial, la generación de empleos en las diferentes ramas de actividad mantiene una tendencia decreciente y su dinámica sigue siendo inferior a la observada un año atrás (Gráfico 10). La demanda de trabajo en el sector secundario sigue siendo la más débil.

El total de ocupados aumentó 0.4% anual durante el último trimestre móvil con corte a agosto, uno de los ritmos de creación de empleos más bajos desde marzo de 2021. La ocupación de la cadena primaria registró un crecimiento de 1.2% y el aumento de la ocupación en el sector terciario se situó alrededor del 0.7%. El acervo de ocupados en el sector secundario cayó 1.1% en el último trimestre móvil.

Principales indicadores del mercado laboral*

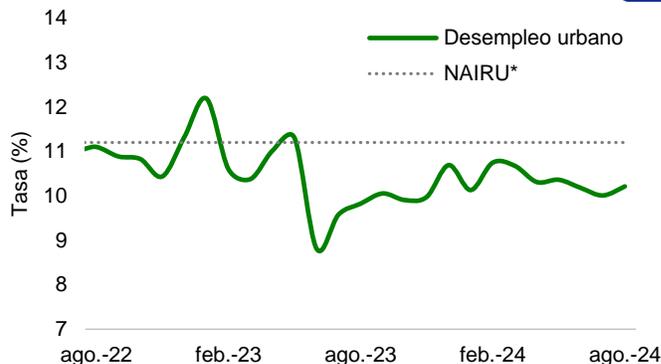
8



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

Evolución del desempleo en grandes ciudades*

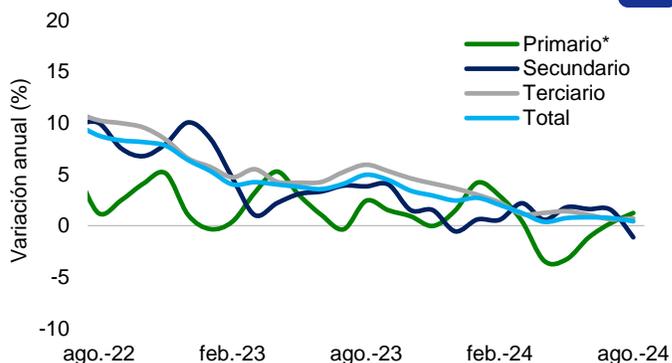
9



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.

Los sectores de construcción, administración pública y actividades inmobiliarias registraron reducciones de 84, 74 y 71 mil ocupados durante el último año con corte a agosto, respectivamente. Por su parte, los sectores que más adicionaron empleos fueron los de actividades artísticas y de recreación, comercio, y alojamiento y servicios de comida, con incrementos de 195, 159 y 116 mil personas en ese mismo orden.

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

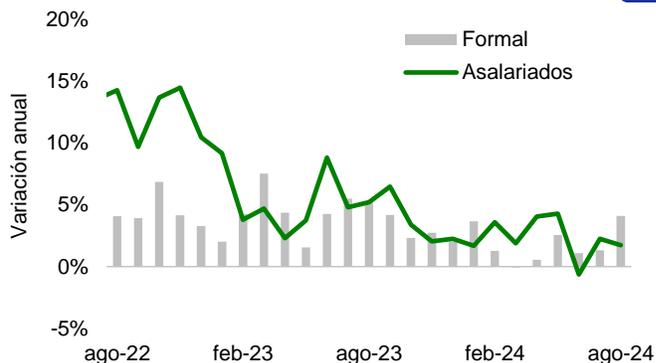
En efecto, el acervo de los empleos asalariados creció 1.7% en el último mes, mientras que la demanda de empleo no asalariado lo hizo en 0.6%. Por su parte, el empleo formal creció 4.1% y el empleo informal registró una reducción de 13.7%.

La menor dinámica de la demanda de trabajo sigue restando presiones a los salarios nominales (Gráfico 12). La inflación salarial fue de 9.8% en julio, la más baja desde finales de 2022, pero se mantiene por encima de la inflación al consumidor en cerca de 3 p.p. Así, la inflación de los salarios reales completó 16 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 ahora a una velocidad inferior a la prevista inicialmente. **Mantenemos nuestra proyección promedio-año de tasa de desempleo nacional para 2024 en 10.6%.**

Dinámicas del empleo asalariado y formal

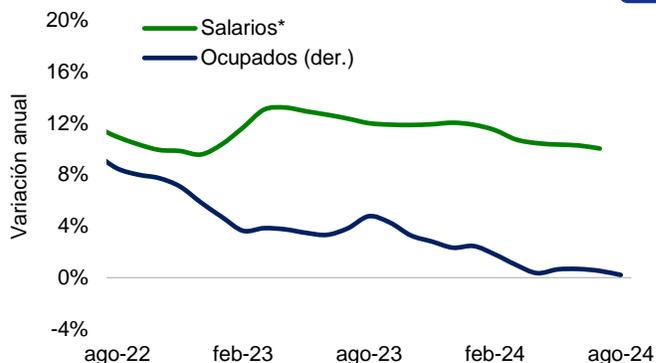
11



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 0.24% en septiembre, en línea con las estimaciones del consenso de analistas e inferior a nuestra proyección. Frente a sus puntos de referencia en el pasado, la variación mensual del IPC fue muy similar a su promedio histórico de 0.26% para el mismo mes e inferior a la variación mensual de 0.54% de septiembre de 2023 (Tabla 1).

Por grandes componentes, según metodología de BanRep, el IPC de alimentos tuvo una variación mensual de 0.11%, evidenciando unas afectaciones del paro de transportadores prácticamente nulas. Este resultado se dio en medio de un aumento mensual de 0.71% en el IPC de alimentos perecederos, que fue compensado por una caída de 0.07% de los precios de alimentos procesados.

El IPC de bienes y servicios regulados registró un incremento mensual de 0.06% (Tabla 1). El IPC de energía eléctrica fue el que más descendió dentro de esta canasta y tuvo una variación negativa de 1.97%, seguido por el IPC de gas, que cayó 0.55%. Por su parte, el IPC de educación preescolar, primaria y secundaria aumentó 3.12% por el pago de matrículas de colegios calendario B.

El IPC de bienes (sin alimentos ni regulados) tuvo una variación mensual nula (0%). Allí se destacan el aumento de 0.1% del IPC de vestuario y calzado, seguido por la variación de 0.07% del IPC de bebidas alcohólicas. Esto contrastó con las caídas de 0.06% en el IPC de productos de aseo y cuidado personal, y de 0.04% del IPC de vehículos y autopartes.

En el caso del IPC de servicios, la variación mensual del último mes fue 0.47%, la más alta de los componentes del IPC. Dentro de los rubros que más pesaron en esta canasta se destaca el aumento de 0.58% del IPC de arrendamientos, seguido por la variación de 0.52% del IPC de restaurantes y bares. Adicionalmente, los precios de pasajes aéreos registraron un aumento de 6.32%, afectados en parte por la reciente depreciación de la tasa de cambio.

De esta forma, la inflación anual del IPC continuó con una clara tendencia bajista y se desaceleró hasta 5.81%, un

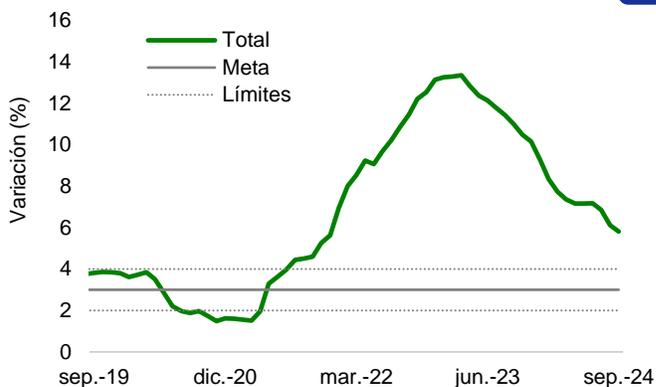
Resultados del IPC clasificación BanRep (%)

		A	R	B	S	Total
Mensual	sep.-24	0.11	0.06	0.00	0.47	0.24
	sep.-23	0.74	0.95	0.15	0.44	0.54
Anual	sep.-24	2.73	10.15	0.60	7.48	5.81
	ago.-24	3.38	11.14	0.76	7.45	6.12
Cont.	sep.-24	0.41	1.76	0.11	3.65	5.81
	ago.-24	0.51	1.93	0.14	3.64	6.12
A/C	sep.-24	3.42	6.89	0.31	5.82	4.58
	sep.-23	5.70	13.77	6.80	7.27	8.00
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.

mínimo no visto desde diciembre de 2021 (Gráfico 13). La inflación del IPC de alimentos se situó en 2.73%, mientras que la inflación del IPC de regulados, aunque se mantiene como la más alta dentro de los componentes del IPC, fue la que más aportó a la desaceleración de la inflación total y se moderó hasta 10.15%.

La inflación del IPC de bienes se redujo hasta 0.6%, su valor más bajo desde enero de 2021. Por su parte, la inflación del IPC de servicios, la más rígida en el ciclo actual, fue de 7.48% y sigue afectada por fenómenos de indexación de precios.

En este entorno, el promedio de las principales medidas de inflación núcleo se redujo hasta 6.08%, 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 6.55%, seguida por la inflación núcleo 15 que se ubicó en 6.18%. La inflación sin alimentos ni regulados, nuestra medida preferida de inflación núcleo, descendió hasta 5.49% (Gráfico 14).

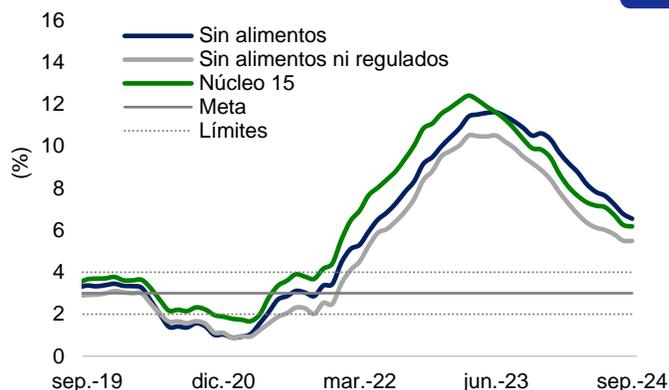
Las expectativas de inflación siguen descendiendo y en promedio ya se ubican dentro del rango meta de BanRep (Gráfico 15). Las expectativas de los analistas a horizontes de 1 y 2 años se ubicaron en 4.19% y 3.49%, respectivamente, mientras que a 5 años se sitúan en 3.27%. El promedio de las inflaciones implícitas a 1, 5 y 10 años en el mercado de TES descendió hasta 5.04% (Gráfico 15). Las expectativas de cierre de 2024 disminuyeron hasta 5.57%, mientras que las de cierre de 2025 tuvieron un ligero aumento hasta 3.88%.

Para el mes de octubre pronosticamos una variación mensual de 0.20% en el IPC, con lo cual la inflación anual descendería hasta 5.76%. La probabilidad de un fenómeno de La Niña sigue descendiendo y ahora se proyecta su pico hacia principios de 2025, mitigando por esta vía riesgos inflacionarios para lo que resta del año. Asimismo, la decisión del gobierno de asumir la deuda de la opción tarifaria para usuarios de energía eléctrica de estratos bajos sigue favoreciendo las tarifas de energía y se espera que esto continúe en el futuro cercano.

Por todo lo anterior, **revisamos a la baja nuestra proyección de inflación para el cierre de 2024 desde 5.6% hasta 5.4%.**

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, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) recortó su tasa de interés de referencia en 50 pbs hasta 10.25% durante su reunión de septiembre, inferior a nuestra estimación de un recorte de 75 pbs (ver “Llegó la hora de acelerar” en [CE – Septiembre 24 de 2024](#)).

El sesgo de la JDBR sigue siendo totalmente bajista, aunque ahora con una máxima división posible entre sus miembros (Gráfico 16). En efecto, cuatro codirectores (grupo mayoritario) votaron por un recorte de 50 pbs y los restantes tres votaron por una reducción de 75 pbs.

Para el grupo mayoritario, una reducción de la tasa de intervención en mayor magnitud podría generar riesgos cambiarios-inflacionarios. Llamamos la atención sobre la incertidumbre fiscal, que ha dificultado que Colombia se favorezca de unas condiciones financieras externas más holgadas.

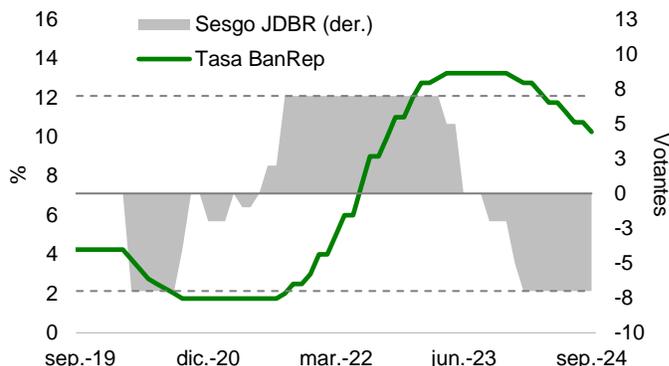
Los miembros que formaron parte del grupo minoritario resaltaron el descenso en las expectativas de inflación, que anticipan que la inflación seguiría descendiendo y retornaría al rango meta de BanRep. También destacaron el momento que luce apropiado para fortalecer la reactivación económica, principalmente en la inversión, así como para contrarrestar la debilidad del mercado laboral.

Bajo este contexto, el promedio de la tasa de interés real de política monetaria acumuló 25 meses por encima del nivel neutral (no inflacionario) estimado por el equipo técnico de BanRep y se situó en 5.32% en septiembre (Gráfico 17).

Anticipamos que BanRep podría acelerar la magnitud de los recortes de tasas de interés hasta 75 pbs mensuales antes de finalizar 2024, probablemente a partir de su reunión de octubre, con lo cual la tasa de referencia descendería hasta 9.5%. **Revisamos al alza nuestro pronóstico de tasa de intervención para el cierre de 2024 desde 8.5% hasta 8.75%.**

Tasa de referencia vs distribución JDBR

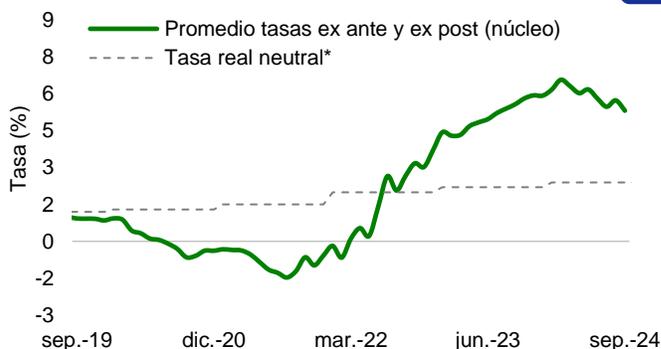
16



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la tasa real de política monetaria

17



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

Mercado de créditos

La dinámica de la cartera total de créditos del sistema financiero permanece débil. Lo anterior es coherente con una demanda de créditos todavía afectada por un contexto de tasas de interés altas y un crecimiento económico bajo, sumado a un riesgo de impago que se mantiene elevado. No obstante, desde hace varios meses atrás la tendencia en varios de estos indicadores da cuenta de mejoras en el ritmo real de las colocaciones de crédito y en las dinámicas de la cartera morosa y vencida.

En términos reales (descontando inflación), el saldo de la cartera total de créditos se contrajo 4.6% en septiembre, su menor caída desde agosto del año pasado (Gráfico 18). Los créditos hacia los hogares registraron una contracción de 6.9%, mientras que las colocaciones hacia las empresas cayeron 2.5%.

Por modalidades, ahora la cartera de vivienda exhibe el mayor crecimiento, con una variación anual-real de 2%. La cartera de microcrédito se sigue desacelerando y se expandió 1.6%. Esta modalidad sigue apoyada por medidas fiscales enfocadas en el otorgamiento de créditos a la economía popular y pequeños productores-empresarios.

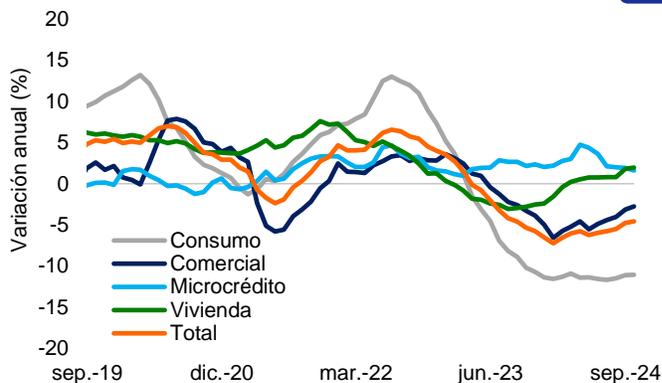
La cartera comercial cayó 2.8%, pero su tendencia del último año ha sido claramente alcista. Por su parte, la cartera de consumo registró una variación real negativa de 11.1% y sigue siendo la más rezagada entre todas las modalidades.

Varios indicadores de cartera continúan evidenciando un riesgo de impago relativamente alto en el sistema, pero en el balance su tendencia marcadamente bajista sustenta mejoras para la irrigación de crédito por el lado de la oferta (Gráfico 19). Con información disponible al corte de julio, el crecimiento del saldo de la cartera vencida del sistema fue de 6.2%, el menor ritmo desde noviembre de 2022.

El crecimiento de cartera vencida más elevado lo exhibe la modalidad de microcrédito con 47.8%, seguido por el de la cartera de vivienda que se situó en 35.7% y por el de la cartera comercial que crece a ritmos de 4.3%. El crecimiento de la cartera vencida de consumo cayó por

Crecimiento real de la cartera por modalidad

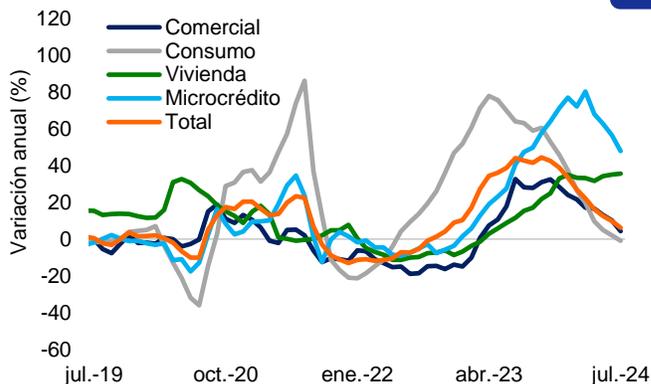
18



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de la cartera vencida por modalidad

19



Fuente: Superfinanciera. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

primera vez desde mayo de 2022 y lo hizo a una tasa de -0.8%.

En línea con lo anterior, el indicador de cartera vencida (ICV) del sistema se ha estabilizado alrededor de 5.1%. Por modalidades, el ICV de microcrédito continúa siendo el más alto y aumentó en julio hasta 10.1%. El ICV de la modalidad de consumo se ubicó en 7.8%, el de cartera comercial en 3.8% y el de vivienda en 3.4% (Gráfico 20).

Bajo este contexto, el deterioro de la cartera total se sigue desacelerando y alcanzó un crecimiento de 0.3% en julio, mínimos no registrados desde septiembre de 2022 y consistente con una menor presión en provisiones. Así, la rentabilidad del activo (ROA) de los establecimientos de crédito habría mejorado en 3T24 y en promedio se ubicaría en 0.78%, superando levemente los registros de 2T24. No obstante, todavía permanece muy por debajo de su promedio histórico.

Los agregados monetarios de menor liquidez, como el M2 y el M3, ya crecen a ritmos muy similares de los de alta rotación como el M1, que ha venido ganando terreno aceleradamente. La tendencia del M1 ha sido claramente alcista desde septiembre del año pasado y en la actualidad registra un crecimiento de 7.5%. Por su parte, el M2 y el M3 alcanzaron crecimientos de 7.6% y 6.8%, respectivamente (Gráfico 21).

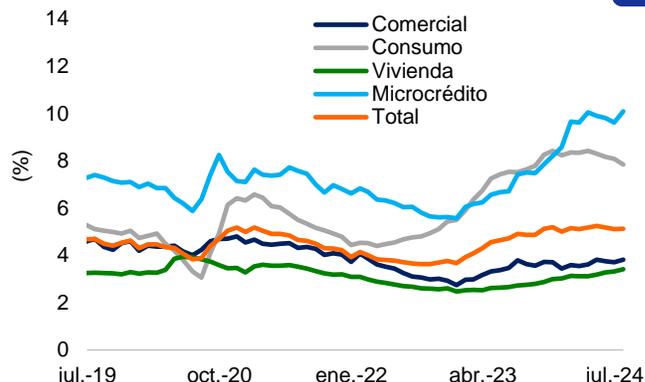
Las nuevas tendencias de los agregados monetarios obedecen, en su totalidad, a la flexibilización monetaria que inició BanRep desde finales del año pasado. Las recientes medidas de reducción del encaje hacen prever que esta dinámica de los medios de pago, especialmente en los de mayor liquidez, sigan ganando tracción.

De esta manera, la base monetaria tuvo una expansión de 7.2% en septiembre. Allí sobresale la recuperación del efectivo circulante con un crecimiento de 12.3%. 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 -5.6 p.p. Este desequilibrio de demanda en el mercado de créditos continúa liberando presiones sobre las tasas de mercado.

En este entorno, las tasas de interés activas y pasivas volvieron a descender (Gráfico 22). En promedio, en

Evolución calidad de la cartera por modalidad

20



Fuente: Superfinanciera. Investigaciones Económicas - BAC.

Medios de pago por categorías de liquidez

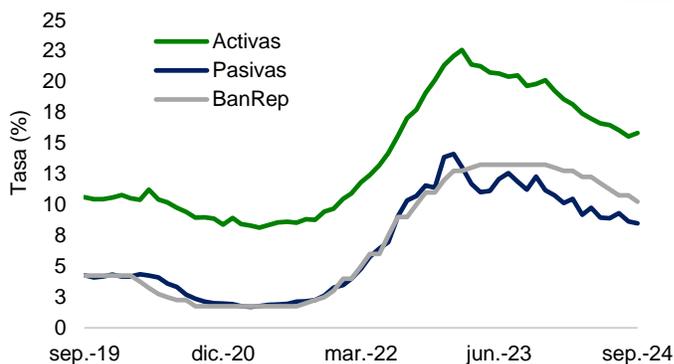
21



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.

3T24 las tasas de colocación se redujeron hasta niveles de 15.8%, favorecidas también por una mayor competencia entre establecimientos de crédito. Las tasas de captación también siguen descendiendo y el promedio de 3T24 alcanzó 8.8%, 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 y cierre el año en ritmos de -3.9%. De cara a 2025 somos optimistas y proyectamos un crecimiento real positivo de 1.6%, por primera vez en tres años.

Nuestra expectativa se sustenta en unos supuestos de consolidación en el proceso de recuperación económica con menores tasas de interés, algo que estimulará la demanda de créditos. Las mejoras previstas en los niveles de riesgo de impago, así como los impulsos de política al crédito recientemente anunciados, refuerzan esta perspectiva (ver “Impulsos al crédito” en [CE – Octubre 3 de 2024](#)).

Contexto externo

La información disponible de actividad en el frente externo continúa mostrando un crecimiento de nuestros socios comerciales relativamente alto, aunque en meses recientes ha perdido algo de impulso. La inflación global sigue descendiendo y abriendo espacio para que los Bancos Centrales (BC) mantengan una flexibilización en sus posturas de política monetaria a través de recortes en las tasas de interés (Gráfico 23). Bajo este contexto, las condiciones financieras globales siguen mejorando

En EEUU, la Fed recortó en 50 pbs sus tasas de referencia hasta el rango 4.75% - 5% durante su última reunión, superando el recorte de 25 pbs esperado por los analistas. La Fed mostró una mayor confianza sobre el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta de 2% en el horizonte de política, al tiempo que reveló ciertas preocupaciones en torno al comportamiento reciente del mercado laboral.

En nuestro escenario base, **esperamos que la Fed recorte en 25 pbs las tasas de referencia durante sus próximas reuniones de noviembre y diciembre**, llevándolas al cierre de año hasta el rango 4.25% - 4.5% (ver “Tiempo de relajamiento” en [CE – Septiembre 19 de 2024](#)).

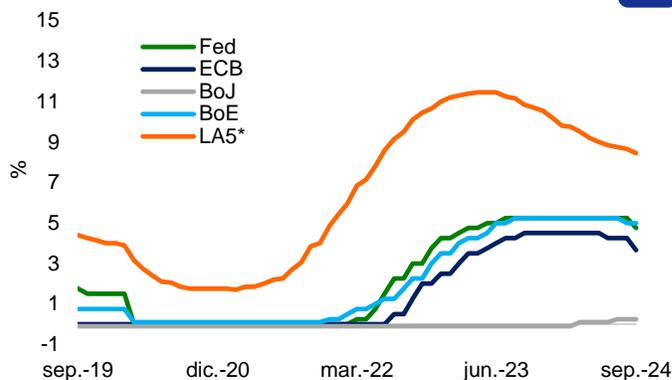
En cuanto a las cifras recientes de actividad económica, los últimos datos del índice PMI compuesto muestran un comportamiento heterogéneo entre grandes economías y una pérdida de impulso importante en algunas de ellas como la Eurozona y China (Gráfico 24). A pesar de lo anterior, el crecimiento en lo que va corrido de 2024 sigue superando los registros de 2023.

El PMI compuesto de las principales economías avanzadas (EEUU, Reino Unido y Japón) y China, permanecen por encima de la barrera de los 50 puntos que denota terreno de expansión. Por su parte, el PMI de la Eurozona se ha venido debilitando, perdiendo el impulso con el que había iniciado el año y cayendo a terreno de contracción recientemente (valores por debajo de 50 puntos).

En LATAM, según nuestras estimaciones, el crecimiento promedio de la economía durante 3T24 habría sido de 3.7%, superando la expansión de 2% de 2T24 (Gráfico

Tasas de interés de política monetaria

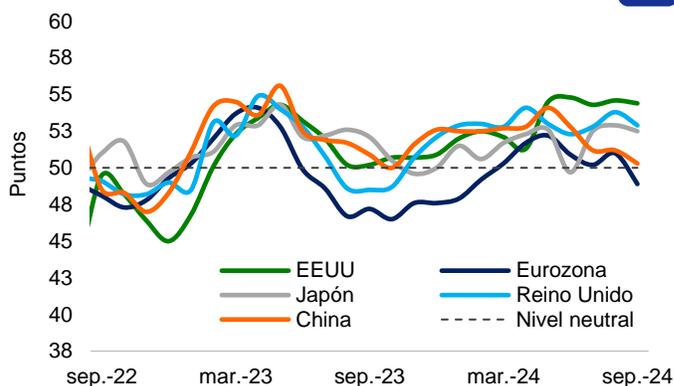
23



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

Evolución PMI compuesto en economías grandes

24



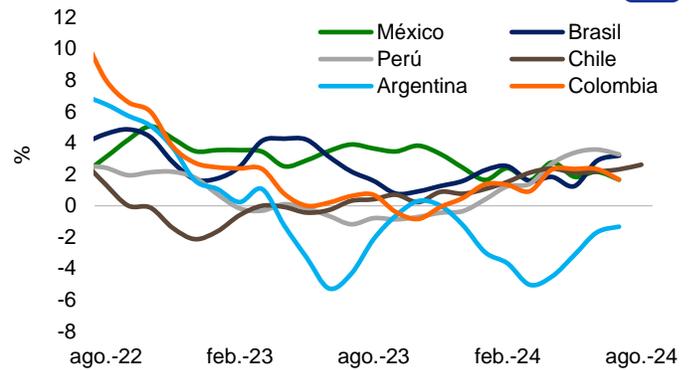
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

25). Las economías de Brasil y Perú habrían liderado el crecimiento en la región con expansiones de 5.3% y 4.5%, respectivamente. Por su parte, la economía de Argentina habría registrado una contracción de 1.3% y permanece como la más rezagada en la región.

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 24.4%.

Índices de actividad en economías de LATAM*

25



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	2.4
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
Sectores actividad económica					
Agropecuario (%)	3.1	-0.8	1.4	5.2	1.2
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
Precios, tasas de interés y desempleo					
Inflación (final del periodo %)	5.6	13.1	9.3	5.4	4.0
Tasa BanRep (final del periodo %)	3.00	12.00	13.00	8.75	5.50
DTF EA (promedio año %)	2.0	8.2	13.2	10.3	7.0
IBR overnight EA (promedio año %)	1.9	7.2	13.0	11.3	6.9
Tasa de interés de los TES a 10 años (%)	8.5	13.0	10.4	10.0	9.0
Tasa de desempleo nacional (%)	13.8	11.2	10.2	10.6	11.5
Sector externo					
Tasa de cambio (promedio anual)	3749	4246	4326	4020	4250
Tasa de cambio (final del periodo)	3981	4766	3950	4150	4315
Balance en Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.7	-6.1	-2.4	-2.0	-2.4
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)	3.1	4.9	4.6	2.9	2.5
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.
